

INFORME DE GESTIÓN DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES NETAS DURANTE EL SEGUNDO SEMESTRE 2022

DIVISIÓN GESTIÓN DE ACTIVOS Y PASIVOS
DEPARTAMENTO ANÁLISIS DE MERCADOS

Contenido

| | | |
|--|--|----|
| I. | Introducción..... | 3 |
| II. | Evolución de las Reservas..... | 4 |
| III. | Caracterización de las Reservas..... | 5 |
| IV. | Rentabilidad de las Reservas..... | 9 |
| Anexo: Aspectos legales y operativos de la gestión de las reservas internacionales | | 12 |
| I. | Introducción..... | 12 |
| II. | Propósito de mantener reservas | 12 |
| III. | Marco normativo y organizacional | 13 |
| IV. | Gestión de reservas..... | 14 |
| V. | Glosario | 18 |
| VI. | Bibliografía | 19 |

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 de disponibilidad inmediata, bajo el control de la autoridad monetaria para satisfacer necesidades de financiamiento de la balanza de pagos, para intervenir en los mercados de divisas y para mantener la confianza de los agentes económicos, residentes y no residentes, en la moneda nacional y el equilibrio macroeconómico del país” (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)¹ 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 durante el segundo semestre del 2022 y compara los resultados con los observados en el semestre anterior.

El Banco Central de Costa Rica invierte las reservas internacionales en activos financieros en el 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 (disponer fácilmente de los recursos). La rentabilidad es un objetivo subordinado a los dos anteriores.

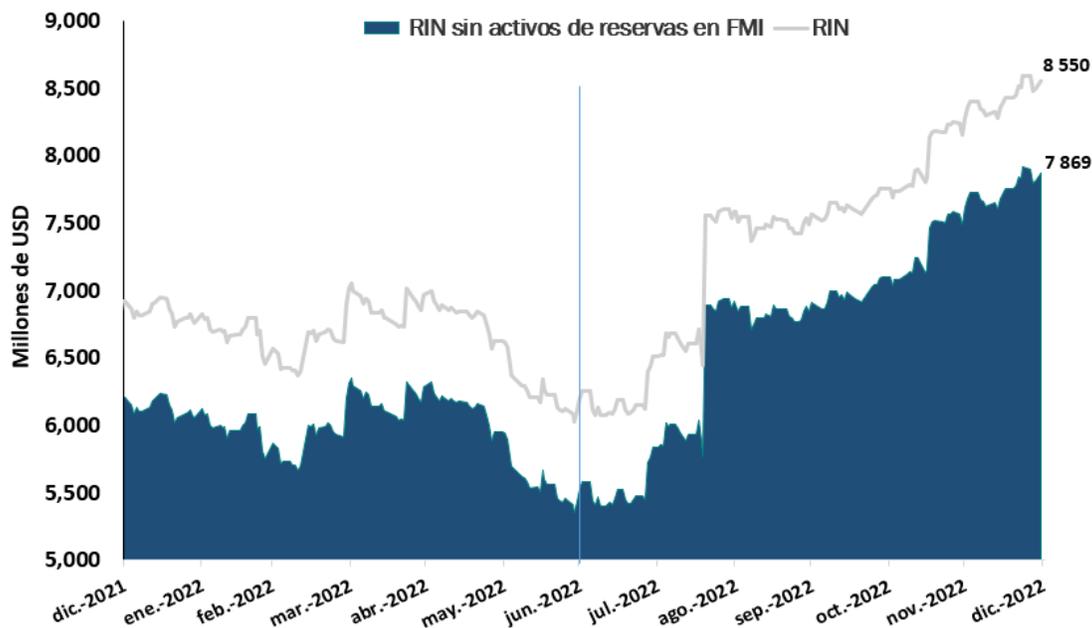
Con el propósito de que el lector disponga de una mejor visión de los resultados que a continuación se exponen, se recomienda que antes de continuar con la lectura del documento, se revise el anexo titulado “Aspectos legales y operativos de la gestión de las reservas internacionales”, el cual contiene 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.

¹ 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 cinco monedas internacionales (a partir del 1 de octubre de 2016) y sirven como unidad de cuenta del FMI y otros organismos internacionales.

II. Evolución de las Reservas

El monto de las RIN alcanzó los USD 8550 millones al cierre del periodo. De este monto, el 92% (USD 7869 millones) corresponde a inversiones en activos de renta fija en el exterior. El resto se refiere, sobre todo, a las tenencias de DEG y a la posición de reserva con el Fondo Monetario Internacional.

Gráfico 1. Evolución de las Reservas Internacionales Netas
- diciembre del 2021 a diciembre 2022 - millones USD-



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Durante el segundo semestre del 2022, el monto de las reservas presentó un incremento de USD2346 millones, producto principalmente de: a) el desembolso del Crédito de Apoyo a la Balanza de Pagos, contratado con el Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR) por USD 1100 millones, b) las compras de divisas en Monex por parte del Banco Central realizadas con el fin de reponer las ventas efectuadas durante meses anteriores al Sector Público no Bancario y, c) el tercer desembolso del crédito concedido por el Fondo Monetario Internacional (FMI) en el marco del Servicio Ampliado por un monto equivalente a USD 269.9 millones. El incremento en las reservas internacionales vino a fortalecer el blindaje financiero del país.

