

De Cara al II Semestre 2019

Perspectivas y Necesidades de Financiamiento

Preparado por: Agatha Gutiérrez, Analista

Revisión Programa Macroeconómico 2019-2020

El Banco Central de Costa Rica presentó el 22 de julio la Revisión del Programa Macroeconómico para el bienio 2019-2020 donde se detalla el comportamiento de las principales variables macroeconómicas durante el primer semestre de 2019, así como las proyecciones de estas para el cierre de año y el 2020. Entre los principales puntos del documento destacan:

- **La inflación se mantiene y mantendrá dentro del rango meta (3.0%, $\pm 1.0\%$) del BCCR.** La variación interanual de los precios a junio de 2019 alcanzó un 2.42%, nivel que ha mantenido una tendencia creciente durante los últimos meses. Este comportamiento estuvo determinado por la ausencia de factores como la baja en precios de materia primas de importación y de bienes agrícolas. Para lo queda de este 2019, la variable estará dentro del rango determinada por expectativas de inflación contenidas, la desaceleración económica, volatilidad en los precios del petróleo, entrada en vigor del Impuesto al Valor Agregado y posibles choques de oferta.

El efecto del IVA sobre la inflación está establecido en aproximadamente 1.1 puntos porcentuales (p.p) a lo largo de cuatro años, acumulando 0.7 p.p durante sus primeros doce meses de aplicación.

- **La actividad económica local continúa su proceso de enfriamiento, el cual se profundizará en la segunda mitad de 2019.** El Producto Interno Bruto costarricense, en su variación interanual, se ubicó en 1.8% para los primeros seis meses de este 2019, es decir, 0.3 p.p por debajo de su nivel de 2018. Esta pérdida de dinamismo fue consecuencia de un menor crecimiento del consumo de los hogares, lo que es coherente con el deterioro de la confianza a consecuencia de la entrada en vigor de la Ley de

Fortalecimiento de las Finanzas Públicas y la falta de una reactivación económica tangible. Sumado a esto, un aumento menos significativo del consumo del Gobierno, como resultado de las medidas de contención del gasto aplicadas desde mayo pasado se sigue reflejando.

El último componente de la de demanda interna, la formación bruta de capital fijo ha perdido fuerza, de la mano con el comportamiento reciente de la construcción. El principal impacto provino de un menor consumo de bienes duraderos.

Para el segundo semestre la revisión hacia la baja de la proyección, que pasó de 3.2% a 2.2%, evidencia el reto de recuperación de la confianza de los consumidores, a través de una reactivación que conlleve consigo una mejora en el mercado laboral y en la calidad de vida de los costarricenses.

Cabe destacar la perspectiva para 2020 también fue recortada.

- **Balanza de pagos: noticias negativas que parecen positivas.** Una caída en el déficit de cuenta corriente fue consecuencia de un estancamiento de las exportaciones y de un deterioro importante en las importaciones. Las causas residen en los temas relacionados a la situación política en Nicaragua, que también ha afectado la región Centroamericana, así como un menor consumo de bienes duraderos por parte de los nacionales por la baja confianza.
- **Las cifras fiscales no han mostrado cambio significativo durante este 2019, tendencia que no mejorará.** A junio de 2019, el déficit fiscal cerró en un 3.0% del PIB, nivel superior que el

de 2018 de 2.9% del PIB. Por su parte, el déficit primario se mantuvo en 1.1% del PIB.

En lo que respecta a la deuda, esta mantuvo su tendencia de crecimiento ubicándose en un 54.5% del PIB y siendo consecuencia de los altos niveles de financiamiento que mantiene el Ministerio de Hacienda, situación que se afirma en la sección sobre el Plan de Endeudamiento de este documento.

En el segundo semestre no se dará una mejora importante. Los ingresos tributarios se verán socavados por el poco dinamismo de la economía. Un déficit primario marginalmente mejor, pero un déficit fiscal creciente serán la realidad costarricense.

El rendimiento de la reforma fue ajustado, esperando un 0.96% del PIB este año y un 3.91% del PIB hasta el año 2023, cifras menores a las presentadas a inicios de 2019.

- **Los agregados monetarios y crediticios son un reflejo tanto de la desaceleración de la economía como del proceso de ajuste fiscal.** Indicadores como el crédito, la liquidez y la riqueza crecen por debajo de sus niveles de

años anteriores. En el caso del crédito al sector privado, el total se ubica en 3.4%, mientras en moneda extranjera decreció 3.2% y en moneda nacional aumentó un 5.1%

El BCCR ha llevado a cabo tres recortes de la Tasa de Política Monetaria, llevándola a 4.50%, así como una reducción del encaje mínimo legal en colones, que pasó de 15.0% a 12.0%, con el objetivo de reducir las tasas de interés y así incentivar el crédito y con él, el consumo.

