

**INFORME MENSUAL DEL MIEMBRO EXTERNO
DEL COMITÉ DE RIESGOS DEL FONDO DE JUBILACIONES Y PENSIONES
DEL PODER JUDICIAL
MARZO 2019**

TIPO DE CAMBIO Y TASAS

INFLACIÓN

Meta 2019
3,00%

Interanual a febrero
1,54%

Compra USD
596,83

Venta USD
601,76

Tasa básica pasiva
6,20%

Tasa efectiva dólares
2,72%

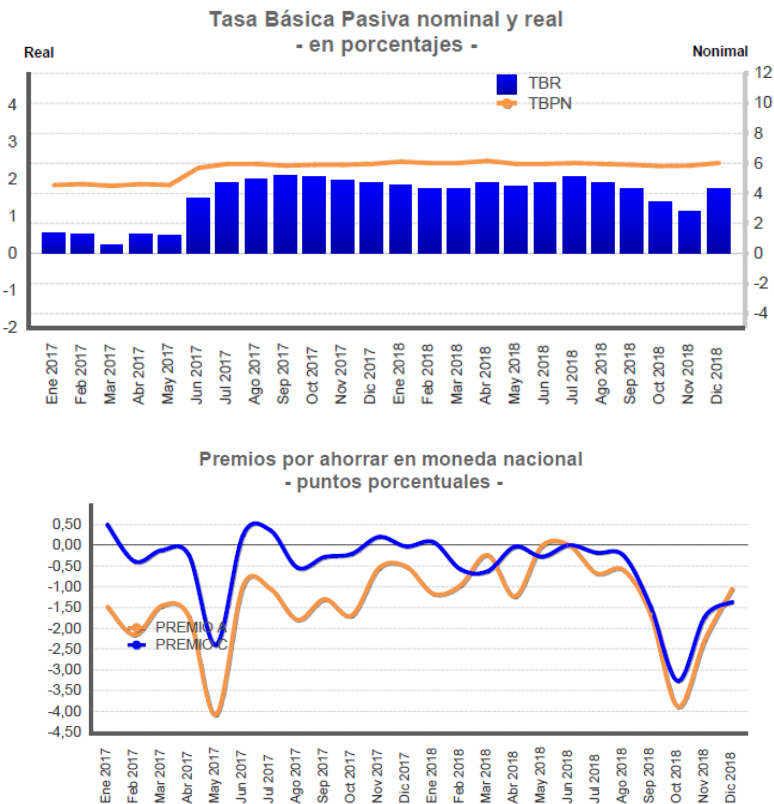
I. MERCADO FINANCIERO LOCAL Y COYUNTURA NACIONAL

1. Tasas de interés

El aumento de tasas de interés, por un lado disminuye el valor del portafolio a tasa fija y por otro lado, aumenta el rendimiento de los instrumentos denominados a tasa fluctuante; una disminución de tasas, tiene el efecto contrario. Por su parte, las expectativas al alza de esta variable tienen impacto sobre el comportamiento de la a Inflación y del tipo de cambio, lo que puede provocar efectos adversos sobre el portafolio de inversiones.

La Tasa Básica Pasiva (TBP) al 13 de marzo se ubica en fue 6,20% (6,0% en diciembre 2018). En términos reales, la TBP fue 2,03%, en tanto el premio por ahorrar en colones fluctuó entre -124 p.b. y 277 p.b. según se utilice tasas de interés en dólares del mercado interno o tasas de interés externas, en igual orden.

Las tasas de interés activas mostraron poca variabilidad en las operaciones en colones anunciadas en “ventanilla”, así la tasa promedio del Sistema Financiero en enero del 2019 se ubicó en 15,96% (15,93% en diciembre); en dólares hubo ligeras disminuciones en actividades como comercio y consumo, así la tasa promedio finalizó el mes en 10,84% (10,86% el mes anterior).