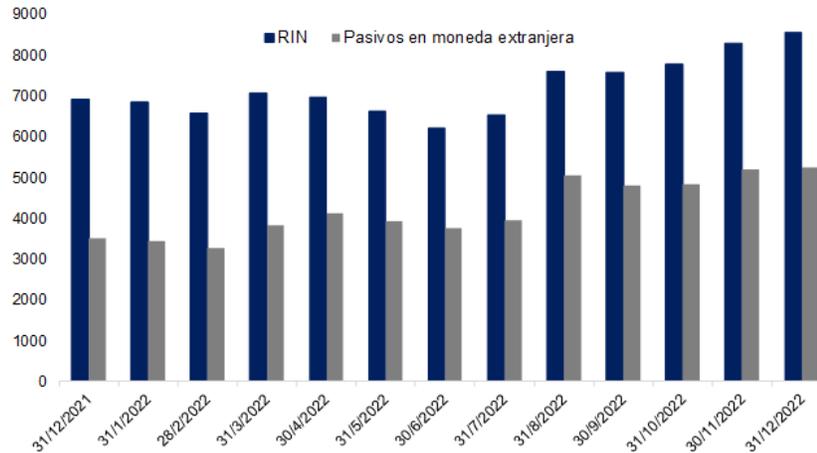
Cuadro 1. Composición de las Reservas Internacionales Netas del Banco Central de Costa Rica
junio 2022 y diciembre 2022, en millones de dólares-

| Cartera | Saldo al 30/06/2022 | Saldo al 30/12/2022 | % Reservas Netas |
|---|------------------------|------------------------|---------------------|
| RIN sin activos de reservas en FMI | 5523.10 | 7869.10 | 92.0 |
| Derechos Especiales de Giro (DEG) | 582.70 | 584.00 | 6.8 |
| Posición de reserva en el FMI (DEG) | 94.70 | 94.90 | 1.1 |
| Otros | -3.20 | 2.00 | 0.0 |
| RIN | 6197.30 | 8550.00 | 100.0 |

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Las RIN tienen como contrapartida pasivos (obligaciones con terceros) en moneda extranjera del Banco Central, entre los que se pueden mencionar depósitos de los bancos, del Gobierno, de los puestos de bolsa y empréstitos externos al Banco Central. Específicamente, al 30 de diciembre del 2022, del saldo de las RIN, el 61% tenía como contrapartida diversos pasivos en moneda extranjera (USD 5216 millones).

Gráfico 2. RIN Netas y pasivos en moneda extranjera del Banco Central de Costa Rica - diciembre 2021 a diciembre 2022, en millones de dólares-



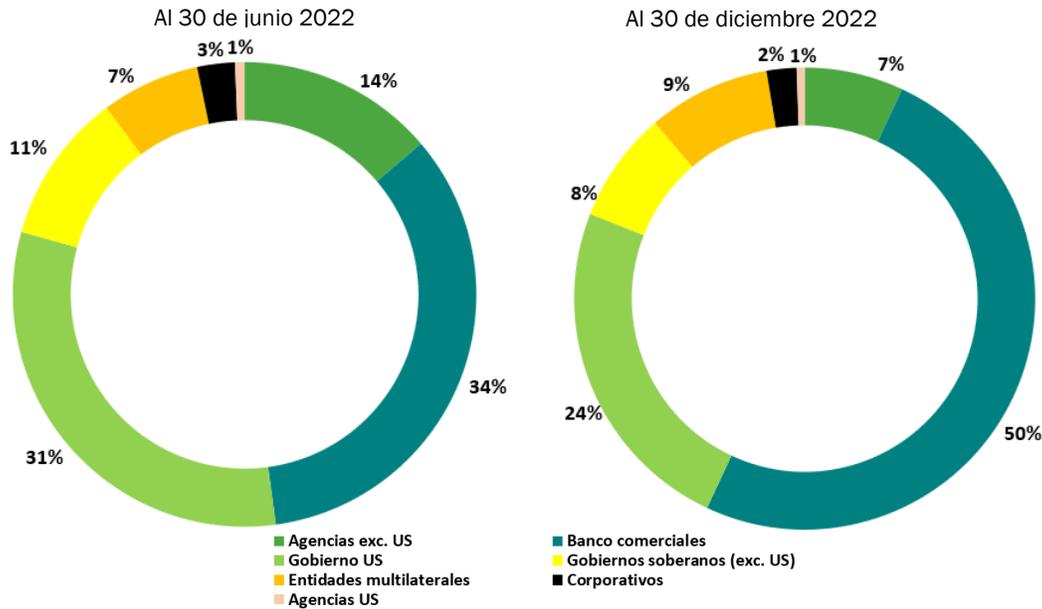
Fuente: Banco Central de Costa Rica.

III. Caracterización de las Reservas

Las reservas se invierten principalmente en: bonos emitidos por gobiernos soberanos con alto perfil crediticio, entidades financieras domiciliadas en países avanzados e instituciones multilaterales.

El aumento de reservas generó un crecimiento de la cartera de corto plazo. Ésta se invierte en su totalidad en instrumentos con un plazo menor a un año, de ahí la mayor participación relativa de dicha clase de activo dentro del portafolio total, que pasó de 34% a 50%, mientras que el peso relativo de bonos de renta fija emitidos por gobiernos de países extranjeros disminuyó de 42% a 32%. Por otra parte, el peso de bonos de renta fija emitidos por agencias, supranacionales y otras entidades oficiales pasó de 22% a 17%.

