

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

I. RIESGO SISTÉMICO – ENTORNO NACIONAL

Riesgo Sistémico – Entorno Nacional



1. Costa Rica, al igual que el resto del mundo, también ha sido fuertemente afectada por la pandemia, principalmente en los sectores más vulnerables y generadores de divisas. Se observó un fuerte deterioro en la producción desde marzo como resultado de la pandemia. Impacto mayor en II trimestre.
2. La **actividad económica** tuvo una severa contracción en el segundo trimestre, con una caída interanual del producto interno bruto (PIB) de 8,6%.
3. El **levantamiento gradual de restricciones** permitió una reactivación de la producción y el empleo en III trimestre. La reapertura de la economía nacional desde mayo, si bien con medidas de confinamiento intermitentes y focalizadas por la intensificación de la tasa de contagio entre junio y agosto, ha empezado a manifestarse en algunas señales de mejoría económica. El Índice Mensual de Actividad Económica muestra un rebote en la tasa de crecimiento trimestral anualizada, que pasó de -28,8% en mayo a -1,8% en agosto.
4. **Mejora en los indicadores de corto plazo.** Otros indicadores, como los alquileres, el comercio exterior (exportaciones e importaciones) y la ocupación de hoteles, dan indicios de una recuperación incipiente, que será apoyada en los meses que siguen por la reapertura gradual al turismo externo.
5. El **desempleo** aumentó a 24,4% en el trimestre a julio del 2020, aunque se moderó ligeramente a 23,2% en los tres meses a agosto, y las tasas de subempleo y desempleo ampliado también se mantienen muy altas.
6. La **tasa de pobreza** subió 5,2 puntos porcentuales, a 26,2%, aunque fue mitigada parcialmente por las transferencias del Gobierno (el Bono Proteger).

7. **Tipo de cambio.** En los últimos dos meses y, especialmente en las últimas semanas se ha observado un fuerte incremento en el tipo de cambio, tendencia que no ha podido ser revertida por importantes intervenciones del BCCR en el mercado cambiario, lo que arroja cuestionamientos sobre la efectividad del blindaje que pueda ofrecer el nivel de RIN. Se mantiene la presunción de que eventuales negociaciones con el FMI vayan a imponer condiciones de mayor flexibilidad en el tipo de cambio, con limitaciones para las intervenciones del BCCR. Por otra parte, las principales actividades generadoras de divisas (turismo, exportaciones e ingreso de inversión extranjeras) se encuentran en una etapa incipiente de reactivación, que es probable que se mantenga al menos de aquí a fin de año
8. **Finanzas públicas (situación fiscal).** La pandemia ha generado un fuerte deterioro en las finanzas públicas, debido a: 1. Caída en ingresos tributarios (menor recaudación tributaria); 2. Moratoria en pago de algunos tributos y 3. Aumento en gasto para atender crisis sanitaria.
9. La **deuda total del gobierno** a setiembre alcanzó el 67.3% del PIB (deuda interna el 51.5% y deuda externa el 15.8%).
10. Ante este panorama, en su reciente Informe de Política Monetaria, el Banco Central de Costa Rica revisó sus proyecciones de crecimiento económico nacional a -4,5% en el 2020, desde el -5,0% previsto en julio pasado, y a 2,6% en el 2021 (2,3% en julio).
11. Se proyecta que la **inflación** se mantendrá baja en lo que resta del 2020 y en el 2021, con tasas promedio de 0,7% y 1,5%, respectivamente.
12. En respuesta a la difícil situación económica y la baja inflación proyectada, el Banco Central ha mantenido una **política monetaria expansiva**, pero prudente, para apoyar la estabilidad macroeconómica y financiera, el crecimiento económico y el empleo.
13. Desde que nos azotó la pandemia, el Banco Central ha reducido su tasa de política monetaria en 150 puntos base, para llevarla a su mínimo histórico (0,75%). Esto ha incidido en una significativa **reducción en las tasas de interés y una mejora en las condiciones crediticias**.
14. Además, el Banco Central ha inyectado **liquidez** en los mercados cuando ha resultado necesario para aliviar tensiones sistémicas que pudieran generar ajustes abruptos en tasas de interés o amenazar la estabilidad financiera. Recientemente, el Banco Central introdujo una facilidad de crédito por hasta

