

---

# **INFORME DE GESTIÓN DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES NETAS DURANTE EL PRIMER SEMESTRE 2016**

DIVISION GESTIÓN DE ACTIVOS Y PASIVOS  
DEPARTAMENTO ANÁLISIS Y RIESGO



## Contenido

I.	Introducción .....	3
II.	Evolución de las Reservas.....	4
III.	Indicadores de Reservas .....	5
IV.	Composición de las Reservas.....	7
V.	Entorno internacional y rentabilidad de las Reservas.....	8
VI.	Exposición a Riesgos Financieros.....	11
	Riesgo de crédito.....	11
	Riesgo de liquidez.....	12
	Riesgo de mercado.....	13

## I. Introducción

La Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica le asigna a esta institución la función de administrar las Reservas Internacionales Netas (RIN). El propósito de este documento es informar a la población sobre los resultados de la administración de estas Reservas.

Las Reservas Internacionales son “...activos externos que están disponibles de inmediato y bajo el control de las autoridades monetarias para satisfacer necesidades de financiamiento de la balanza de pagos, para intervenir en los mercados cambiarios a fin de influir sobre el tipo de cambio y para otros fines conexos” (FMI, VI Manual de Balanza de Pagos, 2009). Un activo debe cumplir con tres condiciones para ser considerado activo de reserva: debe corresponder a derechos sobre activos con no residentes, estar bajo el control directo y efectivo de la autoridad monetaria y tener una disponibilidad de uso inmediata.

La categoría activos de reserva comprende el oro monetario, los Derechos Especiales de Giro (DEG)<sup>1</sup>, la posición de reserva en el Fondo Monetario Internacional (FMI) y otros activos como las inversiones en títulos valores, y los activos en divisas.

Particularmente, el informe explica la evolución, composición y rentabilidad de las RIN Disponibles<sup>2</sup> durante el primer semestre del 2016 y compara los resultados con los observados en el semestre anterior.

El Banco Central de Costa Rica invierte las Reservas Internacionales en activos financieros del exterior con el propósito de asegurarse su disponibilidad – obteniendo a la vez la rentabilidad de los mercados internacionales por esa inversión – de manera que el país pueda atender adecuadamente sus compromisos externos y contribuir a la política cambiaria y monetaria vigente. Además, las Reservas constituyen un mecanismo de protección para hacer frente a eventos de tensión en los mercados internacionales y en el mercado financiero local.

El proceso de administración de las Reservas es riguroso y se efectúa de forma coherente con las mejores prácticas internacionales en el manejo de carteras de inversión, conforme a lo dispuesto en la Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica (artículos 2 y 3). Los objetivos fundamentales de la administración de Reservas del Banco Central de Costa Rica son la conservación del capital (evitar que se produzcan pérdidas) y la liquidez (recursos estén disponibles de forma inmediata). La rentabilidad es un objetivo subordinado a los dos anteriores.

Con el propósito de que el lector disponga de una mejor visión de los resultados que a continuación se exponen, se recomienda que antes de continuar con la lectura del documento, se revise el anexo titulado Aspectos legales y operativos de la gestión de las Reservas Monetarias Internacionales, el cual contiene los elementos más importantes relacionados con el marco legal y organizacional de la administración de las Reservas por parte del Banco Central de Costa Rica, junto con las razones por las cuales un banco central mantiene estos activos<sup>3</sup>.

---

<sup>1</sup> Activo de reserva internacional creado en 1969 por el FMI para complementar los activos de reserva de los países miembros. Su valor se basa en una canasta de cuatro monedas internacionales (cinco a partir del 1 de octubre de 2016) y sirven como unidad de cuenta del FMI y otros organismos internacionales.

