

22 de febrero de 2020

Señor

**Lic. José Andrés Lizano Vargas**

**Proceso de Riesgos del Macroproceso Financiero Contable**

**Poder Judicial**

Estimado señor:

En cumplimiento de la cláusula del contrato N° 013118 que estipula la realización de un informe mensual al Comité de Riesgos, acerca del comportamiento de los mercados financieros y bursátiles, tanto nacionales como extranjeros, y su efecto sobre las carteras administradas, me permito remitirle el siguiente informe correspondiente al mes de febrero de 2020.

El informe incluye tres secciones<sup>1</sup>:

**I. RIESGO SISTÉMICO – ENTORNO NACIONAL.** Explora y analizas la evolución de las principales variables económicas y financieras de la economía costarricense, los aspectos económicos recientes más relevantes, así como los riesgos que conllevan y el efecto que podrían tener sobre el portafolio del FJPPJ y sobre el funcionamiento de este fondo.

**II. RIESGO SISTÉMICO – ENTORNO INTERNACIONAL.** Comprende los principales indicadores de la economía internacional y los riesgos geopolíticos.

En ambos casos se incluye la evolución más reciente de las principales variables macroeconómicas, los mercados financieros y otros aspectos de interés que afectan directa o indirectamente la inversión de los recursos del Fondo de Jubilaciones y Pensiones del Poder Judicial (FJPPJ), sus riesgos, así como otras posibles consecuencias sobre el funcionamiento de este fondo.

**III. TEMAS ESPECIALES.** Cuando la situación lo amerita, en esta sección se incluyen comentarios sobre temas de particular relevancia, tanto del contexto nacional como internacional. importantes

Al final del documento se incluye un **Anexo**, cuyo propósito es ofrecer una explicación sobre el impacto de las principales variables o aspectos que se incluye en el informe.

---

<sup>1</sup> Para el año 2020 el suscrito decidió modificar el formato de este informe a fin de hacerlo más asequible y comprensible para el nuevo Órgano de Dirección del FJPPJ y para su discusión en el Comité de Riesgos.

## **INFORME MENSUAL DEL MIEMBRO EXTERNO DEL COMITÉ DE RIESGOS DEL FONDO DE JUBILACIONES Y PENSIONES DEL PODER JUDICIAL FEBRERO 2020**

### I. RIESGO SISTÉMICO – ENTORNO NACIONAL

#### Riesgo Sistémico – Entorno Nacional



Tasa Básica Pasiva  
**4.95%**  
 20/2/2020



IPC  
**1.58%**  
 Enero 2020



Déficit Fiscal  
**1.58%**  
 Diciembre 2019



IMAE  
**2.8%**



Tipo de cambio (Monex)  
**573.24**



Desempleo  
**12.4%**  
 Diciembre 2019

- La Tasa Básica no venía presentando variación con respecto al mes anterior (5.75%), pero a partir del 20 de febrero bajó a 4,95%.
- La inflación, medida con la variación interanual del IPC, cierra enero en 1.58%, por debajo del rango meta del BCCR (3%+-1 p.p.). Este resultado anterior refleja, por una parte, el comportamiento de los determinantes macroeconómicos de la inflación y, por otra, el menor impacto de la inflación importada, debido a la apreciación del colón y a la baja en el precio de algunas materias primas importadas.
- Déficit fiscal. El comportamiento de los ingresos y gastos del Gobierno reflejó en 2019 el impacto de las medidas contempladas en la Ley 9635, en especial, la recaudación tributaria. No obstante, el aumento en los gastos de capital y la atención de compromisos no recurrentes, aumentaron el déficit primario con respecto al de 2018. Este resultado, aunado a la mayor carga de intereses, ya prevista, ubicó el déficit financiero en 7,0% del PIB (5,8% en 2018).
- El indicador del IMAE mostró un crecimiento interanual de 2.8%. Con excepción de la construcción, electricidad y agua que decrecieron, el resto de las actividades económicas muestran tasas de crecimiento positivas y la mayoría superiores a las de hace un año.
- El tipo de cambio promedio Monex presenta una disminución de ¢1.54 cerrando el mes en ¢571.7. Acumulando un 6% de apreciación (baja). En ventanilla el tipo de cambio de compra oscila entre ¢566 y ¢563 y el de venta entre ¢577 y ¢579
- Las Principales variables Macroeconómicas proyectadas en el Programa Macroeconómico 2020-2021 son:

Variable	2020	2021
Tasa de crecimiento real	2.5%	3.0
Inflación (meta)	3.0% (+/-1%)	3.0% (+/-1%)
Balanza de Pagos (% PIB)		
Cuenta corriente	-2.2	-2.2
Cuenta Comercial	-7.2	-6.9
Cuenta Financiera	-1.8	-2.5
Saldo RIN (% PIB)	13.2	13.0
Sector público Global Reducido (% PIB)		
Gobierno _Central	-5.9	-5.7
Resto SONG	1.0	1.0
BCCR	-0.4	-0.4
Deuda Gobierno Central	61.0	62.6
Agregados monetarios y crédito		
Liquidez (M <sub>3</sub> )	6.2	6.3
Crédito al sector privado	4.9	7.3

Se proyecta que, en los dos años siguientes, la política monetaria del Banco Central continúe dirigida a mantener la inflación baja y estable y a apoyar la actividad económica, en línea con la postura contracíclica que adoptó a partir de marzo del 2019. Esto es, la política monetaria ha estado orientada a estimular las condiciones crediticias y la reactivación económica (con fundamento en lo establecido en el artículo 2 de la Ley Orgánica del Banco Central), sin poner en riesgo (y, más bien, en procura de apuntalar) su objetivo primario de mantener una inflación baja y estable.

Para el bienio 2020-2021, el Banco Central proyecta una continua y gradual recuperación económica, con una tasa de crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) real de 2,5% en el 2020 y 3,0% en el 2021. El crecimiento proyectado continuaría por debajo del potencial estimado para la economía costarricense (alrededor de 3,5%), por lo cual la brecha del producto permanecerá negativa, esto es, el nivel efectivo de la producción será inferior a su potencial, lo que a su vez implica que se mantiene capacidad ociosa.

**Riesgos.** Estas proyecciones incorporan la mejor información disponible a enero de 2020; no obstante, existen **riesgos provenientes del contexto internacional e interno** que, de materializarse, las podrían desviar.

Entre los **riesgos del contexto internacional** un crecimiento de la economía mundial menor al proyectado actualmente por los organismos internacionales, choques en los precios internacionales de materias primas y una intensificación en el corto plazo del conflicto político en Nicaragua (aunque este riesgo parece haberse reducido).

Por su parte, entre los **riesgos locales** sobresalen un **déficit fiscal** mayor al previsto, un deterioro de los niveles de confianza de consumidores y empresarios en la

economía, un acceso limitado del Gobierno al financiamiento externo, choques de oferta no anticipados, relacionados especialmente con condiciones climáticas adversas, así como un menor grado de ejecución de obra pública.

En general, el balance de riesgos para el crecimiento presenta un sesgo al alza y para la inflación un sesgo a la baja.

## II. RIESGO SISTÉMICO – ENTORNO INTERNACIONAL

### Riesgo Sistémico – Entorno Internacional

#### FMI proyecta leve recuperación en diversas economías

REGIÓN/PAÍS	ESTIMACIONES 2020	PROYECCIONES 2020	PROYECCIONES 2021
MUNDO	2,9%	3,3% ▼	3,4% ▼
ECONOMÍAS AVANZADAS	1,7%	1,6% ▼	1,6% =
• Estados Unidos	2,3%	2% ▼	1,7% =
• Zona euro	1,2%	1,3% ▼	1,4% =
• Japón	- %	0,7% ▼	0,5% =
MERCADOS EMERGENTES Y EN DESARROLLO	3,7%	4,4% ▼	4,6% ▼
• China	6,1%	6% ▼	5,8% ▼
• Rusia	1,1%	1,9% =	2% =



Aumento de las tensiones comerciales entre China y E.E.U.U



Incertidumbre ante la salida del Reino Unido de la Unión Europea (inició el 31-01-2020)



Menor dinamismo de la demanda y disminución en los precios de las materias primas