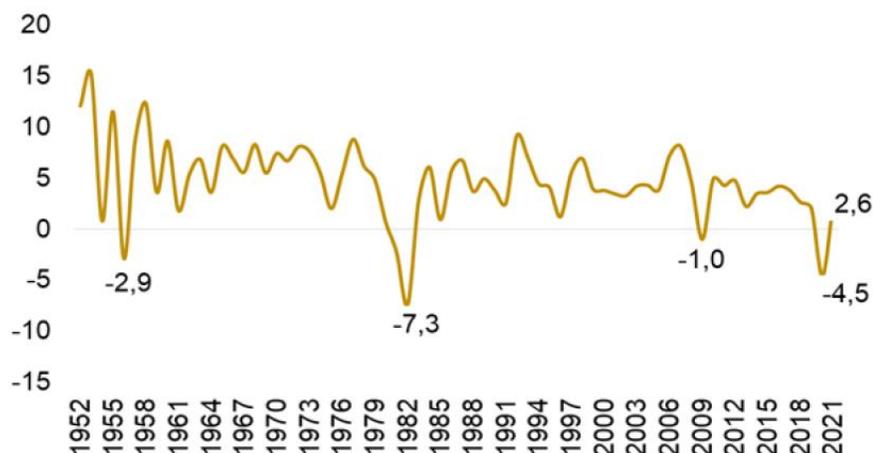
700 mil millones de colones, para que los intermediarios financieros puedan trasladar esos recursos al sector privado en condiciones financieras favorables. Se está trabajando con los intermediarios para que finalicen sus planes de uso de recursos y de esa forma se puedan desembolsar los fondos.

PROYECCIONES PARA LA ECONOMÍA NACIONAL Y RIESGOS

- Recuperación a partir de III trimestre, apoyado por mejor desempeño de economía mundial.
- Revisión al alza de proyecciones para 2020 y 2021.
- Proyección del PIB real por parte del BCCR al 2020: -4.5, producto de la mejora en las perspectivas del FMI para el crecimiento y comercio mundial, la mejora en los indicadores de producción de corto plazo y proceso de reapertura en la economía desde junio.

Crecimiento del PIB

Tasas de variación porcentual interanual



Riesgos.

Las proyecciones del Banco Central y, en general las expectativas futuras, están sujetas a riesgos del contexto externo e interno.

Contexto externo.

- Incertidumbre inusual en las proyecciones económicas. Un riesgo importante para el crecimiento, a nivel mundial, está asociado con el curso de la pandemia. En varios países ha habido fuertes **rebrotos** del virus conforme se han flexibilizado las medidas de contención.
- También existe, como recientemente se ha informado en los medios internacionales, la posibilidad de que el desarrollo de las **vacunas y tratamientos** contra la enfermedad permita una recuperación económica más fuerte de lo previsto en el 2021.

Contexto interno

- Incertidumbre en torno a las finanzas públicas. Deterioro en las perspectivas sobre la situación financiera del Gobierno Central y ausencia o insuficiencia del ajuste fiscal necesario. Uno de los riesgos más relevantes es el relacionado con la **situación fiscal**. Como consecuencia de la pandemia, Costa Rica requiere un ajuste fiscal adicional al plasmado en la Ley 9635 de diciembre del 2018 que permita restablecer la sostenibilidad de la deuda pública.
- Un atraso en la materialización del ajuste fiscal necesario, o un ajuste insuficiente, podrían generar **creciente incertidumbre**, una reducción del financiamiento al Gobierno y una sostenida **presión al alza sobre las tasas de interés y el tipo de cambio**.
- Reducción del ritmo de apertura de la economía y confinamientos parciales de la población por aumento en la tasa de contagio por COVID-19.
- Riesgos para la estabilidad del sistema financiero.
- Aumento de las tensiones sociales.

Todo esto tendría un efecto negativo sobre la estabilidad, la recuperación económica y el empleo.

Este riesgo aumentaría si los créditos multilaterales de apoyo presupuestario a tasas concesionales no fueran aprobados por la Asamblea Legislativa, forzando así al Gobierno a contraer deuda más cara en el mercado local.

En este sentido, es imprescindible que los diversos sectores sociales tomen conciencia de la difícil situación fiscal que atraviesa el país, y que se alcancen oportunamente los acuerdos necesarios para poder garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas.

Problemas estructurales. Además de resolver la grave situación fiscal, se deben también abordar los problemas estructurales que el país arrastra desde hace décadas y que limitan el crecimiento y el bienestar. Se necesitan reformas de calado profundo que promuevan la productividad y reduzcan el costo de hacer negocios en el país (el costo de la energía, del factor trabajo, de la regulación), que fortalezcan la competencia, la educación y la infraestructura de transporte y de telecomunicaciones, que profundicen el comercio exterior y la atracción de inversión extranjera, y que mejoren la organización y eficiencia del sector público.

Ajuste fiscal. El debate en torno al ajuste fiscal no debe impedir la ejecución de la hoja de ruta trazada para la necesaria transformación estructural, en línea con las recomendaciones de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE).

Finalmente, se considera que Costa Rica tiene la fortaleza institucional para superar la crisis y recuperar la senda del progreso económico y social, para lo cual se debe trabajar juntos, con visión, cordura y prudencia, para alcanzar ese objetivo.