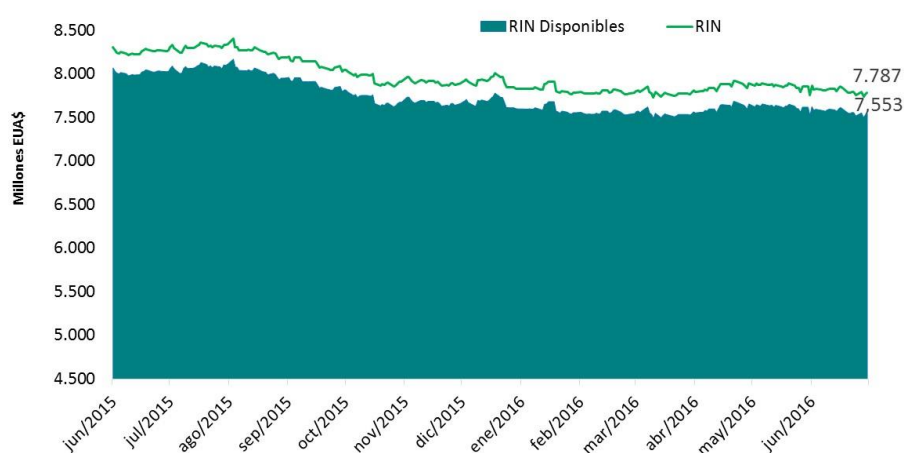
<sup>2</sup> Las Reservas Internacionales Netas Disponibles son los activos externos directamente administrados por el Banco Central; no incluye tenencias de Derechos Especiales de Giro. Se refiere esencialmente a inversiones en valores.

<sup>3</sup> Dicho anexo se encuentra disponible en la página web del Banco Central.

## II. Evolución de las Reservas

El monto de las RIN alcanzó los EUA\$7.787 millones al cierre del primer semestre del 2016. De este monto, el 96,98% (EUA\$7.553 millones) correspondía a las Reservas Internacionales Netas Disponibles, que son las Reservas invertidas en instrumentos transados en los mercados internacionales.

**Gráfico 1.** Evolución de las Reservas Internacionales Netas  
-al 30 de junio del 2016 - millones EUA\$-



Durante el primer semestre del 2016, el monto de las Reservas Disponibles presentó una disminución de EUA\$22,29 millones, asociado principalmente por la demanda de divisas del sector público no financiero, aspecto parcialmente compensado por el aumento de los depósitos del Gobierno en moneda extranjera.

Las Reservas Disponibles se gestionan siguiendo los principios de gestión de carteras y son segmentadas en tres distintos tipos de carteras: Las carteras de Liquidez en dólares y en euros, las Cartera de Bonos del Tesoro de EE.UU. y las Carteras de Bonos Soberanos con cobertura al dólar. Con la excepción de la cartera en euros, todas están denominadas en dólares americanos.

Durante este semestre se realizaron varios traslados de recursos entre las carteras con el fin de llegar a una composición buscada de forma estratégica. Concretamente, se redujo el monto de la Cartera de Liquidez y se incrementó la Cartera de Bonos del Tesoro de EE.UU. Asimismo, se trasladaron los fondos de la Cartera de Apoyo a Liquidez hacia la Cartera de Bonos Soberanos con cobertura al dólar.

**Cuadro 1.** Composición de las Reservas Internacionales Netas del Banco Central de Costa Rica -Primer semestre 2015 y segundo semestre del 2016, en millones de dólares-

Cartera	Saldo al 31/12/2015	Saldo al 30/06/2016	Cambio Semestral	% Reservas Netas
<i>En dólares</i>	<b>7.603,24</b>	<b>7.552,78</b>	<b>-50,46</b>	<b>96,99</b>
Liquidez en dólares	4.580,31	4.091,06	-489,25	52,53
Apoyo a la liquidez	351,08	0,00	-351,08	0,00
Bonos en dólares	2.316,84	2.752,87	436,03	35,35
Bonos soberanos con cobertura	<b>355,01</b>	<b>708,85</b>	353,84	9,10
Capital de Trabajo en Euros	<b>18,60</b>	<b>15,39</b>	<b>-3,21</b>	<b>0,20</b>
<b>RI Disponibles</b>	<b>7.621,84</b>	<b>7.568,17</b>	<b>-53,67</b>	<b>97,18</b>
+ Derechos Especiales de Giro (DEG)	183,75	119,02	-64,73	1,53
+ Posición de reserva en el FMI (DEG)	27,75	99,78	72,03	1,28
+ Aporte al MPFP (FOCEM)	0,00	0,00	0,00	0,00
+ Otros	0,77	0,45	-0,32	0,01
<b>RI Netas</b>	<b>7.834,10</b>	<b>7.787,43</b>	<b>-46,69</b>	<b>100,00</b>

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Al finalizar el semestre, el mayor porcentaje de las Reservas (52,53%) estaba concentrado en la cartera de más corta duración: Cartera de Liquidez. Alrededor de 44,45% de las Reservas estaba invertido en las carteras de bonos. El porcentaje restante correspondía a los activos de reserva en el Fondo Monetario Internacional (FMI), aportaciones a organismos internacionales y la cartera en Euros.

