

INFORME MENSUAL DEL MIEMBRO EXTERNO DEL COMITÉ DE RIESGOS DEL FONDO DE JUBILACIONES Y PENSIONES DEL PODER JUDICIAL OCTUBRE 2018

I. MERCADO FINANCIERO LOCAL Y COYUNTURA NACIONAL

Indicadores Económicos

	Periodo	2016	2017	2018	Tendencia
IPC (Δ YoY)	Agosto	0,60%	0,91%	2,24%	Aceleración
IMAE (Δ YoY)	Junio	3,95%	3,22%	4,23%	Aceleración
TC (Monex)	Agosto	553,6	576,8	578,3	Aceleración
TBP	Agosto	5,00%	5,95%	5,95%	Estable



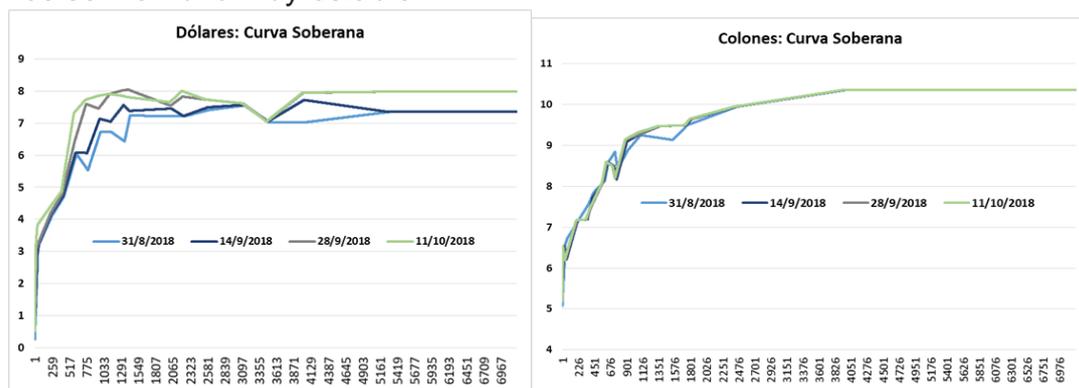
Factores de alerta:

- Menor dinamismo de la economía → menor dinamismo del crédito.
- Aumento de tasas de interés → caída en el valor de mercado de las inversiones (valoración negativa del portafolio).
- Mayor ritmo de devaluación → el aumento en el tipo de cambio aumenta el valor de los activos en moneda extranjera (favorable).
- Riqueza financiera privada con signos de debilitamiento: crecimiento interanual en julio 2018 fue 9%, su nivel más bajo en los últimos tres años.
- Confianza de los consumidores cayó 10 puntos, según encuesta de Estadística de la UCR (de 45 a 35, escala de 0-100).
- Confianza empresarial estancada y poco optimismo sobre el rumbo de la economía según encuesta Pulso Empresarial de UCCAEP.

- Crecimiento de los ingresos tributarios, su nivel más bajo desde crisis financiera 2008.
- Huevo presupuestario de 2018 de ₡900 mil millones que representa un 2,25% del PIB (inferior a lo que recaudaría proyecto de Ley de entre 1.42% -1.03%).
- El déficit fiscal alcanzó los ₡1,1 billones, que es la cifra más alta de los últimos seis años (3,3% del PIB).
- Las tres principales calificadoras de riesgo tienen al país con perspectiva negativa (ver sección especial).

Precio de los Instrumentos: Comportamiento de las curvas

En las primeras dos semanas de octubre se dio una fuerte volatilidad de las curvas en dólares, continua aumentado respecto al cierre de setiembre, los principales aumentos de la última semana se encienden en los nodos entre 1 y 5 años. En colones se mantuvo muy estable



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 al alza de esta variable tienen impacto sobre el comportamiento de la Inflación y del tipo de cambio, lo que puede provocar efectos adversos sobre el portafolio de inversiones.

1. Tasas de interés

La Tasa Básica Pasiva (TBP) al 18 de octubre se ubicó en 5,75% y la Tasa Efectiva en Dólares (TED) en 2,21%, mientras que la Tasa de política Monetaria (TPM) se mantuvo en 5%.

Respecto a la banca comercial, las tasas de interés activas en colones y dólares anunciadas en ventanilla registraron pocos cambios, de esta manera las tasas promedio del Sistema Financiero a fin de mes fueron 16,12% y 10,50%, en su orden.

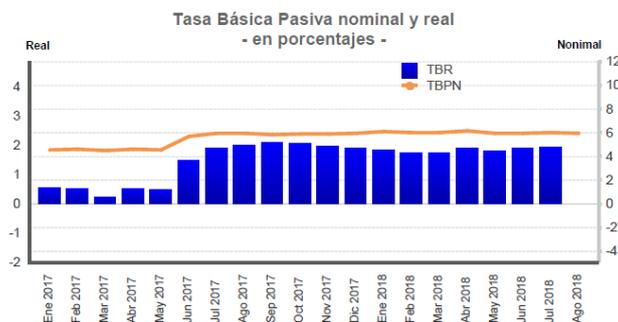
Al igual que en meses previos, las actividades de vivienda y consumo mostraron mayor participación en las colocaciones de crédito de los distintos grupos de intermediarios financieros.

El premio por ahorrar en colones fluctuó entre -60 p.b. y 212 p.b., utilizando en su cálculo tasas de interés externas e internas en dólares.