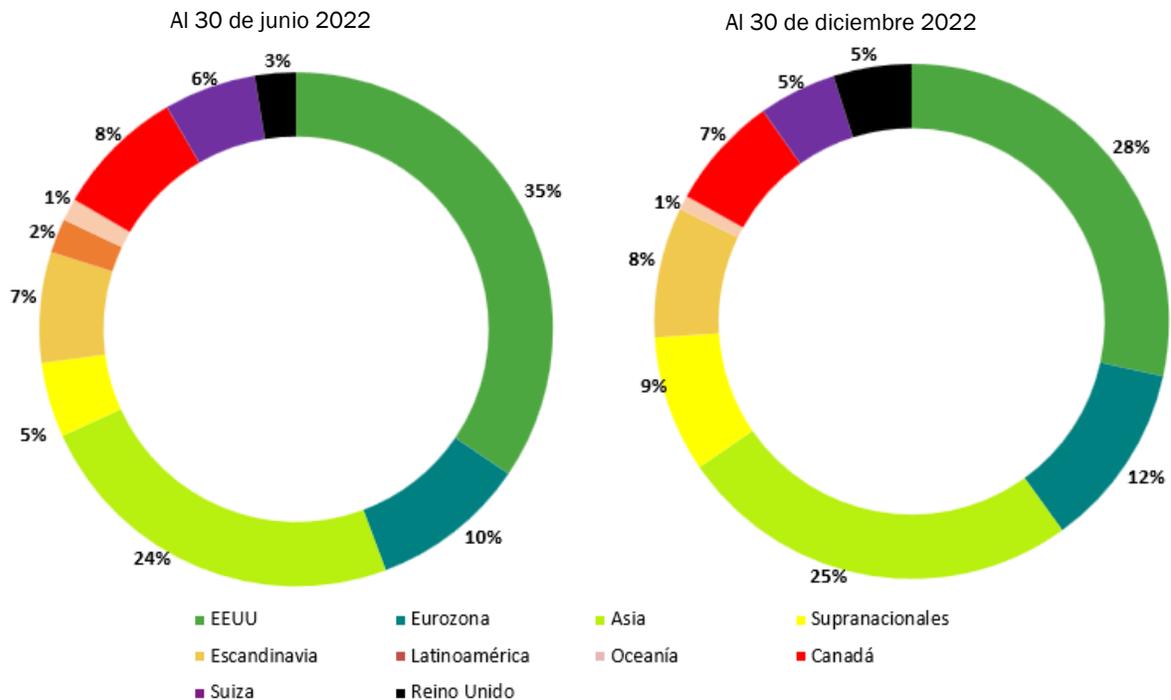
Gráfico 4. Composición de las Reservas, por sector (%)



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Los cambios de composición por tipo de instrumento, región geográfica y calificación crediticia responden a una combinación de elementos que están relacionados con las oportunidades de inversión disponibles en cada momento de tiempo y límites de inversión que sean definido con el fin de evitar concentraciones o riesgos excesivos.

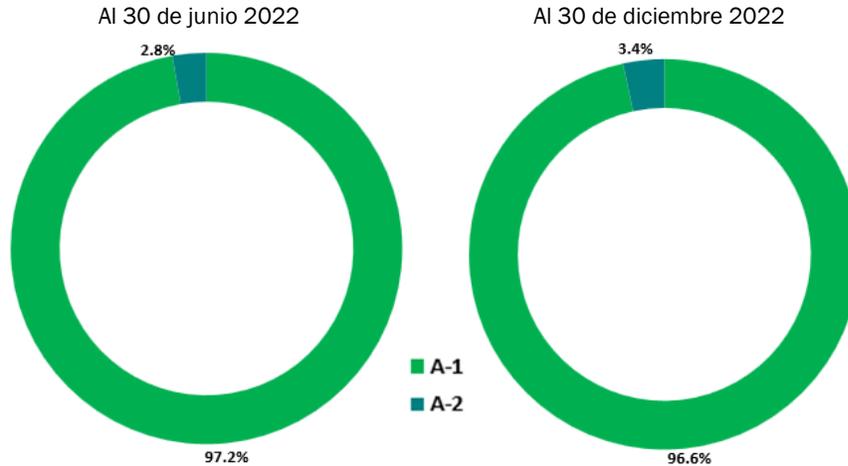
Gráfico 5. Composición de las Reservas, por región geográfica (%)



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Al cierre de diciembre 2022, el 57% de las reservas se encontraban invertidas con un plazo al vencimiento menor a 1 año, de los cuales el 96.6% contaban con la calificación más alta de corto plazo (A-1).

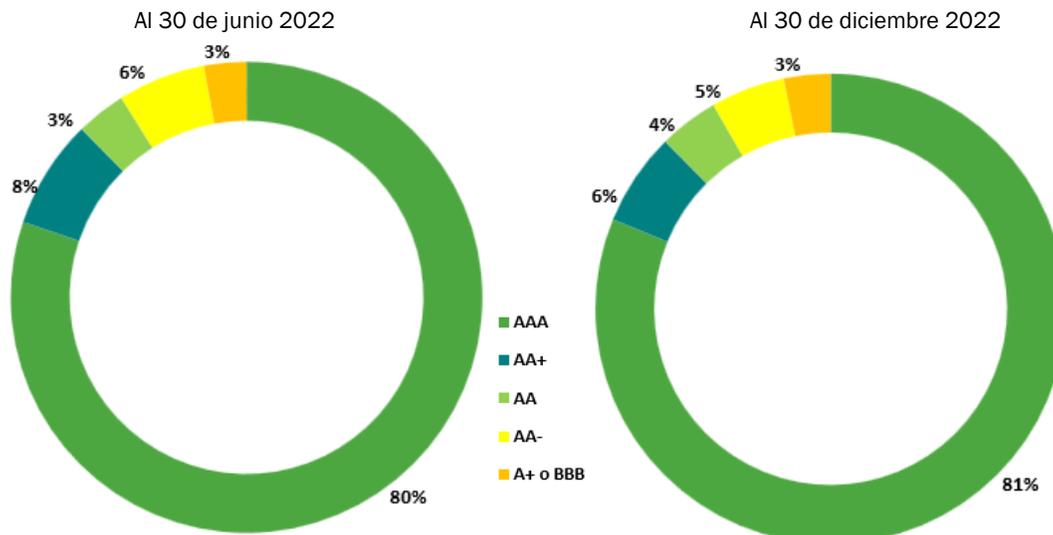
Gráfico 6. Exposición por calificación crediticia instrumentos de corto plazo (%)



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

El 43% restante de las reservas correspondieron a inversiones con plazo al vencimiento superior a un año. De éstas, el 81% estaba invertido en entidades con calificación AAA (capacidad extremadamente fuerte de cumplimiento) y un 16% con calificación AA (capacidad muy fuerte de pago).