### III. Indicadores de Reservas

Existen diversos indicadores que permiten medir si el nivel de Reservas de un país es suficiente para hacer frente a deterioros en los términos de intercambio, salidas de capital o crisis en los mercados internacionales, entre los cuales destacan los siguientes:

- La razón entre Reservas y agregados monetarios (tales como el M3)<sup>4</sup> muestra la capacidad de la economía para hacer frente a eventuales salidas de capitales. Entre más alto sea este indicador, mayor es la cobertura frente a requerimientos monetarios de emergencia. Para el caso de Costa Rica, esta razón se ubica por encima de naciones como Guatemala y El Salvador, y debajo de Nicaragua y Honduras. También se observa que Costa Rica se ubica muy cerca de economías más fuertes como Chile y México.
- La razón de Reservas sobre PIB, captura la idea de que las transacciones internacionales aumentan con el tamaño de la economía. Para Costa Rica se situó en 14,3% al finalizar este semestre, un monto inferior al del año anterior (15,3%).
- El indicador de Reservas sobre importaciones muestra, en un escenario sin acceso a recursos externos, la capacidad del país para financiar la compra de bienes. Las Reservas

<sup>4</sup> El M3 es un indicador de la liquidez total en la economía, incluye el medio circulante más el cuasi dinero en moneda nacional y extranjera.

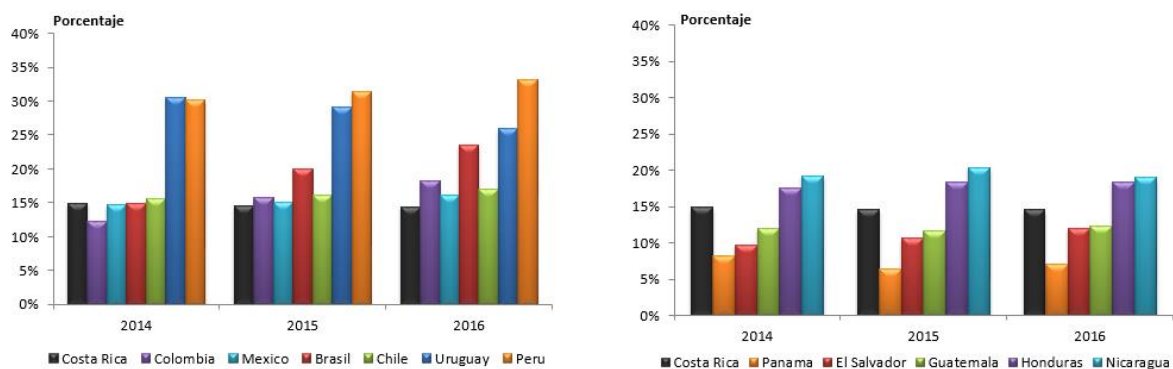
Internacionales cubrían alrededor de 4,8 meses de importaciones, nivel superior al de otras naciones centroamericanas, aunque inferior al que registraron otros países latinoamericanos.

**Cuadro 2.** Indicadores de capacidad de pago de las Reservas Internacionales Netas -últimos tres años-

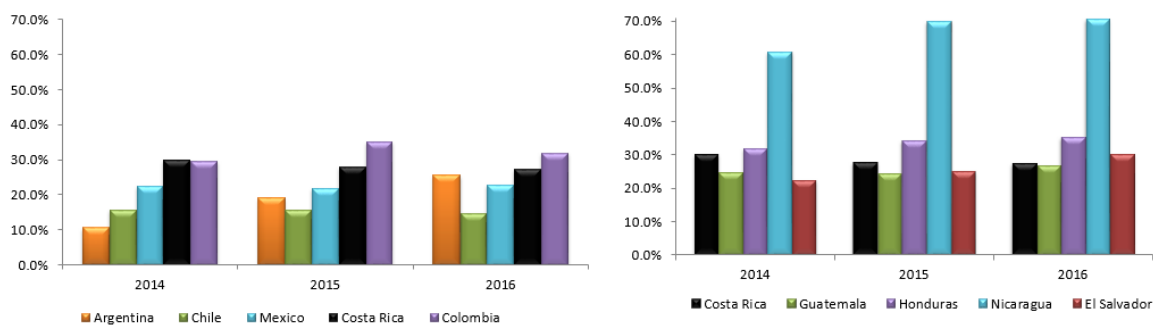
	2014	2015	2016
RIN/M3 (porcentaje)	28.0%	27.5%	27.8%
RIN/PIB (porcentaje)	15.8%	15.3%	14.3%
RIN en meses de importaciones	4.7	5.3	4.8

**Fuente:** Indicadores a partir de información del BCCR. Moneda extranjera valorada al tipo de cambio promedio de MONEX. Datos al 30 de junio del 2016 anualizados.

