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

TIPO DE CAMBIO Y TASAS

INFLACIÓN

	Compra USD	
	592,50	
Meta 2019	Venta USD	
3,00% ±1 p.p.	598,63	
Interanual a marzo	Tasa básica pasiva	
1,42%	6,05%	
IPC: Niveles y variaciones	Tasa efectiva dólares	TPM
	2,69%	5,00%

I. MERCADO FINANCIERO LOCAL Y COYUNTURA NACIONAL

1. Tasas de interés

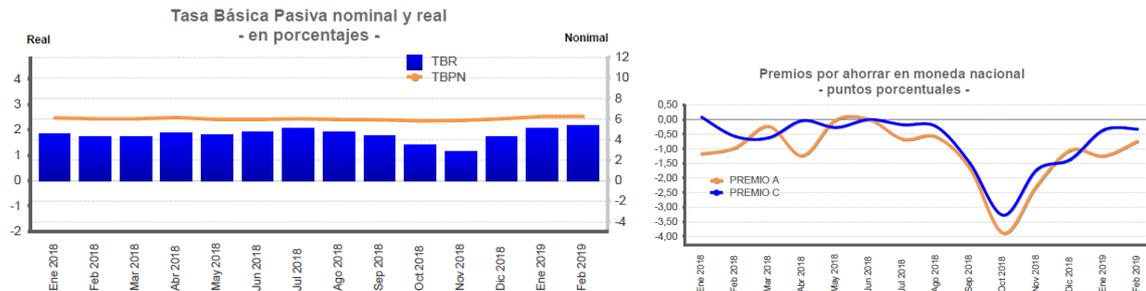
El aumento de tasas de interés, por un lado disminuye el valor del portafolio a tasa fija y por otro lado, aumenta el rendimiento de los instrumentos denominados a tasa fluctuante; una disminución de tasas, tiene el efecto contrario. Por su parte, las expectativas al alza de esta variable tienen impacto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

La Tasa Básica Pasiva (TBP) al 18 de abril se ubica en fue 6,05% (6,0% en diciembre 2018) y la Tasa Efectiva en Dólares (TED) en 2.69%.

El Banco Central de Costa Rica bajó la Tasa de política monetaria (TPM) a 5% (5,25%, el mes anterior, lo que se sustenta en análisis de la trayectoria prevista para la inflación y sus determinantes, el horizonte en el cual opera la política monetaria y la valoración de riesgos (al alza y a la baja) en la inflación proyectada.

Para las tasas de interés activas se observó movimientos al alza para las operaciones en colones anunciadas en “ventanilla”, así la tasa promedio del Sistema Financiero en febrero se ubicó en 16,12% desde 15,96% registrado en enero. En dólares, la tasa promedio (10,86%) se mantuvo este mes en un nivel similar al del mes anterior (10,84%). Por su parte, las tasas pasivas en colones y dólares se mantuvieron relativamente estables.

La Tasa Básica Pasiva (TBP) registró una baja de 0.20% precisamente a la fecha del presente informe (18 de abril); a principios de marzo se ubicó en 6.25% y a finales de ese mes se ubicaba en 6.2%.



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 marzo de 2019 la **inflación general**, medida por la variación interanual del Índice de precios al consumidor (IPC), fue 1,42%, lo que le ubicó fuera del rango meta de la programación macroeconómica ($3\% \pm 1$ p.p.) por tercer mes consecutivo. La desaceleración de esta variable con respecto a los tres meses previos (1,7% en enero pasado y 2,0% en diciembre de 2018) se explica, en mayor medida, por la reducción de los precios de los combustibles y de algunos bienes agrícolas.

Los modelos macroeconómicos del Banco Central y el análisis del comportamiento de los principales determinantes de la inflación sugieren que la proyección de esta variable permanecerá contenida dentro del rango meta en el período 2019-2020.

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.