INFORMACION GRAFICA

1. Actividad Económica y empleo

PIB real trimestral según componentes del gasto

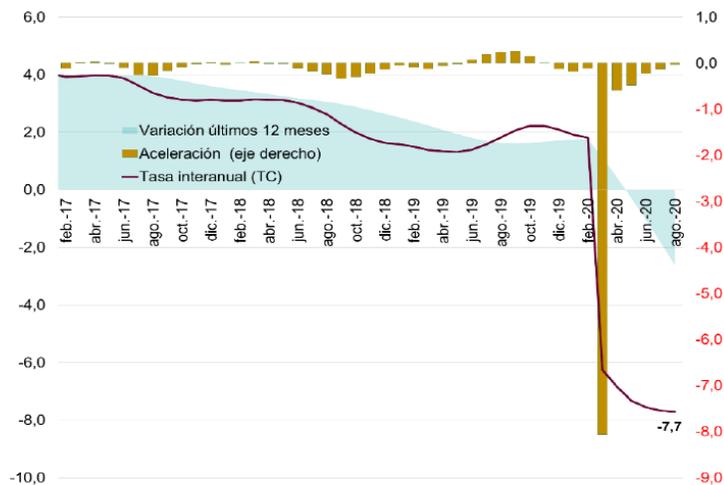
Variación interanual de la serie tendencia-ciclo, en porcentajes

	2019				2020	
	I	II	III	IV	I	II
Producto Interno Bruto	1,4	1,7	2,4	3,0	0,6	-8,6
Demanda interna	0,9	0,6	0,9	1,0	0,7	-6,9
Consumo final de los hogares	1,3	1,8	2,4	1,5	-2,9	-8,3
Consumo de gobierno	3,8	3,7	5,2	7,0	-0,8	-0,3
Formación de capital fijo	-4,9	-8,7	-8,9	-7,8	-6,3	-3,8
Variación de existencias como porcentaje PIB ^{1/}	2,4	1,5	2,5	4,3	2,1	2,0
Exportaciones de bienes y servicios	3,2	2,8	2,4	2,1	1,8	-21,6
Bienes	3,0	2,7	3,1	3,9	4,7	-13,3
Servicios	4,5	4,6	4,5	4,2	-2,8	-34,0
Importaciones de bienes y servicios	1,2	-0,1	-0,8	-0,9	0,0	-16,8
Bienes	-0,2	-1,5	-1,9	-1,7	-1,0	-14,7
Servicios	4,3	5,7	5,5	4,2	3,1	-25,6

^{1/} Dadas las oscilaciones que suele mostrar esta variable, en magnitud y signo, se presenta como porcentaje del PIB.
Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Índice mensual de actividad económica

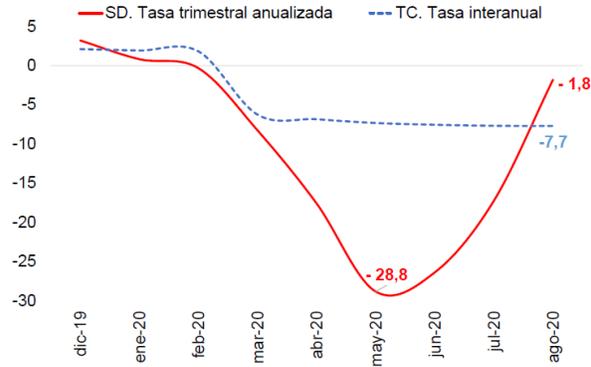
Variación interanual de la serie tendencia-ciclo, en porcentajes^{1/}



^{1/}La aceleración se define como la diferencia absoluta entre la tasa de variación del mes con la correspondiente del mes anterior de la tendencia ciclo.
Fuente: Banco Central de Costa Rica

Índice mensual de actividad económica

Variación interanual y trimestral anualizada, en porcentajes



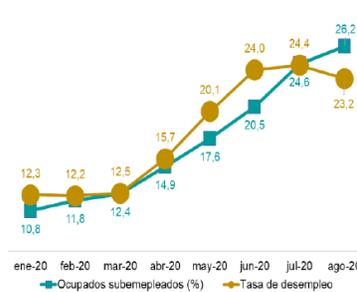
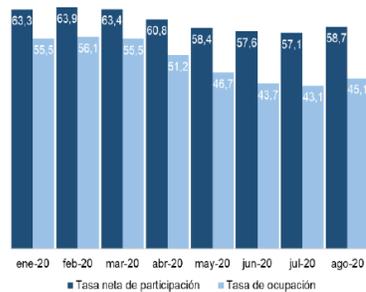
PIB real según actividad económica

Variación porcentual interanual en porcentajes

	Proyecciones octubre 2020		Proyecciones julio 2020	
	2020	2021	2020	2021
Producto Interno Bruto	-4,5	2,6	-5,0	2,3
Agricultura	-1,8	2,6	-0,5	2,7
Manufactura	-0,4	4,8	-4,5	3,7
Construcción	-9,6	1,8	-8,7	1,0
Comercio	-9,8	2,7	-8,2	2,1
Transporte y almacenamiento	-22,1	2,9	-19,7	2,0
Hoteles y restaurantes	-35,0	2,7	-35,0	2,6
Resto ^{1/}	-1,7	2,2	-2,2	2,2

