

Política fiscal y monetaria durante la pandemia: Calibrando la respuesta contracíclica

Rodrigo Cubero Brealey
Presidente, Banco Central de Costa Rica

Seminario Internacional: *“Retos y oportunidades de la política fiscal en la pospandemia”*
Universidad Nacional
20 de mayo, 2021



*Política fiscal y monetaria durante la pandemia:
Calibrando la respuesta contracíclica*

CONTENIDO

- 1. La ausencia de espacio fiscal**
- 2. La política monetaria durante la pandemia**
 - Política monetaria expansiva
 - Inyecciones de liquidez en mercados
 - Facilidad especial de crédito del BCCR
- 3. Otras políticas del Banco Central**
 - Política cambiaria
 - Sistema de pagos
- 4. Regulación financiera prudencial**
- 5. Conclusiones y resultados**



1
**Ausencia de espacio
fiscal**

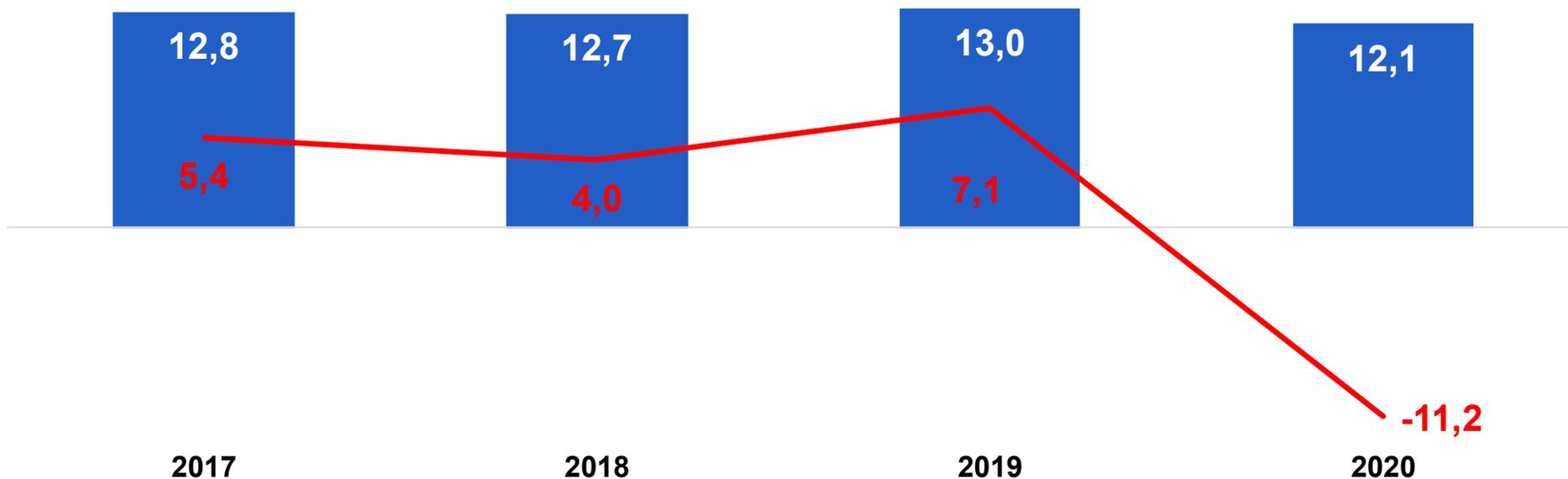
Ausencia de espacio fiscal

La contracción económica por la pandemia golpeó fuertemente la recaudación tributaria en 2020. Mayor efecto en aduanas, combustibles y renta.

Gobierno Central: Ingresos tributarios Como porcentajes del PIB y variación interanual

■ % PIB

— Tasa de variación



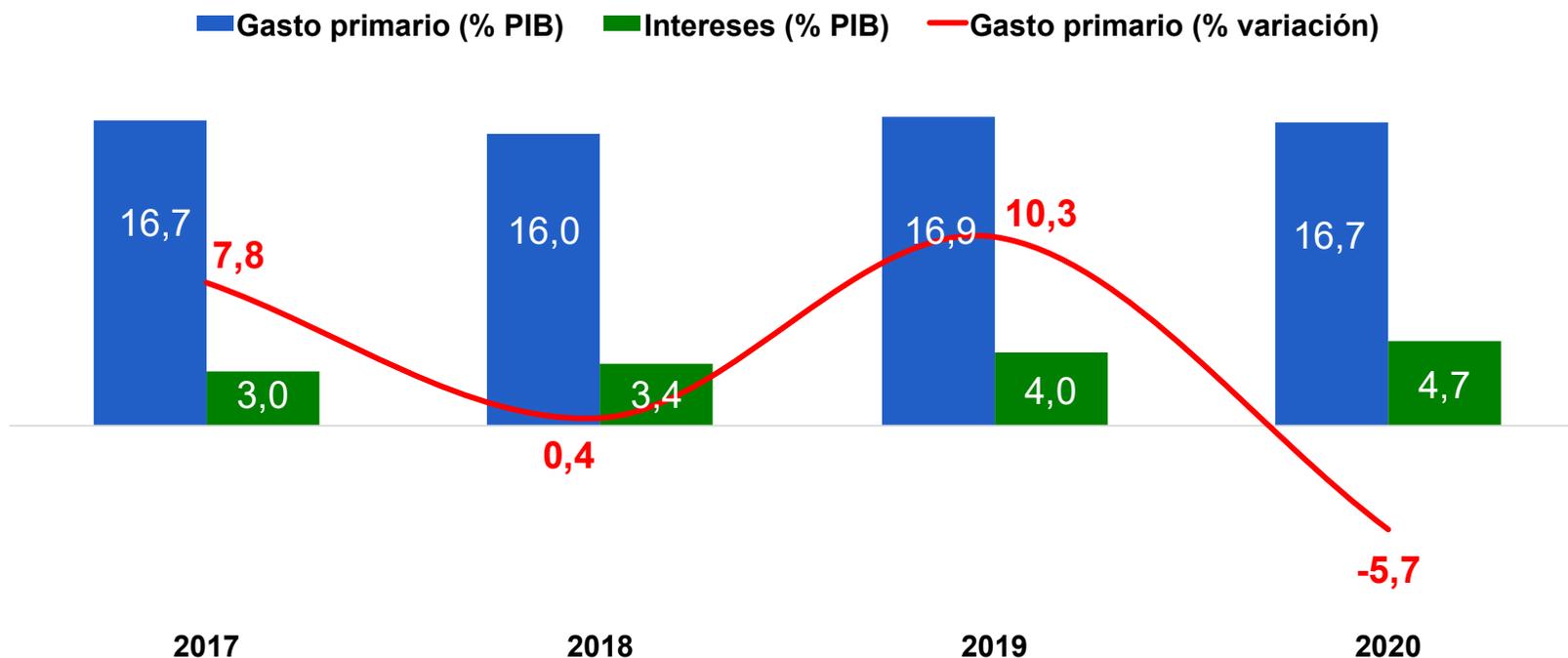
Fuente: Ministerio de Hacienda.

Ausencia de espacio fiscal

El Gobierno contuvo el gasto primario, pero la fuerte expansión del gasto por intereses como consecuencia del aumento del saldo de la deuda provocó que el gasto total cayera sólo 2,5%.

Gobierno Central: Gastos primarios e intereses

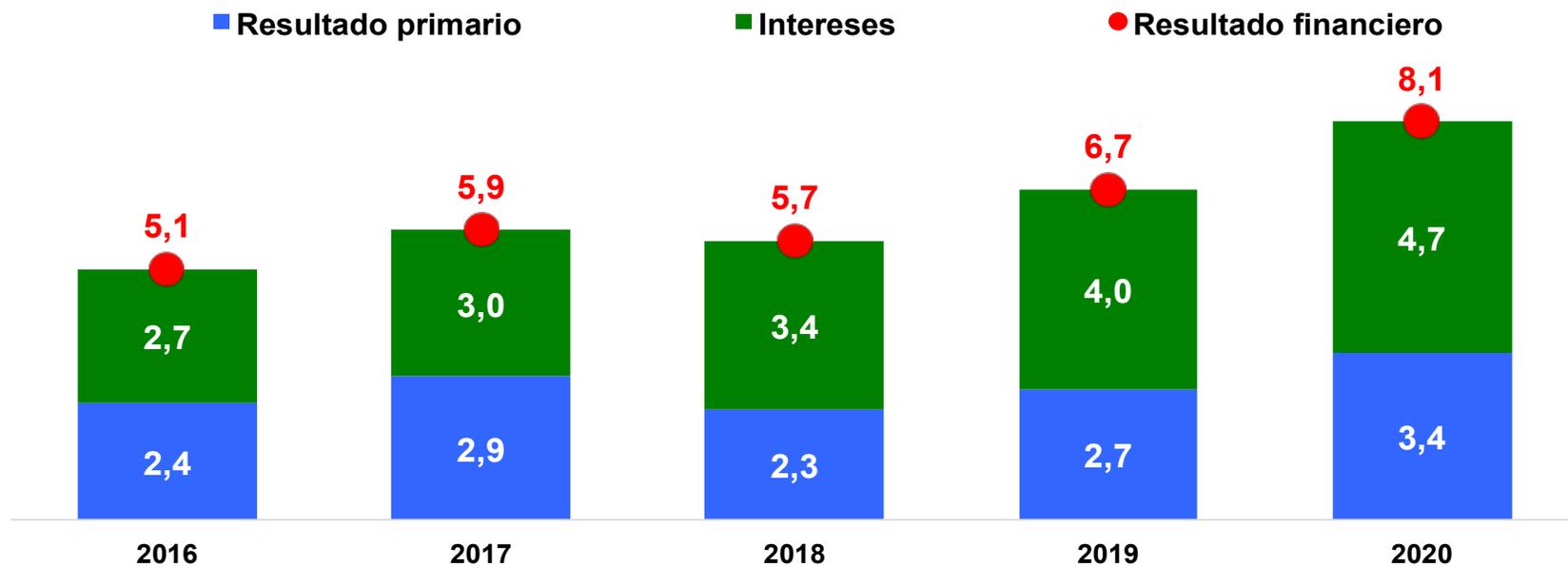
Como porcentajes del PIB y variación interanual



Ausencia de espacio fiscal

Así, a pesar de los esfuerzos por contener el gasto, el déficit fiscal continuó aumentando.