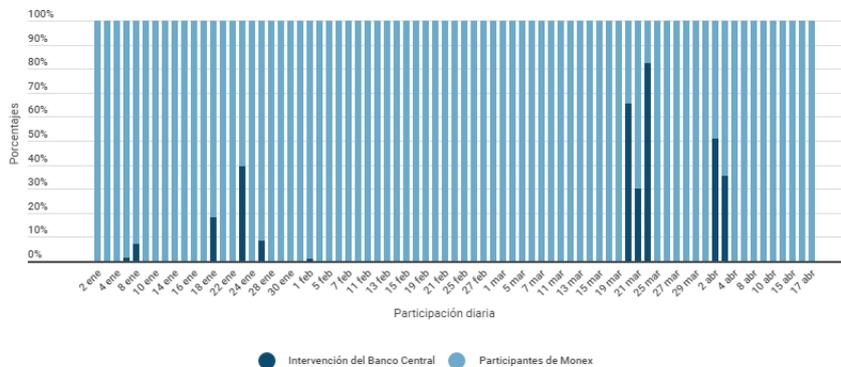
Por su parte, la RIN resumen la situación del país con respecto al resto del mundo. Cuando existen turbulencias en el mercado cambiario, el Banco Central utiliza sus reservas internacionales netas (RIN) para evitar alza del dólar, transacciones que aumentan las RIN con las compras de divisas y disminuyen 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.

A la fecha de este informe, el tipo de cambio se cotizaba en 596.5 en Monex, uno de los más bajos en lo que del año; en ventanilla el precio se cotiza entre 602y 603. El precio de la divisa ha permanecido a la baja desde el 3 de abril, posiblemente debido a un exceso de oferta.

Tipo de cambio en Monex 2019

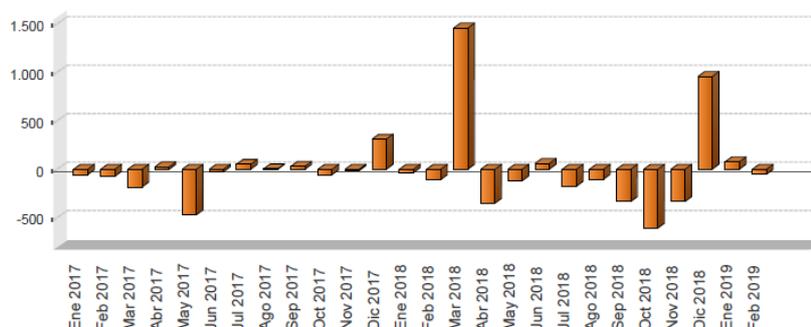


Operaciones de estabilización cambiaria del Banco Central respecto al total transado



El saldo de las **reservas internacionales netas (RIN)** disminuyó **USD 46,3 millones** en febrero, producto principalmente de las ventas netas de divisas realizadas por el Banco Central al sector público no bancario (SPNB) por **USD 106,1 millones**, la disminución en los depósitos del Ministerio de Hacienda en **USD 23,8 millones** y de los depósitos por concepto de encaje que mantienen las entidades financieras en **USD 12,8 millones**. Este monto fue parcialmente compensado por la compra de divisas de **USD 89 millones** para restitución parcial de las reservas vendidas al SPNB y por otros ingresos de **USD 7,4 millones**.

RESERVAS INTERNACIONALES NETAS DEL BCCR
-Variación mensual en millones de dólares -



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 tendencia ciclo² del **Índice Mensual de Actividad Económica (IMAE)** presentó en enero de 2019 una variación interanual de 1,6%, inferior en 1,4 p.p. respecto al mismo periodo del año previo, con una variación media en los últimos 12 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 menor dinamismo respecto a enero de 2018. Particularmente, la actividad agropecuaria y el comercio presentaron variaciones negativas. La actividad agropecuaria disminuyó 1,2%, debido a la contracción de la oferta exportable de banano y piña. La menor producción en la actividad bananera se explica por el déficit hídrico presente en la zona caribe, lo cual afectó la calidad y cantidad de los racimos. Por su parte, la producción de piña fue afectada por el aumento en la oferta mundial de este producto, principalmente de Filipinas y Tailandia, y la consecuente baja en los precios internacionales, lo cual propició una reducción en el número de hectáreas cultivadas.

La actividad comercial se contrajo 0,2% (crecimiento de 2,4% en enero de 2018) como consecuencia de una menor comercialización de bienes de consumo duradero (aparatos eléctricos y vehículos³), posiblemente afectada por la incertidumbre y el pesimismo de los consumidores.