- **En materia de tipo de cambio, en el mercado de monedas extranjeras se dio una apreciación de 4.71%.** La balanza se sigue inclinando hacia la apreciación del tipo cambio. El pago parcial de la renta durante el mes de junio incentivó a la baja, mientras menores presiones explicadas principalmente por la entrada neta de capitales provenientes de créditos externos y eurobonos y una disminución gradual en la percepción de riesgo en las finanzas públicas determinado por la introducción de la reforma fiscal generan la expectativa de que la trayectoria de que esta variable se mantendrá.

Proyecciones

Para el bienio 2019-2020 el Banco Central de Costa Rica proyecta los siguientes niveles para las principales variables macroeconómicas:

Banco Central de Costa Rica: Proyecciones Bienio 2019-2020					
	2018	2019		2020	
		Febrero	Julio	Febrero	Julio
Variación Interanual					
Inflación	2.0%	3.0% (±1.0%)			
PIB real	2.6%	3.2%	2.2%	3.0%	2.6%
Demanda interna	1.3%	3.2%	1.4%	2.7%	2.6%
Ingreso nacional disponible	1.3%	3.6%	2.1%	3.0%	2.5%
Exportaciones Reales	4.2%	4.3%	4.2%	4.6%	4.6%
Importaciones	0.1%	4.5%	1.9%	4.0%	4.5

Crédito al sector privado	3.5%	4.9%	4.0%	5.5%	4.9%
Moneda nacional	6.2%	7.5%	7.8%	8.3%	8.4%
Monera extranjera	-0.7%	1.0%	-2.0%	1.0%	-1.0%
Como % del PIB					
Resultado financiero del GC	-6.0%	-6.2%	-6.3%	-5.8%	-6.1%
Resultado financiero del SPNF	1.5%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
Resultado financiero del BCCR	-0.4%	-0.3%	-0.3%	-0.4%	-0.5%
Deuda del Gobierno Central	53.6%	57.7%	59.1%	60.4%	62.0%
Millones de Dólares					
Cuenta corriente	-1,888	-1,742	-1,456	-1,750	-1,570
Cuenta financiera	-2,247	-2,728	-3,211	-1,398	-913
Inversión Extranjera Directa	-2,715	-2,628	-2,601	-2,528	-2,599
Activos de reserva	390	1,018	1,787	-318	-621

Fuente: elaboración propia con datos del BCCR.

Plan de Endeudamiento

El endeudamiento del Gobierno costarricense es necesario, tanto para cubrir su faltante de ingresos respecto a sus gastos corrientes como los pagos de amortizaciones de deuda. Con el fin de mantener la transparencia e informar a la población, el Ministerio de Hacienda presentan su Plan de Endeudamiento Interno dos veces al año.

La entidad tuvo un manejo agresivo de la deuda durante el I semestre, especialmente durante los primeros tres meses, en los cuales logró las captaciones totales esperadas de ₡1.4 billones. Al final del semestre, una sobre ejecución del 64.3% llevó las colocaciones a ₡2.3 billones.

La mayor colocación, permitió tener en caja cerca de ₡0.3 billones, para iniciar la segunda parte del año. Además, dio paso a menores captaciones no estandarizadas y cerca de ₡0.56 billones que se estimaban colocar en forma directa pasaron al mercado, dándole dinamismo a las subastas como mecanismo competitivo.

La estrategia establecida para la emisión endeudamiento fue complicada de seguir, como lo muestra el siguiente cuadro:

MH: Colocación por Instrumento I Semestre 2019

Instrumento	Rango	Observado
tp	45%-55%	53.1%
tp\$	20%-30%	42.7%
tp 0	5%-15%	1.7%
Variables	10%-20%	2.4%

Fuente: elaboración propia con datos del Ministerio de Hacienda

Mayores captaciones en dólares a las esperadas fue el mayor desvío, esto como consecuencia de las necesidades del mercado, dado un premio por invertir en colones que a inicios de año no era lo suficientemente atractivo. Por otro lado, tuvieron captaciones en tasa variable menores al límite inferior del rango establecido, sin embargo, esto es positivo pues significa que se está gestionando el riesgo de tasa de interés.

Al mismo tiempo, lograron una fuerte captación de recursos a más de cinco años, tratando así el riesgo de refinanciamiento. Específicamente, en ese horizonte de tiempo se encontraron cerca del 55.1% de las colocaciones, mientras a menos de un año se ubicó el 1.7% y entre uno y cinco años el 43.7%.

Cabe destacar que la gestión de pasivos ha sido exitosa, ya que mediante canjes se liberaron presiones por ₡0.83 billones para los años 2029, 2020 y 2021, alargando los vencimientos de la deuda.

Para la segunda mitad de 2019, la entrada de \$1,500 millones por concepto de Eurobonos, así como \$850 millones por concepto de préstamos con organismos multilaterales han reducida en gran medida las necesidades de financiamiento interno, los cuales se ubican en ₡1.4 billones.