Las tasas globales con tendencia a la baja

- La actividad económica en los Estados Unidos (EUA) se desaceleró de 2,9% en el 2018 a 2,3% en el 2019, según datos del Departamento de Comercio. Durante el 2019, las empresas fueron más cautelosas en sus decisiones de inversión, como consecuencia de la incertidumbre asociada al conflicto comercial entre EUA y China, lo cual se reflejó en un menor incremento en la inversión privada (2,1% en el 2019 frente a 6,4% en el año previo).
- En la primera reunión del presente año (28-29 de enero), el Comité Federal de Mercado Abierto del Sistema de la Reserva Federal, decidió mantener el rango objetivo de su tasa de política monetaria entre 1,50% y 1,75%; en línea con la ausencia de modificaciones en las proyecciones de crecimiento y precios de diciembre pasado. La autoridad monetaria señaló que los riesgos asociados a las tensiones comerciales son menores debido al acuerdo comercial parcial con China.
- La zona del euro experimentó un crecimiento interanual de la actividad económica de 1,2% en 2019, menor al 1,9% registrado el año previo, según la primera estimación de la oficina de estadísticas Eurostat. La zona del euro perdió impulso debido a la incertidumbre en torno a las tensiones comerciales entre EUA y China

y, a la salida de Reino Unido de la Unión Europea. Por su parte, la inflación se ubicó en 1,4% interanual en enero, 0,1 p.p. por encima del dato de diciembre y, el nivel más alto desde abril de 2019. El incremento en los precios de la energía (1,8%), así como el encarecimiento de los alimentos frescos (2,2%), contribuyeron con el repunte de la inflación regional. Sin embargo, la inflación se mantuvo por debajo de la meta de 2% establecida por el Banco Central Europeo.

- El coronavirus presenta nuevo riesgo al crecimiento global: El virus puede provocar interrupción del crecimiento de la economía de este país, esparciéndose en la economía global, debido al tamaño de la economía China. Podría extenderse a los mercados estadounidenses y globales a través de una reducción del apetito por el riesgo, la apreciación del dólar, la disminución de los precios del comercio y materias primas; ya que se espera que la economía China se desacelere debido al brote del coronavirus.

Diversas entidades han realizado estimaciones del impacto económico del coronavirus. En particular, la agencia calificadora de riesgo S&P, estimó que el brote de coronavirus en China reduciría el ritmo de crecimiento de ese país en 0,7 p.p. hasta el 5,0% en el 2020. Las autoridades chinas ya han tomado algunas medidas económicas, como la inyección de liquidez<sup>2</sup>.

- El precio promedio de contado del barril de petróleo *WTI*<sup>3</sup> cerró en enero en *USD* 58,0, con una disminución del 3,1% respecto a la cotización media de diciembre. Los precios de los contratos a futuro con entrega a julio y setiembre de 2020 cayeron en promedio a *USD* 56,4 por barril (desde *USD* 57,3 el mes previo). La caída en el precio de esta materia prima estuvo explicada, en mayor medida, por el temor en cuanto al brote del coronavirus en China, que provocó una disminución en la demanda de combustibles, principalmente en Asia, además por el incremento en las reservas de crudo en EUA durante enero de 2020<sup>4</sup>.

<sup>2</sup> El 3 y 4 de febrero, el Banco Popular de China inyectó ¥1,7 billones (*USD* 242.740 millones) por medio de operaciones de mercado abierto.

<sup>3</sup> El West Texas Intermediate (WTI) es el petróleo crudo extraído en el Golfo de México y sirve como referencia para las transacciones financieras en la Bolsa Mercantil de New York (NYMEX, por sus siglas en inglés).

<sup>4</sup> Datos de Bloomberg al 10 de febrero del 2020.

### III. TEMAS ESPECIALES

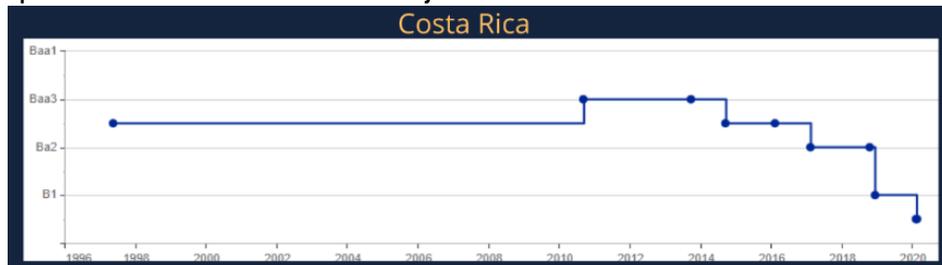
#### 1. Degradación en la Calificación de Riesgo Soberano de Costa Rica

El lunes 10 de febrero, la agencia de calificación internacional Moody's anunció la rebaja de calificación de Costa Rica, reduciéndola a **B2**, después de que el país registrara el mayor déficit fiscal en cuatro décadas. Esto significa que los títulos que emite el país entran ya a un nivel especulativo, muy cerca de ser considerados como "bonos chatarra".