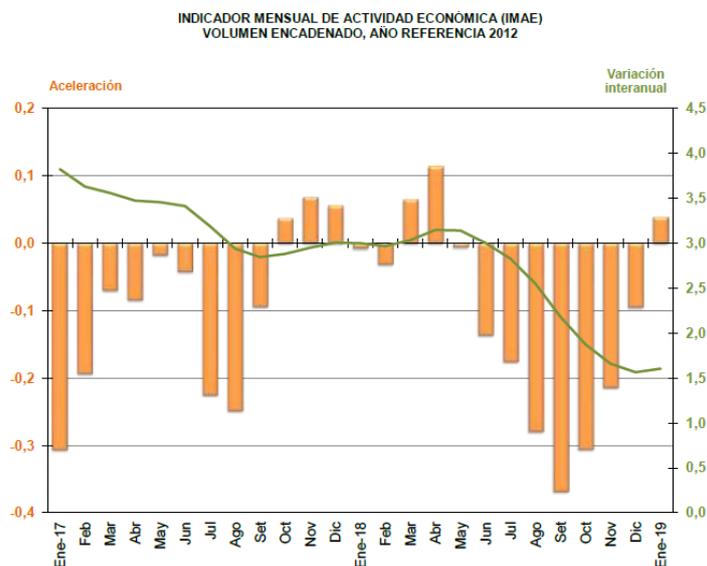
¹ La evolución por actividad económica se analiza con la tasa de variación interanual de la serie tendencia ciclo.

² El análisis se basa en la variación interanual de la serie tendencia ciclo, excepto indicación contraria.

La industria manufacturera aumentó 1,7%, con un comportamiento diferenciado según el régimen de producción. En efecto, mientras las empresas de los regímenes especiales crecieron a tasas de dos dígitos, impulsadas principalmente por la mayor demanda externa de implementos médicos; las del régimen definitivo disminuyeron su producción, debido a la menor fabricación de plásticos, café, productos de panadería y papel.

Los servicios crecieron en promedio 2,7%, con un comportamiento heterogéneo en las actividades que lo conforman. Según el aporte a la tasa de variación destacan los siguientes:

- Actividades financieras, con un crecimiento de 6,6%, en especial por el aumento en las comisiones por el uso de tarjetas de crédito. Además influyó la mayor captación a la vista que mantienen los hogares, los auxiliares de seguros y fondos de pensión en las sociedades monetarias de depósito.
- Actividades empresariales, con una variación de 2,8%, por la mayor producción de los servicios de consultoría financiera (4,6%), especialmente de las empresas adscritas al régimen de zona franca, lo cual fue compensado por la evolución de las actividades de servicios en el régimen definitivo.
- Información y comunicaciones, que creció 4,6%, producto de los servicios relacionados con la programación y consultoría informática, además de los servicios de telefonía celular e internet.
- Enseñanza y salud, con un crecimiento de 2,0%, asociado principalmente al comportamiento de los servicios de atención a la salud.
- Finalmente, la construcción registró un crecimiento de 1,6% (-6,4% enero de 2018), principalmente por la construcción de edificios de oficinas y naves industriales.



Comercio exterior

En enero de 2019, la balanza comercial de bienes alcanzó una brecha negativa de *USD* 526,9 millones, equivalente a 0,9% del PIB (igual un año atrás). Las ventas externas (4,4% contra 4,7% el año previo) mostraron mejor desempeño respecto al de las importaciones (2,6% en comparación con 3,4% en 2018).

El comportamiento de las exportaciones de bienes estuvo asociado, en mayor medida, al incremento en las colocaciones de las empresas de regímenes especiales relacionadas con equipo e implementos médicos, toda vez que las ventas de empresas del régimen definitivo disminuyeron 6,1% debido al efecto combinado de la reducción en la oferta exportable de banano y piña, y el escaso crecimiento de las ventas de productos manufacturados (azúcar y productos lácteos).

Por destino de las ventas, los principales mercados fueron Estados Unidos y Europa (6,9% y 7,6% respectivamente). Se mantiene la evolución negativa del mercado de Centroamérica y Panamá (-5,7% contra 16,2% en enero de 2018) y, en particular, Nicaragua reflejó la mayor contracción (-20,7% contra 15,6% en enero de 2018).

Por su parte, las importaciones registraron un crecimiento medio anual de 2,6%⁴, liderado por las compras de empresas de los regímenes especiales (materias primas para la industria eléctrica y electrónica, y herramientas y maquinaria industrial). En tanto, las compras de empresas del régimen definitivo disminuyeron 0,2% (bienes de consumo, equipo de transporte y, para electricidad y comunicaciones), situación que fue atenuada por la mayor factura petrolera y la adquisición de insumos para las industrias agrícola y metalúrgica.

