

## FONDO DE INGRESO CERRADO DÓLARES NO DIVERSIFICADO<sup>1</sup> SCR AA+3 (CR)

Informe del 01 de octubre al 31 de diciembre del 2018

DESCRIPCIÓN DEL FONDO	
Objetivo del fondo	Fondo de ingreso diseñado para inversionistas que desean invertir su capital en un horizonte de mediano a largo plazo y recibir a la vez un ingreso periódico adicional con el fin de ver incrementadas sus posibilidades de gasto o de inversión en periodos futuros. Ideal para inversionistas que no buscan liquidez en sus inversiones.
Tipo de fondo	Fondo cerrado, de ingreso, paga dividendos trimestralmente los 1eros días hábiles de marzo, junio, septiembre y diciembre. Cartera no especializada en sector ni moneda, no seriado, de renta fija.
Moneda de suscripción y reembolso de las participaciones	Dólares
Fecha de inicio de operaciones	11 de octubre de 2004
Emisión autorizada	\$100,000,000.00 (Representado por 100,000,000 títulos de participación con un valor nominal de \$1 cada una)
Emisión colocada	56,366,255 de participaciones (al 31/12/2018)
Inversión mínima y saldo mínimo de permanencia	5,000 participaciones
Valor de la participación facial	\$1.00
Valor de la participación contable	94.17% (resultado de la cartera valorada a mercado al 31/12/2018)
Valor de la participación en mercado secundario	94.00% (al 13/12/2018)
Plazo recomendado de permanencia	1 año
Fecha de vencimiento	No tiene fecha de vencimiento
Calificación del fondo	SCR AA+ 3 (CR): La calificación de riesgo scr AA (CR) se otorga a aquellos fondos cuya: "calidad y diversificación de los activos del fondo, la capacidad para la generación de flujos, las fortalezas y debilidades de la administración, presentan una alta probabilidad de cumplir con sus objetivos de inversión, teniendo una buena gestión para limitar su exposición al riesgo por factores inherentes a los activos del fondo y los relacionados con su entorno. Nivel muy bueno." Con relación al riesgo de mercado la categoría 3 identifica aquellos fondos con "Alta sensibilidad a condiciones cambiantes en el mercado". Los fondos de inversión en la categoría 3, se consideran con una alta sensibilidad a condiciones cambiantes en el mercado. Es de esperar que el fondo presente una variabilidad significativa a través de cambios en los escenarios de mercado, además de una alta exposición a los riesgos del mercado al que pertenecen de acuerdo con la naturaleza del fondo. Las calificaciones "scr AA (CR)" a "scr C (CR)" pueden ser modificadas por la adición del signo positivo (+) o negativo (-) para indicar la posición relativa dentro de las diferentes categorías.
Calificadora de riesgo	Sociedad Calificadora de Riesgo Centroamericana, S.A.
Custodio	Mercado de Valores de Costa Rica, Puesto de Bolsa.

RENDIMIENTOS ANUALES*	
2013	4.60%
2014	4.61%
2015	4.64%
2016	4.64%
2017	4.61%
2018	4.92%

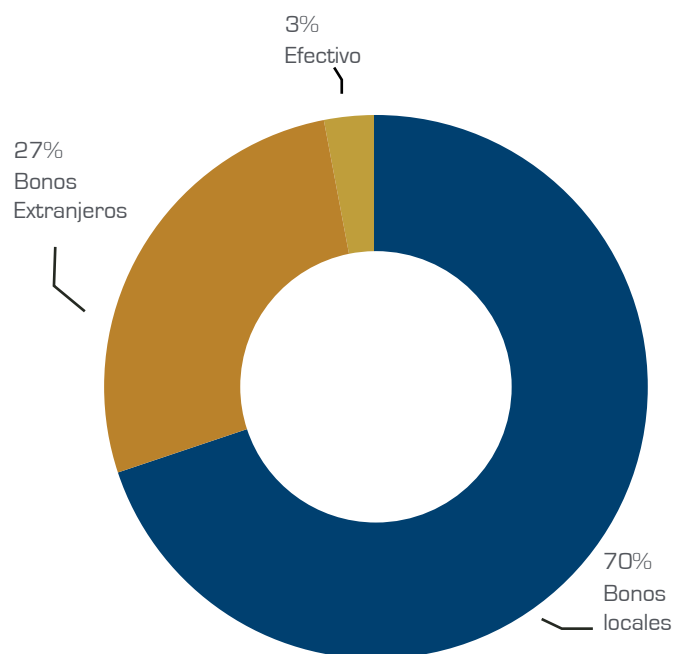
\*Rendimiento líquido últimos 12 meses al cierre de diciembre.