Por su parte, las tasas de interés de la deuda pública han aumentado, así como la preferencia de los ahorrantes por instrumentos de corto plazo, por tanto se ha acrecentado el riesgo de refinanciamiento del Gobierno Central. Esta condición, aunada a la necesidad del Ministerio de Hacienda de acudir a presupuestos extraordinarios en 2018, llevó a incrementos en el costo marginal de la deuda pública.

Finalmente, en el Mercado Integrado de Liquidez (MIL) en colones, el costo promedio fue 4,91% (4,76% en julio), en tanto para las negociaciones en dólares el costo promedio pasó de 1,19% en julio a 1,55% un mes después.

TASA BÁSICA PASIVA Y PREMIOS POR AHORRAR EN MONEDA NACIONAL



2. Inflación

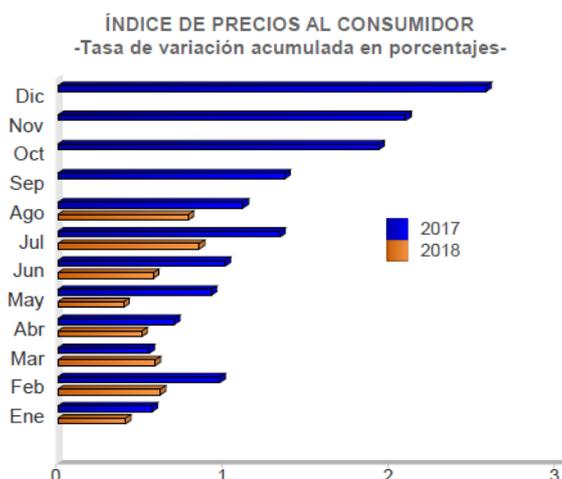
Esta variable es clave para alcanzar las metas del BCCR de mantener la estabilidad interna de la moneda. Un aumento de la inflación impacta, entre otros, la tasa de interés local y el tipo de cambio. Las expectativas sobre la inflación tienen efecto sobre el comportamiento de estas variables.

En septiembre de 2018 la inflación, medida por la variación interanual del Índice de precios al consumidor (IPC), fue 2,21%, que se ubica dentro del rango meta de la programación macroeconómica (3% \pm 1 punto porcentual (p.p.)). Los valores de este indicador señalan que no se están gestando presiones inflacionarias de demanda.

En lo que respecta a las expectativas de inflación, su valor medio en agosto fue 3,5%, igual que en los dos meses previos, continúa dentro de ese rango meta. Si bien las expectativas se han mantenido ancladas al rango objetivo por 41 meses consecutivos, permanece con un desvío positivo con respecto al valor central del rango y los datos

muestran una mayor concentración de expectativas superiores a 3% (64%) con respecto a julio pasado (54%).

Por otra parte, entre las variables consideradas al formular la expectativa de inflación del mes en cuestión destacaron: la situación fiscal, el precio de las materias primas importadas y el tipo de cambio.



3. Tipo de cambio, mercado cambiario 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 efectos favorables sobre la valoración de este segmento; una baja en el tipo de cambio, tiene el efecto contrario. El tipo de cambio también afecta 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 afecta directamente la inflación y por ende, el comportamiento de las tasas de interés.

Tendencia alcista en el tipo de cambio. Durante las últimas cuatro semanas, el tipo de cambio del dólar ha mostrado un comportamiento alcista tanto en el mercado de Monedas Extranjeras (Monex), mayorista, así como en las ventanillas de los bancos comerciales.

El tipo de cambio del dólar llegó el miércoles 11 de octubre a ¢599 en las ventanillas de los bancos comerciales, cifra a la que no rozaba desde el 23 de mayo del 2017, cuando llegó a ¢600 por primera vez. El jueves 11 de octubre, las entidades bancarias comenzaron a ofrecer la divisa norteamericana en precios superiores a los ¢600, una cifra a la que no se llegaba desde mayo del 2017. En este monto, el tipo de cambio muestra un incremento interanual del 4,1%.

Según el Banco Central de Costa Rica, el comportamiento reciente responde a una menor disponibilidad de divisas en el mercado costarricense. También hay un patrón de estacionalidad que caracteriza al mercado cambiario y que reduce la afluencia de divisas en esta época del año.

Otro de los motivos es la difícil situación fiscal del país, que afecta de dos maneras:

- El Ministerio de Hacienda deja de ser un oferente neto de divisas y pasa a ser un demandante de divisas por montos importantes;
- El déficit fiscal genera incertidumbre y nerviosismo en algunos agentes económicos, lo que a su vez ha impulsado la demanda de divisas por parte del público.
- A lo anterior se suma el efecto de mayores precios de petróleo en los mercados internacionales.

El viernes 12 de octubre el tipo de cambio disminuyó levemente en el mercado Monex, al pasar de un promedio ponderado de ¢597,43 a ¢595,72, lo que se interpreta como un freno momentáneo. Esta disminución, empero, no se reflejó en las ventanillas de los bancos comerciales, donde el precio de la divisa se mantiene alrededor ¢600.

Banco Central ha usado \$1.100 millones de sus reservas para evitar alza del dólar. Las transacciones en divisas por parte del Banco Central afectan sus reservas internacionales netas (RIN), que aumentan con las compras de divisas y disminuyen con las ventas. El Banco Central de Costa Rica informó en esa misma fecha que ha estado usando sus Reservas Internacionales para suavizar el ajuste en el tipo de cambio. En lo que va del año, la institución ha recurrido a \$1.101,8 millones con el fin de asegurar un proceso ordenado de formación de precios y evitar movimientos abruptos en el tipo de cambio.