La factura petrolera ascendió a *USD* 130,5 millones, superior en 23,1% en relación con igual periodo del año previo (-23,5% en 2018), que combinó el incremento de 33,7% en la cantidad (principalmente de gasolina) con la disminución interanual de 7,9% en la cotización del cóctel de hidrocarburos, pese a que en enero aumentó 5,7% con respecto al precio medio de diciembre de 2018³.



³ En el programa macroeconómico vigente se estimó un precio medio por barril del cóctel de hidrocarburos de *USD* 64,6 para 2019.

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.

Con cifras preliminares a enero de 2019, el déficit financiero del sector público global reducido⁴ representó 0,6% del PIB estimado para este año⁵, similar al de 12 meses atrás. En este mes, sobresalió la desmejora en las finanzas del Gobierno Central.

En efecto, el desbalance financiero del Gobierno Central alcanzó 0,7% del PIB (0,1 p.p. más en relación con igual mes de 2018) y el déficit primario fue 0,4% del PIB, similar al de un año antes.

Los gastos totales crecieron 18,7% (7,8% en enero de 2018) como resultado de mayores transferencias corrientes (en particular las destinadas al sector público), mayor pago de intereses (en especial en deuda interna) y el incremento en las transferencias de capital financiadas con recursos externos para el Programa de Infraestructura de Transporte (equivalentes a 0,2% del PIB).

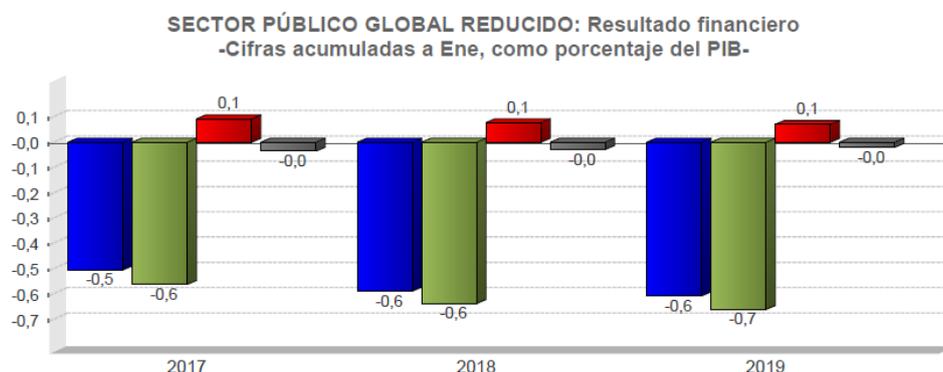
Por su parte, los ingresos registraron una variación de 22,9%, alrededor de 20,8 p.p. más con respecto a enero de 2018. Este crecimiento fue resultado, básicamente, de los ingresos adicionales recibidos por concepto de amnistía tributaria, equivalentes a 0,2% del PIB, y registrados en el impuesto a los ingresos y utilidades (82,9% contra 5,4% en el primer mes de 2018). Adicionalmente, contribuyó en menor medida, la mayor recaudación por ventas internas y en aduanas.

Por otro lado, el Banco Central acumuló un déficit financiero (según metodología de cuentas monetarias), equivalente a 0,02% del PIB, similar al observado en enero de 2018. Mientras, con datos preliminares, la muestra del resto del sector público no financiero reducido generó un superávit de 0,1% del PIB, similar al observado un año atrás. En cuanto al financiamiento neto, como ha sido usual en años previos, el Gobierno Central atendió sus requerimientos de caja y otras obligaciones financieras, mediante la colocación de bonos de deuda interna. El balance neto de sus

⁴ Incluye al BCCR y sector público no financiero reducido, compuesto por el Gobierno Central y una muestra de seis instituciones, a saber: CCSS, ICE, CNP, RECOPE, JPS e AyA.

⁵ Contemplado en el Programa Macroeconómico 2019-2020.

operaciones incrementó la razón de su deuda a PIB de 46,7% en enero de 2018 a 50,1% 12 meses después.



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.