Gobierno Central: Resultado financiero como porcentaje del PIB

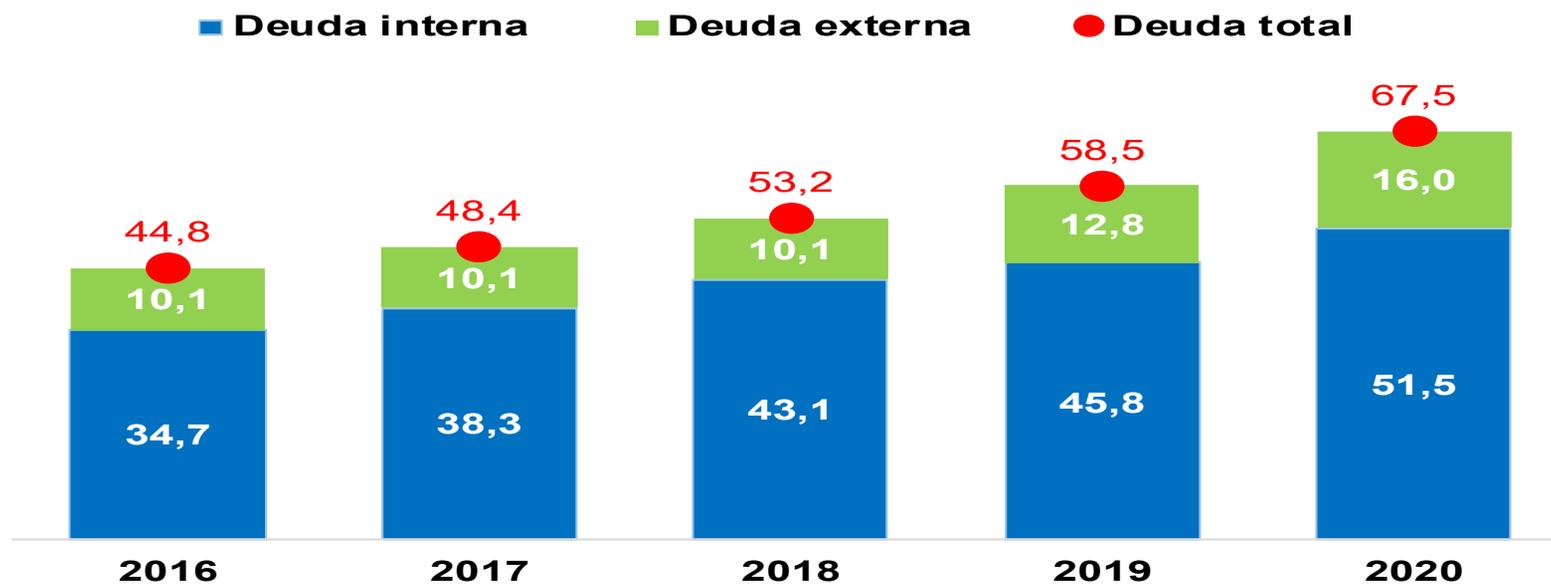


Fuente: Ministerio de Hacienda

Ausencia de espacio fiscal

Y, consecuentemente, la razón deuda/PIB también mantuvo su trayectoria ascendente.

Gobierno Central: Deuda como porcentaje del PIB



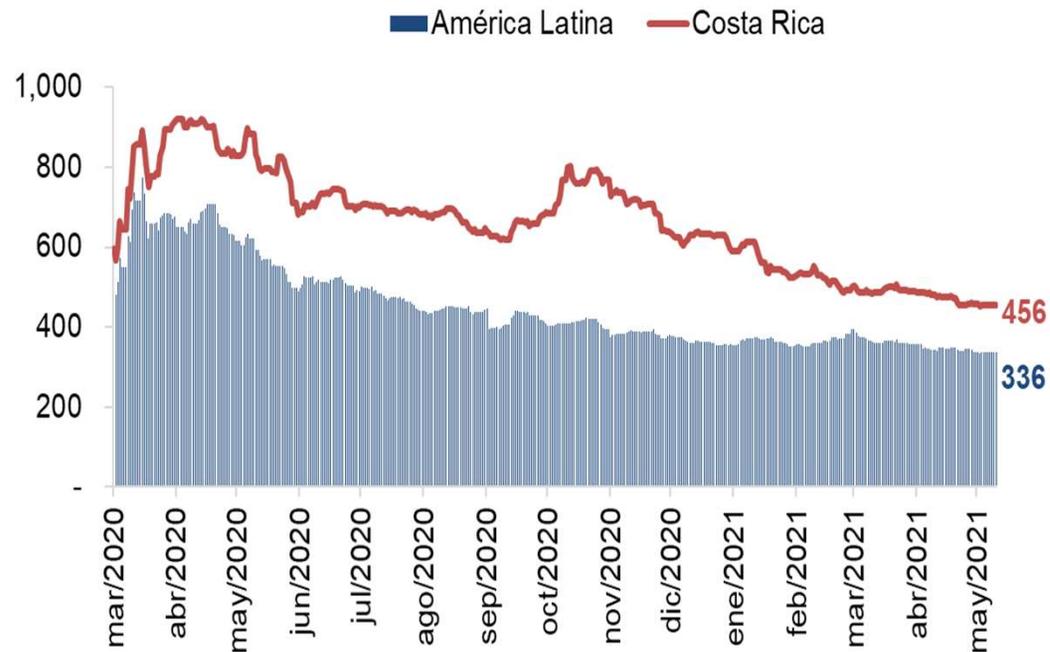
Fuente: Ministerio de Hacienda

Ausencia de espacio fiscal

El riesgo país se disparó con la pandemia, pero la postura fiscal austera ha permitido una tendencia a la baja, reforzada por el acuerdo con el FMI.

Diferenciales de Índice global de mercados emergentes (EMBIG)

(respecto a bonos del Tesoro de EUA, en puntos base)



Respuesta fiscal focalizada:

Medidas para asegurar los recursos necesarios para la atención de la emergencia sanitaria, mitigar su impacto en el flujo de caja de los hogares y las empresas, y proteger el empleo:

- Moratoria para el pago de impuestos.
- Bono Proteger: programa de transferencias para apoyar a los trabajadores afectados por la crisis.
- Medidas fiscales compensatorias para reducir impacto fiscal:
 - Reducción de gastos (congelamiento de aumentos y de plazas, suspensión anualidades, reducción de jornadas)
 - Agenda de consolidación fiscal bajo convenio con el FMI (SAF)
 - Medidas de ingresos, gastos, estructurales
 - Créditos multilaterales.

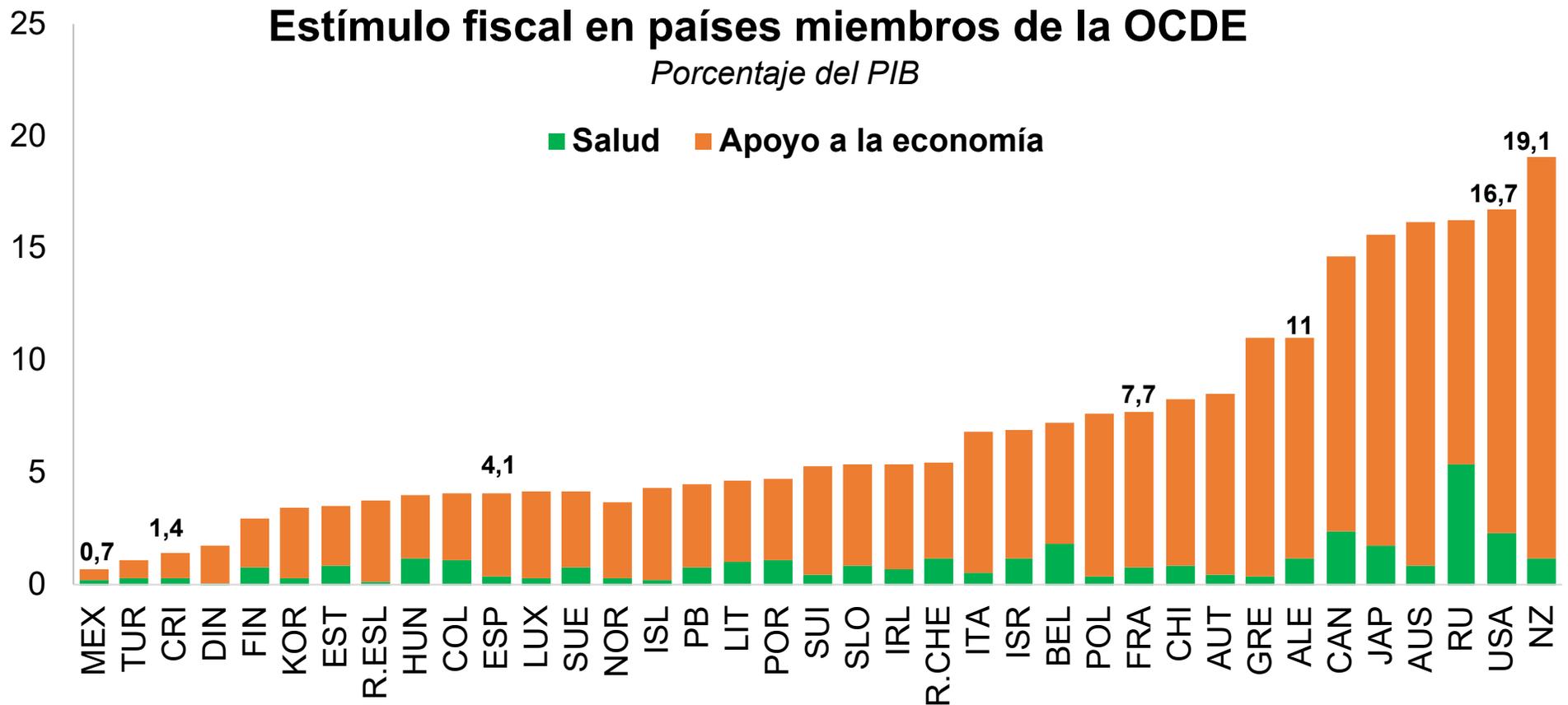
Otras medidas de política económica:

Medidas para asegurar los recursos necesarios para la atención de la emergencia sanitaria, mitigar su impacto en el flujo de caja de los hogares y las empresas, y proteger el empleo:

- Flexibilización de jornadas laborales (reducción, suspensión).
- Reducción de base mínima contributiva y flexibilización de pago de cuotas de la seguridad social.
- Medidas sectoriales (turismo, agricultura, mipymes)

Ausencia de espacio fiscal

En consecuencia, el estímulo fiscal en Costa Rica ha sido uno de los más bajos de la OCDE.