El uso de reservas se ha dado de dos formas:

- En primer lugar, ha efectuado ventas directas de divisas en Monex (por \$240,9 millones hasta el 11 de octubre) para impedir movimientos abruptos en el tipo de cambio.
- La segunda forma, indirecta pero más importante en términos cuantitativos, es que el Banco Central ha estado vendiendo divisas al sector público no bancario, y no las ha restituido mediante compras en Monex porque de haberlo hecho hubiera exacerbado las presiones alcistas sobre el tipo de cambio. Por esta vía, el Banco Central ha utilizado \$860,9 millones de sus reservas a lo largo de estos 10 meses.

Por medio de un comunicado de prensa, el Banco Central informó que comprará divisas para restituir su posición de RIN cuando las condiciones de mercado lo permitan.

Impacto de la intervención. Para financiar estas compras de divisas, la Autoridad Monetaria emite colones a cambio de las divisas que compra (mientras que, por el contrario, recibe colones y los retira de circulación, a cambio de las divisas que vende). El impacto monetario de estas operaciones cambiarias afecta directamente la inflación, por lo que el Banco Central debe analizarlo cuidadosamente en aras de lograr su meta de inflación. El Banco, aseguró en un comunicado que, de ser necesario, neutralizará (“esterilizará”) ese efecto mediante operaciones financieras que aseguren que los agregados monetarios crezcan de manera coherente con la consecución de la meta de inflación en el mediano plazo.

Las reservas internacionales netas (RIN). Según datos del BCCR durante el mes de setiembre de 2018 cayeron *USD 331,2 millones* y del 1 al 17 de octubre volver9n a disminuir en *USD 369,5 millones*, producto principalmente, de las ventas netas de divisas realizadas por el Banco Central al SPNB y por las intervenciones (y por estabilización del tipo de cambio).

4. Actividad económica y sector externo

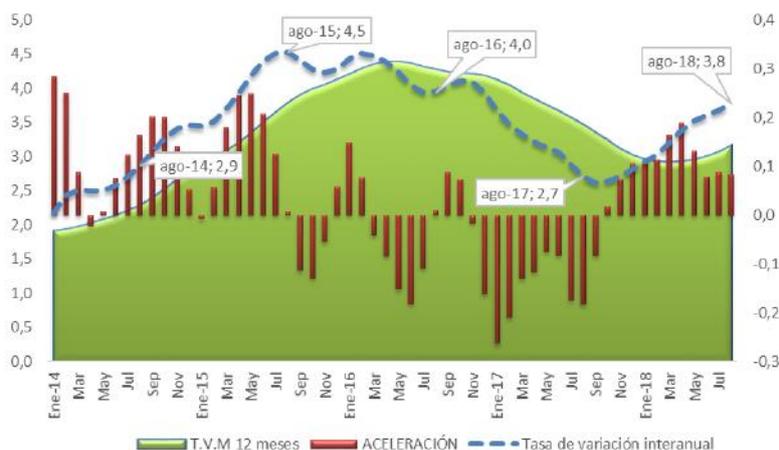
La evolución de la actividad económica¹ aporta datos importantes para las expectativas sobre las principales variables macroeconómicas y financieras y constituye un aspecto clave para la definición de tasas de interés por parte del BCCR y el sector financiero.

La serie de tendencia ciclo del Índice Mensual de Actividad Económica (IMAE) presentó en agosto 2018 un crecimiento interanual de 3,8%, superior en 0,1 punto porcentual (p.p.) a la tasa de variación interanual del mes anterior. La tasa media de enero-agosto se ubicó en 3,4%, mientras que la variación acumulada de los últimos doce meses mostró un crecimiento de 3,2%.

Por actividad económica, el mayor incremento se registró en la construcción (13,3%), por el dinamismo de las edificaciones con destino privado. Esta actividad en conjunto con la manufactura y las de enseñanza y salud humana explicaron cerca del 53% de la variación interanual del IMAE.

¹ La evolución por actividad económica se analiza con la tasa de variación interanual de la serie tendencia ciclo.

Índice Mensual de Actividad Económica
Tasa de variación de la serie tendencia ciclo
 (En porcentajes)



Comercio exterior

En el segundo trimestre de 2018, según la balanza de pagos el país presentó un déficit en cuenta corriente equivalente a 1,1% del PIB de 2018, el cual no logró ser financiado completamente con recursos externos, lo que originó una reducción de activos de reserva por USD 380 millones; a pesar del buen comportamiento de los flujos de inversión directa

La balanza comercial de bienes acumuló a julio de 2018 un déficit de *USD 3.036,4* millones, equivalente a 5,0% del PIB (4,7% en igual periodo de 2017) y reflejó los crecimientos de 7,8% y 6,0% en las compras y ventas de bienes (4,2% y 7,1% el año previo, en igual orden).

El comportamiento de las importaciones de bienes² estuvo determinado por la evolución de la factura petrolera y la adquisición de insumos para las industrias metalúrgicas, alimenticias y farmacéuticas, así como por las compras de materiales metálicos de construcción. En particular, la factura petrolera ascendió a *USD 967,9* millones, con un crecimiento interanual de 28%, asociado a la mayor cotización del cóctel de hidrocarburos (*USD 78,8* el barril, contra *USD 60,2* un año atrás) y la disminución de 2,2% en la cantidad de barriles (principalmente gasolina).