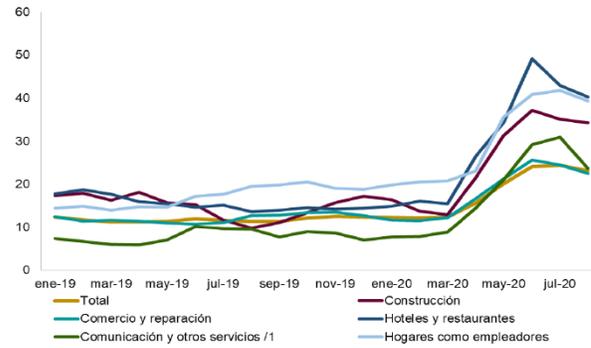
Indicadores del mercado laboral.

En porcentajes



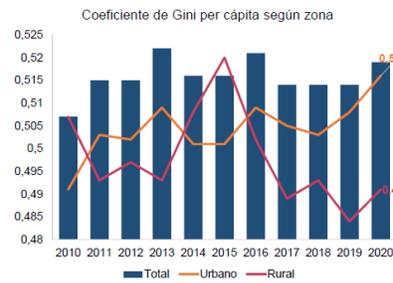
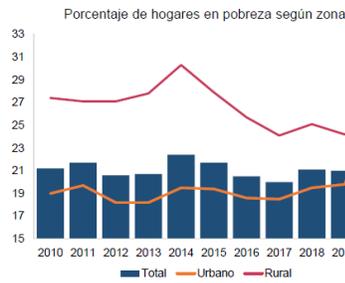
Tasa de desempleo por actividad económica

En porcentajes



Indicadores de pobreza y desigualdad

En porcentajes.

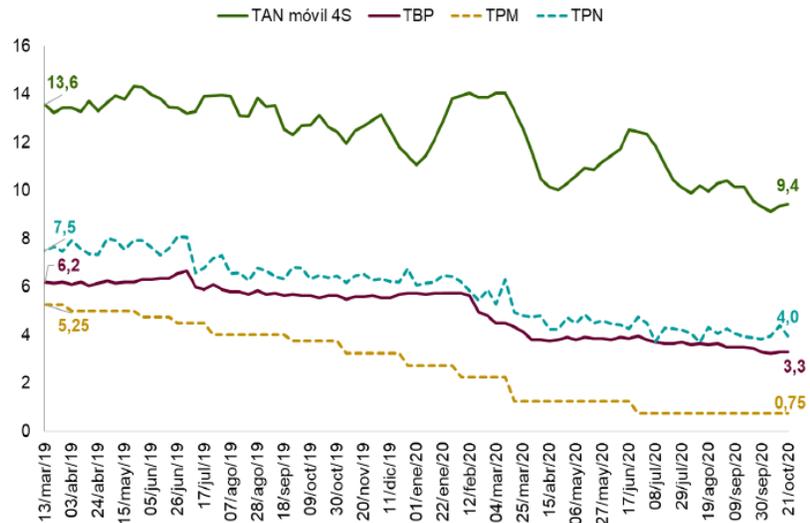


2. Tasa de Interés y rendimiento en el mercado financiero

TPM y tasas de interés del sistema financiero nacional

En porcentajes

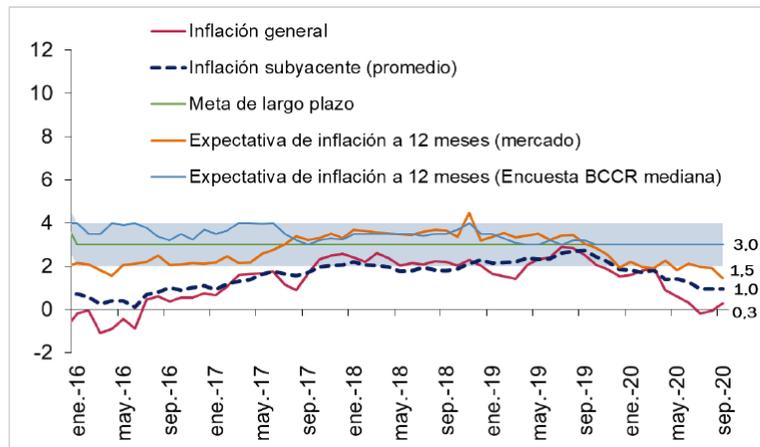
TAN: tasa activa negociada (promedio móvil de 4 semanas).
 TPN: tasa pasiva negociada.
 TBP: Tasa Básica Pasiva.
 Fuente: Banco Central de Costa Rica.