Gráfico 7. Exposición por calificación crediticia instrumentos de largo plazo (%)



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Por moneda, al cierre del semestre, el 91.3% de las inversiones estaban colocadas en dólares de los Estados Unidos o contaban con cobertura cambiaria a dólares. Un 8.0% de las reservas estaba denominada en derechos especiales de giro y el porcentaje restante, en euros.

A partir de diciembre de 2022, el Banco Central se comprometió a efectuar una medición ambiental del impacto de los activos en los que se invierten las reservas internacionales. La medición que se utiliza es la denominada Intensidad de Carbono Promedio Ponderada (WACI, por sus siglas en inglés), recomendada para evaluar la huella de carbono de una cartera de activos, por el Grupo de Trabajo sobre Divulgaciones Financieras Relacionadas con el Clima (TCFD, por sus siglas en inglés).

La WACI es la cantidad de carbono (medido en toneladas) emitida por una actividad u organización. Para las reservas, y a través de esta medición, se analizan dos indicadores dependiendo del tipo de emisor. El primero mide la huella de carbono de las emisiones de entidades² como proporción de sus ingresos. El otro mide la huella de carbono de los instrumentos soberanos como proporción de su producto interno bruto. Estos resultados son ponderados por la participación relativa de los distintos emisores en las reservas.

Como ventajas de esta medición destacan el que se puede aplicar fácilmente en todas las clases activos, su cálculo es sencillo y permite la descomposición de la huella de carbono por emisor, de forma que es posible analizar la intensidad de carbono. Sin embargo, se reconoce la desventaja de que es una medición sensible a la capacidad de las corporaciones de ejercer su poder de mercado y que el uso de los ingresos de las corporaciones, para normalizar los datos, puede favorecer a entidades con mayor capacidad de generar ingresos, no necesariamente por tener procesos productivos más eficientes y menos contaminantes, sino que por tener mayor capacidad de ejercer su poder de mercado en relación con sus pares.

Al 31 de diciembre del 2022 la intensidad de carbono promedio ponderada para los activos en que se mantenían las reservas internacionales fue de 28,4 toneladas de CO₂e por millón de dólares de ingresos para los emisores no soberanos y de 261,6 toneladas CO₂e por millón de dólares de PIB para los emisores soberanos. En ambos segmentos, la cartera de las reservas internacionales de Costa Rica presenta una intensidad de carbono menor a la del promedio simple del universo de datos (Cuadro 2).

Cuadro 2. Intensidad media ponderada de carbono al 31 de diciembre 2022

| Segmento | Cartera [*] | Universo ^{**} |
|-----------------------|--|---|
| Emisores no soberanos | 28,4 toneladas CO ₂ e por millón de dólares de ingresos | 179,4 toneladas CO ₂ e por millón de dólares de ingresos |
| Emisores soberanos | 261,6 toneladas CO ₂ e por millón de dólares de PIB | 1129,3 toneladas CO ₂ e por millón de dólares de PIB |

^{*} Promedio ponderado por monto de la huella de carbono de los emisores en los que se mantienen las reservas.

^{**} Promedio simple del indicador para el universo de emisores existente en la información del proveedor de datos.

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de MSCI ESG Research. Cobertura: 97%.

² Cuando se trata de corporaciones esta medición contempla los gases asociados a actividades económicas directas de la empresa (sobre las que tiene control), por ejemplo, emisiones provenientes de la fabricación de bienes, así como los gases asociados a actividades indirectas, como la compra y el uso de energía que eventualmente utiliza la empresa.

IV. Rentabilidad de las Reservas

El retorno de las reservas está estrechamente ligado a la de los activos en que se invierte y al peso relativo de las distintas carteras que componen las reservas. Por las características de los plazos en los que se invierten las reservas y el hecho de que son inversiones en dólares o con cobertura al dólar, las tasas que más influyen en su retorno son la tasa a tres meses representativa de instrumentos bancarios y la tasa de los bonos del Tesoro norteamericano a 2 años. Ambas tasas están influenciadas por las tasas de la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed).

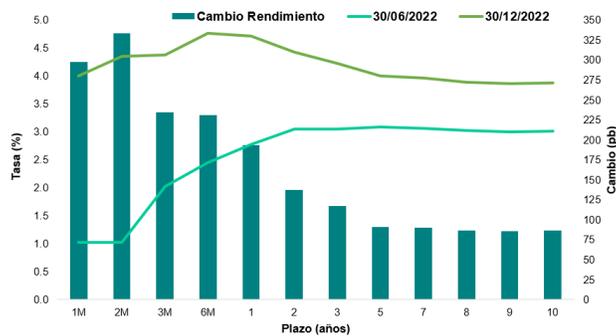
Durante el semestre el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal (FED), mostró estar fuertemente comprometido con favorecer el retorno de la inflación a su objetivo del 2%. Consistente con este marco de acción, la Reserva Federal incrementó su tasa de política monetaria en 275 p.b. durante el semestre (hasta ubicarla en un rango de 4.25-4.5%), al tiempo que redujo el ritmo de las subidas a 50 p.b.³ en su última reunión del año.