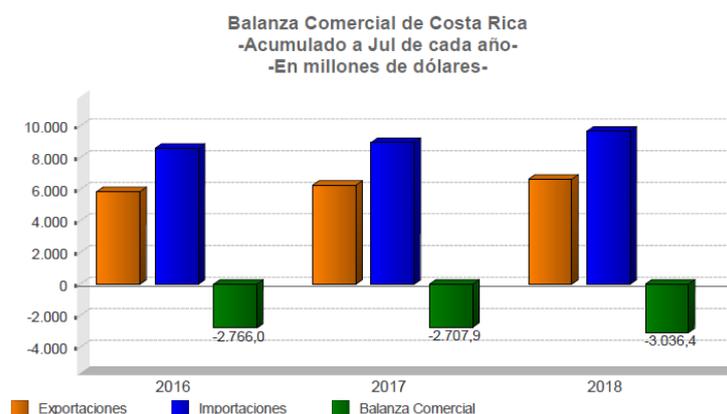
Por su parte, el resultado de las exportaciones se explica por la mayor demanda por productos manufacturados del régimen especial, en especial de equipo e implementos médicos (equipos de infusión y transfusión y prótesis oculares). A lo

² Si se excluye la factura petrolera, el crecimiento medio anual es 6,0% (3,5% y 2,7% en igual periodo de 2016 y 2017, respectivamente).

anterior se sumó la evolución positiva en las ventas de empresas del régimen definitivo, dedicadas al cultivo de piña y productos manufacturados como cables de cobre, llantas y preparaciones para bebidas gaseosas y para salsas.

Por destino de las exportaciones, destacó el dinamismo en las colocaciones al mercado asiático (40,4%), lo que implicó el incremento de 1,6 p.p. en su participación relativa dentro del total exportado (6,5% desde 4,9% en 2017)⁴. En contraste, la situación política que enfrenta Nicaragua continúa impactando negativamente las ventas dirigidas al mercado de Centroamérica y Panamá.

En efecto, las cifras de comercio exterior evidencian una moderación en el crecimiento de las ventas a los países que conforman este destino (crecimiento interanual de 11% en el primer cuatrimestre y reducción de 0,9% en el periodo mayo a julio para una variación media de 5,6% en los primeros siete meses del año). Cabe mencionar que Nicaragua es el único destino que reflejó una reducción (-25,9%) en el periodo mayo a julio.



BALANZA COMERCIAL DE COSTA RICA
-millones de dólares-

Mes	2016			2017			2018		
	Exportaciones	Importaciones	Balanza Comercial	Exportaciones	Importaciones	Balanza Comercial	Exportaciones	Importaciones	Balanza Comercial
Ene	708,7	1.162,6	-453,9	758,4	1.277,8	-519,4	795,1	1.319,8	-524,7
Feb	842,7	1.142,9	-300,3	833,7	1.203,9	-370,2	879,3	1.208,2	-328,9
Mar	842,1	1.199,8	-357,6	952,2	1.403,8	-451,6	1.060,4	1.363,3	-302,9
Abr	884,1	1.260,0	-375,8	895,1	1.140,7	-245,7	942,4	1.454,4	-512,1
May	948,2	1.312,5	-364,3	995,4	1.430,8	-435,4	1.063,3	1.521,9	-458,6
Jun	836,9	1.321,1	-484,2	961,5	1.342,2	-380,7	978,8	1.373,0	-394,2
Jul	780,4	1.210,3	-429,9	862,8	1.167,7	-304,9	912,3	1.427,3	-515,0
Ago	764,1	1.325,6	-561,5	859,8	1.367,2	-507,5	-	-	-
Sep	827,2	1.267,2	-440,1	899,3	1.318,2	-428,9	-	-	-
Oct	818,9	1.267,3	-448,4	899,0	1.376,6	-487,6	-	-	-
Nov	851,3	1.435,4	-584,1	917,2	1.545,3	-628,2	-	-	-
Dic	819,5	1.326,1	-506,6	792,9	1.327,5	-534,6	-	-	-
Total	9.924,2	15.230,9	-5.306,7	10.607,1	15.901,7	-5.294,6	6.631,6	9.668,0	-3.036,4

5. 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.

El Gobierno Central acumuló a agosto un déficit de 3,75% del PIB (3,2% un año antes). La Tesorería Nacional atendió sus requerimientos de caja y otras obligaciones financieras mediante la colocación neta de bonos de deuda interna, en mayor medida, en el sector privado y entidades públicas; al finalizar agosto la razón de deuda de Gobierno a PIB se ubicó en 50%^[9] (46,6% a agosto de 2017).

Según cifras preliminares, en los primeros siete meses de 2018 el Sector Público Global Reducido acumuló déficit financiero equivalente a 2,5% del PIB, superior en 0,4 puntos porcentuales (p.p.) al observado en igual lapso de 2017. Este resultado estuvo asociado a la desmejora recurrente de las finanzas del Gobierno Central.

Específicamente, el Gobierno registró en julio ingresos por ₡354.714 millones y gastos por ₡515.056 millones, lo que originó un déficit de ₡160.341 millones, que contribuyó a que los desbalances financiero y primario acumulados en el año fueran de 3,3% y 1,4% del PIB, respectivamente (2,9% y 1,2% un año antes).

