

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

**I. RIESGO SISTÉMICO – ENTORNO NACIONAL**

**Riesgo Sistémico – Entorno Nacional**



**Resumen**

1. Los resultados del Índice Mensual de Actividad Económica (IMAE) al mes de agosto de 2020 indican que, aunque persiste la contracción de la producción como consecuencia de la pandemia, la tasa de caída ha venido disminuyendo desde mayo.
2. Congruente con la contracción de la actividad económica, el desempleo continúa en niveles históricamente altos.
3. La contracción económica y el alto desempleo contribuyeron a mantener las presiones desinflacionarias.
4. La balanza comercial de bienes acumuló a agosto de 2020 un déficit equivalente a 3,1% del PIB (4,8% en igual periodo de 2019).
5. La pandemia ha llevado a un drástico deterioro de las finanzas públicas. El déficit financiero alcanzó un 5,8% del PIB (4,1% en agosto de 2019) y el déficit primario fue 2,5% (ambas cifras ajustadas por la moratoria serían de 5,1% y 1,8%, respectivamente).
6. Contrario a lo que planteó originalmente el Gobierno ante el FMI (basada fundamentalmente en el aumento de la carga tributaria), este mismo organismo (blog FMI del 6 de octubre de 2020) la política fiscal para una crisis sin precedentes debe tener las siguientes prioridades: salvar vidas, reducir el impacto de la recesión y reactivar el crecimiento y la creación de empleo.
7. El crédito al sector privado continúa estancado y prevalece la preferencia por ahorrar en activos financieros altamente líquidos.
8. Continúa la transmisión de las reducciones de la TPM hacia las tasas de interés del sistema financiero (SFN).
9. Continúa la tendencia moderada al alza del tipo de cambio, con menor intervención del Banco Central.

10. Al 30 de setiembre, el saldo de RIN alcanzó *USD* 8.238,1 millones (13,75% del PIB), un incremento de *USD* 304,1 millones en relación con el saldo del mes previo

## 1. Actividad Económica y empleo.

**Actividad económica.** Los resultados del Índice Mensual de Actividad Económica (IMAE) al mes de agosto de 2020 indican que, aunque persiste la contracción de la producción como consecuencia de la pandemia, la tasa de caída ha venido disminuyendo desde mayo.

En agosto la serie tendencia ciclo del IMAE decreció a una tasa interanual de 7,7%, igual a la del mes de julio. Esto representa una desaceleración de 9,5 puntos porcentuales (p.p.) en la tasa de variación respecto al mismo periodo del año previo. Por su parte, la variación media en los ocho meses del año fue -5,0 %.

La tasa de variación trimestral anualizada de la serie ajustada por estacionalidad fue de -1,8 %, comparada con -17,2% en julio. Esta tasa alcanzó su punto más bajo en mayo, y desde entonces ha venido repuntando, lo que indica que el ritmo al que la economía nacional decrece es cada vez menor. En efecto, las variaciones de la serie ajustada por estacionalidad muestran que el nivel más bajo de la actividad económica se localiza en el segundo trimestre del 2020.



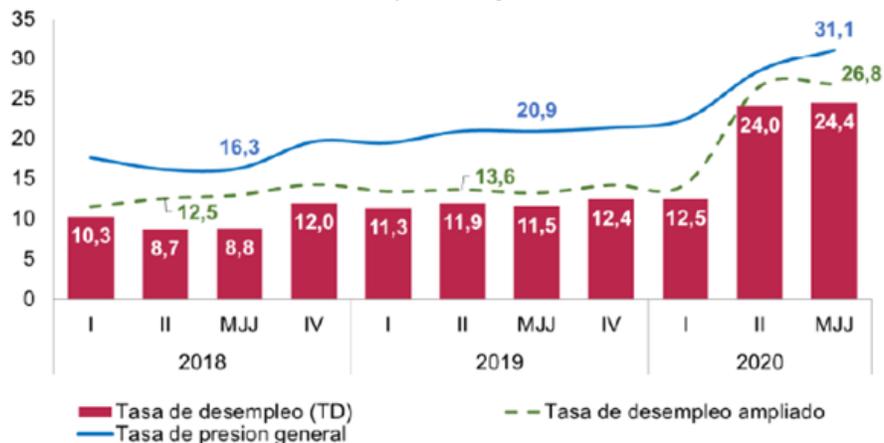
La caída en el volumen de la producción es mayor en las actividades de hoteles y restaurantes (59,3 %), transporte y almacenamiento (27,4 %) y comercio (15,5 %), todo lo cual guarda una estrecha relación con la mayor incidencia en esos sectores

de las restricciones nacionales e internacionales al movimiento de personas y mercancías, adoptadas para contener la propagación de la COVID-19.