Si bien los funcionarios del banco central afirmaron que tenía sentido moderar el ritmo de los aumentos a medida que las tasas se acercaban a un nivel lo suficientemente restrictivo, advirtieron que la política monetaria seguiría siendo contractiva por algún tiempo, incluso sugiriendo nuevos incrementos en el 2023 hasta colocar la tasa de fondos federales por encima del 5%.

Como resultado del alza de tasas de interés por parte de los bancos centrales para controlar la inflación, las perspectivas de crecimiento mundial siguieron debilitándose. Al cierre de diciembre de 2022, las probabilidades de una recesión de la economía norteamericana en los próximos 12 meses eran del 65%⁴.

El retorno de las reservas durante el segundo semestre fue de 68 puntos básicos (sin anualizar), superior en más de 200 puntos básicos al observado en el primer semestre (-134 pb). El efecto en los ingresos de las mayores tasas de interés más que compensó las pérdidas por valoración observadas durante el semestre. Estas fueron menores que en el I semestre, pues el incremento en la parte media de la curva (2 años) fue de 137 p.b., en comparación con un incremento de más de 200 p.b. en el periodo anterior (gráfico 8). En el caso de las tasas de corto plazo, específicamente a un mes, se presentó un incremento de 300 p.b. que permitió que la cartera de corto plazo generara mayores ingresos por intereses.

Gráfico 8. Desplazamiento de Curva de Rendimiento de los Estados Unidos al 30 de diciembre 2022 (p.b.)



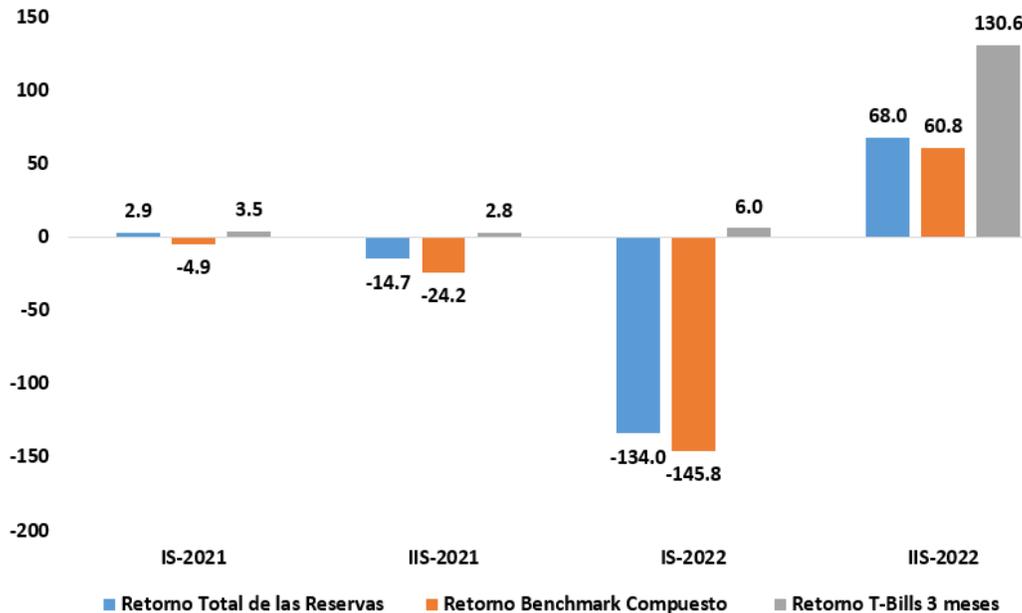
Fuente: Bloomberg.

³ En las cuatro reuniones previas (junio, julio, setiembre y noviembre) había incrementado la tasa de referencia en 75 p.b. en cada ocasión.

⁴ Pronóstico de Bloomberg Economics.

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 9. Los índices de referencia son clave en la evaluación de la gestión, ya que corresponden al rendimiento observado en el mercado para inversiones similares. En el gráfico 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.

Gráfico 9. Evolución del retorno de las Reservas 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 y Bloomberg.

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

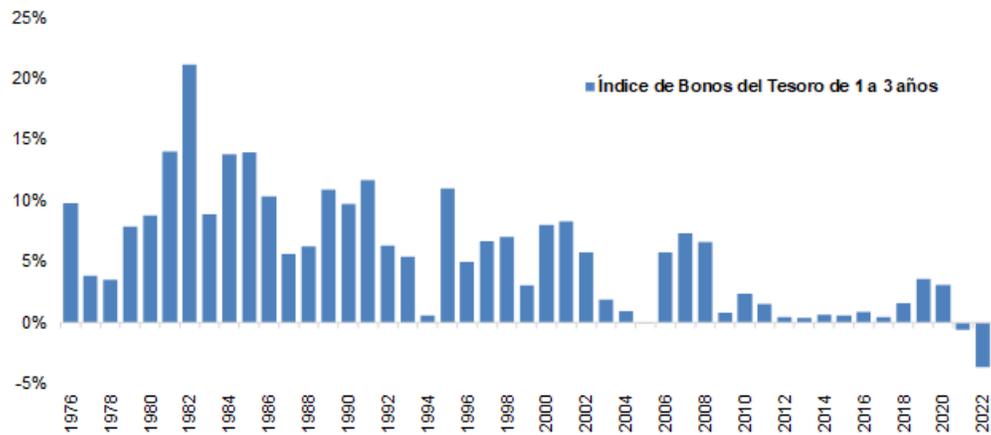
El retorno obtenido durante todo el 2022 de -0.66%, se explica por los resultados de valoración observados a lo largo del año, producto de los históricos incrementos en las tasas de interés internacionales que tuvieron repercusiones en todas las carteras. Concretamente, se pasó de tasas de interés en niveles mínimos históricos (a inicios de año) hacia niveles mucho mayores, producto de una política de normalización muy rápida y fuerte por parte de la Reserva Federal (Fed), presionada por el aumento en los niveles de inflación y apoyada en la fortaleza del mercado laboral. De forma coherente con esto, los títulos del Tesoro de Estados Unidos con vencimiento entre uno y tres años presentaron el más bajo rendimiento interanual desde que se dispone de información, que es la década de los años 70 (ver gráfico 10).