"Los rendimientos producidos en el pasado no garantizan un rendimiento similar en el futuro."

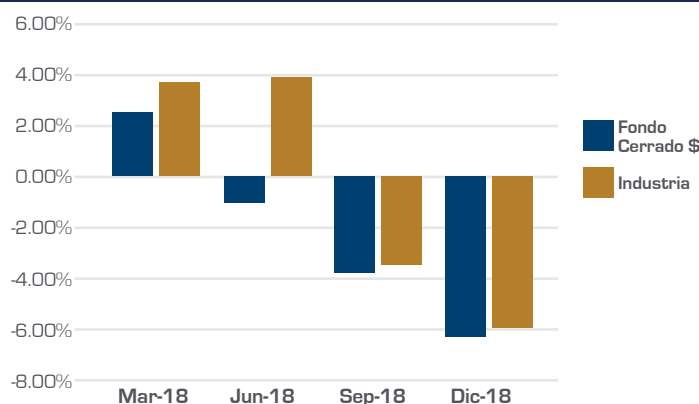
RENDIMIENTOS ÚLTIMOS 12 MESES AL 31/12/2018		
	Fondo Ingreso Cerrado \$	Promedio Industria
Rendimiento total	-6.17%	-5.88%
Rendimiento mercado secundario	-6.26%	n/a

"Los rendimientos producidos en el pasado no garantizan un rendimiento similar en el futuro."

### COMPOSICIÓN POR INSTRUMENTO AL 31/12/2018



### RENDIMIENTOS TOTALES ÚLTIMOS 12 MESES



### COMPOSICIÓN DE LA CARTERA POR EMISOR

Emisor	Al 30/09/2018		Al 31/12/2018	
	Activo Total	%	Activo Total	%
G	\$ 36,911,018	64%	\$ 34,709,358	63%
ICE	\$ 17,016,507	30%	\$ 15,681,963	28%
RECOPE	\$ 1,823,400	3%	\$ 1,779,450	3%
BNCR	\$ 1,427,742	2%	\$ 1,342,402	2%
Efectivo	\$ 303,474	1%	\$ 1,662,632	3%
<b>Total</b>	<b>\$ 57,482,141</b>	<b>100%</b>	<b>\$ 55,175,804</b>	<b>100%</b>

## FONDO DE INGRESO CERRADO DÓLARES NO DIVERSIFICADO<sup>1</sup> SCR AA+3 (CR)

Informe del 01 de octubre al 31 de diciembre del 2018

BENEFICIOS DISTRIBUIDOS* AL 31/12/2018	
FECHA	MONTO
01/09/17	\$1.15
01/12/17	\$1.16
01/03/18	\$1.16
01/06/18	\$1.17
01/09/18	\$1.25
01/12/18	\$1.26

\*Beneficios distribuidos por participación últimos seis trimestres.

"Los rendimientos producidos en el pasado no garantizan un rendimiento similar en el futuro."

MEDIDAS DE RIESGO			
	Al 30/09/2018	Al 31/12/2018	Promedio Industria Al 31/12/2018
Duración modificada	4.08	4.08	4.09
% Endeudamiento	4.33%	3.80%	3.73%
Desv estándar*	0.13	0.15	0.90

\*Rendimientos últimos 12 meses.