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 enero de 2019 la **inflación general**¹, medida por la variación interanual del Índice de precios al consumidor, fue de 1,7% (2,0% en diciembre), lo que ubicó este indicador fuera del rango meta de la programación macroeconómica (3% ± 1 p.p.), luego de permanecer por 15 meses consecutivos contenida en ese rango. Esta caída en la inflación es explicada, en buena medida, por la reducción en el precio de los combustibles².

¹ La inflación interanual en febrero de 2019 fue de 1,5% (0,08% variación mensual), resultado publicado por el Instituto Nacional de Estadística y Censos en fecha posterior a la sesión de la Junta Directiva del Banco Central.

² En enero la variación mensual fue 0,05%. Las partidas con mayor aporte positivo fueron servicio de agua (0,12 p.p.), educación universitaria (0,06 p.p.), automóvil (0,04 p.p.) y servicios municipales (0,03 p.p.), en tanto que los rubros con mayor efecto negativo fueron gasolina (-0,14 p.p.), electricidad (-0,06 p.p.), diésel y chile dulce (ambos con -0,03 p.p.).

Por su parte, la inflación subyacente registró en promedio una variación interanual de 2,2% (2,3% observado en diciembre), lo que sugiere que no se han gestado presiones inflacionarias por exceso de demanda agregada.

En lo que respecta a las expectativas de inflación a 12 meses, desde abril de 2015 se ubican dentro del rango meta (excepto en noviembre pasado cuando alcanzaron 4,2%). Amerita señalar que posterior a esa fecha han registrado un comportamiento a la baja para ubicarse en 3,5% en febrero, con una mediana y un valor modal de 3,3% y 3,0%, respectivamente.

En general, los determinantes macroeconómicos de la inflación no señalan presiones inflacionarias adicionales por la vía monetaria ni por la vía del gasto (la brecha del producto tendió a ubicarse en torno a cero en el último trimestre de 2018).

Se espera que la inflación del 2019 esté bajo control y dentro de las metas de BCCR.

3. Tipo de cambio, mercado cambiario y reservas internacionales netas (RIN)

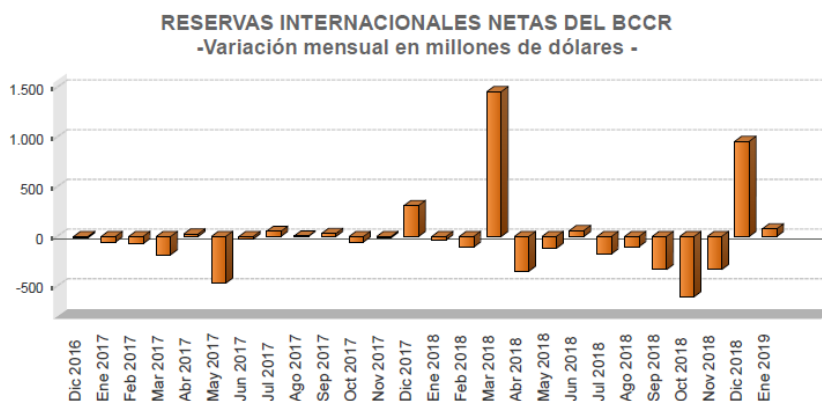
Los movimientos del tipo de cambio afectan directamente el valor de la cartera denominada en dólares, de tal forma que un incremento tiene efectos favorables sobre la valoración de este segmento; una baja en el tipo de cambio, tiene el efecto contrario. El tipo de cambio también afecta directamente la 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 (la compra de divisas expande la oferta monetaria y la venta la disminuye) afecta directamente la inflación y por ende, el comportamiento de las tasas de interés.

En lo que transcurre de 2019 el mercado cambiario ha mostrado una relativa estabilidad: al 26 de febrero, el resultado neto acumulado del mercado privado de cambios (“ventanillas”) fue superavitario en USD 127,4 millones, lo que permitió al Banco Central realizar compras por USD 183,5 millones para restituir parcialmente las ventas de divisas al Sector Público no Bancario. A esa fecha, el tipo de cambio en Monex registró una variación acumulada de -0,07% e interanual de 6,89%.