3. Inflación

Indicadores de Inflación general, subyacente y expectativas

Variación interanual, en porcentajes



4. El mercado cambiario, tipo de cambio y RIN.

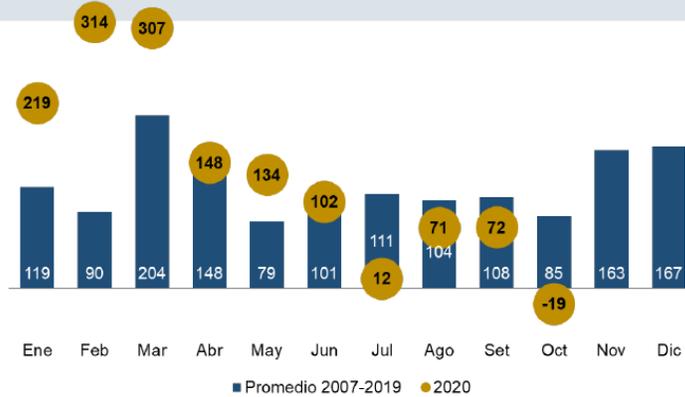
Mercado cambiario

El tipo de cambio de Monex muestra tendencia al alza desde mayo. Razones:

- Factores estacionales.
- Caída en exportaciones de bienes y servicios por pandemia.
- Dolarización del ahorro en semanas recientes no puede descartarse, como consecuencia de mayor incertidumbre fiscal.

Resultado de las operaciones cambiarias netas en ventanilla

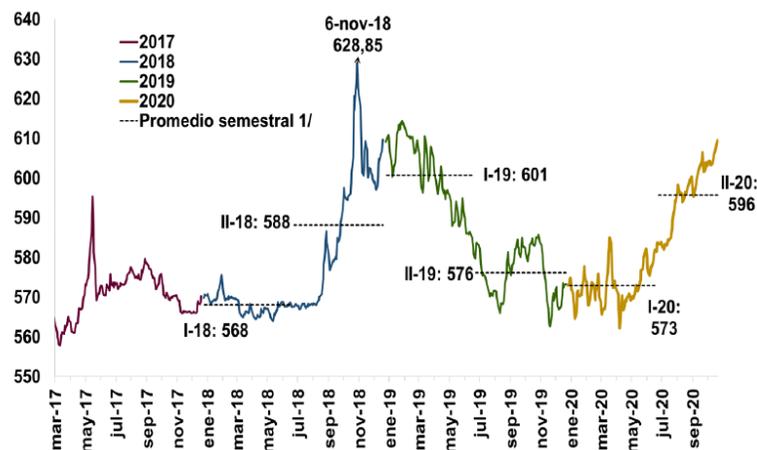
Millones de USD



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Tipo de cambio promedio ponderado de Monex

En colones por dólar



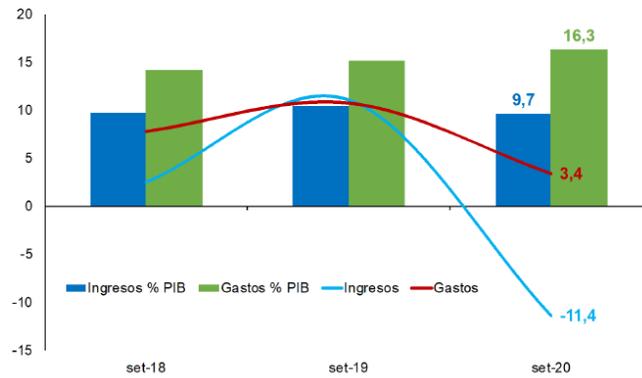
5. Finanzas públicas (situación fiscal).

Pandemia ha generado un fuerte deterioro en las finanzas públicas, debido a:

- (i) caída en ingresos tributarios;
- (ii) moratoria en pago de algunos tributos; y
- (iii) aumento en gasto para atender crisis sanitaria.

Gobierno Central: Ingresos y Gastos

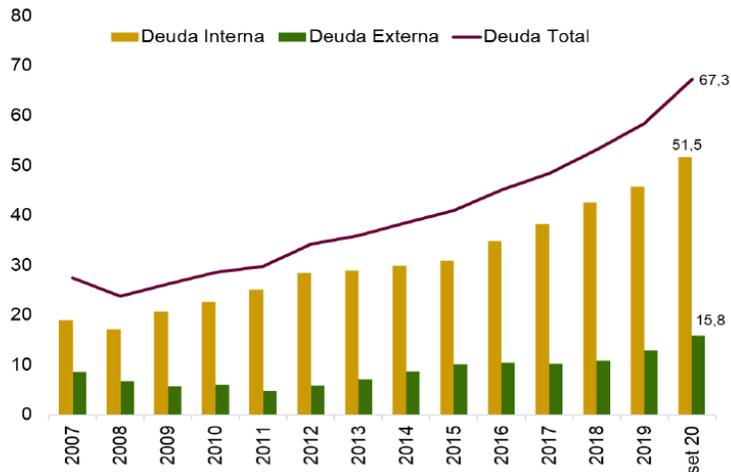
Variación interanual en porcentajes y como porcentaje del PIB



Fuente: Banco Central de Costa Rica, con información del Ministerio de Hacienda.