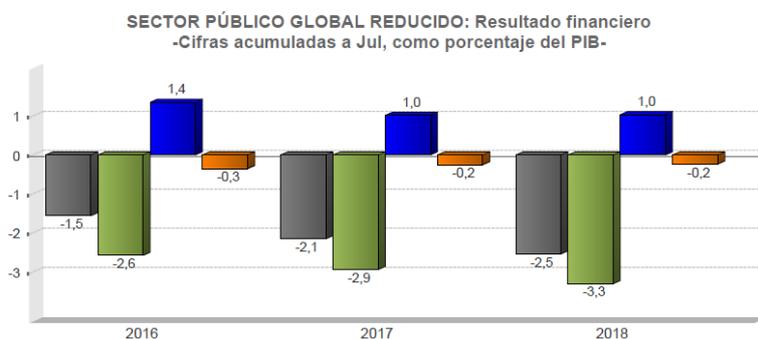
Los gastos totales aumentaron 7,2% interanual explicado, según el aporte a la variación, por las transferencias corrientes (7,6%), el servicio de intereses de deuda (17,4%) y las remuneraciones (6,3%). En el caso de las transferencias corrientes sobresalieron las giradas al sector público (Fondo Especial de Educación Superior, Caja Costarricense del Seguro Social y Fondo de Desarrollo Social y Asignaciones Familiares). Por su parte, en el pago de intereses destacó el servicio por deuda interna (21%).

En cuanto al crecimiento de los ingresos (2,4% contra 5,6% en julio 2017), incidió tanto la caída en aduanas, como la desaceleración en la recaudación del impuesto a los ingresos y utilidades y ventas internas. Lo anterior, fue parcialmente compensado por la mayor recaudación por concepto del rubro de “otros ingresos tributarios” (7,8%)¹.

Por otro lado, el Banco Central acumuló a julio un déficit financiero de 0,2% del PIB (según metodología cuentas monetarias), similar al observado en igual periodo de 2017. El resto del sector público no financiero reducido, según cifras preliminares, acumuló durante este período superávit financiero en torno a 1,0% del PIB, levemente superior al observado 12 meses atrás.

Finalmente, el saldo de la deuda del Sector Público ascendió en julio de 2018 a $\text{¢}23,0$ billones (66,6% del PIB), para un incremento en la razón de deuda de 4,1 p.p. con respecto a lo observado un año antes (1,9 p.p. con respecto a diciembre de 2017); en términos absolutos aumentó $\text{¢}2,5$ billones en los últimos 12 meses.

En el caso particular del Gobierno Central, la razón de deuda a PIB se ubicó en 49,7% (46% a julio de 2017). La Tesorería Nacional atendió sus requerimientos de caja y otras obligaciones financieras mediante la colocación neta de bonos de deuda interna, en mayor medida, en el sector privado y entidades públicas.



6. Agregados monetarios y condiciones crediticias

Los agregados monetarios permiten dar seguimiento a la efectividad de la política monetaria en el logro de sus objetivos de estabilidad interna (control de la inflación) y estabilidad externa, que se refleja principalmente en el valor de la moneda local frente al dólar (tipo de cambio). Por su parte, las condiciones crediticias muestran el comportamiento del crédito, sus razones y su relación con otras variables.

6. Agregados monetarios y condiciones crediticias

Los agregados monetarios y el crédito al sector privado mostraron en **agosto** tasas de variación no solo inferiores a las observadas un año atrás sino también en relación con lo previsto en la programación macroeconómica, por lo cual su evolución no está generando a futuro presiones inflacionarias por encima de la meta de inflación.

Por monedas, el grado de dolarización de los agregados monetarios amplios (liquidez total y riqueza financiera total) no mostró cambios en semanas recientes, por lo que no es posible afirmar que las tensiones observadas en el mercado cambiario a finales de agosto e inicios de setiembre respondieran a un proceso de dolarización financiera. No obstante, si se observa una mayor preferencia de los agentes económicos por mantener instrumentos financieros a la vista en moneda extranjera.

Particularmente destacó lo siguiente:

- La base monetaria aumentó en agosto $\text{¢}39.081$ millones, explicado por la disminución de la posición deudora neta del BCCR en el Mercado integrado de

liquidez y el retiro de depósitos del Gobierno, movimientos que fueron parcialmente compensados por la venta neta de dólares en el mercado cambiario² y, el aumento en el saldo de Bonos de Estabilización Monetaria y Depósitos Electrónicos a plazo.

- El medio circulante ampliado (MCA) creció 5,7% (3,8% en agosto del 2017), en tanto agregados amplios como la liquidez total (M3), la riqueza financiera total (RFT) y la riqueza financiera del sector privado (RFSP) se expandieron 4,0%, 8,7%, y 8,0%, en ese orden, por debajo de las observadas hace 12 meses (10,1%; 11,4% y 9,9%).
- Por monedas, continúa la preferencia por ahorro en dólares, en especial en instrumentos de corto plazo. En efecto, la participación relativa de los componentes en dólares del MCA y de la RFT aumentaron 2,5 p.p. y 0,2 p.p., para alcanzar 38,8% y 28,6%, respectivamente.
- El crédito al sector privado presentó una expansión interanual de 3,9% (9,5% un año antes). Esta desaceleración se atribuye entre otros factores a: i) el aumento de las tasas de interés activas³, ii) mayor incertidumbre de los agentes económicos sobre las medidas para corregir el déficit fiscal y, iii) regulaciones más estrictas del CONASSIF y la SUGEF para desincentivar la contratación de préstamos en dólares. Contrario a lo observado en el ahorro, hubo una mayor preferencia por los préstamos en colones, toda vez que éstos crecieron 5,1%, (2,0% en moneda extranjera) y pasaron a representar el 61% del crédito total a finales de agosto 2018 (0,7 p.p. superior a la registrada hace un año).

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. Dentro de lo anterior, destacan los siguientes aspectos:

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.*

1. La información disponible confirma la recuperación de la actividad económica y el incremento gradual de la inflación, tanto en Estados Unidos de América (EUA) como en la zona del euro y Japón.