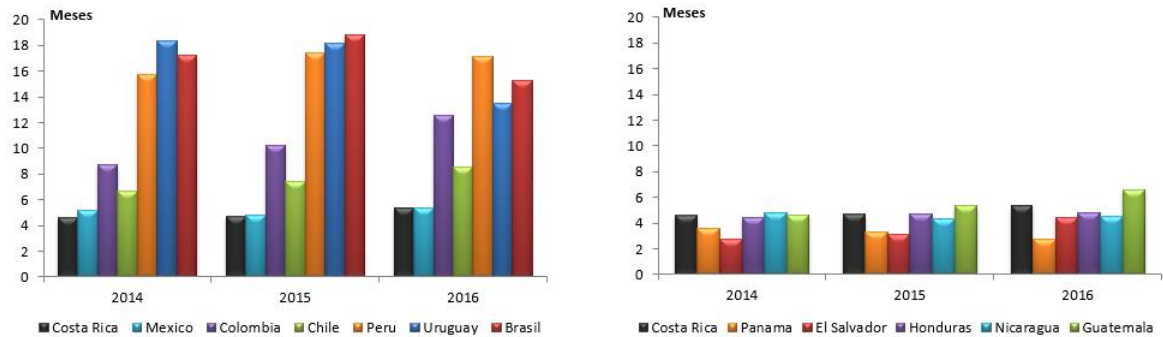
**Gráfico 2.** Reservas Internacionales como porcentaje del PIB



**Gráfico 3.** Reservas Internacionales como porcentaje de M3



**Gráfico 4. Reservas Internacionales como meses de importación de bienes**



**Fuente:** Indicadores a partir de información del BCCR, Bloomberg, CEPAL y del FMI. Datos al 30 de marzo del 2016 anualizados.

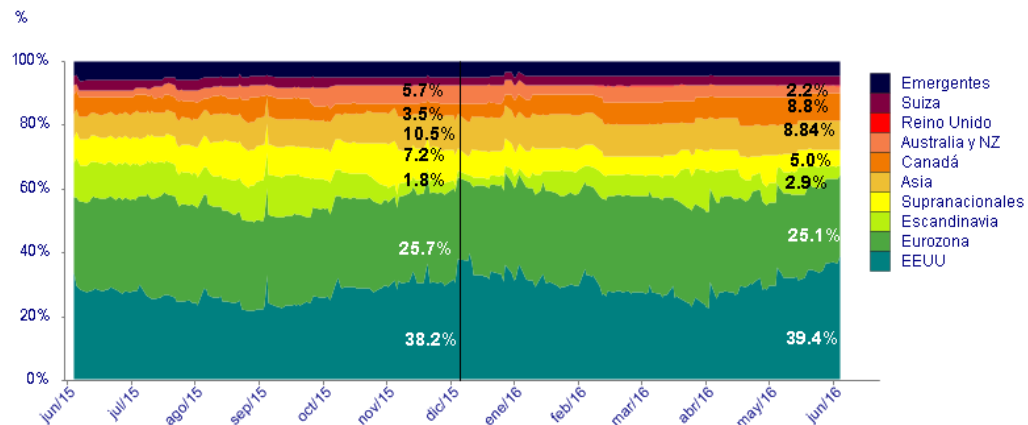
## IV. Composición de las Reservas

Las Reservas Disponibles se invierten principalmente en bonos emitidos por gobiernos soberanos con alto perfil crediticio, entidades financieras domiciliadas en países avanzados de América, Europa y Asia, e instituciones supranacionales. La mayor parte (39,6%) está invertida en Estados Unidos. Respecto al semestre anterior, la proporción de las Reservas invertidas en Estados Unidos, Escandinavia, Asia y Canadá aumentó, mientras que las participaciones en la Eurozona, Supranacionales y Australia disminuyeron.

Por tipo de instrumentos, se registraron disminuciones principalmente en instrumentos del mercado de dinero. Los certificados de depósito, papel comercial y los depósitos bancarios (ECP's y ECD's), disminuyeron su participación, mientras que las inversiones en títulos valores aumentaron.