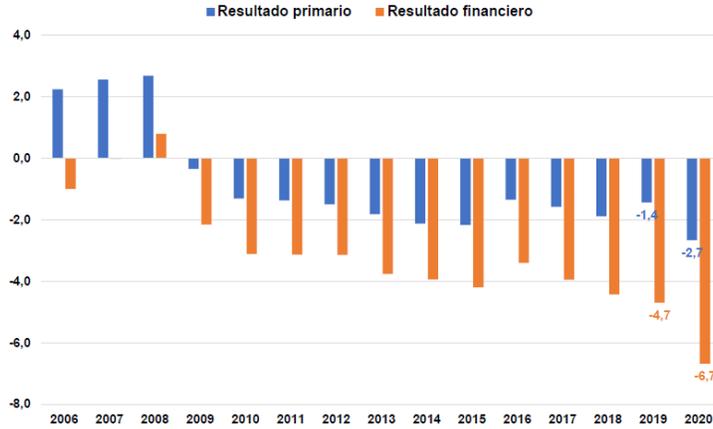
Deuda del Gobierno Central

Como porcentaje del PIB



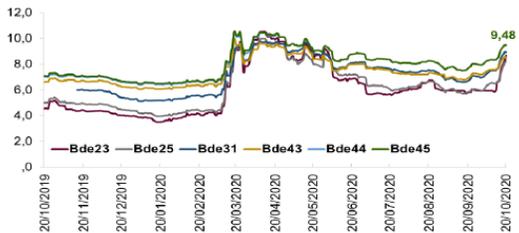
Resultado del Gobierno Central

Acumulado a setiembre de cada año
Porcentaje del PIB

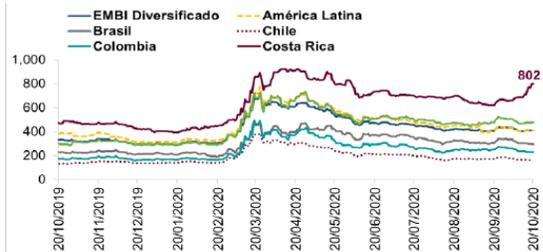


Deuda pública externa de Costa Rica

Rendimientos de bonos de deuda
(en porcentajes)

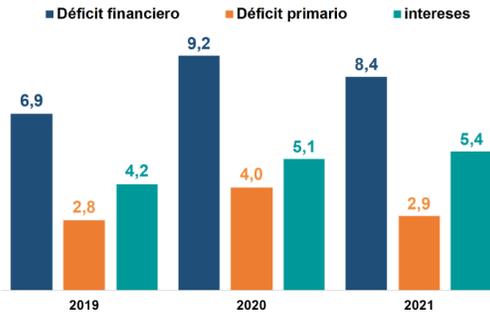


Índice global diversificado de mercados emergentes (Embig)