De acuerdo con cifras del Departamento de Comercio, en el segundo trimestre de 2018 la actividad económica en Estados Unidos creció a una tasa anualizada de 4,2% (estimación previa de 4,1%), impulsada por el gasto del consumidor con un aporte de 2,6 p.p. al crecimiento del PIB. Por su parte, según datos del Departamento de Trabajo, la creación de empleo aumentó de 147.000 en julio a 201.000 nuevos puestos de trabajo en agosto y la tasa de desempleo se mantuvo en 3,9% en agosto. La inflación, medida por el índice de precios al consumidor, alcanzó 2,7% en agosto y la subyacente 2,2% (2,9% y 2,4% en ese orden en julio).

En EUA esa dinámica en el crecimiento económico queda de manifiesto en una tasa de desempleo que se mantuvo en 3,9% en agosto; este mes registró el mayor ritmo de creación de empleos y niveles de solicitudes de subsidio por desempleo con valores no observados desde el 6 de diciembre de 1969. Por su parte, la variación interanual del Índice de Precios al Consumidor (IPC) ascendió en agosto a 2,7% y la subyacente a 2,2%.

Bajo este panorama, el Sistema de la Reserva Federal aumentó en 25 p.b. el rango de la tasa de interés de los fondos federales [2% - 2,25%], en su reunión del 25-26 de setiembre en curso.

En lo que respecta a la **zona del euro**, continuó el impulso en el crecimiento económico y el empleo y la inflación general registró una tasa interanual en agosto de 2,0% (1,2% la subyacente). Lo anterior fundamentó que el Banco Central Europeo, en su reunión del pasado 13 de setiembre, mantuviera la tasa de política monetaria en 0%. Además, reiteró lo anunciado en junio de que en el último trimestre del año reducirá el ritmo mensual de compra de activos, de €30 mil millones a €15 mil millones, para finalizar ese programa en diciembre próximo.

La actividad económica en la Zona del euro creció 2,2% interanual en el segundo trimestre (2,1% estimado previamente), según cifras de la oficina estadística Eurostat, explicado por el gasto del consumidor y la formación bruta de capital fijo, con aportes al crecimiento del PIB de 0,7 p.p. y 0,6 p.p., respectivamente. La inflación interanual fue 2,0% en agosto, cifra inferior en 0,1 p.p. respecto al mes anterior, explicado por el menor incremento en los precios de energía (9,2% contra 9,5% el mes precedente).

El crecimiento económico de Japón fue 3,0% anualizado en el segundo trimestre, lo que implicó una revisión al alza respecto a la primera estimación publicada en agosto (1,9%). El crecimiento del producto en este trimestre respondió a una mayor demanda doméstica, cuyo incremento fue 3,5% (-1,2% en el primer trimestre); asociado al impulso de la demanda privada y pública (4,5% y 0,7%, en ese orden).

2. Otro aspecto del ámbito internacional relevante para la economía nacional fue la reducción de 4,4% observada en agosto en el precio promedio de contado del barril de petróleo WTI ^[4], con respecto a la cotización media de julio, explicada en buena medida por el aumento en la producción de crudo de países miembros de la Organización de Países Exportadores de Petróleo.

Este hecho incidió en que la variación del nivel medio del Índice de precios de materias primas importadas por el país, mostrara en agosto una disminución mensual de 2,6%.

3. Los mercados financieros internacionales mostraron relativa estabilidad, pese a los riesgos recientes asociados al incremento en las tensiones comerciales (principalmente entre EUA y China), problemas geopolíticos y, de coyuntura interna en algunas economías emergentes (Turquía y Argentina, por ejemplo).

4. El Fondo Monetario Internacional (FMI) dijo el lunes 8 de octubre que prevé un crecimiento económico mundial menor para 2018 y 2019, lastrado por la guerra comercial desatada entre Estados Unidos y China. Según el Fondo, la disputa arancelaria impactará negativamente en ambos países y también en el resto, en especial en economías emergentes en Asia, así como también en países que consideró vulnerables, como Turquía, Argentina y Brasil.

En su informe "Perspectivas de la economía mundial" (WEO en inglés), el FMI dijo que espera un crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) global de 3,7% en estos dos años, un recorte de 0,2 puntos porcentuales con respecto a lo estimado en julio.

El FMI, que también mostró preocupación por las crisis cambiarias de algunos países emergentes, revisó significativamente a la baja sus previsiones de crecimiento en

países emergentes y pronosticó una contracción para 2019 del crecimiento de Estados Unidos y China, principales economías del planeta.

Según el FMI, la política comercial refleja el contexto político y el contexto político es incierto en muchos países, lo que representa riesgos adicionales. Cuando las dos economías más importantes del mundo -Estados Unidos y China- se enfrentan, eso crea una situación en la que todo el mundo va a sufrir, dijo.

Para América Latina, el FMI pronosticó una expansión de 1,2% (-0,4 puntos) en 2018, y 2,2% (-0,2 puntos) en 2019. En la región, el Fondo destacó la situación en Venezuela, sumida en una severa recesión de 18% en 2018 y 5,5% en 2019, y en Argentina, que brega por superar una crisis monetaria que le supondrá una contracción de 2,6% en 2018 y de 1,6% en 2019.