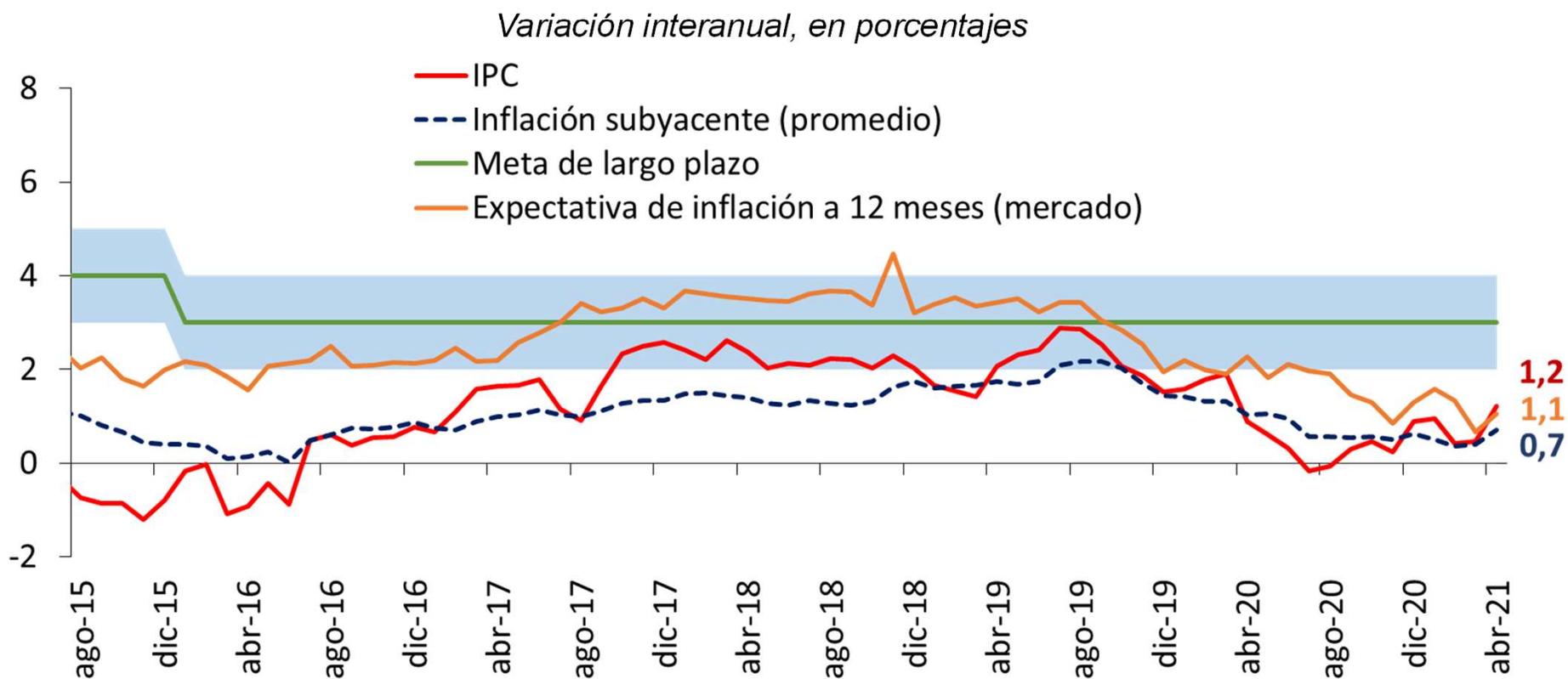


2

La política monetaria durante la pandemia

En cambio, sí hay espacio para la política monetaria

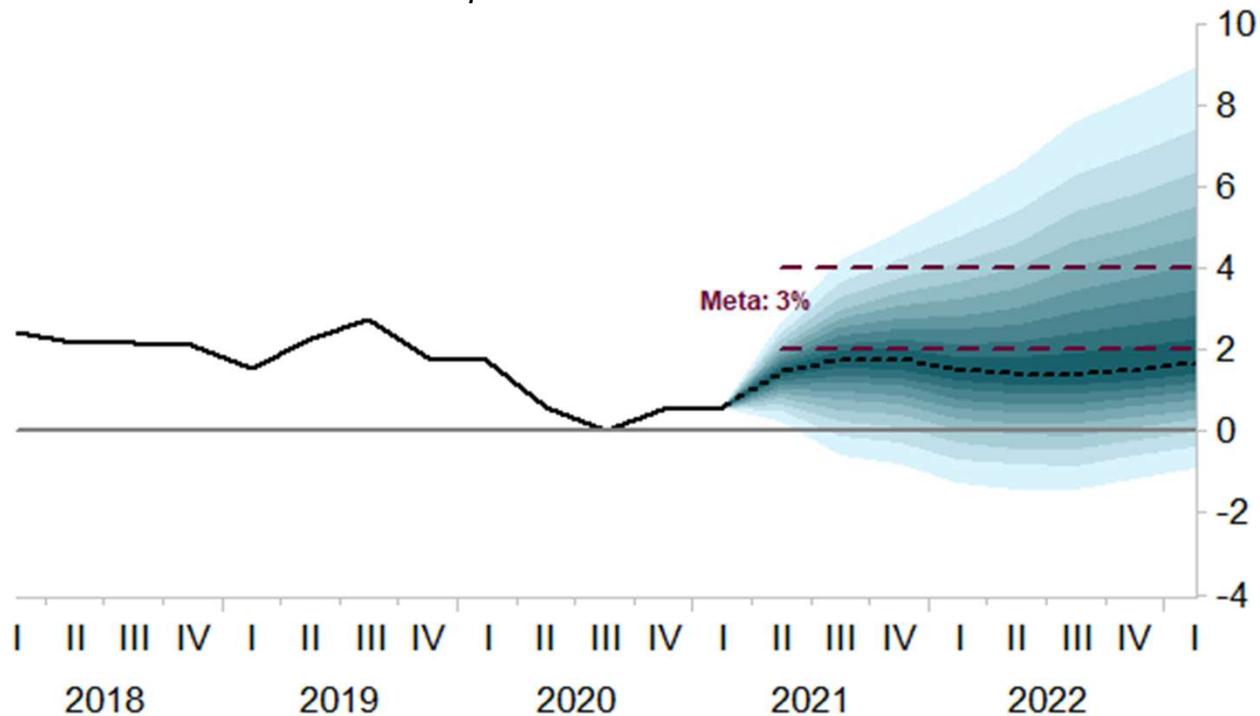
Inflación se ha mantenido por debajo del rango de tolerancia de la meta del BCCR.



En cambio, sí hay espacio para la política monetaria

Y se proyecta que la inflación se mantenga por debajo del rango meta en el horizonte de proyección.

Proyección de inflación
Variación porcentual interanual



La política monetaria y financiera durante la pandemia

- Dada la ausencia de espacio para un estímulo fiscal...
- ...la respuesta contracíclica recae principalmente sobre la política monetaria y financiera:
 - Profundización de política monetaria expansiva
 - Inyecciones de liquidez en mercados
 - Política monetaria no convencional: facilidad de crédito especial
 - Política macroprudencial (y estrategia de salida)

Política monetaria expansiva

Profundización de la política monetaria expansiva:

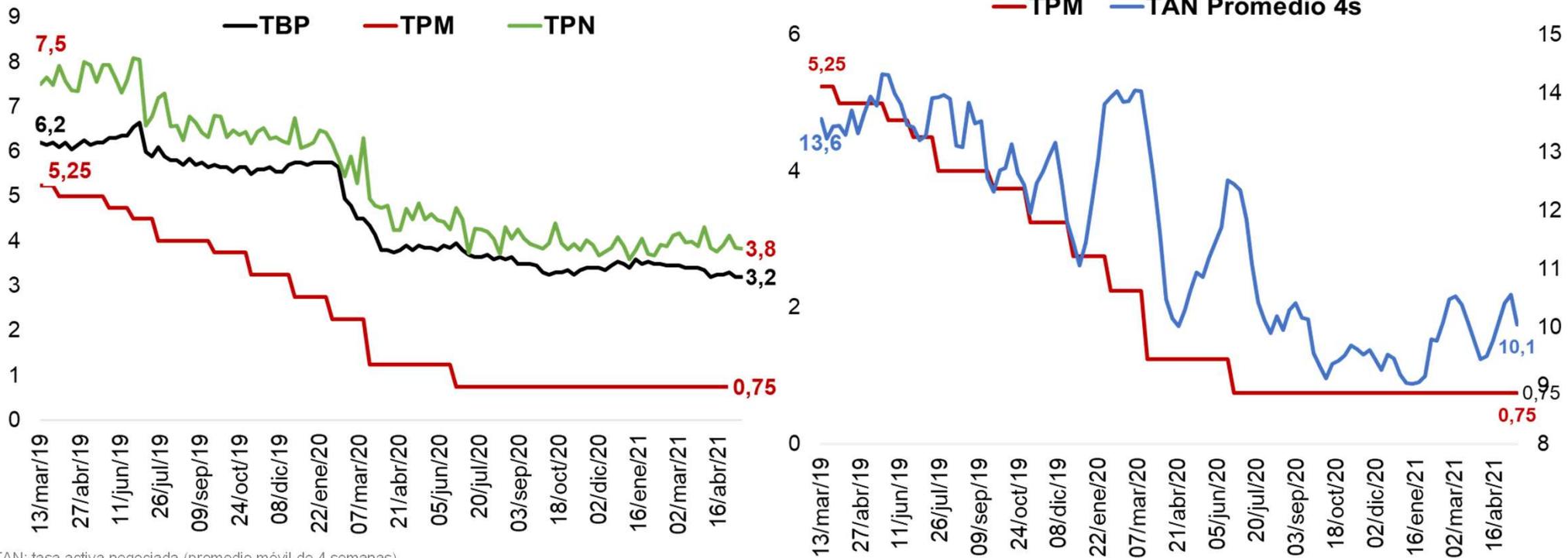
- Banco Central redujo TPM en 150 p.b. desde inicio de la pandemia, hasta ubicarla en 0,75% anual, el mínimo histórico de este indicador. Profundiza así postura de política monetaria expansiva y contracíclica iniciada en marzo 2019.
- Comunicación: apoya la transmisión de la política monetaria y la formación de expectativas.
- Orientación prospectiva: Banco Central mantendrá política monetaria expansiva en el tanto la inflación proyectada se mantenga por debajo de la meta de 3% en los siguientes 24 meses → contribuye con el proceso de formación de expectativas y, también por esta vía, a estimular actividad económica y generación de empleo.