En febrero de 2019 los agregados monetarios amplios y el crédito al sector privado crecieron a tasas inferiores a las observadas un año antes y a las previstas en el Programa Macroeconómico 2019-2020, razón por la cual no incubaron presiones inflacionarias de demanda agregada. Particularmente, este mes destacó lo siguiente:

- La base monetaria presentó un aumento mensual de ¢211,6 millones, toda vez que la expansión monetaria originada en el incremento de la posición acreedora neta del BCCR en el Mercado Integrado de Liquidez (MIL) fue prácticamente neutralizada por el aumento en el saldo de operaciones de mercado abierto (BEM y DEP) y en los depósitos de otras instituciones financieras en el Banco Central.
- El medio circulante ampliado (MCA) mostró un aumento anual de 6,3% (0,8% en febrero 2018), resultado principalmente de la evolución del componente en colones que creció a una tasa de 7,8% (-1,3% un año atrás), toda vez que el correspondiente en moneda extranjera mostró una tasa similar a la observada en febrero de 2018 (4,1%).
- La liquidez total (M3), la riqueza financiera del sector privado (RFSP) y la riqueza financiera total (RFT) mostraron incrementos interanuales de 2,5%, 4,5% y 6,0%, en ese orden (7,8%, 8,6% y 9,3% un año atrás). Esa desaceleración se atribuye, entre otros, al menor dinamismo de la actividad económica² y al aumento de activos externos por parte de residentes.
- En los agregados monetarios amplios continúa la preferencia por el ahorro en moneda extranjera, reflejado en tasas de crecimiento interanuales de este componente superiores a las respectivas en moneda nacional, lo cual incidió en

- aumentos de las participaciones relativas del componente en dólares en M3, RFSP y RFT de 0,3, 0,4 y 0,2 p.p. en febrero de 2019 para alcanzar 35,6%, 33,3% y 28,2%, respectivamente.
- El crédito al sector privado mostró un incremento anual de 3,0%, 2,8 p.p. por debajo del observado un año antes y 3,4 p.p. menor al contemplado en la programación macroeconómica. Esa desaceleración responde, entre otros, al menor dinamismo de la producción nacional y mayores tasas de interés activas respecto a las de 12 meses atrás. Por monedas, se mantiene la preferencia por los préstamos en colones que crecieron 6,4%, (-1,7% en dólares), por lo que la participación relativa de la cartera en colones en el crédito total alcanzó 62,5% a finales de febrero 2019 (1,9 p.p. superior a la observada 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. Indicadores recientes⁶ confirman la desaceleración de la actividad económica así como las menores presiones de inflación, tanto en Estados Unidos de América (EUA) como en la zona del euro. Asimismo, se ratificó la pausa en la normalización de la política monetaria en las economías avanzadas.

Bajo este panorama, el Sistema de la Reserva Federal de EUA, en su reunión de política monetaria de marzo, mantuvo sin cambio el rango de la tasa de interés de referencia en [2,25% - 2,50%].

2. Por otra parte, en lo que transcurre del 2019 (al 20 de marzo) el precio promedio de contado del barril de petróleo (West Texas Intermediate) registró un aumento de 11,0% con respecto a la cotización media de diciembre pasado, en buena medida, explicado por la reducción en la oferta por parte de países miembros de la Organización de Países Exportadores de Petróleo.

3. Finalmente, los mercados financieros internacionales mostraron relativa estabilidad, pese a los riesgos recientes asociados a la incertidumbre en las negociaciones comerciales y en torno al proceso de salida del Reino Unido de la Unión Europea. En lo que transcurre del 2019 (al 20 de marzo) el indicador de la volatilidad del mercado VIX⁷, se ubicó en torno a 16,8 puntos en promedio.

	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
América Latina y Caribe	1,1	2,0	2,5
Brasil	1,3	2,5	2,2
Costa Rica	2,7	3,2	3,0

⁶ La Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) en su informe “Perspectivas económicas preliminares” publicado el 06 de marzo en curso, revisó a la baja las proyecciones de crecimiento mundial, destacando entre otros factores el debilitamiento del comercio global producto de las tensiones comerciales, principalmente entre EUA y China.

⁷ Valores superiores a 30 se asocian, generalmente, con episodios de alta volatilidad, mientras que por debajo de 20 son interpretados como de menor tensión.

Producto Interno Bruto Real (Tasas de variación anual)