**Empleo.** Congruente con la contracción de la actividad económica, el desempleo continúa en niveles históricamente altos. Según la Encuesta Continua de Empleo del INEC (Gráfico 6), al comparar el trimestre móvil mayo, junio y julio de 2020 (MJJ-20), con el mismo período de 2019, los ocupados disminuyeron en 475 mil personas y los desocupados aumentaron en 270 mil personas, con lo cual la tasa de desempleo se ubicó en 24,4% (comparada con 11,5% en MJJ-19 y con 24% en el trimestre móvil a junio del 2020).

Por su parte, la tasa neta de participación fue 57,1%, valor inferior al registrado un año antes (63%), y reflejó una tasa de inactividad de 42,9% (37% en MJJ-19).

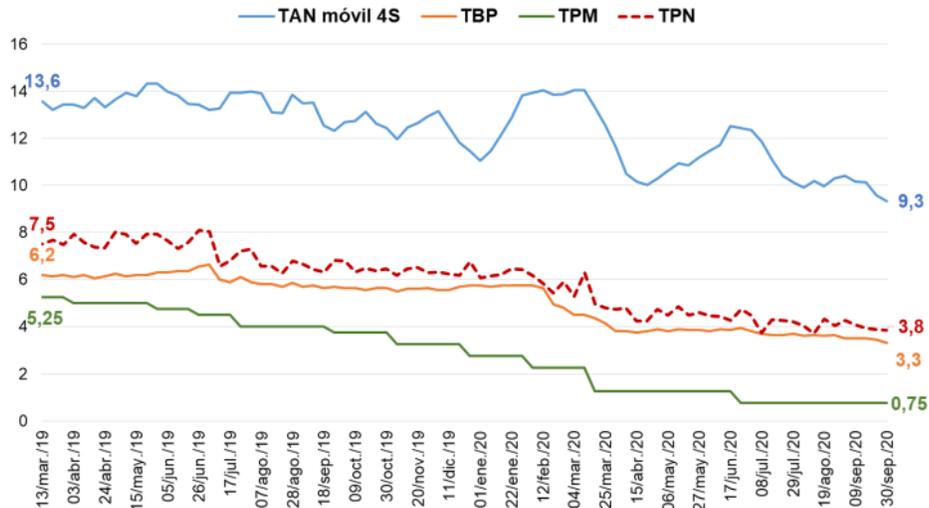
**Indicadores del mercado laboral**  
En porcentajes



**2. Tasa de Interés y rendimiento en el mercado financiero.** Las tasas de interés continúan su ajuste hacia la baja. La Tasa Básica Pasiva para finales de octubre se ubica en 3.3% (3.45%% el mes anterior), por lo que sigue la tendencia en la disminución de rendimientos, principalmente en el corto plazo.

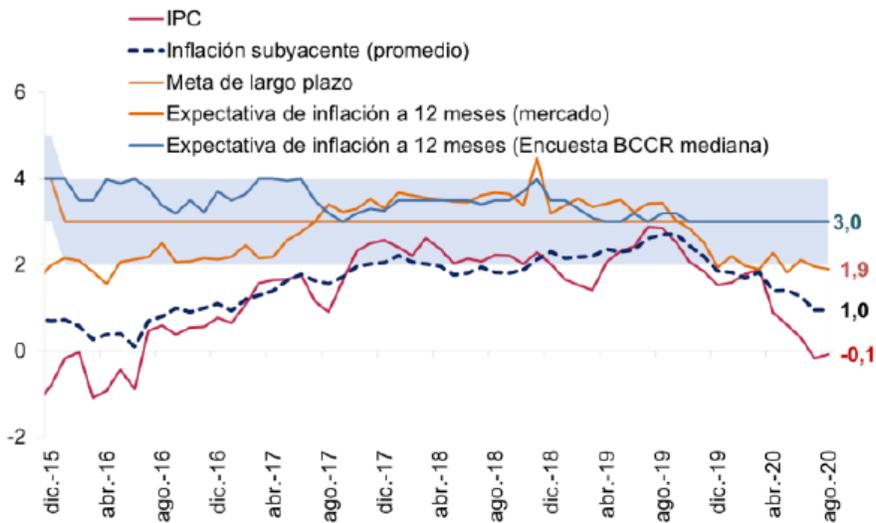
Continúa la transmisión de las reducciones de la TPM hacia las tasas de interés del sistema financiero (SFN). En colones, la Tasa Activa Negociada (TAN)<sup>5</sup> y la Tasa Pasiva Negociada (TPN)<sup>6</sup> del SFN, se redujeron en 430 y 370 puntos base (p.b.), en ese orden, entre marzo de 2019 y setiembre (al día 30). De igual forma, la TBP alcanzó un 3,3%, para una disminución de 325 p.b. en este periodo (Gráfico 11).