Pese a lo observado, la expectativa sobre el retorno de las reservas para los próximos meses se mantiene positiva por los siguientes elementos:

- Los mayores niveles de tasas de interés, observados al finalizar el 2022, son muy positivos para inversionistas que, de forma consistente, mantienen sus estrategias en el largo plazo, pues poco a poco se van a reflejar los mayores ingresos por intereses.

- El escenario que se tenía hace un año era de tasas históricamente bajas. Al presentarse el aumento en las tasas de interés, los escenarios de rentabilidad en adelante son positivos. Es de esperar que, con el aumento experimentado en el 2022, el retorno acumulado para el año 2023 sea superior al 4%, ceteris paribus, lo que compensará el valor negativo del año 2022.

Gráfico 10. Retorno anual de índice de bonos del Tesoro de EE.UU. con vencimientos entre 1 y 3 años



Fuente: Bloomberg.

Anexo: Aspectos legales y operativos de la gestión de las reservas internacionales

I. Introducción

El objetivo de este anexo es brindar un marco general sobre los principales elementos involucrados en la gestión de las Reservas Internacionales por parte del Banco Central de Costa Rica y, de esta forma, facilitar la comprensión de los resultados que se presentan en el Informe Semestral de Reservas Internacionales.

II. Propósito de mantener reservas

Según las Directrices para la Gestión de Reservas en Moneda Extranjera (FMI, 2001), las reservas son activos oficiales externos disponibles para respaldar una variedad de objetivos. En el caso de Costa Rica, destacan los siguientes:

- Brindar soporte a la política monetaria e intervenir en apoyo de la moneda del país y su estabilidad. Las reservas son necesarias para intervenir en el mercado cambiario, con el fin de “suavizar las fluctuaciones en el tipo de cambio e impedir alteraciones excesivas y sobrerreacción” (BIS, 2011). En este sentido, se garantiza la sostenibilidad de un régimen cambiario flexible, particularmente en un contexto de dolarización financiera como el de Costa Rica.
- Limitar la vulnerabilidad externa, manteniendo la liquidez en moneda extranjera para absorber perturbaciones en períodos de crisis o cuando el acceso al financiamiento esté limitado. En este sentido las reservas son un mecanismo de protección para hacer frente a eventos de tensión en los mercados internacionales.
- Ayudar en la calificación de la deuda soberana. Los indicadores de reservas (por ejemplo, reservas/deuda externa, reservas/importaciones, o el indicador de reservas adecuadas desarrollado por el Fondo Monetario Internacional) son importantes a la hora que una agencia brinda su calificación al país. Las reservas generan confianza entre los agentes económicos, residentes y no residentes, tales como calificadoras de riesgos y acreedores.
- Mostrar que la moneda nacional está respaldada por activos externos.
- Contribuir a mantener la estabilidad del sistema financiero.

Cabe señalar que, a pesar de los anteriores beneficios relacionados con la acumulación de reservas, existen una serie de costos asociados a su tenencia, que el Banco Central de Costa Rica considera para determinar el monto adecuado. Generalmente, el retorno de los activos en que se invierten las reservas es menor que el costo de los pasivos que las financian, debido a

diferencias en el riesgo, liquidez, madurez y denominación de los instrumentos. Estas diferencias tienden a afectar negativamente el resultado financiero del Banco Central y constituyen además fuentes de riesgo para su balance (Banco Central de Chile, 2006). Desde esta perspectiva, las reservas deben ser vistas como un seguro que el país paga con el fin de tener los beneficios citados anteriormente y deben ser gestionadas con prácticas que minimicen los riesgos y costos de tenerlas.

Con el objetivo de alcanzar los mencionados beneficios relacionados con la acumulación de reservas, el Banco Central de Costa Rica dispone de un marco normativo y organizacional que establece claramente las responsabilidades y funciones de los departamentos involucrados en su gestión, lo cual asegura que las reservas se administran eficientemente y conforme a las necesidades del país. En la siguiente sección se presenta con detalle este marco institucional.

III. Marco normativo y organizacional

De conformidad con lo establecido en la “Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica”, Ley 7558, del 27 de noviembre de 1995, el Banco Central de Costa Rica tiene como uno de sus objetivos subsidiarios “velar por el buen uso de las reservas monetarias internacionales de la Nación para el logro de la estabilidad económica general” (Artículo 2). En relación con este mandato, le compete al Banco Central “la custodia y la administración de las reservas monetarias internacionales de la Nación” (Artículo 3).

De forma congruente con ese mandato legal, las Políticas para la Gestión de las Reservas Internacionales, emitidas por la Junta Directiva del Banco Central Costa Rica⁵, establecen las monedas, tipos de activos y entidades en que se pueden invertir estos activos. El propósito de estas Políticas es minimizar la exposición de las reservas a los distintos tipos de riesgos financieros (riesgo de mercado, de crédito, de liquidez, cambiario).

Además, en las Políticas se delimitan, a nivel institucional, las funciones de las distintas áreas y cuerpos colegiados que participan del proceso de administración de reservas y en el monitoreo de esta actividad.