El saldo de las reservas internacionales netas (RIN) aumentó USD 76,6 millones, producto principalmente de las compras netas de divisas por USD 78,9 millones por parte del Banco Central, el aumento en los depósitos del Ministerio de Hacienda por USD 31,0 millones y otros ingresos, en particular por intereses ganados del Banco Central por USD 15,6 millones. Este monto fue parcialmente compensado por la reducción en los depósitos por concepto de encaje que mantienen las entidades financieras en el Banco Central por USD 48,9 millones.

A finales de enero del 2019, el saldo de RIN fue de *USD 7.571,6 millones*, equivalente a 6,1 meses de las importaciones de bienes del régimen definitivo, 1,6 veces el saldo de la base monetaria ampliada y 12,6% del Producto Interno Bruto proyectado en el Programa Macroeconómico 2019-2020.



4. Actividad económica y sector externo

La evolución de la actividad económica³ 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.

El **Índice Mensual de Actividad Económica** a diciembre pasado mantuvo el comportamiento desacelerado de meses previos. No obstante, el Índice de Confianza de los Consumidores, elaborado por la Escuela de Estadística de la Universidad de Costa Rica, alcanzó en febrero un nivel de 34,8, superior en 6,6 puntos al registrado en noviembre pasado (28,2)⁴. Esta mejora estuvo influida principalmente por la aprobación de la Ley de Fortalecimiento de las Finanzas Públicas (Ley 9635).

La serie tendencia ciclo⁵ del Índice Mensual de Actividad Económica⁶ (IMAE) presentó en **enero de 2019** una variación interanual de 1,6%, inferior en 1,4 puntos

³ La evolución por actividad económica se analiza con la tasa de variación interanual de la serie tendencia ciclo.

⁴ Cabe indicar que este nivel fue el más bajo registrado desde el 2002, cuando inició la publicación de este índice.

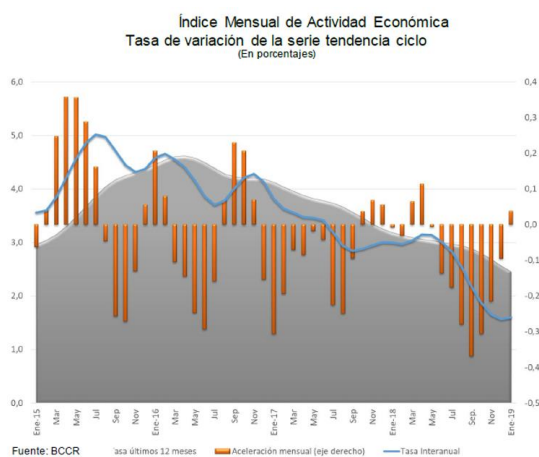
⁵ El análisis se basa en la variación interanual de la serie tendencia ciclo, excepto indicación contraria.

⁶ Los datos básicos para el cálculo del indicador están sujetos a revisión por parte de las empresas informantes (sustitución de datos preliminares por definitivos). Estos cambios, en conjunto con la incorporación de una nueva observación, afectan los componentes de la extracción de señales (tendencia, ciclo y estacionalidad) lo que implica una revisión de las tasas de variación de los meses previos.

porcentuales respecto al mismo periodo del año previo, con una variación media en los últimos doce meses de 2,5% (3,2% en enero 2018).

A pesar de que se mantiene el bajo crecimiento en la producción desde finales de 2018, la información disponible sugiere una interrupción del proceso de desaceleración observado desde mayo del año anterior.

A excepción de la construcción, todas las actividades económicas mostraron un menor dinamismo respecto a enero de 2018. Particularmente, la actividad agropecuaria y el comercio presentaron variaciones negativas.



Comercio exterior

En el 2018 la balanza comercial de bienes acumuló un déficit de USD 5.310,5 millones, equivalente a 8,8% del PIB (9,1% en igual periodo de 2017). Las ventas externas (6,1%) mostraron mejor desempeño respecto al observado en las compras externas (4,2%).