Indicadores de la Economía internacional (porcentajes)

Producto Interno Bruto Real (Tasas de variación anual)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Estados Unidos	2,9	1,5	2,3	2,9	2,7	1,9	1,7	1,5	1,4
Zona del Euro	2,1	1,8	2,4	2,2	1,9	1,7	1,5	1,5	1,4
Alemania	1,5	1,9	2,5	2,2	2,1	1,5	1,4	1,3	1,2
Japón	1,4	1,0	1,7	1,0	0,9	0,3	0,7	0,5	0,5
Reino Unido	2,3	1,8	1,7	1,4	1,5	1,5	1,6	1,6	1,6
China	6,9	6,7	6,9	6,6	6,4	6,3	6,0	5,7	5,5
Brasil	-3,6	-3,5	1,0	1,8	2,5	2,2	2,2	2,2	2,2
Latinoamérica	0,3	-0,6	1,3	1,6	2,6	2,8	2,8	2,8	2,8
Economías emergentes y en desarrollo	4,3	4,4	4,7	4,9	5,1	5,1	5,1	5,0	5,0
Economías avanzadas	2,3	1,7	2,4	2,4	2,2	1,7	1,7	1,5	1,5
Mundial	3,5	3,2	3,7	3,9	3,9	3,8	3,8	3,7	3,7

Índice de Precios al Consumidor (Tasa de variación interanual)

	2015		2016				2017				2018		
	Dic	Mar	Jun	Sep	Dic	Mar	Jun	Sep	Dic	Mar	Jul	Jul	
Estados Unidos	0,7	0,9	1,0	1,5	2,1	2,4	1,6	2,2	2,1	2,4	2,9	2,9	
Zona del Euro	0,2	0,0	0,1	0,4	1,1	1,5	1,3	1,5	1,4	1,3	2,1	2,1	
Alemania	0,3	0,3	0,3	0,7	1,7	1,6	1,6	1,8	1,7	1,7	1,6	2,0	
Japón	0,2	0,0	-0,4	-0,5	0,3	0,2	0,4	0,7	1,0	1,1	0,9	0,9	
Reino Unido	0,2	0,5	0,5	1,0	1,6	2,3	2,6	3,0	3,0	2,5	2,5	2,5	
China	1,6	2,3	1,9	1,9	2,1	0,9	1,5	1,6	1,8	2,1	2,1	2,1	
Brasil	10,7	9,4	8,8	8,5	6,3	4,6	3,0	2,5	3,0	2,7	4,5	4,5	
Principales socios comerciales	1,4	1,5	1,5	1,8	2,1	2,4	2,1	2,4	2,5	2,6	2,8	2,8	

Tasas de Interés Internacionales

	2015	2016				2017				2018			
	Dic	Mar	Jun	Sep	Dic	Mar	Jun	Sep	Dic	Mar	Jun	Jul	Ago
Tasa Prime rate	3,5	3,5	3,5	3,5	3,8	4,0	4,3	4,3	4,5	4,8	5,0	5,0	5,0
Libor (6 meses) promedio	0,8	0,9	0,9	1,2	1,3	1,4	1,4	1,5	1,8	2,5	2,5	2,5	2,5
Letras Tesoro E.U.A (6 meses) promedio	0,5	0,5	0,4	0,5	0,6	0,9	1,1	1,2	1,5	1,9	2,1	2,1	2,2
Fondos Federales de Estados Unidos	0,5	0,5	0,5	0,5	0,8	1,0	1,3	1,3	1,5	1,8	2,0	2,0	2,0
Banco Central Europeo	0,1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Global Market Data

AMERICAS

Data as of 18 Oct 2018. All quotes delayed at least 15 minutes.

Symb	Index	Time	Last	Chg	Chg %
.DJI	Dow Jones Industrial Average	4:48pm EDT	25,379.45	-327.23	-1.27%
.SPX	S&P 500	4:48pm EDT	2,768.78	-40.43	-1.44%
.IXIC	Nasdaq Composite Index	5:15pm EDT	7,485.14	-157.56	-2.06%
.TRXFLDUSP	Thomson Reuters Equity US Index	4:45pm EDT	245.16	-3.68	-1.48%

MARKETS

STOCKS			COMMODITIES		
S&P »	2,768.78	-1.44%	Gold	1,223.70 USD	+0.00
Dow »	25,379.45	-1.27%	Copper	2.76 USD	-0.01
FTSE 100 »	7,026.99	-0.39%	Crude Oil	68.65 USD	-1.10
Nikkei 225 »	22,658.16	-0.80%	Data delayed by at least 15 min		
BONDS			CURRENCIES		
US 10YR	+3.169	-0.010	USD / EUR »	0.8731	+0.00%
DE 10YR	+0.408	-0.014	USD / GBP »	0.7679	-0.03%
JP 10YR	+0.154	+0.003	USD / JPY »	112.1900	+0.01%

EUR/USD	1.1540	-0.48%	LIGHT CRUDE CON1	67.87	+0.01	+0.01%
GBP/USD	1.2815	-0.73%	NATURAL GAS CON1	2.97	+0.01	+0.44%
USD/JPY	111.21	+0.61%	100 OZ GOLD C2	1,184.90	-11.40	-0.95%
USD/CHF	0.98590	+0.31%	SILVER 5000 CON1	14.48	-0.25	-1.70%
USD/CAD	1.3079	+0.65%	HG COPPER CON1	2.64	-0.03	-1.01%
AUD/USD	0.72480	-1.33%	CORN CON1	346.50	-6.00	-1.70%

SECCION ESPECIAL

La calificación soberana de Costa Rica y qué sucedería si cae

A nivel mundial existen entidades especializadas que se encargan de evaluar, mediante una opinión profesional, fundada e independiente y, basada en criterios cuantitativos y cualitativos, la capacidad que tienen los gobiernos para cumplir con sus obligaciones financieras actuales y futuras (pagar deudas). Esta evaluación da como resultado una calificación que, para el caso del Estado, se le llama: **calificación de riesgo soberano** o “prima de riesgo”.