Resultado financiero del Gobierno Central¹

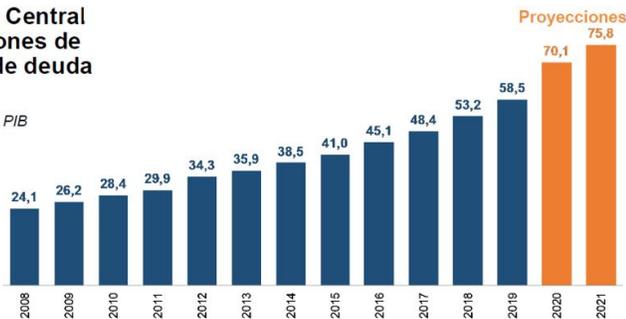
Porcentajes del PIB



¹ Proyecciones para 2020-2021.
Fuente: Ministerio de Hacienda

Gobierno Central Proyecciones de la razón de deuda

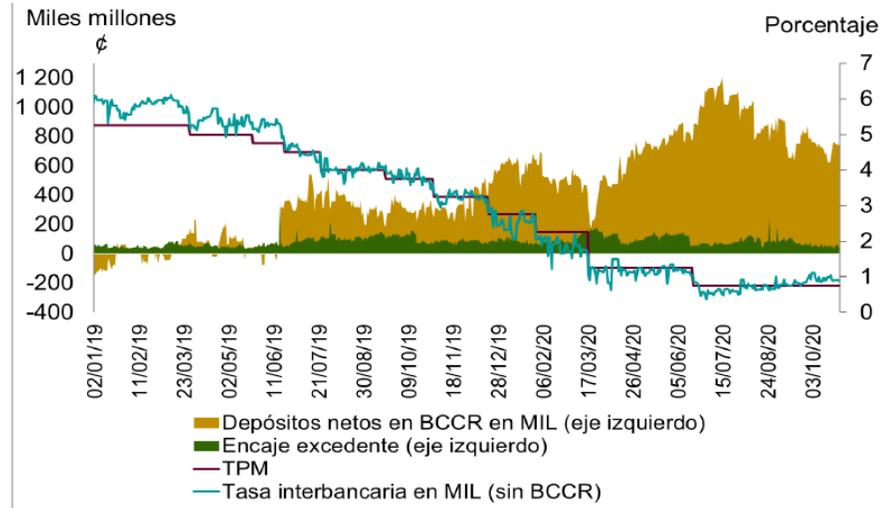
Porcentajes del PIB



6. Política Monetaria, agregados monetarios y crediticios.

Depósitos netos en BCCR en el MIL, TPM y tasa interbancaria en el MIL

Miles de millones de colones y porcentajes



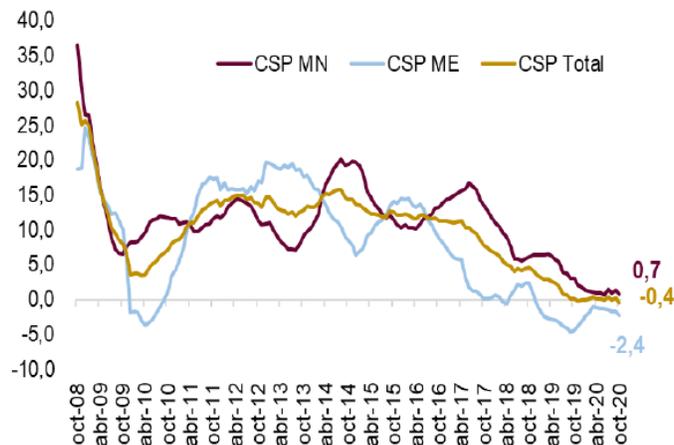
Agregados monetarios y crediticios

- Crédito sigue estancado, a pesar de medidas para estimularlo, posiblemente por incertidumbre asociada a la pandemia.
- Agregados monetarios han crecido por encima del año previo, con marcada preferencia por activos financieros de corto plazo (motivo precautorio).

Crédito al SP otorgado por OSD por moneda¹

Variación interanual en porcentajes

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



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

1. Las consecuencias económicas y sociales de la pandemia por COVID-19 han sido devastadoras alrededor del mundo. La mayoría de los países sufrieron profundas contracciones económicas en el segundo trimestre de este año.
2. Sin embargo, a partir de junio el desempeño de la economía mundial ha sido mejor al previsto. Las economías avanzadas han mostrado una importante recuperación en el tercer trimestre y China está ya experimentando tasas de crecimiento interanual positivas.
3. El comportamiento más favorable de muchas economías llevó al Fondo Monetario Internacional (FMI) a ajustar, en octubre, su proyección de contracción mundial para el 2020, de 5,2% que había previsto en junio a 4,4%. Para el 2021 ese organismo prevé un crecimiento de 5,2% (5,4% en junio).

Indicadores de la economía internacional

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

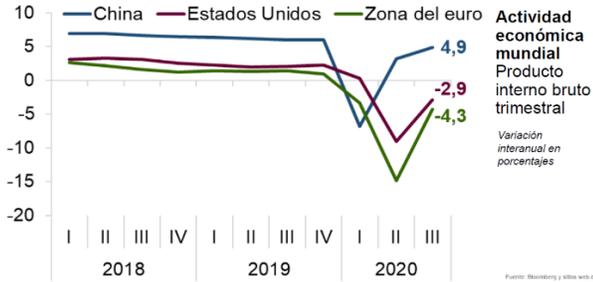
(PIB real, variación porcentual anual)	PROYECCIONES		
	2019	2020	2021
Producto mundial	2,8	-4,4	5,2
Economías avanzadas	1,7	-5,8	3,9
Estados Unidos	2,2	-4,3	3,1
Zona del euro	1,3	-8,3	5,2
Alemania	0,6	-6,0	4,2
Francia	1,5	-9,8	6,0
Italia	0,3	-10,6	5,2
España	2,0	-12,8	7,2
Japón	0,7	-5,3	2,3
Reino Unido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

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.