**Baja en la calidad.** Esta degradación pone al país entre los seis más riesgosos de Latinoamérica, poniéndola a niveles de países como Nicaragua, Jamaica, Surinam, a nivel regional y a países como Camboya, Egipto, Papúa Nueva Guinea, Bosnia, Bahrein y Túnez, a nivel mundial. El siguiente esquema muestra que, con esta calificación, Costa Rica se ubica en una calidad "altamente especulativa":

Calidad	Moody's
Principal	Aaa
Alto grado	Aa1
	Aa2
	Aa3
Grado medio superior	A1
	A2
	A3
Grado medio inferior	Baa1
	Baa2
	Baa3
Grado de no inversión especulativo	Ba1
	Ba2
	Ba3
Altamente especulativa	B1
	B2
	B3
Riesgo sustancial	Caa1
	Caa2
	Caa3
Extremadamente especulativa	Ca
A falta de pocas perspectivas de recuperación	C

**Tendencia.** La tendencia en las evaluaciones de Costa Rica es a la baja, mientras que otros países vecinos más bien mejoran.



**Costo.** Esta calificación es particularmente perjudicial para el país debido a su alta dependencia de préstamos para poder financiarse. Entre más abajo se encuentre el país en la escala, más complicado se vuelve que los inversionistas estén dispuestos a colocar recursos y, de hacerlo, exigen tasas de interés más elevadas y plazos más cortos. Según declaraciones del Ministro de Hacienda, por cada grado de rebaja, el país tiene que aumentar su gasto por intereses en €150 mil millones. Este punto es importante en momentos en que Hacienda anunció una fuerte necesidad de endeudamiento para este año, que comprende alrededor de \$1.400 millones de organismos internacionales y unos \$4.500 millones en eurobonos.

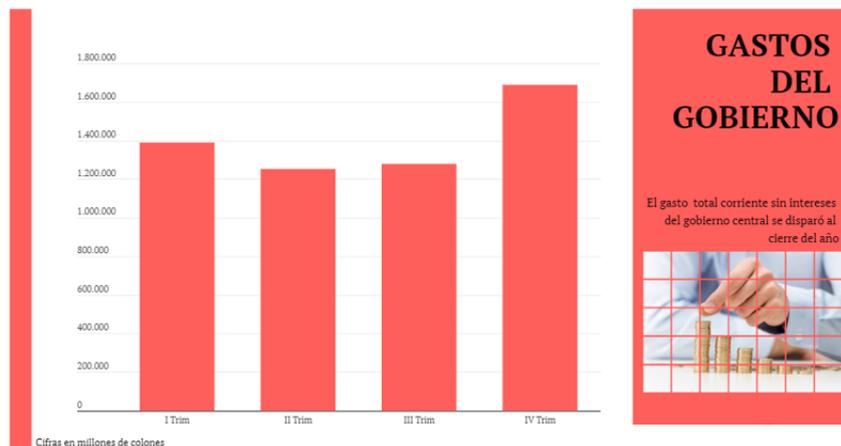
Para el FJPPJ esta noticia es importante, dado que una degradación del riesgo país constituye una razón más para intensificar las gestiones de diversificación en los mercados financieros internacionales.

## 2. Aumento en el déficit fiscal y señales contradictorias del Gobierno que debilitan la confianza

El déficit fiscal al cerrar el año 2019 alcanzó la cifra de 6.9% con respecto al PIB, el mayor porcentaje alcanzado en las últimas 4 décadas. Esto se debió, principalmente a un gasto mayor al esperado, con gastos inusitados o no mapeados, dentro de los que se destacan las siguientes partidas:



La siguiente grafica muestra el incremento en el gasto del Gobierno en el último trimestre del año pasado:



## 6 señales contradictorias del Gobierno que debilitan la confianza

**1. Regla Fiscal a conveniencia.** La Ley de Fortalecimiento de la Finanzas públicas obliga a todos los ciudadanos a someterse a una nueva normativa tributaria, que implicó un incremento en la base de productos tasados en el anterior impuesto de ventas con el nuevo impuesto al Valor Agregado. Sin embargo, el Gobierno no ha sido igual de enérgico para hacer cumplir lo establecido en esta ley dentro de la propia administración.