Política monetaria: Profundización de la postura expansiva e introducción de orientación prospectiva

La reducción de la TPM ha contribuido a mantener las tasas de interés en niveles relativamente bajos.

Tasas de interés del sistema financiero nacional

En porcentajes



TAN: tasa activa negociada (promedio móvil de 4 semanas).

TPN: tasa pasiva negociada.

TBP: Tasa Básica Pasiva.

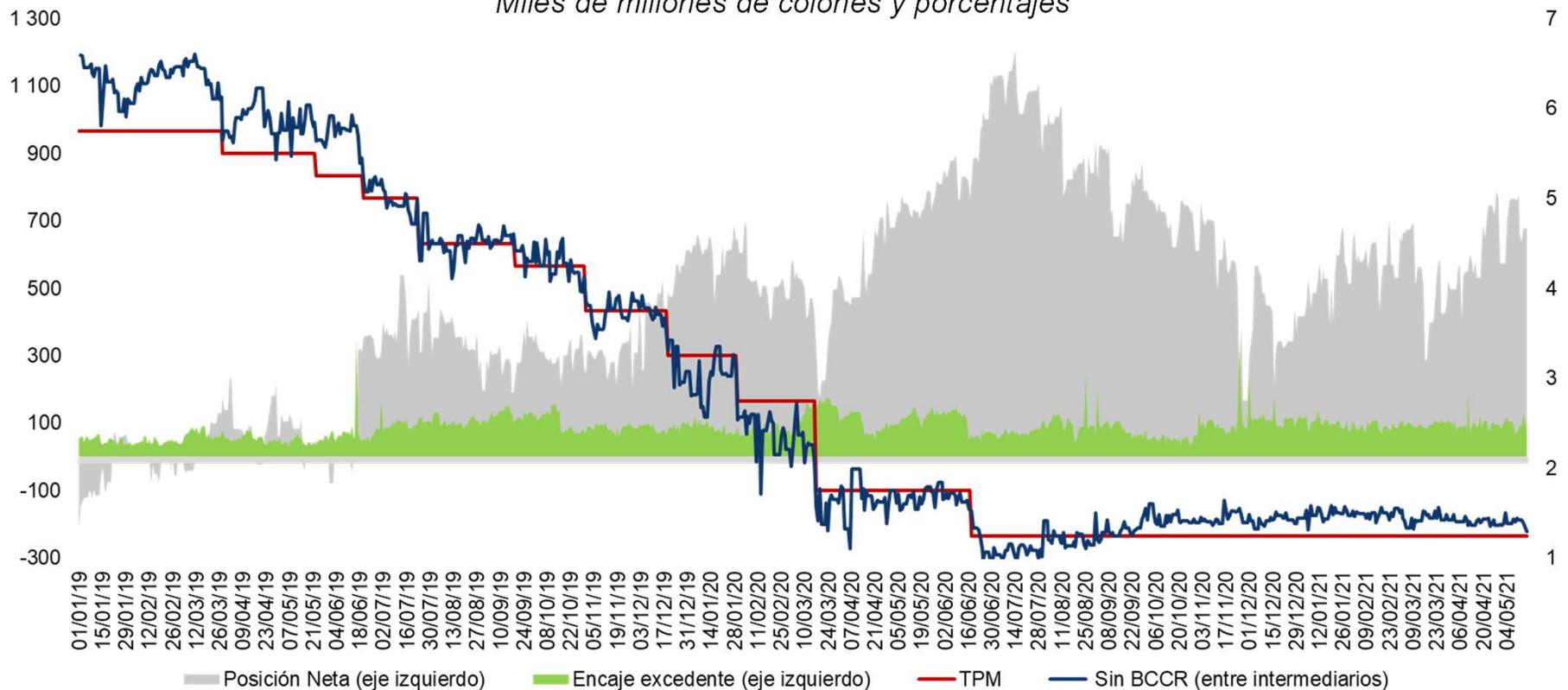
Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Política monetaria expansiva: Complementada por una posición de holguda liquidez agregada

El BCCR continuó con una *posición deudora neta* en el MIL.

Posición neta del BCCR en el MIL, TPM y tasa interbancaria en el MIL

Miles de millones de colones y porcentajes



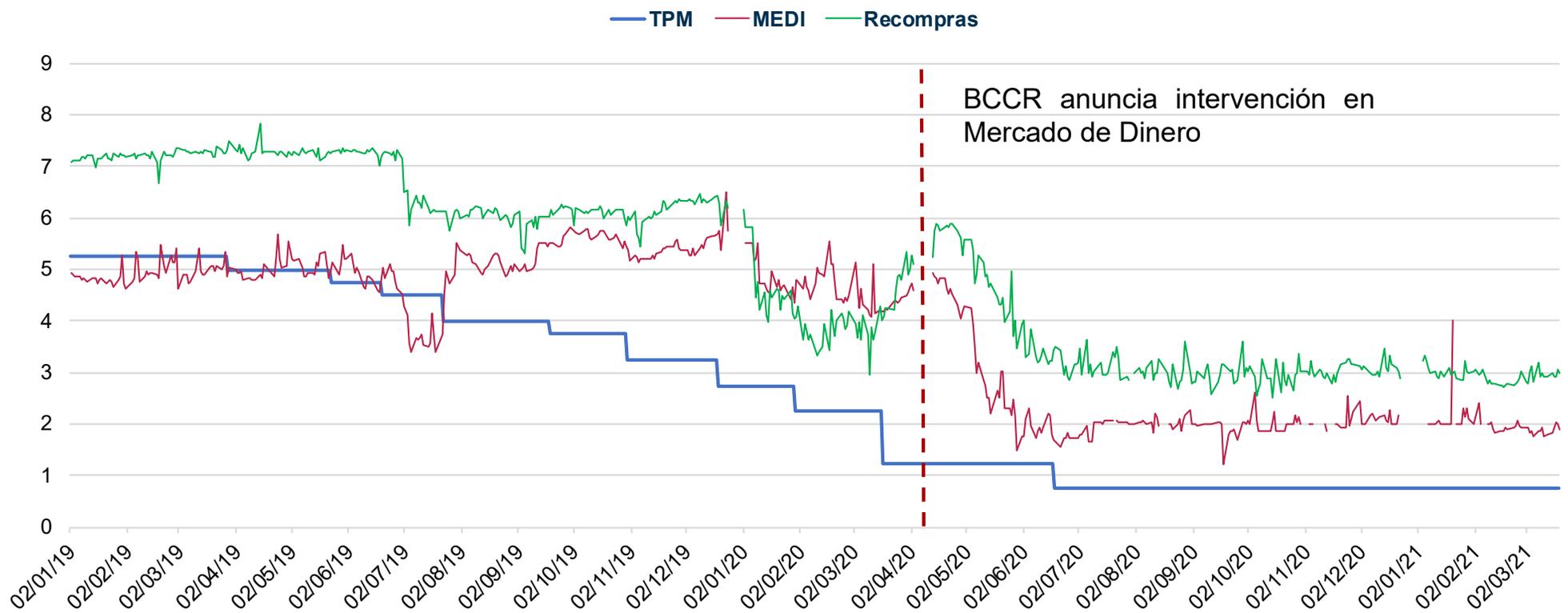
Otras medidas de política monetaria:

Provisión de liquidez a mercados de dinero

- Una función fundamental de los bancos centrales durante la pandemia es la provisión de liquidez a los mercados para asegurar estabilidad financiera y funcionamiento de los mercados.
- BCCR ha inyectado liquidez (colones, FX) cuando identifica situaciones de tensión en el mercado.
- Desde inicio de pandemia situaciones de tensión en mercados han sido escasas → limitada intervención del BCCR, pero...
- ...anuncio de que BCCR estaba dispuesto a participar parece haber atenuado presiones.

Provisión de liquidez en mercados de dinero en situaciones de tensión

Tasa de Política Monetaria y tasas del mercado de dinero Porcentajes



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Otras medidas de política monetaria:

Compra de bonos propios y del Gobierno en mercado secundario

Objetivo:

Mitigar tensión de liquidez en el mercado secundario para preservar la estabilidad financiera (no es propiamente relajamiento cuantitativo).