Para el caso de Costa Rica, las tres principales calificadoras de riesgo (las más grandes y reconocidas internacionalmente) han asignado hasta el momento (18 de octubre de 2018) la siguiente calificación y perspectiva para el país:

Agencia calificadoradora	Vigente a setiembre de 2018		
	Calificación	Perspectiva	Calidad
Standard & Poor's (S&P)	BB-	Negativa	Grado de no inversión especulativo
Moody's Investor Service	Ba2	Negativa	Grado de no inversión especulativo
Fitch Ratings	BB	Estable	Grado de no inversión especulativo

¿Para qué sirven estas calificaciones?

Estas calificaciones son usadas por inversores, emisores, bancos de inversión, intermediarios y gobiernos para decidir si realizan o no una determinada transacción (compra o venta de bonos) y en qué condiciones. Entre más baja sea la calificación del ente emisor, los inversionistas le exigirán a este, tasas de interés más altas que a otros emisores que cuenten con calificaciones de riesgo mejores. En otras palabras, la solvencia económica de un Estado determina su calificación, y entre más baja sea esta, más costoso será el financiamiento a que tenga acceso.

¿Qué pasaría si baja la calificación de riesgo soberano para Costa Rica?

- El primer efecto sería el encarecimiento del financiamiento del déficit fiscal. Al Gobierno le costaría más conseguir a los inversionistas y, además, tendría que ofrecerles tasas de interés mayores a las actuales. Esto incrementaría el costo de la deuda, el gasto en pago de interés y presionaría al alza el déficit fiscal. Se haría mayor el principal problema macroeconómico que enfrenta el país.
- Adicionalmente se encarecería el financiamiento y la deuda de las empresas (públicas y privadas) y de las familias: tasas de interés más altas. Esto limitaría la capacidad de consumo y de inversión, y con ello afectaría la producción, el empleo y la recaudación de impuestos.

- Sistema financiero: podría significar un incremento en la morosidad, pérdidas de capital para bancos y empresas que poseen Bonos del Estado, así como pérdidas para inversionistas privados en portafolios de inversión.
- Aumento del tipo de cambio: una baja en la calificación podría provocar a) que algunos inversionistas decidan llevarse sus recursos a otros países menos riesgosos o, b) que los que pensaban traerlos ya no los traigan; lo que podría reducir la oferta de dólares en Costa Rica y por tanto presionar para que el tipo de cambio aumente (depreciación del colón). El impacto depende de cuánto baje la calificación, de cómo reaccione el mercado y de la perspectiva que se tenga (si se avanza o no en el saneamiento de las finanzas públicas).

Además, dependerá de las intervenciones que realice el Banco Central: puede tomar dólares de las reservas y ponerlos a disposición del público (aumentar la oferta de dólares) y con ello mitigar un poco el efecto; sin embargo, esto tendría costos para el ente emisor y un límite (el stock de reservas monetarias internacionales).

- Efectos sobre la inversión: podría verse afectada la Inversión Extranjera Directa y con ello afectar el crecimiento de la producción y del empleo (se podría agravar el problema del desempleo en el país).
- Mayor deterioro en la confianza empresarial, ya estancada y poco optimista sobre el rumbo de la economía.
- Riesgo de default (impago o atraso de compromiso adquiridos por el Estado): este sería el escenario más negativo y el que tendría los mayores efectos negativos sobre la economía en el corto, mediano y largo plazo.

¿Por qué razones bajaría la calificación, cuándo y en cuánto?

Una de las principales razones es el tamaño de la deuda del Gobierno Central, que ya sobrepasa el 50% del PIB y, el déficit fiscal que cerraría este año en 7,2% del PIB.

En este escenario, las expectativas sobre lo que sucedería en el corto plazo serán fundamentales, entre ellas están las relacionadas con:

- La aprobación o no del expediente 20.580 (Ley de Fortalecimiento de las Finanzas Públicas) o de cualquier otro conjunto de medidas orientadas a sanear las arcas del Estado, en el corto plazo.
- Las señales que envíe el Gobierno, siendo que la utilización de Letras del tesoro como mecanismo de financiamiento ha encendido las alertas en los mercados financieros. Por ejemplo, los eurobonos, posterior a esta decisión, han llegado a niveles de rendimiento por encima de los de El Salvador, país que tiene una calificación de riesgo inferior.
- Expectativas de crecimiento: en el escenario actual estas no son muy favorables, lo que incrementaría las posibilidades de que la calificación de riesgo baje.



- Con respecto a cuándo y en cuánto, dependerá mucho de lo que se resuelva en los próximos días. En la práctica, las calificadoras a llegan al país en octubre de cada año para realizar su evaluación, sin embargo, en la coyuntura actual, la calificación podría variar en cualquier momento.

Respecto a cuánto podría reducirse, la recomendación reciente de Barclays (compañía de servicios financieros con sede en Londres, que opera a nivel mundial) a sus clientes es muy ilustrativa. Esta se dirigía a que los inversionistas trasladaran parte de los bonos de Costa Rica (que vencen en el 2023 y 2025) a bonos de El Salvador (con vencimientos en el 2025 y 2027). Eso se puede interpretar como que en el futuro cercano Costa Rica podría estar en una situación similar a la de El Salvador, y si se observan los niveles de calificación soberana de ese país, están cuatro niveles por debajo de Costa Rica (en las tres calificadoras).

Ronald Chaves Marín
Asesor externo de Riesgo
Miembro externo del Comité de Riesgos