FONDO EN BREVE AL 31/12/2018	
Tipo	Cerrado
Clasificación	Ingreso
Sector	No especializado
Mercado	Nacional
Activo neto total	\$53,081,179
Relación de participaciones negociadas*	30.19%

\*Último año.

COMISIÓN DE ADMINISTRACIÓN AL 31/12/2018	
Fondo Ingreso Cerrado \$	Promedio Industria
2.25%	2.21%

### RIESGOS ASOCIADOS AL FONDO

- Riesgo de no pago: riesgo por la posibilidad de incumplimiento de un emisor.
- Riesgo de liquidez de los valores: la liquidez para la redención de las participaciones dependerá de la facilidad para negociarlas en el mercado secundario.
- Riesgo de mercado: riesgo relacionado con las variables exógenas que afectan a un mercado.
- Riesgo de variaciones en las tasas de interés: lo que tendería a variar el rendimiento del fondo.
- Riesgo por recompras: por las fluctuaciones en el precio de mercado de los títulos valores otorgados en garantía.
- Riesgo por conflicto de interés: Término que se deriva de la existencia paralela de intereses o deberes que se oponen sobre los intereses de los inversionistas del fondo y que eventualmente pueden influir sobre la toma de decisiones, tanto a nivel de directores, gerentes, asesores, gestores o funcionarios de Multifondos o de empresas relacionadas al Grupo Financiero Mercado de Valores. En la página web del Grupo [www.mvalores.fi.cr](http://www.mvalores.fi.cr) puede consultar las políticas sobre el manejo de conflictos de interés y normas éticas, en las que se definen las reglas y estándares de conducta establecidos en estos casos.

### COMENTARIOS DE LA ADMINISTRACIÓN

A diciembre de 2018, el fondo Cerrado Dólares obtuvo una rentabilidad líquida para los últimos doce meses de 4.92% y un rendimiento de -6.26 a partir de los precios de negociación en el mercado secundario, dado su ajuste a la baja. Durante el año, se presentó un aumento generalizado y sostenido en las tasas de interés del mercado, producto de la mayor demanda de recursos financieros por parte del Ministerio de Hacienda y el cambio en la percepción de riesgo país para Costa Rica, tanto en el mercado local como internacional. Para el portafolio del fondo, conformado 100% en instrumentos de renta fija del sector público costarricense, el ajuste en las tasas implicó una disminución de la valoración del fondo a precios de mercado. Durante el año no se realizaron colocaciones de participaciones en mercado primario; en el mercado secundario, el nivel de bursatilidad de las participaciones se mantuvo alto, con un promedio de negociación equivalente al 30% del activo neto del fondo. La cartera presenta cambios importantes en su distribución entre bonos de deuda externa e interna en comparación con diciembre del 2017, como resultado de la venta de posiciones importantes de instrumentos del mercado internacional, y compra de bonos del mercado local con mejor rendimiento para el fondo. Los principales emisores en los cuales se mantienen posiciones son el Gobierno de Costa Rica (63%) y el ICE (28%). En cumplimiento de disposiciones regulatorias vigentes, los instrumentos que conforman los portafolios de los fondos de inversión deben ser valorados diariamente a precios de mercado. Al cierre del trimestre, el precio de la participación del fondo Cerrado Dólares producto de esta valoración es de 94.17%, según se indica en el presente informe, en la sección "Descripción del Fondo / Valor de la participación contable". Así mismo, en la información reflejada en los estados de cuenta se muestra al inversionista dos precios a los que son valoradas las inversiones en los fondos. El primero llamado "precio a costo" se genera de la amortización de las primas y descuentos a los que fueron adquiridos los diferentes instrumentos que componen la cartera, excluyendo las pérdidas o ganancias de la valoración a mercado de los activos; a diciembre 2018 este valor se ubica en 100.48%. El que se indica como "precio a mercado" es el que incluye el proveedor de precios en el vector, el cual, de acuerdo con su metodología, toma como insumo los precios y volúmenes de las compras y ventas de participaciones que se transan en el mercado secundario, este precio al final del mes fue de 94%. El fondo tiene un nivel de apalancamiento bajo de 4.33% del total de la cartera, frente a un límite máximo de endeudamiento de 10% permitido a nivel de política de inversión. Como parte de la gestión del fondo se administran los límites de riesgo, aprobados por la administración, en cuanto a duración y duración modificada de la cartera, adicionalmente se da seguimiento a los principales indicadores económicos de los emisores e instrumentos del portafolio.