Gatilladores para la intervención (bonos del Gobierno):

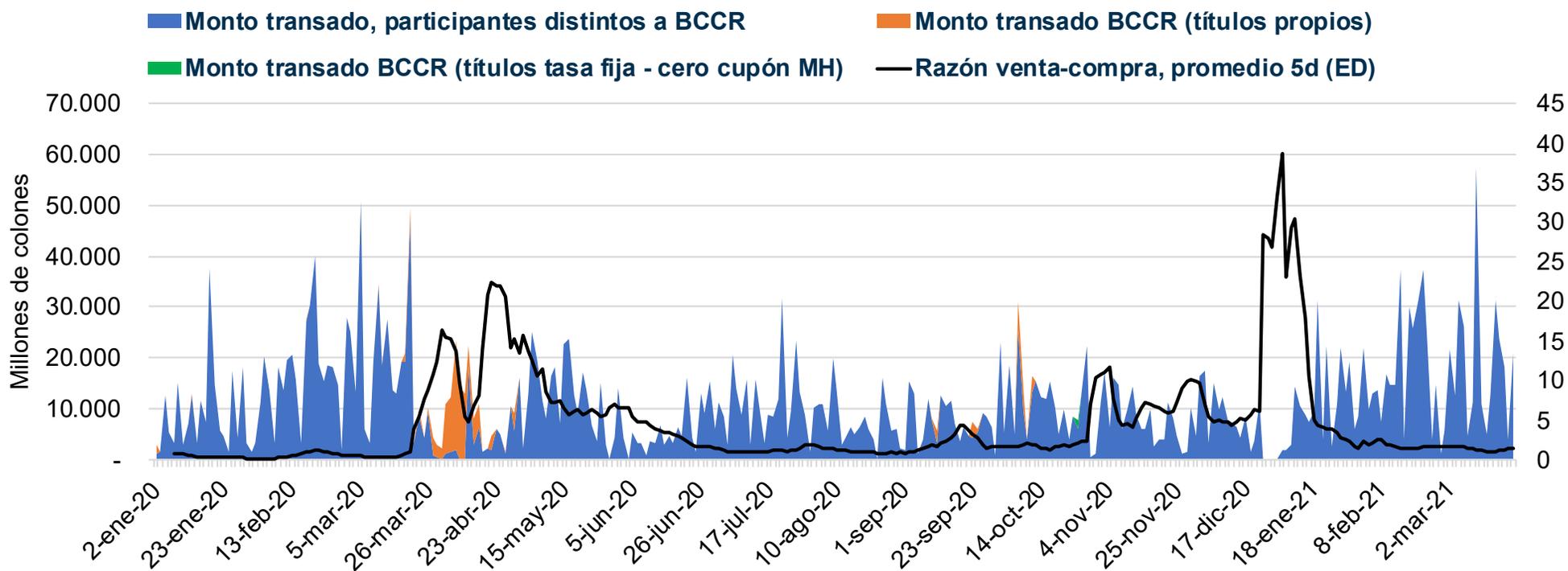
- Indicadores de tensión:
 - Rotación
 - Razón ofertas venta-compra
 - Rendimientos

Condiciones (bonos del Gobierno):

- Monto: 250 mil millones (0,7% del PIB)
- Solo bonos emitidos antes de dic-2019 son elegibles

Provisión de liquidez en mercado secundario en situaciones de tensión sistémica

Evolución de la cantidad negociada en el mercado secundario Bonos del Gobierno y BCCR



Nota: Información al 22 de marzo de 2021
Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Política monetaria no convencional (PMNC)

¿Es la intervención en el mercado secundario de títulos MH en situaciones de tensión una PMNC?

Facilidad especial (y temporal) de crédito

Nota: Relaciones son respecto al 2020, 33% desembolsado al 24-3-21.

Política monetaria no convencional: Facilidad especial (y temporal) de crédito del BCCR

Objetivo:

Proveer financiamiento a intermediarios en condiciones favorables para que canalicen recursos hacia empresas y hogares afectados por Covid-19.

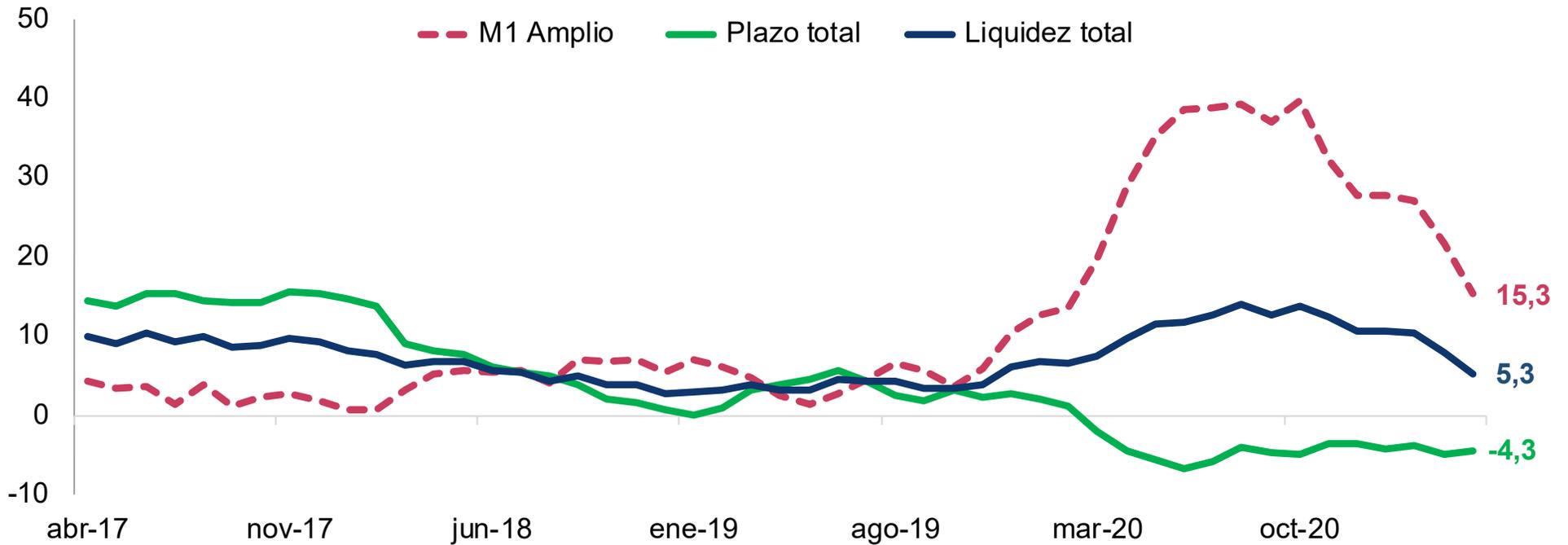
Motivación:

- Sector privado necesita reestructuración de créditos existentes y nuevos créditos a bajo costo y mayores plazos (sobre todo para K de trabajo)
- Bancos enfrentan retos que afectan oferta de crédito:
 - Incertidumbre: riesgo de crédito ha aumentado
 - Potenciales tensiones de liquidez: reestructuraciones, mora crediticia
 - Descalces de plazos (desplazamiento de depósitos hacia la liquidez)

Con la pandemia se dio un desplazamiento de los depósitos desde instrumentos a plazo hacia instrumentos a la vista. El proceso parece estarse moderando.

Medio circulante, depósitos a plazo y liquidez total

Variación interanual en porcentajes



Política monetaria no convencional:

Línea de crédito del BCCR

- Tasa: TPM + 5 p.b.
- Plazo: 2-4 años.
- Garantías: las del MIL.
- Condiciones: aprobación de plan de uso de recursos por parte del BCCR.
- Monto: ₡700 MM ampliado a ₡843 MM, (2,3% del PIB y 4,0% del CSP).

Facilidad de crédito (FC)

Al 18-5-21 se ha **desembolsado un 65%** del monto total aprobado.

Monto desembolsado de la FC a los intermediarios financieros¹ *En millones de colones*

	2 años	4 años	Total
Bancos	23.628	395.154	418.782
Resto	0	128.748	128.748
Total	23.628	523.902	547.530

^{1/} Información al 18-5-21.
Fuente: Banco Central de Costa Rica

ODP: Saldo colocado y deudores beneficiados según uso de los recursos

-porcentajes-

Deudores

Tipo de entidad	Nuevos Créditos	Prórrogas	Readecuaciones	Refinanciamientos	Refinanciamientos Colonización	Total
⊕ 1.Bancos Públicos	0,0%		23,3%		0,0%	23,3%
⊕ 2.Bancos Privados	0,1%		29,9%	2,5%	0,2%	32,6%
⊕ 3.Cooperativas	9,6%		24,5%	9,3%		43,3%
⊕ 4.Mutuales		0,1%	1,1%			1,2%
⊕ 5.Financieras			0,4%			0,4%
Total	9,7%	0,1%	78,6%	11,9%	0,2%	100,0%

Selección de filtros

Cifras al:

31/3/2021 ▼

Saldo

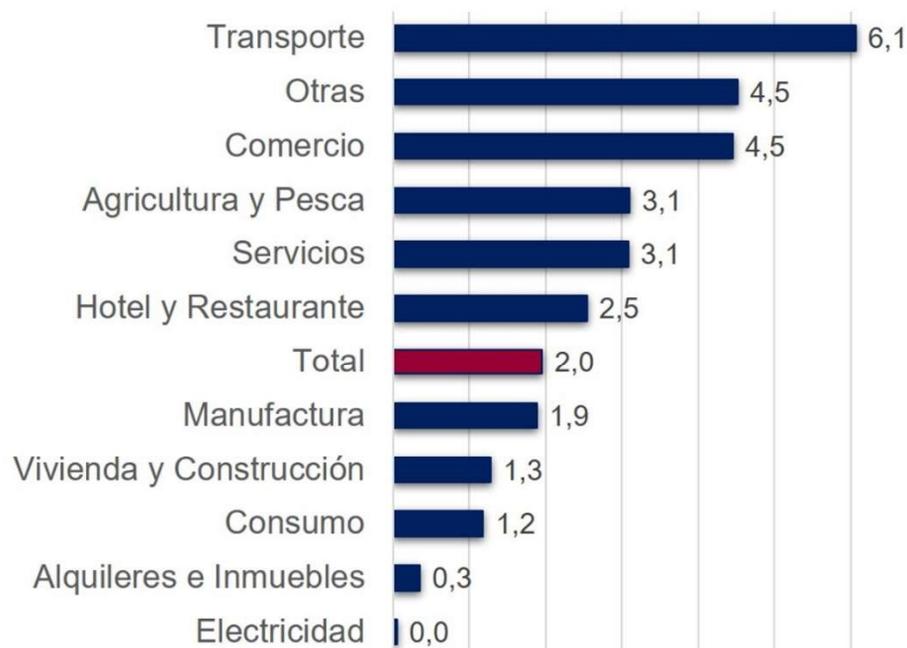
Tipo de entidad	Nuevos Créditos	Prórrogas	Readecuaciones	Refinanciamientos	Refinanciamientos Colonización	Total
⊕ 1.Bancos Públicos	0,9%		50,4%		0,4%	51,7%
⊕ 2.Bancos Privados	1,0%		23,5%	2,5%	1,7%	28,7%
⊕ 3.Cooperativas	5,7%		7,1%	5,2%		18,0%
⊕ 4.Mutuales		0,0%	1,6%			1,6%
⊕ 5.Financieras			0,0%			0,0%
Total	7,6%	0,0%	82,6%	7,7%	2,1%	100,0%