En el nivel superior se encuentra la Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica, la cual tiene las siguientes funciones relacionadas con el manejo de las reservas:

1. Aprobar la estructura de gobierno, funciones y objetivos para la administración de las reservas internacionales.
2. Vigilar que exista una adecuada segregación de funciones.
3. Aprobar el rango de reservas adecuadas.
4. Aprobar los posibles usos de reservas.
5. Aprobar la tolerancia al riesgo.
6. Aprobar las monedas de inversión.
7. Aprobar las categorías de activos.

⁵ Las Políticas Generales para la Administración de las Reservas Monetarias Internacionales vigentes pueden ser consultadas en la página web del Banco Central de Costa Rica, en la sección Publicaciones.

8. Aprobar calificaciones crediticias mínimas.
9. Aprobar la estrategia de inversión (rangos por categorías de activos).
10. Aprobar criterios generales para la selección de emisores y contrapartes.

En un segundo nivel se encuentra el Comité de Reservas, el cual es el cuerpo colegiado encargado de definir la asignación de activos mediante la selección de índices de referencia, los desvíos con respecto a los índices y el porcentaje de activos altamente líquidos en los que deben mantenerse las reservas. Este comité está integrado por el Gerente del Banco Central, el Director de la División Gestión de Activos y Pasivos y el Director de la División Económica.

La Gerencia por su parte es la encargada de aprobar los criterios específicos para la selección de emisores y contrapartes.

La División Gestión de Activos y Pasivos (DGAP) se encarga de realizar la operativa diaria de la administración de las reservas. Para cumplir con estas funciones, cuenta con dos departamentos que funcionan de forma independiente entre sí y tienen tareas totalmente delimitadas en el proceso de inversión:

- Departamento de Administración de Reservas. Es el encargado de dar seguimiento a los mercados financieros internacionales y de efectuar la negociación de depósitos y valores en el exterior, según los parámetros establecidos por las instancias superiores.
- Departamento Análisis de Mercados. Se encarga de dar seguimiento, desde una función de primera línea de defensa, a los indicadores de gestión y de medir el retorno de las inversiones, así como de efectuar propuestas tendientes a mejorar la gestión de las reservas.

Adicionalmente, el Departamento de Pagos y Cobros, adscrito a la División de Servicios Compartidos, es el encargado de efectuar las labores de verificación, confirmación, registro, liquidación, conciliación y control de las inversiones en que se mantienen las reservas.

Finalmente, cabe señalar el papel del Departamento de Gestión Integral de Riesgos, en su rol de segunda línea de defensa, quien responde directamente a la Junta Directiva y reporta sobre el cumplimiento de la tolerancia al riesgo financiero y los indicadores de riesgos. La Auditoría Interna ejerce un rol de tercera línea de defensa y por último a la Auditoría Externa, corresponde a la cuarta y última línea de defensa. Estas dos últimas, realizan en forma periódica evaluaciones con el propósito de verificar que la administración de reservas se realice dentro del marco legal y de control interno aplicable.

IV. Gestión de reservas

Objetivos Generales

Los objetivos fundamentales de la gestión de las Reservas Internacionales en poder del Banco Central de Costa Rica son: a) mantener un monto adecuado de liquidez, b) procurar la preservación de capital y c) sujeto al cumplimiento de los dos objetivos anteriores, obtener el

mayor rendimiento posible en el mediano y largo plazo, observando una prudente administración de los riesgos financieros y operativos.

Para cumplir con los anteriores objetivos de la administración de los activos externos, las reservas se han dividido en distintas carteras con objetivos específicos según se describe a continuación.

Características de las carteras

Las Reservas Internacionales del Banco Central se gestionan en cuatro carteras constituidas por inversiones en activos denominados en dólares y una quinta cartera cuyos activos están denominados en euros. Los objetivos, instrumentos elegibles y plazos máximos de inversión de estas carteras son los siguientes:

Carteras denominadas en dólares

- Cartera de Liquidez en dólares:

Su objetivo es solventar las necesidades de caja del Banco Central de Costa Rica y contribuir a la normal realización de pagos al exterior.

Esta cartera está concentrada en instrumentos de corto plazo: certificados de depósito, papel comercial y depósitos bancarios con un plazo máximo de 3 meses. Además, se invierte en letras, notas de descuento y otros instrumentos, emitidos por gobiernos, agencias gubernamentales y entidades multilaterales con un plazo máximo de 1 año.

- Cartera de bonos en dólares:

A esta cartera se destinan aquellos recursos cuya utilización no se prevé efectuar en el corto plazo. Su objetivo es contribuir a incrementar el rendimiento de las reservas, dentro de los niveles de riesgo tolerables definidos en las Políticas de Administración de Reservas. La cartera se mantiene invertida en instrumentos que cuentan con mercados secundarios altamente líquidos lo que permitiría, en caso de una necesidad extrema, absorber requerimientos extraordinarios de liquidez.

Esta cartera puede ser invertida en los siguientes instrumentos: bonos gubernamentales, valores de deuda emitidos por agencias gubernamentales y entidades oficiales o emisiones bancarias garantizadas por gobiernos, depósitos y bonos emitidos por entidades supranacionales o multilaterales y contratos de futuros cuyo subyacente sea las tasas de interés SOFR o los bonos del tesoro de Estados Unidos.

El plazo máximo de inversión para las obligaciones emitidas por gobiernos soberanos, agencias gubernamentales y entidades multilaterales es de 30 años.

- Cartera de bonos corporativos:

El objetivo de esta cartera es contribuir a incrementar el rendimiento de las reservas y mejorar la diversificación de la cartera. Esta cartera, es administrada por gestores externos.

Esta cartera puede ser invertida en los siguientes instrumentos: bonos emitidos por entidades no financieras del exterior.

El plazo máximo de inversión para las obligaciones emitidas por entidades no financieras del exterior es de 10 años.