Por moneda, al cierre del semestre, el 96,99% de las inversiones estaban colocadas en dólares de los Estados Unidos o con cobertura cambiaria a dólares. Un 2,81% de las Reservas estaba denominada en derechos especiales de giro y el porcentaje restante en euros.

**Gráfico 5. Evolución de la composición de las Reservas Disponibles, por región geográfica (%)**



**Fuente:** Banco Central de Costa Rica.

## V. Entorno internacional y rentabilidad de las Reservas

Esta sección describe los indicadores económicos y acontecimientos que se fueron conociendo y publicando durante el semestre en evaluación, ya que fueron los que influyeron en las tasas de interés en ese período. El impacto de las tasas sobre el retorno de las reservas se explica más adelante en esta misma sección.

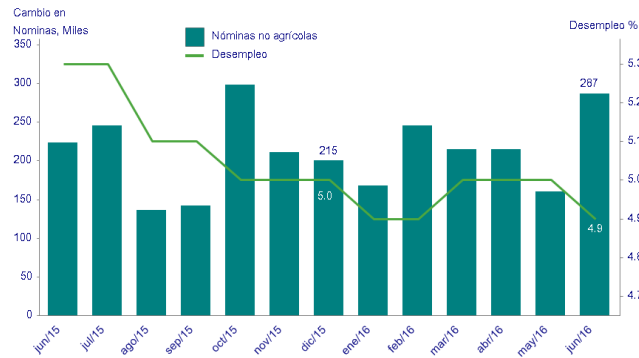
Durante el primer semestre del 2016, el desempeño de la economía estadounidense mostró una mejoría respecto al periodo anterior. La mayoría de las proyecciones realizadas por contrapartes apuntaban a que el crecimiento al final del año se ubicará alrededor del 2,5%.

Para el periodo, los datos que sustentaron las proyecciones de crecimiento del PIB tuvieron resultados mixtos. El índice de producción industrial; que mide la evolución mensual de la actividad productiva de la manufactura, minería, electricidad y gas industrial; alcanzó niveles negativos en el mes de mayo (-0,5%) y se mantuvo por debajo de cero desde entonces. El indicador de consumo de los hogares alcanzó durante el mes de junio su máximo crecimiento en dos años (3,0%).

La tasa de desempleo continuó disminuyendo hasta alcanzar el 4,9%, ligeramente menor que la observada al cierre del periodo anterior. Durante el periodo la economía estadounidense generó 173.500 empleos por mes en promedio, una cifra menor a los 200.000 generados durante el semestre pasado. Lo que fue visto por los mercados como una señal de moderación y de cercanía a una tasa natural de desempleo.

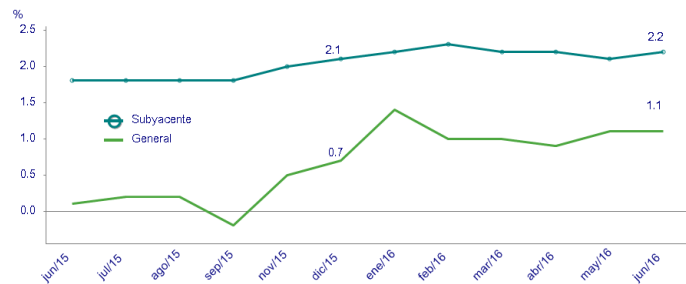
La inflación subyacente interanual fue de 2,2% al cierre del semestre, mostrando la existencia de presiones inflacionarias que podrían llevar la inflación a los niveles meta de la Reserva Federal de los Estados Unidos (FED) del 2,0%. La inflación general interanual, por su parte, fue mayor a la del cierre del 2015 y cerró en un nivel de 1,1%.