ODP: Distribución según actividad económica

-Millones de colones y porcentajes-

Actividad económica	Saldo	Participación
+ Servicios	102.036	25,3%
+ Vivienda-Construc	77.877	19,3%
+ Consumo	73.863	18,3%
+ Comercio	69.402	17,2%
+ Agricultura-Pesca	22.090	5,5%
+ Otras	21.906	5,4%
+ Manufactura	14.060	3,5%
+ Transporte	13.822	3,4%
+ Hotel-Restaurante	5.845	1,4%
+ Alquileres	2.437	0,6%
+ Electricidad	153	0,0%
Total	403.490	100,0%

ODP: Monto colocado respecto al crédito al sector privado según actividad económica
-en porcentajes-



Política monetaria no convencional: Desafíos para mercados emergentes

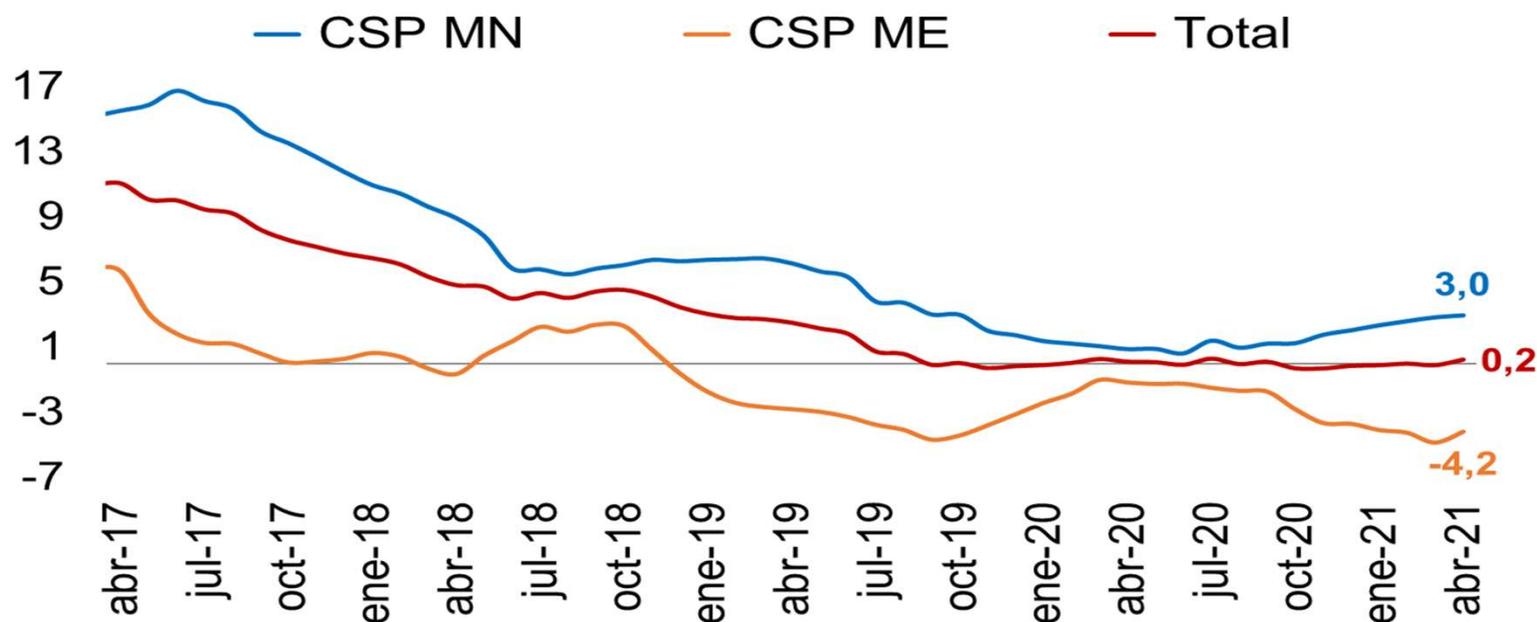
- Credibilidad de los bancos centrales es esencial, pero frágil.
- **Riesgo de:**
 - Desanclar expectativas inflacionarias
 - Presiones cambiarias (particularmente en economías parcialmente dolarizadas)
 - Presiones de liquidez sobre gobierno, si PMNC se perciben como forma de monetización del déficit.
- **Implicaciones:**
 - Usarlas solo para circunstancias extraordinarias.
 - Necesidad de **calibrar y comunicar cuidadosamente** la justificación, magnitud y duración (estrategia de salida) de las medidas no convencionales.

Crédito al sector privado en colones se ha acelerado, en respuesta a las mejores condiciones financieras. Pero crédito total sigue estancado.

Incertidumbre: riesgo de crédito ha aumentado → necesidad de programa de avales financiado por el Gobierno.

Crédito al sector privado, por moneda¹

Variación interanual en porcentajes



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



3

Otras políticas del Banco Central

OTRAS ACCIONES DE POLÍTICA DEL BCCR

- **Participación en el mercado cambiario:** para evitar fluctuaciones abruptas en el tipo de cambio, sin afectar su tendencia.
- **Sistemas de pagos:** profundización de los medios electrónicos de pagos.

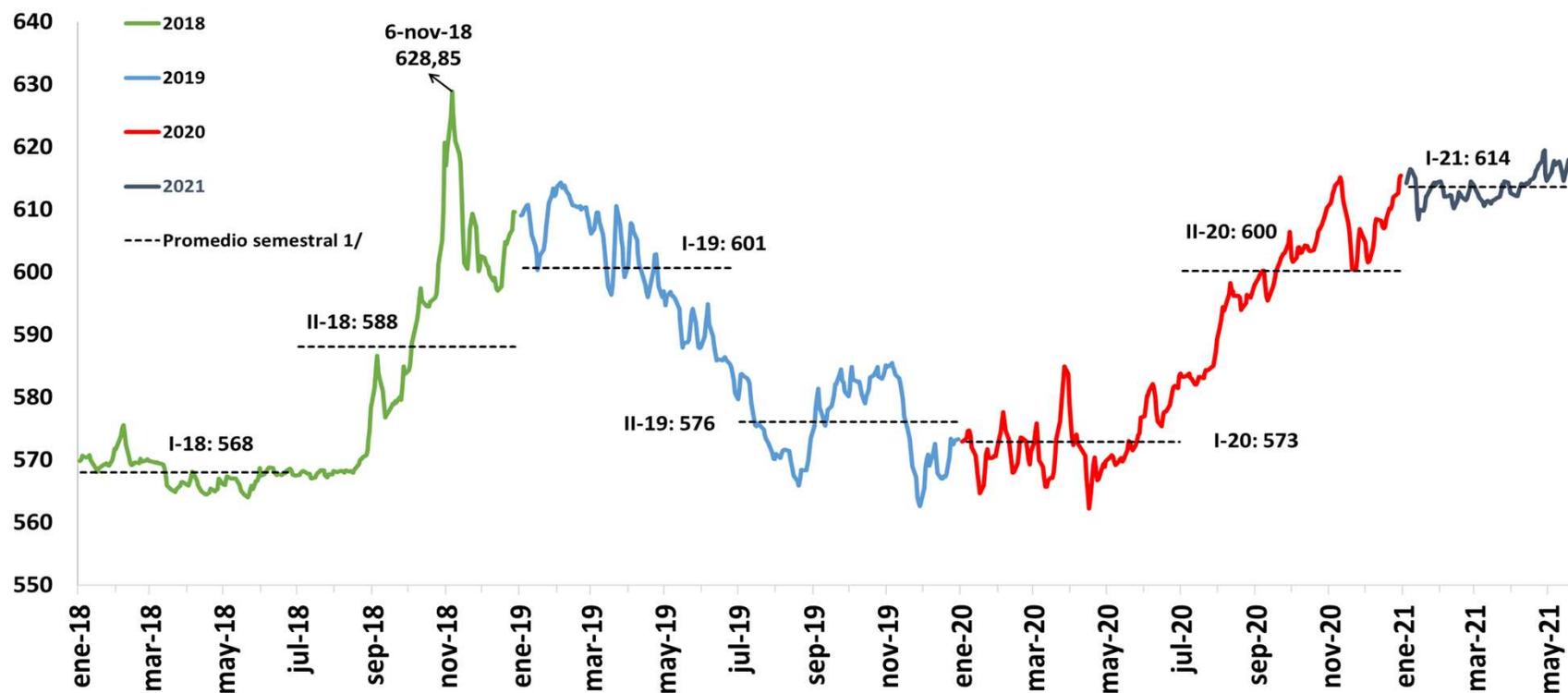
The background features a low-angle, upward-looking view of several modern skyscrapers with glass and metal facades. A prominent, bright blue diagonal line runs from the bottom left towards the top right, dividing the image into two main sections. The left section is lighter, showing the grid-like patterns of the building facades in shades of grey and white. The right section is darker, with deep blues and greys, emphasizing the verticality and shadows of the buildings.