En el año 2019 continúa el reto para la industria de los fondos de inversión, dado el complejo entorno macroeconómico: lento crecimiento económico consecuencia de la pérdida de dinamismo de los sectores productivos de comercio, servicios financieros y manufactura; expectativas de incremento de las tasas de interés, depreciación del tipo de cambio, y niveles de desempleo más altos. La aprobación de la Ley de Fortalecimiento de las Finanzas Públicas y la captación significativa de recursos efectuada por el Ministerio de Hacienda al cierre del 2018, dieron un respiro al mercado bursátil y tranquilidad momentánea al ambiente económico. Sin embargo, la persistencia del deterioro en el resultado financiero del Gobierno ante la ausencia de reformas estructurales permanentes en el sector público, mantienen la incertidumbre sobre las expectativas del entorno económico y político del país. En el contexto internacional, se espera un mercado financiero con alta volatilidad en los indicadores y precios de los activos financieros, ante la mayor incertidumbre en el panorama económico, consecuencia de: la moderación del crecimiento económico de Europa y Estados Unidos, la desaceleración global cada vez más evidente, los efectos de la guerra comercial entre las grandes potencias económicas de Estados Unidos y China.

En la página 29 hemos incluido un amplio comentario económico, con una revisión de las principales variables y resultados del entorno local e internacional del año 2018.

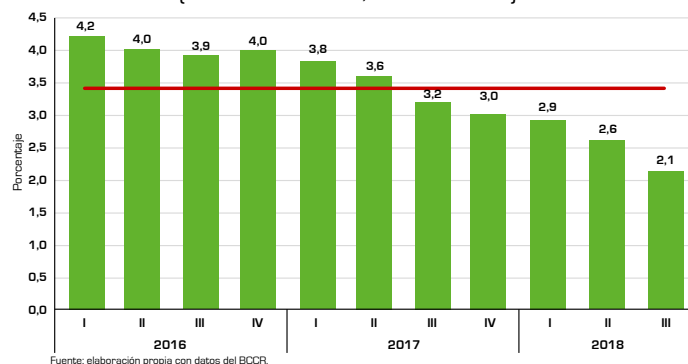
## COMENTARIO ECONÓMICO REVISIÓN DEL ENTORNO LOCAL E INTERNACIONAL

### ENTORNO NACIONAL

#### Sector Real

La tendencia de la actividad económica costarricense continúa a la baja, comportamiento que se presenta desde finales del 2016. Los últimos datos del Producto Interno Bruto (PIB) para el III trimestre, evidencia claramente la falta de dinamismo.

**Producto Interno Bruto Real Trimestral**  
(variación interanual;tendencia ciclo)



Precisamente, las perspectivas apuntan a que el país no alcanzará el crecimiento anual proyectado por el Banco Central de Costa Rica (BCCR), el cual corresponde a un 3.2%. Lo anterior, lo confirma el Fondo Monetario Internacional ente que, en su última visita realizada a inicios del mes de diciembre, proyectó que el crecimiento nacional se ubicaría en 2.6% al culminar este año.

Para el tercer cuarto del año 2018, la economía costarricense continuó con su enfriamiento al presentar una variación interanual de su PIB trimestral en su medición de la tendencia ciclo de 2.1%. Este nivel representa una aceleración de -0.5 puntos porcentuales respecto al trimestre anterior y de -1.1 puntos porcentuales si se compara con el mismo periodo de 2017. Según la vía del gasto, el consumo de los hogares aumentó 2.1%. Si bien es cierto esto es una variación positiva, el nivel se encuentra por debajo del que se alcanzó en el 2017 y mantiene la tendencia a la desaceleración. Lo anterior, coincide con el Índice de Confianza del Consumidor y el Índice de Expectativas Económicas pues ambos, reflejan una caída durante todo este 2018, pasando de 39.7 y 38.4, en su cierre de 2017, a 28.2 y 28.6, en noviembre de este año.