**Gráfico 11. Tasas de interés del SFN**  
Porcentajes



**3. Inflación.** La contracción económica y el alto desempleo contribuyeron a mantener las presiones desinflacionarias. En agosto de 2020 la inflación general, medida con la variación interanual del IPC (Gráfico 7), se ubicó en -0,1% (-0,2% el mes previo) y con ello la variación anual acumulada fue nula por segundo mes consecutivo. Por otra parte, el promedio de los indicadores de inflación subyacente fue de 1,0% (0,9% en julio). En lo que transcurre del año, tanto la inflación general como la subyacente han permanecido por debajo del rango de tolerancia de la meta de inflación del BCCR, con valores medios de 0,9% y 1,4%, respectivamente.

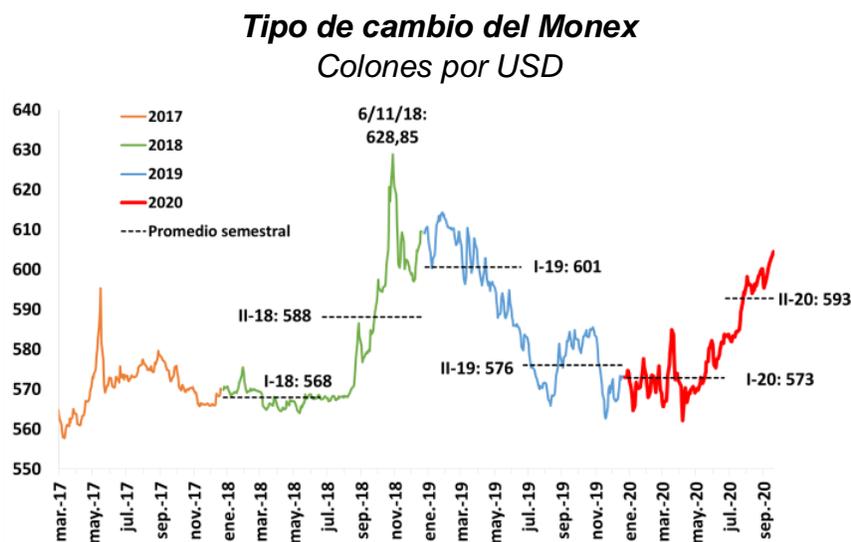
**Gráfico 7. Indicadores de precios**  
Variación interanual en porcentajes



Desde abril pasado se registra una agudización de las presiones desinflacionarias, debido a la baja inflación mundial y a la caída de la demanda agregada. Además, la variación interanual negativa del IPC en julio y agosto reflejó también el efecto base de la introducción del impuesto al valor agregado en julio de 2019.

Las expectativas de inflación a 12 meses se mantuvieron estables en setiembre, en torno a 3% las obtenidas de la encuesta mensual del BCCR (esto es, ancladas a la meta de inflación) y alrededor del 1,5% para las expectativas de mercado.

**4. El mercado cambiario, tipo de cambio y RIN.** Continúa la tendencia moderada al alza del tipo de cambio. Al 30 de setiembre de 2020 la depreciación del colón (respecto de finales del 2019) fue de 5,3%. Ello es resultado de presiones cambiarias que se empezaron a registrar a partir de la segunda quincena de abril, y que tienen su origen fundamentalmente en factores estacionales. Sin embargo, la contribución de movimientos de cartera y factores especulativos no puede descartarse.