Política cambiaría

Tipo de cambio promedio ponderado de Monex

Entre abril y noviembre 2020 el tipo de cambio tendió al alza. En 2021 el TC ha fluctuado alrededor de una tendencia horizontal.

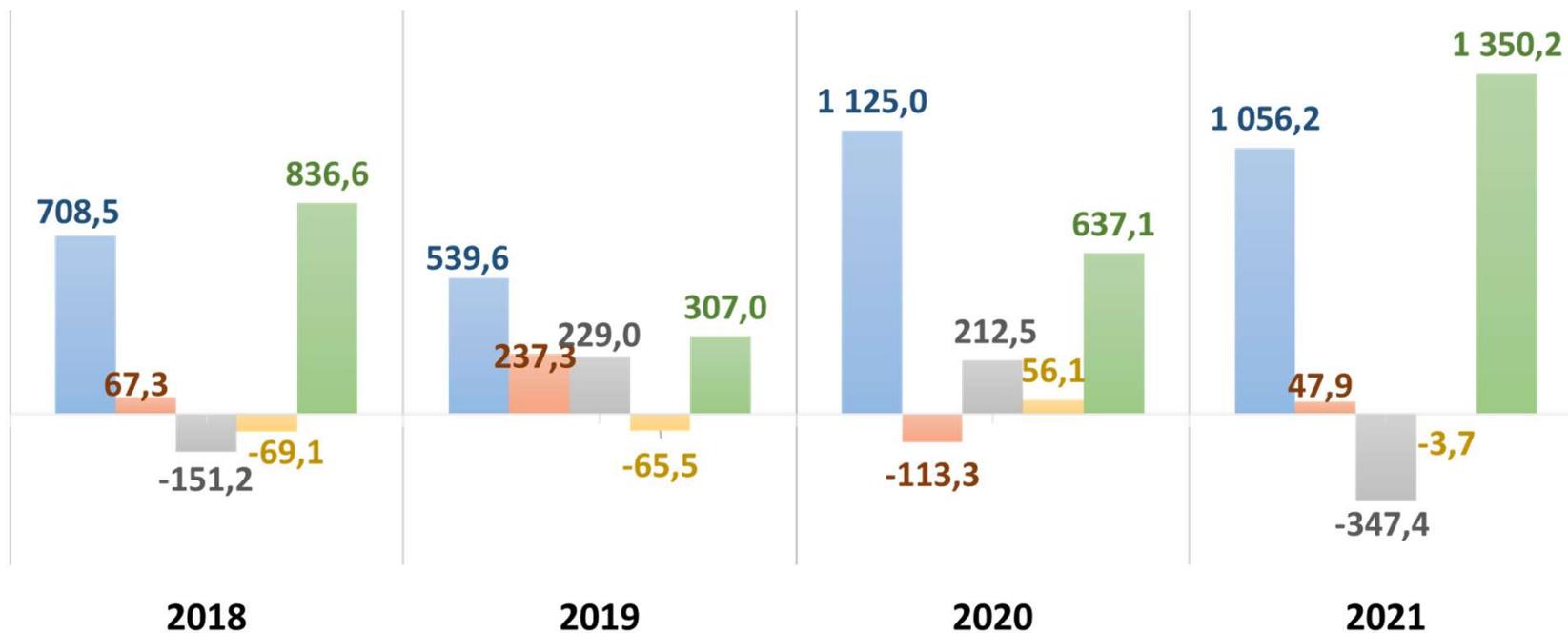
En colones por dólar



1/ Datos al 18-5-21.
Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Indicadores acumulados para el mercado cambiario

Primeras 94 sesiones de cada año (2021 al 18/05)^{1/}
Millones de USD



- Resultado neto ventanilla
- Variación acumulada RIN por operaciones SPNB
- Demanda del SPNB

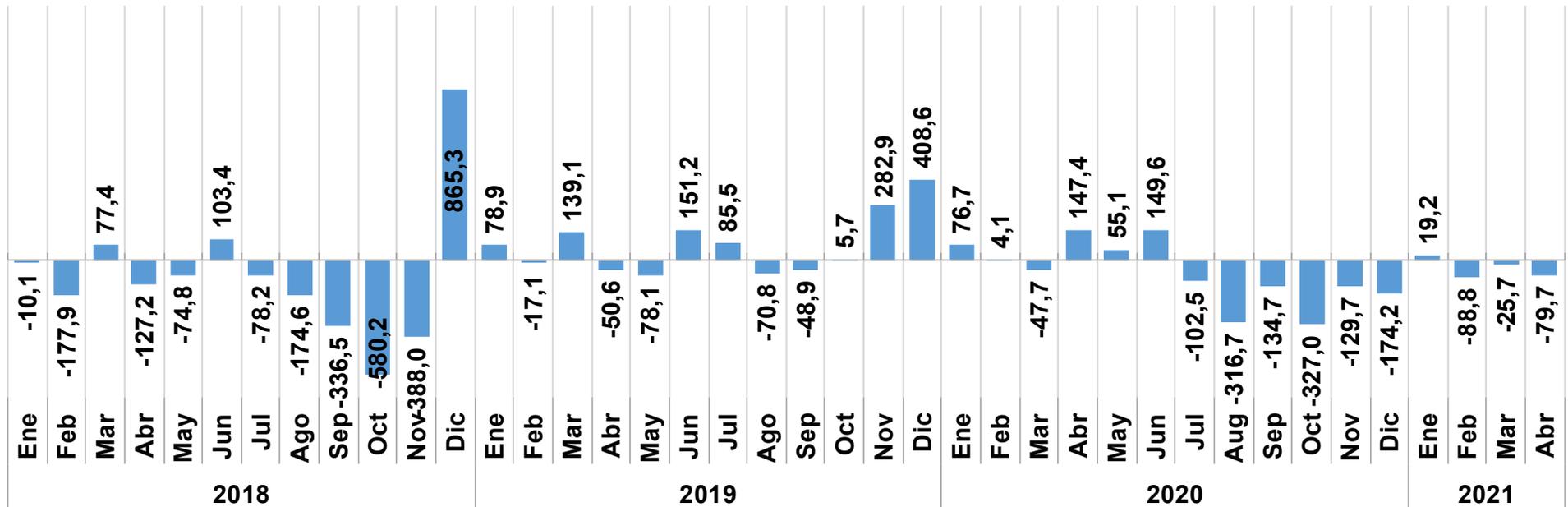
- Variación acumulada en PME
- BCCR: estabilización y Prog. compra de reservas

^{1/} Datos PME y ventanillas al 17-5-21.
Fuente: Banco Central de Costa Rica.

La participación del BCCR en el mercado cambiario se ha limitado a la compra de divisas para atender **(una parte de)** los requerimientos del SPNB.

Participación del BCCR en Monex¹

En millones de USD



¹ Incluye la participación del BCCR en Monex: por estabilización, compras directas al SPNB, compras en Monex para el SPNB y por el programa de acumulación de reservas.
Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Modernización del sistema nacional de pagos

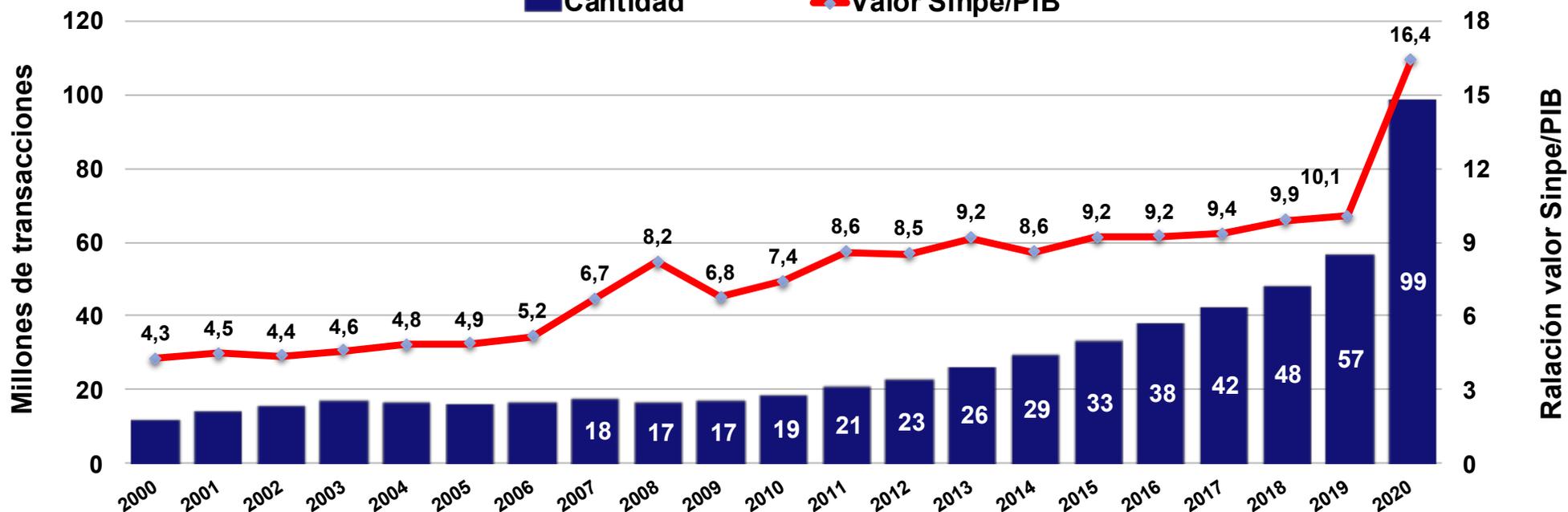
Profundización de los medios electrónicos de pago.

Inclusión financiera.