La estrategia de colocaciones que mantendrá la entidad busca cumplir con los objetivos de mediano y largo plazo para la estructura de la deuda nacional. Con ellos buscan la gestión de los principales riesgos de la estructura actual de la deuda, y son el de refinanciamiento, tasas de interés y cambiario.

La estrategia está dada por el siguiente cuadro:

MH: Colocación por Instrumento II Semestre 2019

Instrumento	Rango	Observado
tp\$	10%-20%	0.00%
tp	60%-70%	96.51%
tp 0	5%-15%	2.11%
Variables	5%-15%	1.39%

Fuente: elaboración propia con datos del Ministerio de Hacienda

Consideraciones de Mercado de Valores de Costa Rica

El primer semestre de 2019 fue positivo en varios aspectos, la aprobación de la Ley de Fortalecimiento de las Finanzas Públicas dio un impulso al mercado que no se esperaba. Esto, de la mano con el hecho de que el Ministerio de Hacienda fue agresivo en su gestión durante los primeros meses del año aumentando las tasas de la deuda costarricense, dio paso a una sobre ejecución del plan, pues captaron más de los ₡1.4 billones establecidos, y así se permitió un ajuste a la baja en los rendimientos hacia el final del semestre.

Sin embargo, el sentimiento positivo no fue transmitido a toda la economía, esto evidenciado en un deterioro del consumo de los hogares que ha tenido un impacto relevante en sectores como el comercio, viéndose reflejado en indicadores monetarios con poco dinamismo.

El poco cambio sobre las cifras fiscales visto hasta el momento influye en el nivel de incertidumbre actual, el cual a pesar de ser menor al del año anterior se mantiene. La desaceleración de la economía ha sido

determinante en el poco crecimiento de los ingresos, que ha hecho que la mejora esperada por el Ministerio de Hacienda y el Banco Central no haya sido la prevista, revisando hacia la baja sus expectativas.

Para el segundo semestre, el acceso al financiamiento externo es clave ya que permitirá liberar presiones sobre el mercado local, lo cual vendría a apoyar la labor del BCCR para reactivar la economía.

Pareciera que la tormenta perfecta para la salida de los Eurobonos está sucediendo, especialmente con el ajuste hacia la baja del rendimiento de la deuda externa nacional, unido a un recorte esperado para finales de este mes de las tasas en dólares a nivel internacional.

La Revisión del Programa Macroeconómico genera preocupación pues las perspectivas fueron revisadas de forma negativa. La situación se ha complicado a lo largo del año. El panorama de crecimiento es complejo, pues la incertidumbre se potencia con una reforma que busca el aumento de los impuestos.

Esto trae consigo implicaciones sobre la situación fiscal, pues la recaudación esperada se deteriora generando resultados financieros menos favorecedores a los previstos a inicio de año para el Gobierno Central y, al mismo tiempo, el crédito no logrará potenciarse.

Es importante comprender que Costa Rica aún se mantiene en un proceso de mejora. El empuje inicial con la Ley de Fortalecimiento de las Finanzas Públicas ha dado resultados, sin embargo, no es suficiente por sí solo.

Las medidas llevadas a cabo por el Banco Central procuran apoyar en el proceso de mejora pero la continuidad de la reforma a las finanzas públicas con proyectos del como el Empleo Público y otros asociados a buscar eficiencia en el gasto, de la mano con la búsqueda de la reactivación deben concretarse. Lo anterior, con el propósito de generar confianza de forma que el cambio que se busca sea efectivo y sostenible en el tiempo.

La información que contiene este documento fue preparada por Grupo Financiero Mercado de Valores para conocimiento y análisis de sus clientes, por lo tanto, es **estrictamente confidencial** y para uso único y exclusivo de sus destinatarios. Este documento no constituye ni debe interpretarse en ningún momento ni en ninguna circunstancia, como una oferta de compra o venta de productos, servicios o valores de ningún tipo. La información contenida en este documento ha sido obtenida por Grupo Financiero Mercado de Valores de fuentes que en su opinión se consideran confiables y actuales en el momento en que fue divulgada. Los destinatarios deben de evaluar las distintas opciones de inversión con base en su tolerancia y nivel de riesgo aceptable, y sus objetivos de inversión en coordinación con su respectivo Asesor de Inversión. Está totalmente prohibida la reproducción o transmisión por cualquier medio escrito, fotográfico, audiovisual o electrónico de la información supra citada; así como también su remisión o divulgación a cualquier tercero diferente de su destinatario. Grupo Financiero Mercado de Valores no se hace responsable por el uso o divulgación no autorizada que el destinatario u otras terceras personas pudieran hacer del contenido total o parcial de la información confidencial dicha; y serán estos últimos los únicos responsables de las consecuencias que esas divulgaciones ilegales o reproducciones ilegítimas eventualmente causen.