El panorama del mercado cambiario cambió a partir de abril de 2020. Para el periodo comprendido desde entonces hasta fines de setiembre destaca lo siguiente:

- El superávit de ventanillas fue de *USD* 540 millones (*USD* 4,5 millones en promedio diario). En esta reducción del superávit (respecto al primer trimestre) destacó la caída en el monto promedio diario de las ventas de divisas del público a los intermediarios cambiarios, que pasó de *USD* 83,8 millones en el primer trimestre a *USD* 64,9 millones; en tanto que la caída de la demanda de divisas por parte del público fue desde *USD* 70,6 millones a *USD* 60,5 millones. Lo anterior pone de manifiesto que, aunque la contracción económica por la pandemia ha afectado tanto la oferta como la demanda de divisas, la afectación fue más acentuada en la oferta.

- El BCCR vendió al SPNB *USD* 1.109,6 millones (promedio diario de *USD* 8,9 millones, similar al promedio del primer trimestre *USD* 9,4 millones) pero solo restituyó por medio de compras en el mercado *USD* 578,1 millones.
- La PME de los intermediarios cambiarios se incrementó en *USD* 53,9 millones, de los cuales *USD* 40,3 millones se registraron entre agosto y setiembre.
- Entre abril y setiembre el tipo de cambio se incrementó en  $\text{¢}26,2$  ( $\text{¢}32,0$  en el año).

**Reservas internacionales.** Al 30 de setiembre, el saldo de RIN alcanzó *USD* 8.238,1 millones (13,75% del PIB), un incremento de *USD* 304,1 millones en relación con el saldo del mes previo, explicado principalmente por el ingreso de los recursos del crédito (IFR) del Fondo Monetario Internacional para el Gobierno (*USD* 521,7 millones). Sin embargo, el saldo de RIN se ha reducido en *USD* 292,8 millones desde finales de abril de 2020.

**5. Finanzas públicas (situación fiscal).** Contrario a lo que planteó originalmente el Gobierno ante el FMI, este mismo organismo (blog FMI del 6 de octubre de 2020) la política fiscal para una crisis sin precedentes debe tener las siguientes prioridades: salvar vidas, reducir el impacto de la recesión y reactivar el crecimiento y la creación de empleo.

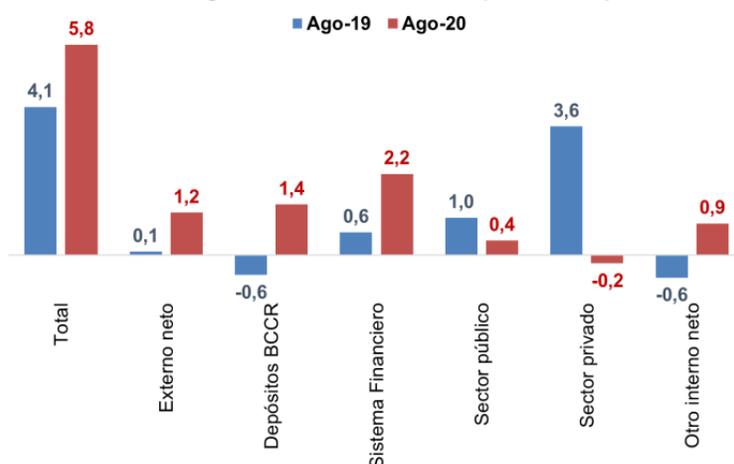
La pandemia ha llevado a un drástico deterioro de las finanzas públicas. En los ocho meses a agosto de 2020, los ingresos totales y tributarios acumulados registraron caídas interanuales de 11,8% y 11,5% respectivamente. Las reducciones son de 4,8% y 3,7%, en ese orden, si se ajusta por el impacto de la moratoria tributaria (Ley 9830), aplicada hasta junio pasado. En el caso de los gastos totales, el menor crecimiento observado a agosto (de 2,6% contra 12,1% un año antes) estuvo determinado por la caída de 2,3% de los gastos primarios, que compensó el mayor gasto por intereses (23,3%).

Dado lo anterior, el déficit financiero alcanzó un 5,8% del PIB (4,1% en agosto de 2019) y el déficit primario fue 2,5% (ambas cifras ajustadas por la moratoria serían de 5,1% y 1,8%, respectivamente).

No obstante, el mayor financiamiento requerido por el Gobierno (Gráfico 8) para atender sus obligaciones financieras no presionó al alza las tasas de interés locales, pues la Tesorería combinó el acceso a créditos externos con el uso de parte de sus depósitos en BCCR.

Como consecuencia del deterioro en las finanzas públicas, el saldo de la deuda del sector público global y del Gobierno Central alcanzó a representar en agosto de 2020 un 81,5% y 64,8% del PIB, respectivamente (comparado con 71% y 55,9% en igual mes de 2019).