SINPE: Evolución de cantidad y valor de las transacciones liquidadas

Relación con respecto al PIB
Periodo 2000- 2020

■ Cantidad ● Valor Sinpe/PIB



Notas:

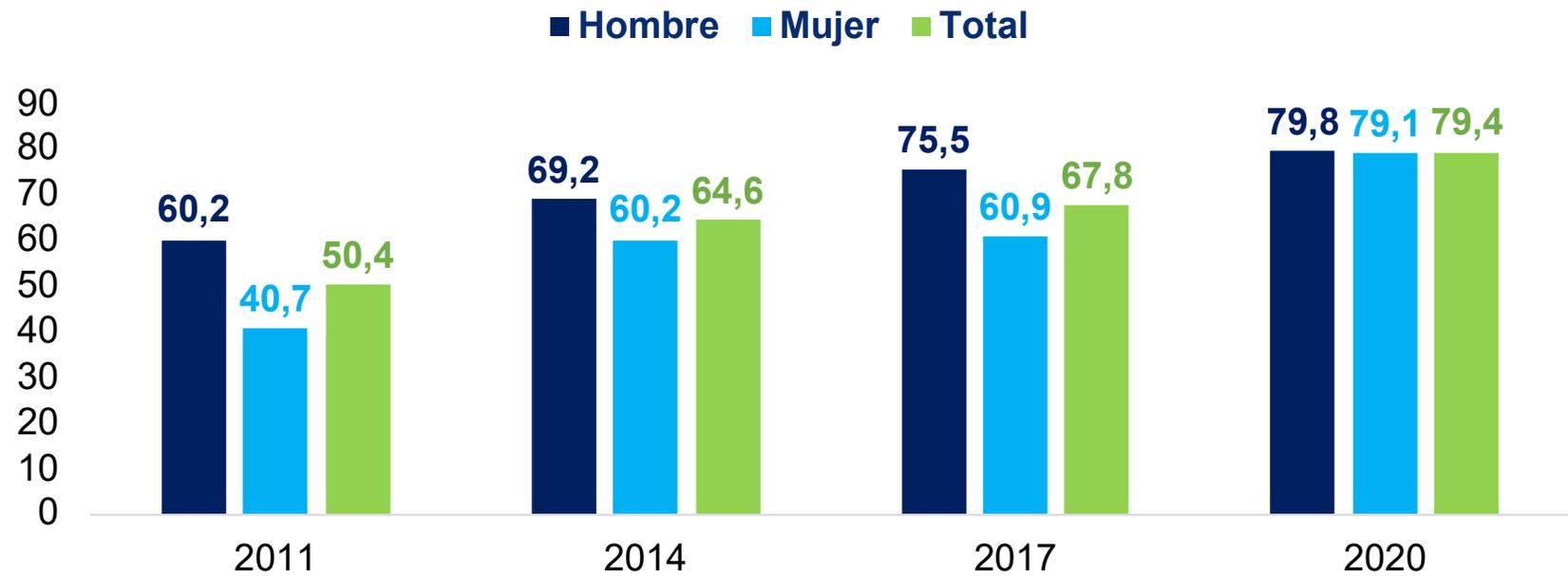
Eje izquierdo refleja la cantidad de transacciones liquidadas anualmente en SINPE.

Eje derecho refleja el número de veces que rota el saldo equivalente al PIB de cada año en el SINPE.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Acceso a cuentas bancarias

En porcentajes



Nota: Información de 2020 a noviembre.
Fuente: Global Findex y Banco Central de Costa Rica.



4

Regulación financiera prudencial

Regulación prudencial

Autoridades financieras (Superintendencias, Conassif) relajaron normativa (macro-)prudencial para aumentar capacidad de intermediarios financieros de dar crédito al sector privado. Ejemplos:

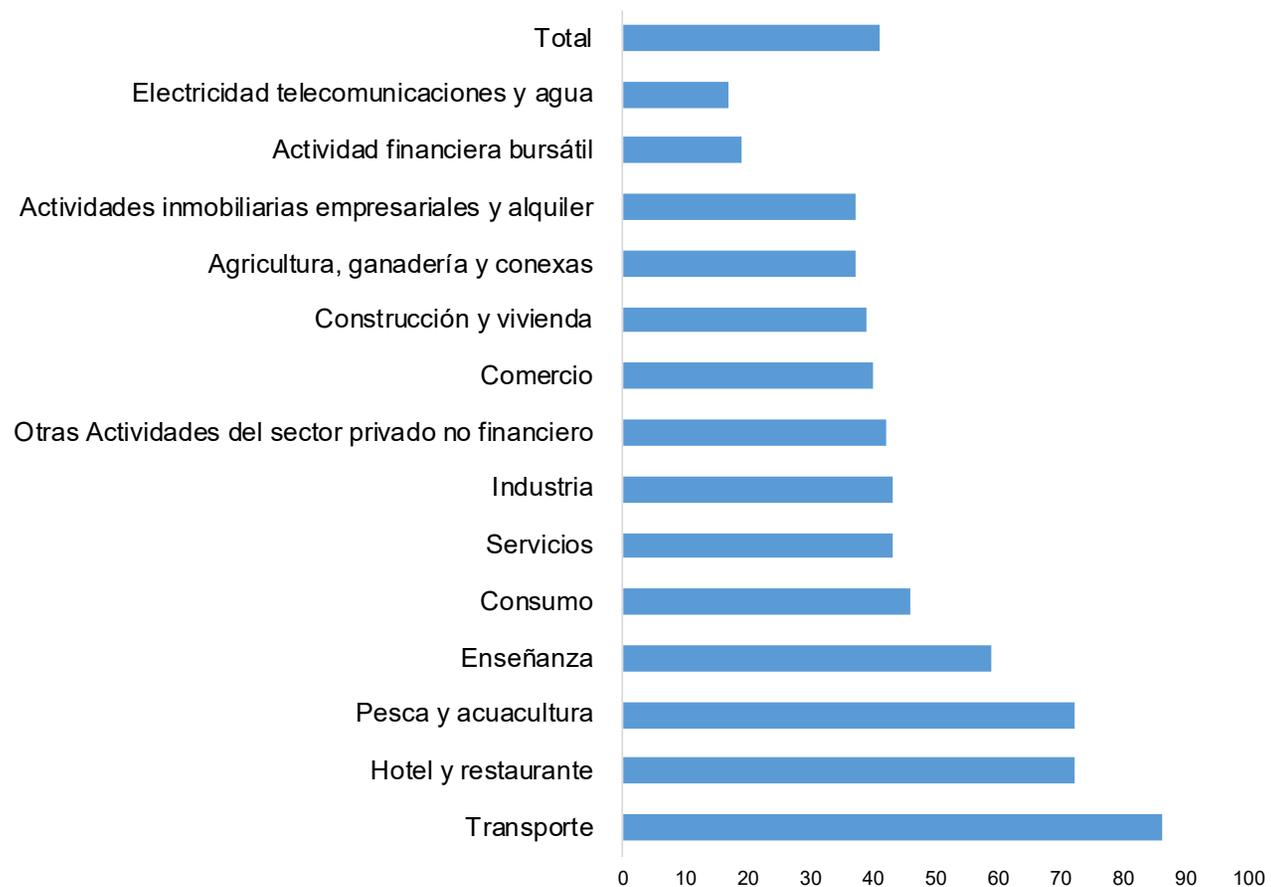
- Reglas de provisiones y calificación de créditos fueron relajadas para facilitar prórrogas y readecuaciones de crédito a los sectores más afectados.
- Acumulación de provisiones contra-cíclicas fue suspendida y luego reversada.

Es esencial contar con fuertes posiciones iniciales de liquidez y suficiencia patrimonial para tener espacio para estas medidas.

Prórrogas y readecuaciones como porcentaje del crédito total, según actividad económica

Marzo-junio del 2020

Entre marzo y junio los intermediarios financieros efectuaron operaciones de prórrogas y readecuaciones crediticias que representan un 41% de la cartera total de crédito.



Fuente: Banco Central de Costa Rica



5 Conclusiones y resultados

Conclusiones

- Una crisis inédita, que requiere respuestas adecuadas de política macroeconómica.
- En Costa Rica, el espacio fiscal es limitado.
 - Exige una respuesta fiscal muy focalizada: gasto sanitario, transferencias sociales, protección del empleo, avales crediticios
 - Medidas de contención fiscal en paralelo.
- Sí hay, en cambio, espacio para la política monetaria:
 - Medidas convencionales (TPM)
 - Inyecciones de liquidez
 - No convencionales, pero calibradas cuidadosamente: facilidad de crédito

Conclusiones

- Política cambiaria para mitigar fluctuaciones abruptas en tipo de cambio, sin alterar su tendencia.
- Importancia del sistema de pagos digitales
 - En Costa Rica, ya tenemos un colón digital
 - Permitted adaptación ágil de las formas de pago de hogares y empresas
- Política de regulación prudencial:
 - Flexibilización normativa calibrada
 - Estrategia de salida

Conclusiones

Resultados:

- Fortalecimiento de la estabilidad macroeconómica
 - Política fiscal enfocada en atención de la pandemia y sostenibilidad fiscal
 - Política monetaria contracíclica, sin comprometer objetivo inflacionario
 - Comunicación clara
- Mitigación del impacto de la pandemia sobre flujo de caja de hogares y empresas
 - Transferencias sociales
 - Menores tasas de interés
 - Mayores plazos
 - Arreglos de pago
 - Suavización del tipo de cambio

Conclusiones

Resultados:

- Afianzamiento de la estabilidad financiera
 - Provisión de liquidez en situación de tensión sistémica
 - Mitigación de fluctuaciones cambiarias
 - Flexibilización normativa

→ Combinación de políticas macroeconómicas y financieras, y su comunicación, ha sido **clave para mantener confianza** de agentes económicos **e impulsar recuperación** de la actividad económica.

Política fiscal y monetaria durante la pandemia: Calibrando la respuesta contracíclica

Rodrigo Cubero Brealey
Presidente, Banco Central de Costa Rica

Seminario Internacional: *“Retos y oportunidades de la política fiscal en la pospandemia*
Universidad Nacional
20 de mayo, 2021