Primero la CCSS pretendió salirse del plan fiscal y la JPS decidió aplicarla apenas este año, sin que hubiese mano firme. Al Gobierno se le pide aplicar la regla fiscal, una herramienta que pone freno al gasto presupuestario, pero ahora el Ejecutivo no desea cumplirla; para ello Hacienda interpreta que para la creación del presupuesto siguiente debe tomarse el presupuesto del año anterior y no el ejecutado, aún cuando la Contraloría ya señaló que es con el ejecutado.

Para algunos analistas y el sector empresarial, no aplicar la regla fiscal como fue definida, representa un mensaje contradictorio, que se suma a la propuesta de la apertura del secreto bancario, incrementa los niveles de desconfianza e incertidumbre.

**2. Secreto bancario.** Para el Ministro de Hacienda, aprobar una legislación que permita a las autoridades tributarias levantar el secreto bancario es imperativo para poder reducir la evasión. Pero para el sector empresarial y a nivel político se considera que sería abrir una peligrosa puerta, dado además de que es una potestad ya existente mediante la autorización de un juez. La señal se considera más bien un

desincentivo a la inversión y al empresario, en momentos en que el país más necesita generar empleos y echar a andar la economía.

**3. Agenda de reformas en el olvido.** Durante la discusión de la reforma fiscal, el compromiso del gobierno era promover una nutrida agenda de reformas estructurales que dieran mayor estabilidad al país a mediano y largo plazo, a sabiendas de que el plan fiscal era una medida momentánea. La agenda incluía una reforma a la Ley de Empleo Público que ordenara los conflictivos regímenes salariales existentes y sus pluses, así como el análisis sobre la conveniencia de mantener instituciones, eliminar duplicidades y reducir el aparato estatal.

Nada de esto ha sido posible, pese a que ya pasó más de un año de la vigencia del plan fiscal. Para algunos analistas, una vez aprobado el plan fiscal, estas reformas perdieron el sentido de urgencia y consideran que una vez aprobado el plan, se cayó en la autocomplacencia y al abordaje de otros temas, no prioritarios, siendo que el tema del gasto desapareció de la agenda. Según los mismos, esto constituye un mensaje que genera desconfianza e incertidumbre, que puede traducirse en una mayor cautela en los flujos de inversión y en el desarrollo productivo, que impacta negativamente en la economía y en la generación de empleo.

**4. Contención del gasto.** Los resultados financieros del gobierno al cierre de 2019 comprobaron que hubo un gasto mayor al esperado, al cerrar con un déficit del 6.9%. El compromiso de la administración estaba centrado en cerrar los tubos al gasto desmedido; sin embargo, aunque la lleve si se apretó un poco, siempre hubo una fuga importante de recursos. Aspectos positivos fueron el decrecimiento en salarios, su congelamiento y la aplicación de recortes en pluses. Pero hubo bastos adicionales, especialmente realizados a final de año, que terminaron de disparar el déficit, entre ellos, transferencias al Conavi y a las juntas de educación, el pago por pertenecer a la Corporación Andina de Fomento, la capitalización por el cierre de Bancrédito y el rescate de Japdeva.

Se esperaba que el Ministro de Hacienda presentara ante la Asamblea Legislativa una agenda más exhaustiva de proyectos para reactivar la economía, así como recortes inmediatos al gasto, pero en lugar de eso, solo se dio la promesa de la eventual venta de Fanal y Bicsa y el uso de superávits para pagar deuda, lo que se considera totalmente insuficiente para generar empleo o bajar el costo de vida, de la energía, de las tasas de interés, entre otros.

**5. Informalidad.** En el 2019 el porcentaje de ocupados con un empleo informal fue de un 45.6%, lo que equivale a un millón de personas. Esto conlleva un efecto directo sobre las cotizaciones a la CCSS y al mismo estado. El Gobierno no ha presentado ningún plan para reducir estos niveles de informalidad que no dan tregua, pero, además, existen trabas especialmente en la CCSS para aquellas personas que

desean formalizarse, pues se le cobra millonarios montos a modo de multa por el tiempo no han estado dentro del empleo formal, es decir, más bien desincentivan a los trabajadores informales a regular su situación.