- Cartera de bonos soberanos con cobertura cambiaria:

El objetivo de esta cartera es contribuir a incrementar el rendimiento de las reservas y mejorar la diversificación de la cartera. Esta cartera, es administrada por gestores externos.

A diferencia de las carteras antes mencionadas, busca ser invertida en instrumentos denominados en monedas distintas al dólar requiriéndose, sin embargo, que se adquieran coberturas cambiarias contra dicha moneda.

Específicamente, se invierte en los siguientes instrumentos: de corto plazo (certificados de depósito a plazo (CDs) y euro certificados de depósito a plazo (ECD), euro papel comercial (ECP), depósitos bancarios a la vista y a plazo), de largo plazo (bonos, notas y otros instrumentos de deuda incluyendo instrumentos de descuento), contratos “forward” sobre tipos de cambio y contratos de futuros cuyo subyacentes sean los bonos soberanos.

El plazo máximo al vencimiento para los instrumentos de corto plazo es de 1 año y de 30 años para los instrumentos de largo plazo. Los contratos “forward” tienen un plazo máximo de 3 meses y se adquieren para evitar la exposición al riesgo cambiario.

Cartera denominada en Euros

- Cartera liquidez en euros:

El objetivo de esta cartera es gestionar los saldos mantenidos en euros por las entidades financieras nacionales en el Banco Central de Costa Rica. Esta cartera representa una proporción muy pequeña de las reservas (menos de un 1%) y puede ser invertida en notas de descuento e instrumentos de corto plazo negociables emitidos por gobiernos soberanos, agencias gubernamentales y entidades multilaterales con un plazo máximo de 1 año. Además, se puede invertir en certificados de depósito, depósitos bancarios y papel comercial con un vencimiento máximo de 3 meses.

Índices de referencia

Un índice de referencia (*benchmark*) es una cartera nociónal creada para disponer de un punto de comparación contra el cual se puede confrontar el rendimiento y riesgo de una cartera de inversión. Se compone de una canasta de activos con ponderaciones predeterminadas de acuerdo con un grupo de reglas claramente establecidas. El índice permite evaluar los resultados de las decisiones del gestor y fomentar la rendición de cuentas (FMI, 2001).

El Comité de Reservas tiene entre sus funciones definir los índices de referencia de las carteras en que se invierten las reservas. En la medida en que se invierta en instrumentos de inversión similares a los que componen los índices de referencia, se espera que las carteras obtengan retornos similares a los de esos índices.

Aun así, existe la posibilidad de generar retornos en exceso sobre el *benchmark* si se siguen determinadas estrategias de inversión dentro de parámetros de riesgo previamente definidos.

A estos retornos se les llama retorno en exceso acumulado sobre el índice de referencia (REA) y corresponden a la diferencia entre el retorno acumulado de la cartera y el retorno acumulado del *benchmark*.

Cabe señalar que los índices de referencia no se ajustan o cambian ante factores transitorios, ni reflejan expectativas de mercado de corto plazo. Sin embargo, estos índices se analizan periódicamente para conocer si son apropiados, según las condiciones de mercado previstas en el mediano plazo. La adopción de índices de referencia es una práctica bien conocida en los mercados internacionales, que confiere disciplina a las tareas de inversión (FMI, 2001). En el siguiente cuadro se presentan los índices de referencia utilizados por el Banco Central de Costa Rica en la gestión de las reservas.

Cuadro 3. Índices de referencia de las carteras

| Moneda | Índice | Especificaciones |
|---------|----------------------|---|
| Dólares | Corto plazo | Tasas bancarias con un plazo promedio de un mes. |
| Dólares | Tesoro de EE.UU. 1-3 | Bonos del Tesoro de los Estados Unidos con plazo al vencimiento entre 1 y 3 años. |
| Dólares | Corporativos 1-3 | Bonos Corporativos con calificación entre A- y AAA y plazo al vencimiento entre 1 y 3 años, excluyendo sector financiero. |
| Dólares | Soberanos global 1-3 | Bonos soberanos globales con plazo al vencimiento entre uno y tres años, de los gobiernos de Australia, Canadá, Singapur y Noruega, en las proporciones: 18%, 6%, 39% y 36%, respectivamente, con cobertura al dólar. |

Fuente: Departamento Análisis de Mercados.

V. Glosario⁶

Contratos *forward* de tipo de cambio

En un *forward* de tipo de cambio, el comprador acepta comprar al vendedor un monto específico de una divisa extranjera, para liquidación a una fecha futura, a un tipo de cambio acordado entre las partes en la fecha de negociación.

Depósitos *Overnight*

Depósitos a un día plazo.

Derechos especiales de giro (DEG)

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 cinco monedas internacionales y sirven como unidad de cuenta del FMI y otros organismos internacionales.

Retorno en Exceso Acumulado (REA)

Retorno en exceso acumulado sobre el índice de referencia.

⁶ Estas definiciones pretenden contribuir a la comprensión general de los conceptos utilizados en el documento, sin agotar su alcance.

VI. Bibliografía

Banco Central de Chile. (2019). *“Gestión de Reservas Internacionales del Banco Central de Chile”*. Santiago, Chile.

Banco de la República. (2011). *“Administración de las Reservas Internacionales”*. Bogotá, Colombia.

Banco Internacional de Pagos, BIS. (2009). *“El buen gobierno en bancos centrales”*. Informe elaborado por el Central Bank Governance Group.

Fabozzi, Frank. (2004). *“Fixed income analysis”*. Segunda Edición. CFA Institute.

Fondo Monetario Internacional. (2009). *“Manual de Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional”*. Sexta Edición. Washington, D.C.

Fondo Monetario Internacional. (2014). *“Revised Guidelines for Foreign Exchange Reserve Management”*. Washington, D.C.