**Gráfico 8. Gobierno Central: financiamiento neto requerido**  
 Acumulado a agosto de cada año, porcentajes del PIB



**6. Sector Externo.** La balanza comercial de bienes acumuló a agosto de 2020 un déficit equivalente a 3,1% del PIB (4,8% en igual periodo de 2019). El menor desbalance de 2020 es resultado de la mayor reducción en las compras externas (11,5%) que en las ventas (1,7%) como consecuencia de la pandemia.

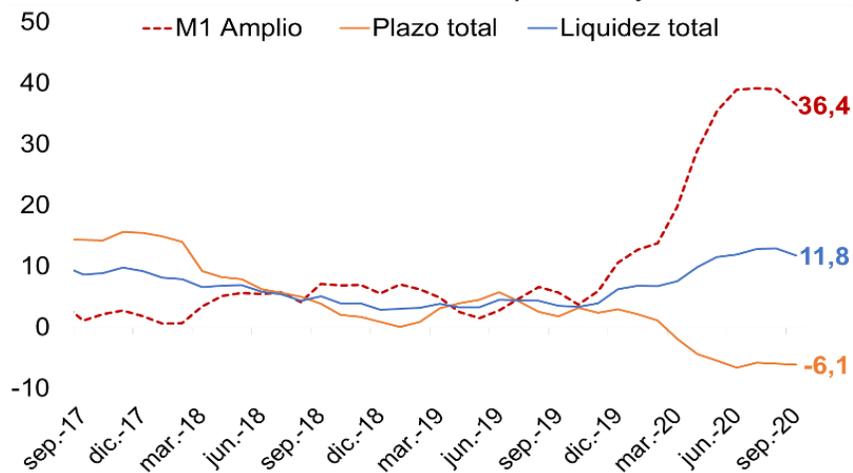
Destacó la recuperación en las ventas de productos de empresas del régimen especial, que aumentaron 2,3% en el periodo julio-agosto (desde una reducción de 13,4% en el segundo trimestre), mientras que hubo una moderación en la reducción de las ventas de las empresas del régimen definitivo (-4,3%, desde -10,1% en los tres meses previos). Este resultado guarda relación con la recuperación de la actividad económica en EUA y Europa, toda vez que las ventas dirigidas a Centroamérica y Panamá profundizan la contracción mostrada en los meses previos.

En las importaciones destaca la contracción de la factura petrolera, que combina caídas tanto en la cantidad de barriles como en el precio promedio de la mezcla de hidrocarburos, según lo indicado en el apartado A.3.

**7. Liquidez.** La liquidez refleja la preferencia de los agentes económicos por instrumentos altamente líquidos, debido a la incertidumbre provocada por la pandemia. El crecimiento anual del medio circulante ampliado fue de 36,4%, mientras la captación total a plazo cayó 6,1%.

Persiste el riesgo de liquidez de mercado, es decir, en la compra y venta de títulos en el mercado secundario.

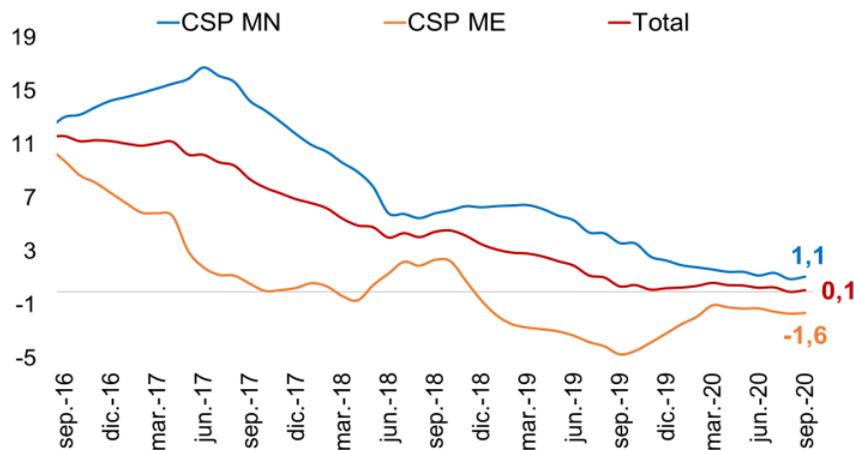
**Componentes de la liquidez total**  
Variación interanual en porcentajes



**8. Agregados monetarios y crediticios.** El crédito al sector privado continúa estancado y prevalece la preferencia por ahorrar en activos financieros altamente líquidos. El saldo de crédito al sector privado mostró un crecimiento anual casi nulo (Gráfico 9) en setiembre de 2020 (0,4% un año antes); esto es, los nuevos créditos apenas compensan los créditos vencidos. Por monedas se observa un comportamiento diferenciado (variaciones de 1,1% en colones y -1,6% en moneda extranjera).