El tema de informalidad no es algo que involucre solo a la CCSS, sino también a cómo Hacienda puede interactuar para cobrar las obligaciones tributarias de los empleados y patronos informales que evaden el sistema.

**6. Ministros morosos.** Al tiempo que el gobierno impulsó la legislación fiscal para mejorar la recaudación sobre bienes y servicios (IVA) y establecer controles que reduzcan la evasión, defendiendo iniciativas como el cobro tributario a casas de lujo, por otro lado, miembros de su propio gabinete han resaltado en las últimas semanas por aparecer morosos con el pago de impuestos. El reclamo es que mientras el gobierno le solicitó a la ciudadanía su apoyo con la reforma tributaria, a los funcionarios del gobierno más bien los exculpa, como se ha hecho en algunos casos.

### 3. Aumento en el desempleo

La tasa de desempleo subió a 12,4% durante el último trimestre de 2019 (11,4 un trimestre antes), afectando a unas 309 mil personas, principalmente mujeres y jóvenes.



## 4. Programa Macroeconómico 2020-2021

**Principales variables Macroeconómicas.** Banco Central proyecta crecimiento de 2,5% para 2020 y mantiene rango meta de inflación en 3% ± 1 punto porcentual.

	Promedio 2014-2018	2019	Proyecciones	
			2020	2021
PIB (miles de mill de ₡)	31.154	36.280	38.285	40.754
Tasas de crecimiento (%)				
PIB real	3,6	2,1	2,5	3,0
Ingreso Nacional Disponible Bruto Real	3,6	2,0	2,5	3,1
Tasa de desempleo <sup>1/</sup>	9,6	11,4		
Inflación (meta)				
Variación interanual de IPC (%)	1,9	1,5	3,0 (± 1,0 p.p.)	
Balanza de Pagos (% PIB)				
Cuenta corriente	-3,4	-2,5	-2,2	-2,2
Cuenta comercial	-9,7	-7,6	-7,2	-6,9
Cuenta financiera	-3,5	-4,7	-1,8	-2,5
Pasivos de inversión directa	-5,2	-4,1	-4,0	-4,0
Saldo RIN (% PIB)	13,3	14,5	13,2	13,0
Sector Público Global Reducido (% PIB) <sup>2/</sup>				
Resultado Financiero	-5,0	-5,6	-5,3	-5,1
Gobierno Central	-5,7	-7,0	-5,9	-5,7
Resto SPNF	1,3	1,7	1,0	1,0
BCCR	-0,6	-0,3	-0,4	-0,4
Deuda Gobierno Central (% PIB) <sup>3/</sup>	53,2	58,5	61,0	62,6
Agregados monetarios y crediticios (Variación %) <sup>4/</sup>				
Liquidez total (M3)	8,9	6,0	6,2	6,3
Riqueza financiera total	11,2	7,8	7,4	7,8
Crédito al sector privado	9,4	0,8	4,9	7,3
Moneda nacional	12,5	3,1	7,5	11,1
Moneda extranjera	5,6	-3,0	0,5	0,5

\*/ Estimaciones 2019 y proyecciones 2020-2021.

1/ Al III trim-2019 según Encuesta Continua de Empleo, INEC.

2/ Estimaciones del Ministerio de Hacienda y Banco Central de Costa Rica.

3/ Estimaciones del Modelo de Sostenibilidad Fiscal del BCCR. El dato del promedio 2014-18 corresponde al saldo de diciembre de 2018.

4/ Valoración de moneda extranjera no contempla efecto cambiario.

Fuente: Banco Central de Costa Rica, Ministerio de Hacienda e Instituto Nacional de Estadística y Censos (INEC).

**Inflación y política monetaria.** Los modelos de pronóstico del Banco Central proyectan que en el bienio 2020-2021 la inflación general y subyacente se mantendrán contenidas en el **rango meta**, aunque por debajo de su valor medio (3%). Esto confirma que existe espacio y justificación para continuar con el ciclo de relajamiento de la política monetaria.

Con base en ello, el Banco Central, a finales del mes de enero, redujo la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 50 puntos base (p.b.), para ubicarla en 2,25%. En este contexto, a partir de fines de marzo del 2019 el Banco Central redujo la TPM en siete ocasiones, para un acumulado de 250 p.b. Al finalizar el año, la TPM se ubicó en 2,75%. Además, a partir de junio, redujo el requisito de encaje mínimo legal y de reserva de liquidez para operaciones en moneda nacional, de 15% a 12%.