**Gráfico 6.** Tasa Desempleo y cambio mensual nóminas no agrícolas de EEUU (tasa % y miles)



Fuente: Bloomberg

**Gráfico 7.** Tasa de inflación de Estados Unidos (variación interanual %)



Fuente: Bloomberg

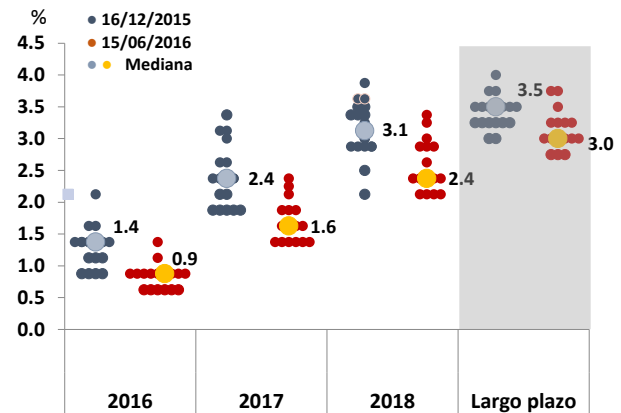


Al cierre del semestre anterior, se esperaba que la FED realizara cuatro aumentos de tasas hasta ubicar la tasa de política en 1,5%. Conforme ha transcurrido el año, el espacio que se veía para realizar aumentos ha ido disminuyendo y el mercado ha cambiado sus expectativas, de cuatro a solo dos posibles aumentos. En general, el comportamiento de las tasas de interés después de las reuniones de la FED fue a la baja.

En su última reunión del trimestre, realizada el 14 y el 15 de junio, la FED dejó sin cambio las tasas de interés, señalando que ante los eventos próximos en la economía mundial (principalmente el referéndum sobre el *Brexit*<sup>5</sup>) y las mismas señales que dio la economía estadounidense, un aumento de tasas podría poner en peligro la recuperación de la economía.

Los factores anteriores contribuyeron a que las tasas de los títulos del tesoro estadounidense presentaran caídas en prácticamente todos los plazos, con respecto al cierre del semestre anterior.

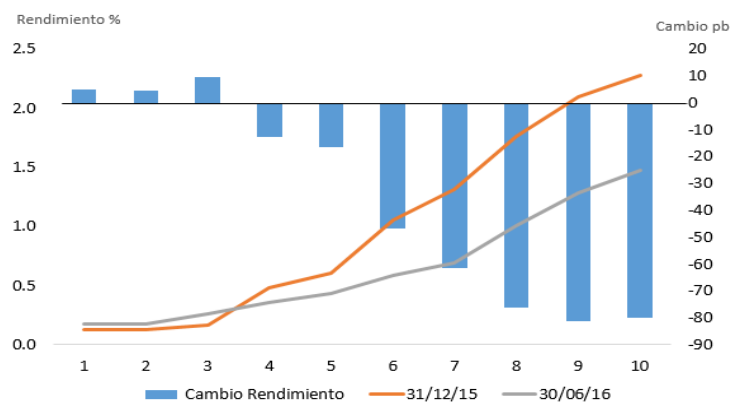
**Gráfico 8.** Expectativa de tasa de política de la Reserva Federal: Comunicados y conferencias de prensa del FOMC diciembre 2015 y junio 2016\*



\*Cada uno de los puntos representa la tasa que espera cada miembro del Comité del FOMC a fin de año.

**Fuente:** Reserva Federal

**Gráfico 9.** Desplazamiento de Curva de Rendimiento de los Estados Unidos al 30 de junio 2015 (p.b.)



**Fuente:** Bloomberg

<sup>5</sup> *Brexit* es una abreviatura de dos palabras en inglés, *Britain* (Gran Bretaña, Reino Unido) y *exit* (salida), que significa la salida del Reino Unido de la Unión Europea. Se convirtió en la palabra más pronunciada al hablar del referendo, aunque solo se refería a una de las dos opciones. Mediáticamente se volvió sinónimo del proceso de referéndum que se vivió en Reino Unido el 23 de junio, donde se decidía mediante sufragio la permanencia o salida de Reino Unido en la Unión Europea.

Por otro lado, en la Eurozona, el evento que más influencia tuvo fue el llamado *Brexit*. El proceso de Referéndum que vivió Reino Unido generó gran incertidumbre durante gran parte del semestre, afectó el desempeño de las economías europeas y de los mercados financieros internacionales.

A finales del mes de junio, cuando se realizó el referéndum, el resultado de salida de la Unión Europea provocó una fuerte caída en la cotización de la libra esterlina y del euro contra el dólar, además de afectar las bolsas europeas.

Las tasas de interés de la mayoría de los países de la región sufrieron caídas motivadas por este resultado. Los bancos centrales europeos (principalmente el de Inglaterra) reaccionaron, garantizando la liquidez de sus monedas. En línea con esto, el Banco Central Europeo (BCE) declaró estar listo para proveer, de ser necesario, de liquidez adicional al mercado financiero.

Como consecuencia de lo anterior, la rentabilidad total acumulada de las Reservas Disponibles en dólares durante el semestre fue de 69.41 p.b. (sin anualizar), mayor que el semestre anterior (2.87 p.b.). Esta rentabilidad es congruente con el comportamiento de las tasas durante el semestre y con el perfil de inversión del Banco Central.