El comportamiento de la demanda externa estuvo asociado, en mayor medida, al incremento en las colocaciones de regímenes especiales relacionadas con equipo e implementos médicos que atenuó el impacto negativo que tuvo el conflicto político y social en Nicaragua sobre las exportaciones del régimen definitivo y la reducción en la oferta exportable de banano, que se reflejó en un menor crecimiento (2% contra 5,2% el año previo).

Por destino de las ventas, los principales mercados fueron Estados Unidos, Asia y Europa. Sobresalió el dinamismo de las exportaciones hacia el mercado asiático (39,7%), lo que implicó el incremento de 1,5 p.p. en su participación dentro del valor exportado (6,3% contra 4,8% en 2017).

Por su parte, las importaciones registraron un crecimiento interanual de 4,2%, explicado por la factura petrolera y la adquisición de insumos para las industrias

metalúrgicas y alimenticias. Las compras de bienes de consumo disminuyeron 2,2% debido principalmente a la evolución negativa de las compras de vehículos.

La factura petrolera ascendió a USD 1.591,2 millones, superior en 16,1% en relación con igual periodo del año previo (27,9% en 2017), que combinó el incremento de 24,7% en la cotización del cóctel de hidrocarburos con la disminución de 6,9% en la cantidad (principalmente gasolina). En los últimos dos meses del año se revirtió la tendencia al alza en la cotización del cóctel, cuando mostró en promedio una reducción de 10,3% si se compara con el valor medio a octubre de 2018.

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 Sector Público Global Reducido (SPGR)¹ acumuló a diciembre de 2018, un déficit financiero equivalente a 4,8% del PIB, inferior en 0,5 p.p. al registrado en 2017. Dicho resultado obedeció tanto al mayor superávit de la muestra del resto del sector público como al menor déficit financiero del Gobierno Central.

La mejora en las finanzas del Gobierno, refleja el efecto de las medidas administrativas anunciadas por el Ministerio de Hacienda a mediados del año, esencialmente en materia de gastos, así como por los rendimientos iniciales de la amnistía tributaria contemplada en la Ley 9635, aprobada en diciembre de 2018. En particular, el Gobierno Central acumuló un déficit financiero de 5,9% del PIB (6,1% 12 meses atrás), y un déficit primario (que excluye el gasto en intereses) de 2,3% del PIB (3,0% en 2017).

En **enero de 2019**, el Gobierno Central presentó un **déficit financiero** equivalente 0,7% del PIB y un faltante primario de 0,4% (0,6% y 0,4% del PIB un año antes). En este mes destacaron los ingresos adicionales asociados a la amnistía tributaria, equivalentes a 0,2% del PIB, y los mayores gastos de capital (0,2% del PIB), en especial los financiados con recursos externos para el Programa de Infraestructura de Transporte.

6. Agregados monetarios y condiciones crediticias⁷

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.

Los agregados monetarios amplios y el crédito al sector privado mostraron en enero de 2019 crecimientos inferiores a los observados 12 meses atrás y a los contemplados en el Programa Macroeconómico 2019-2020, por lo cual se estima no generarán presiones futuras de demanda agregada.

Particularmente, y como ha sido característico en meses recientes, la composición de los agregados monetarios mostró la preferencia de los ahorrantes por instrumentos financieros de corto plazo y denominados en moneda extranjera, influida por la estrategia de captación del Gobierno en esa moneda.

Por su parte, el crédito al sector privado mostró un incremento interanual de 3,1% (6,2% en enero de 2018), pero con una mayor preferencia por el crédito en moneda nacional. La desaceleración podría atribuirse, entre otras razones, al menor ritmo de actividad económica y a las mayores tasas de interés.

⁷ Cifras del BCCR al 31 diciembre, datos preliminares de bancos comerciales al 28 diciembre y de otras sociedades de depósito no bancarias a octubre 2018. La valoración de la moneda extranjera no contempla el efecto cambiario.