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

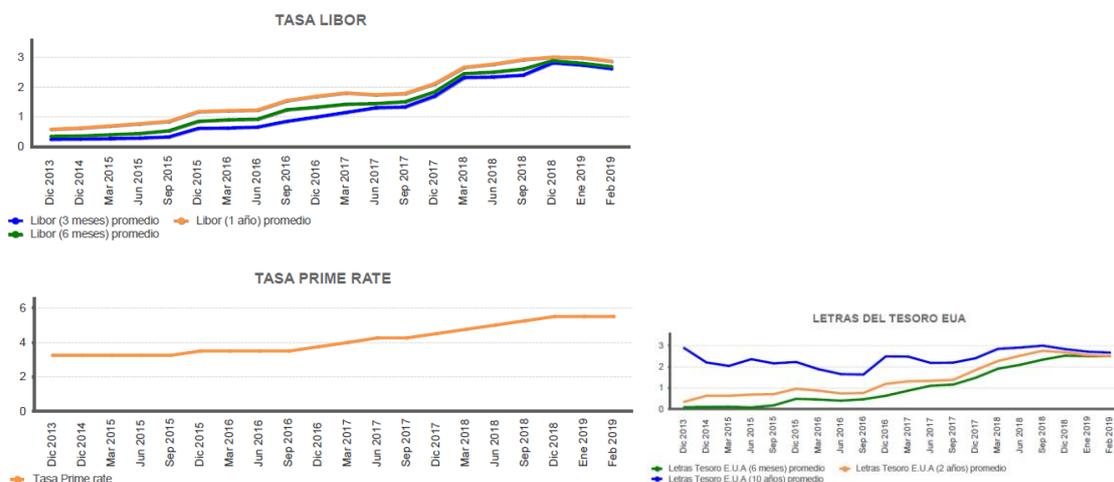
Índice de Precios al Consumidor (Tasa de variación interanual)

	2016		2017				2018				2019
	Dic	Mar	Jun	Sep	Dic	Mar	Jun	Sep	Dic	Ene	
Estados Unidos	2,1	2,4	1,6	2,2	2,1	2,4	2,9	2,3	1,9	1,6	
Zona del Euro	1,1	1,5	1,3	1,5	1,4	1,3	2,0	2,1	1,5	1,4	
Alemania	1,7	1,6	1,6	1,8	1,4	1,5	1,9	1,9	1,6	1,4	
Japón	0,3	0,2	0,4	0,7	1,0	1,1	0,7	1,2	0,3	0,2	
Reino Unido	1,6	2,3	2,6	3,0	2,7	2,3	2,3	2,2	2,0	1,8	
China	2,1	0,9	1,5	1,6	1,8	2,1	1,9	2,5	1,9	1,7	
Brasil	6,3	4,6	3,0	2,5	3,0	2,7	4,4	4,5	3,8	3,8	
Principales socios comerciales	2,1	2,4	2,1	2,4	2,5	2,6	2,8	2,9	2,4	1,9	

Tasas de Interés Internacionales

	2016		2017				2018				2019	
	Dic	Mar	Jun	Sep	Dic	Mar	Jun	Sep	Dic	Ene	Feb	
Tasa Prime rate	3,8	4,0	4,3	4,3	4,5	4,8	5,0	5,3	5,5	5,5	5,5	
Libor (6 meses) promedio	1,3	1,4	1,4	1,5	1,8	2,5	2,5	2,6	2,9	2,8	2,7	
Letras Tesoro E.U.A (6 meses) promedio	0,6	0,9	1,1	1,2	1,5	1,9	2,1	2,3	2,5	2,5	2,5	
Fondos Federales de Estados Unidos	0,8	1,0	1,3	1,3	1,5	1,8	2,0	2,3	2,5	2,5	2,5	

TASAS DE INTERÉS INTERNACIONALES
-en porcentajes-



GLOBAL MARKET DATA

AMERICAS

Data as of 18 Apr 2019. All quotes delayed at least 15 minutes.

Symb	Index	Time	Last	Chg	Chg %
.DJI	Dow Jones Industrial Average	12:57pm EDT	26,561.50	+111.96	+0.42%
.SPX	S&P 500	12:58pm EDT	2,905.15	+4.70	+0.16%
.XIC	Nasdaq Composite Index	12:57pm EDT	7,995.86	-0.22	-0.00%
.TRXFLDUSP	Thomson Reuters Equity US Index	12:27pm EDT	257.09	+0.30	+0.12%

COMMODITIES

Gold	1,273.30 USD	+1.10
Copper	2.93 USD	-0.04
Crude Oil	63.65 USD	-0.11

MARKETS

STOCKS

S&P »	2,905.15	+0.16%
Dow »	26,561.50	+0.42%
FTSE 100 »	7,459.88	-0.15%
Nikkei 225 »	22,090.12	-0.84%

BONDS

US 10YR	+2.554	-0.038
DE 10YR	+0.024	+0.000
JP 10YR	-0.023	+0.006

CURRENCIES

USD / EUR »	0.8900	+0.56%
USD / GBP »	0.7699	+0.46%
USD / JPY »	111.9800	-0.05%

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