Si bien el rezago con que la política monetaria impacta la actividad económica y la inflación tiende a ser de más de un año, hasta el momento la transmisión de las medidas de relajamiento de la política monetaria del Banco Central a las tasas de interés de mercado ha sido muy limitada. Buena parte de los recursos de la reducción en el encaje mínimo legal están depositados en el Mercado Integrado de Liquidez (MIL).

En procura de fortalecer la efectividad de la política monetaria, el Banco Central está tomando un conjunto de medidas tendientes a mejorar el funcionamiento de los mercados de negociación en los que participa, el flujo de información a los mercados y el proceso de formación de expectativas por parte de los agentes económicos.

Para fortalecer la comunicación y la formación de **expectativas**, a partir de este año el Banco Central publicará de manera anticipada el calendario de las reuniones de Junta Directiva en las que decidirá el nivel de su Tasa de Política Monetaria. Además, se están reorganizando las publicaciones del Banco Central para que, en los trimestres que no hay Programa Macroeconómico, se publique un Informe de Política Monetaria, que reemplazaría al actual Informe de Inflación.

Durante este año, el Banco Central también iniciará un proceso de análisis y consultas para explorar la conveniencia y oportunidad de revisar su meta de inflación.

**Otras proyecciones.** Para el bienio 2020-2021, el Banco Central proyecta una continua y gradual recuperación económica, con una **tasa de crecimiento** del Producto Interno Bruto (PIB) real de 2,5% en el 2020 y 3,0% en el 2021.

Consecuente con el moderado dinamismo de la actividad económica, se estima un **déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos** de 2,2% del PIB anual en el 2020 y el 2021. Este déficit sería más que financiado por el influjo de inversión directa. El saldo de las **reservas internacionales netas (RIN)** se prevé en 13,2% del PIB al cierre del 2020 y 13,0% un año después (14,5% en 2019). Se considera que estos valores proveerían suficiente blindaje financiero a la economía costarricense.

En cuanto a las **finanzas públicas**, con la vigencia plena de las reformas tributarias (que solo cobraron efecto en la segunda mitad del 2019) y de la regla fiscal (que se implementa por primera vez en el 2020), el Ministerio de Hacienda proyecta una caída en el **déficit primario del Gobierno Central** para el 2020 y 2021 (a 1,3% y 0,8% del PIB, en ese orden, en comparación con 2,8% en el 2019). El **déficit financiero del Gobierno Central** también disminuiría, para ubicarse en 5,9% del PIB en 2020 y en 5,7% en 2021. La menor reducción en el déficit financiero en comparación con la del primario refleja el aumento en la **carga por intereses** que resulta del aumento del

saldo de la deuda, a pesar de la significativa reducción en las tasas marginales de interés pagadas por el Gobierno.

Estos resultados suponen el efecto de las medidas fiscales y, en particular, la aplicación estricta de la regla fiscal contemplada en la Ley 9635.

Dado el peso del servicio de la deuda y la gradualidad de la reforma fiscal, en los próximos años la **razón de deuda del Gobierno Central a PIB** mantendrá su tendencia creciente hasta alcanzar un máximo en el 2022. Asimismo, se prevé que la carga por intereses disminuya gradualmente en el mediano plazo, conforme los rendimientos de la reforma fiscal sigan manifestándose en menores déficits y en menores tasas de interés marginales. En esta transición, el **acceso al mercado financiero externo** permitiría reducir la presión sobre el costo de la deuda para los sectores público y privado, mejorar la estructura y la gestión financiera de la deuda pública, fortalecer la estabilidad macroeconómica y promover el crecimiento económico y el empleo.

En ese sentido, las proyecciones suponen el ingreso al Gobierno de recursos por créditos multilaterales para apoyo presupuestario por un total de USD 2.280 millones en este bienio.

Por otra parte, se proyecta que los **agregados monetarios** crezcan a tasas consecuentes con el nivel de actividad económica previsto, la meta de inflación y el proceso gradual de profundización financiera que ha caracterizado al país. Asimismo, se prevé un crecimiento del crédito al sector privado en torno a 5,0% en el 2020 y 7,0% en el 2021. El repunte en el crédito estaría apoyado en la mejora prevista en la percepción de los agentes económicos sobre el desempeño macroeconómico del país, así como por la mayor disponibilidad de fondos prestables.