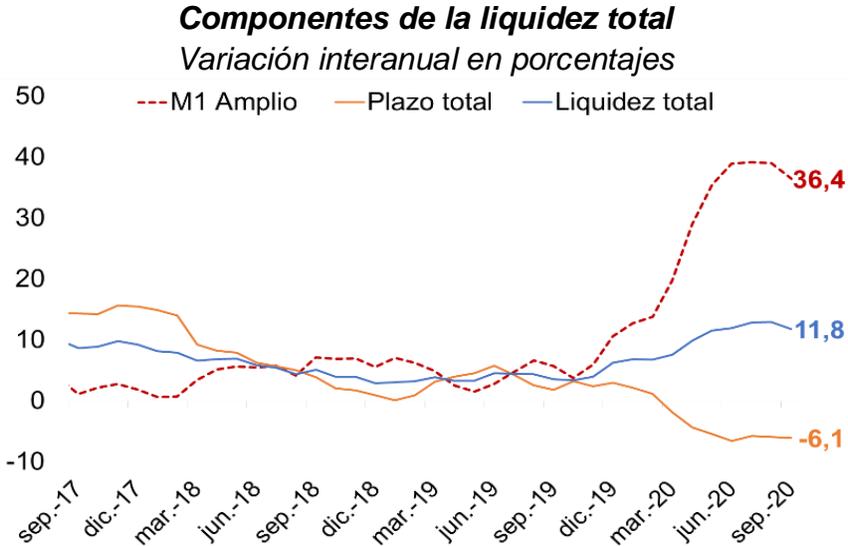
Este estancamiento del crédito refleja la incertidumbre de las instituciones financieras y los potenciales deudores sobre la profundidad y duración de la pandemia y el horizonte para la recuperación de los ingresos.

**Crédito al sector privado**  
Variación interanual en porcentajes



Los agregados monetarios amplios, como la liquidez total y la riqueza financiera total, presentaron en setiembre tasas anuales de variación de 11,8% y 7,8%,

respectivamente. Su composición refleja la preferencia de los agentes económicos por instrumentos altamente líquidos: el crecimiento anual del medio circulante ampliado fue de 36,4%, mientras la captación total a plazo cayó 6,1%.



**9. Plazo de los instrumentos.** Los agentes económicos siguen mostrando mayor preferencia por los activos altamente líquidos, se ha contenido el proceso de dolarización del ahorro financiero, a pesar de los bajos niveles del premio por ahorrar en moneda nacional en comparación con el año previo.

## II. RIESGO SISTÉMICO – ENTORNO INTERNACIONAL

### Resumen

1. Los indicadores adelantados de actividad económica sugieren que la economía internacional continúa recuperándose. Sin embargo, también hay evidencia de una segunda ola de la pandemia en Europa y los Estados Unidos.
2. Recientemente el Banco Mundial ha alertado de la posibilidad de que surja una crisis financiera por culpa de la pandemia del coronavirus.
3. En junio, la OCDE pronosticó un decrecimiento global de 6,0% para este año, previsión que un trimestre después pasó a una contracción de 4,5% (con una recuperación de 5,0% para el 2021).
4. El precio del petróleo se ha mantenido relativamente estable desde junio, con una ligera reducción en setiembre.
5. La débil demanda mundial y los menores precios del petróleo mantienen contenida la inflación mundial.
6. En este contexto, los bancos centrales continúan con una política monetaria expansiva.
7. La volatilidad en mercados financieros internacionales ha aumentado moderadamente.