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.*

A. Economía internacional

1. Los indicadores recientes confirman la desaceleración prevista por organismos internacionales para las economías avanzadas, en particular:

- Las cifras preliminares indican que la producción en la zona del euro creció 1,8% en el 2018 (2,4% el año previo), resultado influido por el menor impulso de la demanda externa. Esa tasa de crecimiento es la menor registrada desde el 2014 para ese grupo de naciones.
- La actividad económica en Reino Unido aumentó 1,4% en el 2018 (1,8% en 2017), desaceleración atribuida en buena medida a la incertidumbre que genera el proceso de salida de la Unión Europea, programada en principio para el 29 de marzo próximo, pero que podría posponerse.
- La Oficina de Análisis Económico del Departamento de Comercio de Estados Unidos publicó el pasado 28 de febrero las cifras del PIB de ese país para 2018 (2,9% anual, con una desaceleración hacia finales de año, al pasar de 3,4% en el tercer trimestre a 2,6% el siguiente).

2. Algunos miembros del Sistema de la Reserva Federal de los Estados Unidos mostraron cautela ante próximos aumentos en la tasa de interés. En esa dirección los especialistas de mercados financieros consideran remoto un incremento en ese indicador en la reunión de política monetaria del 19-20 de marzo.

3. Los mercados financieros internacionales registran una menor volatilidad en relación con diciembre pasado, cuando privó la incertidumbre política en Estados Unidos, ante el cierre parcial del Gobierno Federal. En lo que transcurre de 2019 (hasta el 26 de febrero) el VIX⁸ disminuyó hasta ubicarse en torno a 17,8 puntos en promedio⁹.

4. Otro aspecto relevante para la economía nacional es el incremento en el precio de contado del petróleo. Hasta el 26 de febrero la cotización promedio del West Texas Intermediate (WTI), por ejemplo, aumentó 8,7% con respecto al valor medio registrado en diciembre anterior¹⁰, explicado principalmente por el reciente acuerdo de la Organización de Países Exportadores de Petróleo y otros productores (como Rusia), que redujo la oferta de barriles diarios a partir de enero de 2019.

⁸ VIX es un indicador de la volatilidad del mercado. Valores superiores a 30 se asocian, generalmente, con episodios de alta volatilidad, mientras que por debajo de 20 son interpretados como de menor tensión.

⁹ Como referencia, en la semana del 24 al 28 de diciembre el nivel medio del VIX alcanzó 32 puntos en promedio.

¹⁰ No obstante, el precio medio del primer bimestre del año (hasta el 26 de febrero) fue inferior en 15,9% en relación con lo observado en igual periodo de 2018.

	2018	2019	2020
Producto mundial	3,7	3,5	3,6
Economías avanzadas	2,3	2,0	1,7
Estados Unidos	2,9	2,5	1,8
Zona Euro	1,8	1,6	1,7
Economías de mercados emergentes y en desarrollo	4,6	4,5	4,9
China	6,6	6,2	6,2
America Latina y Caribe	1,1	2,0	2,5
Brasil	1,3	2,5	2,2
Costa Rica	2,7	3,2	3,0

GLOBAL MARKET DATA

AMERICAS

Data as of 15 Mar 2019. All quotes delayed at least 15 minutes.

Symb	Index	Time	Last	Chg	Chg %
.DJI	Dow Jones Industrial Average	15 Mar 2019	25,848.87	+138.93	+0.54%
.SPX	S&P 500	15 Mar 2019	2,822.48	+14.00	+0.50%
.IXIC	Nasdaq Composite Index	15 Mar 2019	7,688.53	+57.62	+0.76%
.TRXFLDUSP	Thomson Reuters Equity US Index	15 Mar 2019	250.18	+1.14	+0.46%

COMMODITIES

Gold	1,300.90 USD	+7.50
Copper	2.91 USD	+0.02
Crude Oil	58.39 USD	-0.22

Data delayed by at least 15 min

MARKETS

STOCKS

S&P »	2,822.48	+0.50%
Dow »	25,848.87	+0.54%
FTSE 100 »	7,228.28	+0.60%
Nikkei 225 »	21,450.85	+0.77%

CURRENCIES

USD / EUR »	0.8825	-0.05%
USD / GBP »	0.7518	-0.03%
USD / JPY »	111.4500	+0.00%

Data delayed by at least 15 min

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