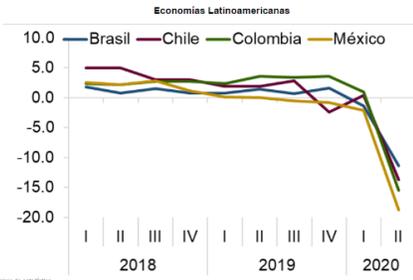
Actividad económica mundial Producto interno bruto trimestral

Variación interanual en porcentajes



Actividad económica mundial Producto interno bruto trimestral

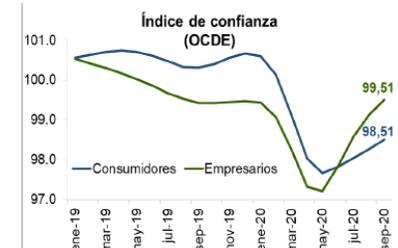
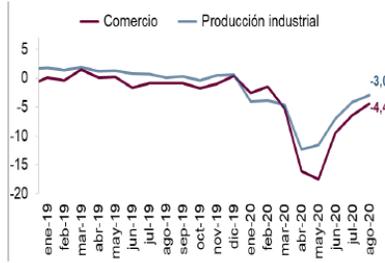
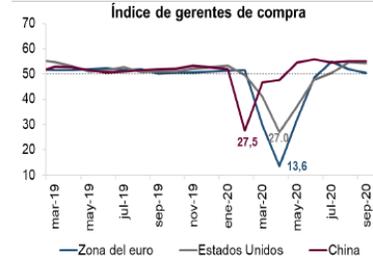
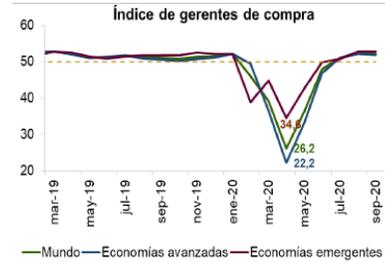
Variación interanual en porcentajes



Fuente: Bloomberg y sitios web de oficinas de estadística

Indicadores de actividad económica

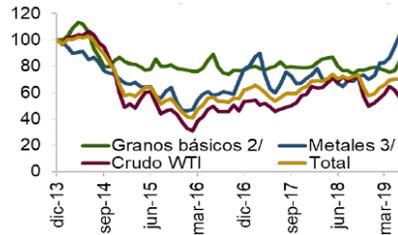
En puntos



Fuente: Bloomberg, Netherlands Bureau of Economic Policy Analysis (CPB) y OCDE.

Índice de precios de materias primas importadas¹

¹Ponderaciones anuales móviles (31/12/2013=100). Utiliza como ponderación las importaciones de cada insumo realizadas por Costa Rica en el año anterior.
²Granos básicos: trigo, maíz, soja y arroz.
³Metales: hierro, acero, aluminio, zinc y cobre.



Índice de precios al consumidor

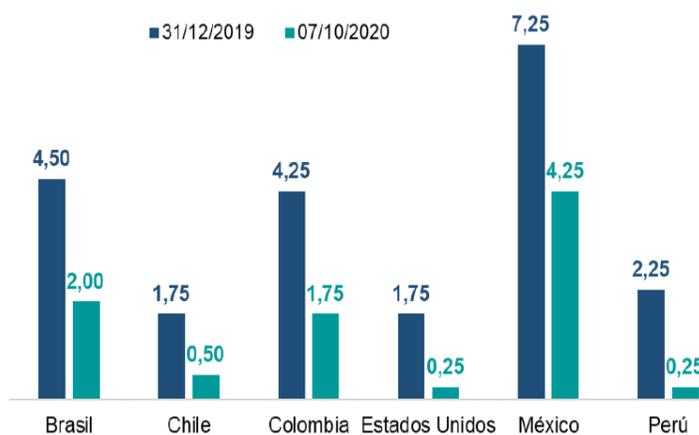
Variación interanual



Fuente: Bloomberg, Universidad de Michigan y Comisión Europea.

Tasa de política monetaria en países seleccionados

En porcentajes



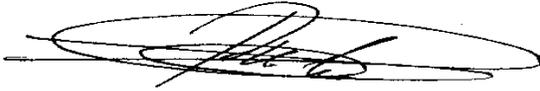
Fuente: Bloomberg con información al 7 de octubre de 2020

III. EFECTO SOBRE LOS PORTAFOLIOS DE INVERSIÓN

- **Rendimiento.** Las menores tasas de interés que siguen prevaleciendo 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 a la liquidez (efectivo y del mercado), 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.** Como se indicó en los comentarios del entorno económico nacional, en los últimos dos meses y, especialmente en las últimas semanas se ha observado un fuerte incremento en el tipo de cambio, tendencia que no ha podido ser revertida por las intervenciones del BCCR en el mercado cambiario y por posibles condiciones que pueda imponer el FMI. Sobre este comportamiento se recomienda cautela, no colonizar posiciones en dólares y seguir impulsando el 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, sigue latente la amenaza de una eventual crisis financiera mundial, producto de la pandemia, así como la incertidumbre que pueda causar la intensificación de nuevos rebrotes. Es posible que continúen las bajas tasas de interés, lo que lógicamente seguiría afectando fuertemente a la economía costarricense y sus agentes.



Ronald Chaves Marín

Miembro Externo del Comité de Riesgos y Asesor de Riesgos