### Indicadores de la economía internacional

**Últimas proyecciones de crecimiento de Perspectivas de la economía mundial**

PROYECCIONES

(PIB real, variación porcentual anual)	2019	2020	2021
<b>Producto mundial</b>	<b>2,8</b>	<b>-4,4</b>	<b>5,2</b>
<b>Economías avanzadas</b>	<b>1,7</b>	<b>-5,8</b>	<b>3,9</b>
Estados Unidos	2,2	-4,3	3,1
Zona del euro	1,3	-8,3	5,2
Alemania	0,6	-6,0	4,2
Francia	1,5	-9,8	6,0
Italia	0,3	-10,6	5,2
España	2,0	-12,8	7,2
Japón	0,7	-5,3	2,3
Reino Unido	1,5	-9,8	5,9
Canadá	1,7	-7,1	5,2
Otras economías avanzadas	1,7	-3,8	3,6
<b>Economías de mercados emergentes y en desarrollo</b>	<b>3,7</b>	<b>-3,3</b>	<b>6,0</b>
<b>Economías emergentes y en desarrollo de Asia</b>	<b>5,5</b>	<b>-1,7</b>	<b>8,0</b>
China	6,1	1,9	8,2
India	4,2	-10,3	8,8
ASEAN-5	4,9	-3,4	6,2
<b>Economías emergentes y en desarrollo de Europa</b>	<b>2,1</b>	<b>-4,6</b>	<b>3,9</b>
Rusia	1,3	-4,1	2,8
<b>América Latina y el Caribe</b>	<b>0,0</b>	<b>-8,1</b>	<b>3,6</b>
Brasil	1,1	-5,8	2,8
México	-0,3	-9,0	3,5
<b>Oriente Medio y Asia Central</b>	<b>1,4</b>	<b>-4,1</b>	<b>3,0</b>
Arabia Saudita	0,3	-5,4	3,1
<b>África subsahariana</b>	<b>3,2</b>	<b>-3,0</b>	<b>3,1</b>
Nigeria	2,2	-4,3	1,7
Sudáfrica	0,2	-8,0	3,0
<b>Países en desarrollo de bajo ingreso</b>	<b>5,3</b>	<b>-1,2</b>	<b>4,9</b>

Fuente: Actualización de las Perspectivas de la economía mundial, octubre de 2020.

Nota: En el caso de India, los datos y pronósticos están basados en el ejercicio fiscal, comenzando el ejercicio 2020/21 en abril de 2020. Basado en el año civil, el crecimiento de India es -8,6% en 2020 y 6,8% en 2021.

- Según las últimas Perspectivas de la Economía Mundial (informe WEO del FMI), se vuelve a proyectar una recesión profunda en 2020. Se proyecta que el crecimiento mundial será de -4,4%, una revisión al alza del 0,8 punto porcentual respecto a los datos de junio. Esta actualización se debe a resultados un poco menos alarmantes en el segundo semestre, así como a ciertas señales de una recuperación más fuerte en el tercer trimestre, que se compensan en parte con las revisiones a la baja en algunas economías emergentes y en desarrollo. Se proyecta que el crecimiento en 2021 repunte hasta el 5,2%, -0,2 puntos porcentuales por debajo de la previsión de junio.
- La pandemia de COVID-19 constituye la peor crisis desde la Gran Depresión y, para la recuperación de este desastre, será necesaria una innovación importante en el frente de las políticas, tanto a nivel nacional como internacional. Se prevé un largo, desigual e incierto camino cuesta arriba.
- Esta crisis está lejos de haber terminado. El empleo sigue estando muy por debajo de los niveles anteriores a la pandemia y el mercado laboral se ha polarizado todavía más, siendo los trabajadores de bajos ingresos, los jóvenes y las mujeres los más afectados.
- La pandemia sigue propagándose, con la trágica pérdida hasta el momento de más de un millón de vidas. La convivencia con el nuevo coronavirus ha supuesto un reto sin igual, aunque el mundo se está adaptando.
- Es probable que esta crisis genere daños permanentes a mediano plazo, ya que los mercados laborales necesitarán tiempo para recuperarse, la incertidumbre y los problemas en los balances han frenado la inversión y el capital humano se verá afectado por la pérdida de períodos de escolarización.
- Sigue existiendo una gran incertidumbre en torno a las perspectivas, tanto con riesgos al alza como a la baja. El virus está resurgiendo y se están restableciendo confinamientos localizados. Si esta situación empeora y las perspectivas de tratamientos y vacunas se deterioran, el daño a la actividad económica sería grave y se vería amplificado por intensas turbulencias en los mercados financieros.
- Se necesitan más medidas. Todavía queda mucho por hacer para garantizar una recuperación sostenida.