X

---

Ronald Chaves Marín  
Miembro Externo Comité de Riesgos y Asesor E...



---

## ANEXO

### II. INDICADORES DE LA ECONOMÍA NACIONAL

**1. Tasas de interés.** El aumento de tasas de interés, por un lado, disminuye el valor del portafolio a tasa fija y, por otro lado, aumenta el rendimiento de los instrumentos denominados a tasa fluctuante; una disminución de tasas, tiene el efecto contrario. Por su parte, las expectativas sobre esta variable (al alza o a la baja) tienen impacto sobre el comportamiento de la inflación y del tipo de cambio, pudiendo provocar efectos adversos sobre el portafolio, según sea su dirección.

**2. Inflación.** Esta variable es clave para alcanzar las metas del BCCR de mantener la estabilidad interna (precios). Un aumento en la inflación provoca incrementos en la tasa de interés local y en el tipo de cambio, entre otros. Las expectativas sobre la inflación también tienen efecto sobre el comportamiento de estas variables.

**3. Finanzas públicas.** *Sin lugar a dudas, el déficit fiscal representa el principal desequilibrio macroeconómico del país y que requiere de medidas urgentes para el logro de la lograr la estabilidad económica. Este desequilibrio tiene impacto directo sobre las principales variables macroeconómicas y financieras. En el caso de las carteras administradas, su comportamiento incide directamente sobre su rendimiento y sobre el impacto de variables clave como las tasas de interés, la inflación y el tipo cambio.*

**4. Actividad económica y sector externo.** *La evolución de la actividad económica aporta datos importantes para las expectativas sobre las principales variables macroeconómicas y financieras y constituye un aspecto clave para la definición de tasas de interés por parte del BCCR y el sector financiero.*

**5. Tipo de cambio y reservas internacionales netas (RIN)..** Los movimientos del tipo de cambio afectan directamente el valor de la cartera denominada en dólares, de tal forma que un incremento tiene consecuencias favorables sobre la valoración de este segmento; por el contrario, una baja en el tipo de cambio, tiene el efecto contrario. El tipo de cambio también impacta directamente la inflación y las tasas de interés, lo que incide sobre el valor de las carteras en colones.

Por su parte, la RIN resumen la situación del país con respecto al resto del mundo. Cuando existen turbulencias en el mercado cambiario, el Banco Central utiliza sus reservas internacionales netas (RIN) para evitar alza del dólar, transacciones que aumentan las RIN con las compras de divisas y disminuyen con las ventas. El impacto monetario de estas operaciones cambiarias (la compra de divisas expande la oferta monetaria y la venta la disminuye) afecta directamente la inflación y, por ende, el comportamiento de las tasas de interés.

## II. INDICADORES DE LA ECONOMÍA INTERNACIONAL

**Evolución de los mercados financieros internacionales y coyuntura global.** Los acontecimientos mundiales afectan directa e indirectamente la economía nacional, impactan en los principales macroprecios y, por ende, el mercado financiero nacional y a sus participantes.

**Tasas de interés internacionales.** Los movimientos de las tasas de interés a nivel internacional impactan directamente las tasas locales y las expectativas sobre su futuro comportamiento; por tanto, tienen un efecto directo sobre las carteras administradas.

**Comportamiento de los mercados internacionales.** Es importante dar seguimiento a los principales indicadores de los mercados internacionales por su impacto sobre la economía y mercados financieros nacionales y por su relevancia en la creación de expectativas sobre el comportamiento futuros de las principales variables macroeconómicas y financieras.

**Tasas de crecimiento internacional.** La evolución de la economía internacional, de las principales zonas de influencia y en particular, la de nuestros principales socios comerciales, constituyen factores clave para la evolución de nuestra economía, de nuestro sector externo, de nuestra actividad económica y de la evolución de nuestras principales variables macroeconómicas y financieras.

**Precios de las materias primas (commodities).** Los precios de las materias primas, principalmente el petróleo, tienen impacto directo sobre la inflación local y por ende, sobre las tasas de interés y el tipo de cambio.

**Riesgos geopolíticos.** Pueden impactar directamente sobre el comportamiento a nivel mundial y regional.