**Cuadro 3.** Retorno total de las Reservas Disponibles por Cartera  
(datos sin anualizar)

Cartera	II Semestre	I Semestre	Cambio Semestral
	2015	2016	
Capital de Trabajo en Euros <sup>(1)</sup>	0,00	0,00	0,00
<b>En dólares</b>			
Liquidez en Dólares	13,07	26,38	13,31
Apoyo a la Liquidez	6,90	5,50	-1,40
Bonos en dólares	-13,98	44,94	58,92
Bonos Soberanos con Cobertura	0,69	5,11	4,42
<b>Total Cartera US \$</b>	<b>2,87</b>	<b>69,41</b>	<b>66,54</b>

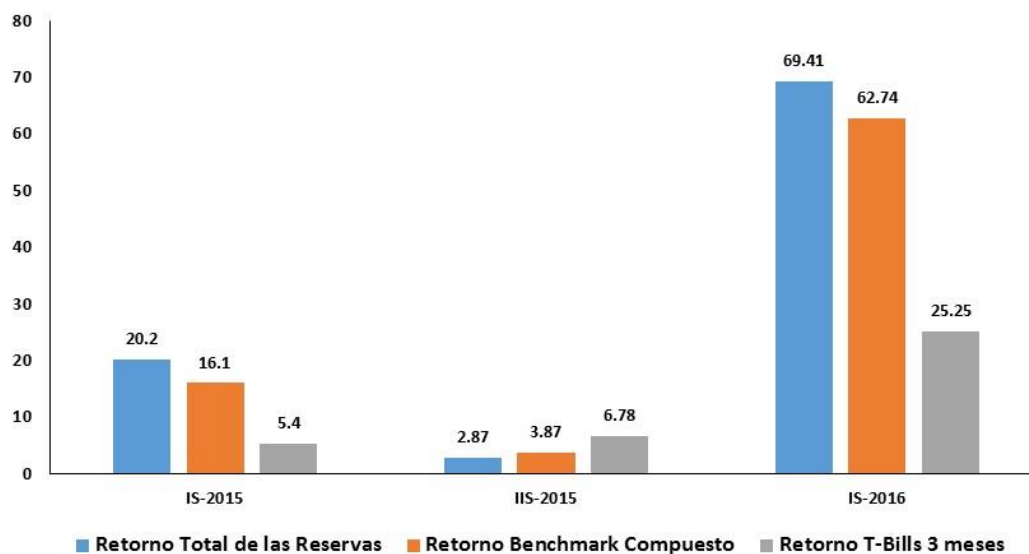
Fuente: Banco Central de Costa Rica.

1/ Retorno en euros.

Nota: Datos en puntos básicos. 100 puntos básicos equivalen a 1%.

Un resumen de la evolución del rendimiento de las Reservas Internacionales, junto con el rendimiento del índice de referencia (*benchmark*) compuesto de las Reservas internacionales administradas por el Banco Central, se presenta en el gráfico 10. En este también se presenta el rendimiento de las notas del Tesoro de los Estados Unidos con vencimiento a tres meses, considerado uno de los activos de menor riesgo en el mercado. Durante este semestre, la rentabilidad de las Reservas Internacionales fue superior a la rentabilidad de su índice de referencia y a la de las notas del tesoro de los Estados Unidos.

**Gráfico 10.** Evolución del retorno de las Reservas Disponibles en dólares, retorno del *benchmark* compuesto y de las Notas del Tesoro de los Estados Unidos a 3 meses plazo (p.b. sin anualizar)



Fuente: Banco Central de Costa Rica, Bloomberg y Barclays.