### **Crisis financiera y pandemia**

La economista jefa del Banco Mundial, Carmen Reinhart, ha alertado de la posibilidad de que surja una crisis financiera por culpa de la pandemia del

coronavirus. *“Esto no comenzó como una crisis financiera, pero se está transformando en una gran crisis económica con consecuencias financieras muy graves. Hay un largo camino por delante”, declaró Reinhart en una entrevista con Bloomberg Television.*

Reinhart es conocida por su trabajo conjunto con Kenneth Rogoff sobre la crisis financiera de 2008. Los dos escribieron el libro titulado Esta vez es diferente: ocho siglos de locura financiera. Desde aquel entonces, se consideran especialistas en recesiones, pánicos bancarios, ventas de divisas y picos inflacionarios.

“Esto es una guerra. Durante las guerras los gobiernos financian sus gastos de guerra como pueden y ahora mismo hay necesidades extremas. El escenario en el que estamos no es sostenible”, añadió.

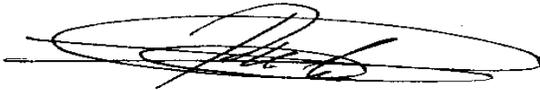
Reinhart también ha comentado la decisión de las naciones más ricas del mundo de renovar la iniciativa de alivio de la deuda para los países más pobres hasta la primera mitad de 2021 en vez de cumplir la petición del Banco Mundial de una prórroga de un año completo. China es el mayor prestador del mundo. A este país se le debe casi el 60% del dinero que las naciones más pobres del mundo deberían devolver este año, según los datos del Banco Mundial. No obstante, el gigante asiático carece de entusiasmo para participar en el alivio de la deuda. El Banco de Desarrollo de China, uno de los principales prestamistas, no se ha unido al esfuerzo, ni tampoco los acreedores del sector privado.

### III. EFECTO SOBRE LOS PORTAFOLIOS DE INVERSIÓN

- **Rendimiento.** Menores tasas de interés significan menor rendimiento de las carteras, por lo que, posiblemente estaremos ante ese impacto adverso y generalizado en los meses siguientes.
- **Liquidez.** Se mantiene la importancia de priorizar en el tema de la liquidez, un riesgo muy latente, por lo que se sigue insistiendo en recomendar al FJPPJ enfatizar y dar seguimiento constante y muy de cerca al tema de la liquidez, así como mantenerse alerta ante las oportunidades que le pueda ofrecer este contexto, principalmente por el efecto que se podría dar en el mercado financiero nacional ante la aprobación de la Ley que autoriza el retiro anticipado del ROP, pues es probable que las operadoras de pensión se van a ver obligadas a liquidar parte de sus posiciones para atender este requerimiento..
- **Tipo de cambio.** Aun cuando el país, cuente con un nivel de Reservas Internacionales que permite un blindaje apropiado contra choques externos, eventuales negociaciones con el FMI, probablemente imponga condiciones de mayor flexibilidad en el tipo de

cambio, lo que aleja ahora más la posibilidad de que el Banco Central mantenga su compromiso respecto al tipo de cambio; de hecho ya lo ha venido haciendo desde hace varias semanas (menos intervenciones defensivas en el mercado cambiario). Por otra parte, las principales actividades generadoras de divisas (turismo, exportaciones e ingreso de inversión extranjeras) han estado deprimidas y poco probable que arranquen en su reactivación, al menos de aquí a fin de año. Esto sugiere mayores posibilidades de devaluación. Con respecto a este tema, se recomienda cautela, seguimiento de esta variable y estar atento ante posibles oportunidades de negocio, como impulso del proyecto estratégico de incursionar en los mercados internacionales.

- **Inflación.** Continúan las fuerzas deflacionarias, tanto a nivel nacional como mundial, lo que se traducen en más presiones hacia la baja en tasas de interés y, por ende, la tendencia de menor rendimiento para las carteras.
- **Situación fiscal.** El continuo deterioro de la situación fiscal y la falta de respuestas efectivas por parte del Gobierno amenazan la materialización de los dos riesgos que se han venido apuntando: la probabilidad de un default por parte del Gobierno y la posibilidad de una nueva degradación en la calificación del riesgo país de Costa Rica; ambos con efectos desastrosos para los inversionistas en general y para los fondos de pensión en particular.
- **Mercados internacionales.** Aunque presenta algunos indicios de mejora, continúan las amenazas planteadas (crisis financiera mundial) y la incertidumbre, junto con las bajas tasas de interés, que lógicamente afectaría la economía costarricense y sus agentes.



**Ronald Chaves Marín**

Miembro Externo del Comité de Riesgos y Asesor de Riesgos