## VI. Exposición a Riesgos Financieros

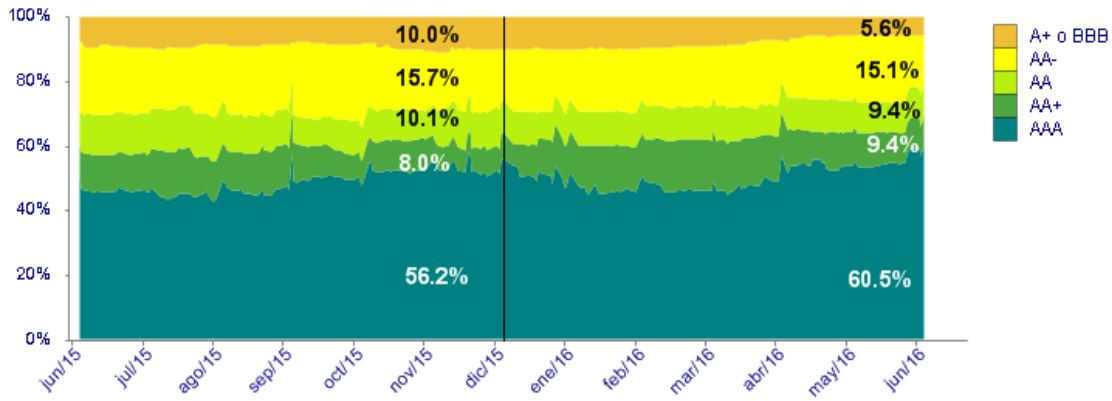
### Riesgo de crédito

El riesgo de crédito es la posibilidad de enfrentar pérdidas cuando una contraparte no cumple con los pagos previamente estipulados para un título de deuda. Por políticas internas, el Banco Central realiza sus inversiones únicamente en emisores con alta calidad crediticia y muy baja probabilidad de incumplimiento.

En términos de la composición de las Reservas Disponibles por calificación crediticia, el 60,5% de las inversiones estaban colocadas en emisores con la calificación máxima (AAA), y el 33,9% estaban en el rango de AA (entre AA+ y AA-). Durante el semestre, se observó un aumento en el porcentaje de las Reservas que estaba invertido en deuda con calificación AAA<sup>6</sup>.

<sup>6</sup> Actualmente se utiliza como calificación aplicable el promedio de las calificaciones de las tres calificadoras de riesgo más importantes a nivel internacional (Moody's, S&P y Fitch).

**Gráfico 11.** Composición de las Reservas Disponibles en dólares por calificación crediticia (%)



Fuente: Banco Central de Costa Rica

## Riesgo de liquidez

El riesgo de liquidez está asociado a la incapacidad de convertir en efectivo, sin pérdidas relevantes, en el corto plazo, los títulos de inversión, para así poder responder a eventuales requerimientos o necesidades de flujo de caja.

**Gráfico 12.** Convertibilidad de los instrumentos a efectivo<sup>1</sup> (porcentajes)



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

1/ Bajo un eventual escenario de baja liquidez en el mercado, los bonos soberanos de Estados Unidos y Alemania se liquidan en el plazo de 1 día a 1 semana. Resto de bonos de gobierno, agencias y supranacionales de 1 semana a 3 meses. En el caso de los ECP y ECD se considera su plazo al vencimiento.

Durante el periodo, el riesgo de liquidez al cual se exponen las Reservas se mantuvo en niveles mínimos. En efecto, ante un eventual escenario de baja liquidez en el mercado, alrededor del 54% de las Reservas Disponibles se podrían convertir a efectivo en el plazo de una semana.

Cabe destacar que el plazo máximo para la convertibilidad de los instrumentos a efectivo fue de 6 meses, plazo que representa una parte muy pequeña de las reservas.

## Riesgo de mercado

Las carteras que conforman las Reservas Disponibles, pueden sufrir ganancias o pérdidas como resultado de cambios en las tasas de interés. Esto es lo que se conoce como riesgo de mercado. Este riesgo se gestiona, entre otros indicadores, por medio de la duración, que es una medida de la sensibilidad de las inversiones a las variaciones de las tasas de interés.

La duración de las Reservas Disponibles se incrementó de 0,65 a 0,95, esto es congruente con el traslado de recursos desde las carteras de más corto plazo a las carteras de Bonos. Estos niveles de duración permiten la conservación de capital de las Reservas ante aumentos extremos en las tasas de interés.

**Cuadro 5.** Duración de las Reservas Disponibles en dólares  
al 30 de junio del 2016

Cartera	Duración I	Cambio
	Semestre 2016 <sup>(1)</sup>	Semestral <sup>(2)</sup>
Liquidez en Dólares	0,00	2,94
Apoyo a la Liquidez	-	-0,01
Bonos en dólares	1,90	0,05
Bonos Soberanos con Cobertura	1,88	-0,10
<b>Total Cartera US\$</b>	<b>0,95</b>	<b>0,30</b>

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

1/ La duración mide el cambio porcentual en el valor de un portafolio ante un cambio de 1% en las tasas de interés. También es aproximadamente el plazo promedio al vencimiento de las inversiones, bajo esa interpretación, los datos estarían en años. Un menor nivel de duración implica una menor exposición al riesgo.

2/ Cifras en días, al cierre del semestre.