A lo señalado anteriormente, se debe sumar la caída en el crecimiento del crédito, así como el deterioro en los términos de intercambio que han disminuido el ingreso disponible para consumo.

Por otra parte, el gasto del Gobierno también creció a menor ritmo lo cual es coherente con el propósito que se plantearon de reducir los costos. Asimismo, la formación bruta de capital fijo se recuperó llegando a una variación de 1.1%, esto de la mano con el dinamismo de que ha tenido la construcción en los últimos meses.

#### Sector Externo

Para el III trimestre de 2018, Costa Rica mantuvo una cuenta corriente deficitaria en la que hubo una salida por \$343 millones. El déficit se redujo respecto a 2017, por una menor diferencia en el balance de bienes al crecer las exportaciones un 6.6%, mientras las importaciones aumentaron un 3.4%.

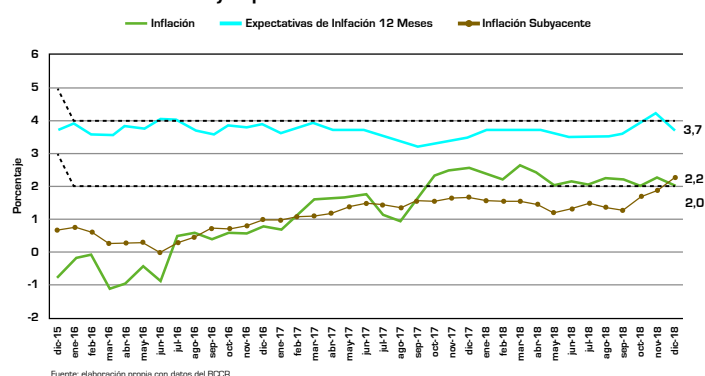
La mayor parte del crecimiento del valor de las compras al exterior se dio por la subida en el precio de los hidrocarburos, mientras que su volumen se estancó.

A lo anterior se suma un menor déficit de ingreso primario que se dio por una mayor entrada al país de rentas de inversión e intereses de depósitos en el exterior.

En cuanto a la cuenta financiera, esta presentó una salida de capitales por \$361 millones que fue ocasionado, según el BCCR, por la cancelación de pasivos en el exterior por parte de otras sociedades de depósito del sector público (OSD). Mientras tanto, el sector privado aumentó sus pasivos por concepto de depósitos de no residentes. Por otro lado, el déficit comercial continúa financiándose a través de Inversión Extranjera Directa la cual se ubicó en \$411 millones. El diferencial entre la cuenta financiera y la cuenta corriente provocó una desacumulación de reservas monetarias internacionales por \$581 millones

#### Sector Monetario

**Inflación y Expectativas de Inflación a 12 Meses**



Con respecto a la inflación, esta cerró el 2018 en el límite inferior del rango meta con un nivel 2.03% dirigida, durante la mayor parte del año, por el aumento de los precios del petróleo. Por su parte, la inflación subyacente -es decir, aquella que no toma en cuenta los bienes de mayor volatilidad, alimentos y gasolina-, alcanzó un 2.21%. Las expectativas de inflación volvieron al rango meta con un 3.7% después de haber estado por encima del límite superior en noviembre con un 4.2%.

El tipo de cambio se mantuvo relativamente estable en los primeros meses de este 2018 con un promedio de ₡568.0, sin embargo, a partir del mes de agosto, se dio una clara tendencia al alza. Precisamente, el promedio entre el 1 de julio y el 31 de diciembre de esta variable fue de ₡588.1 la cual tuvo un mínimo de ₡566.98 y un máximo de ₡628.9.

Otra característica monetaria en los meses recientes ha sido el aumento en las tasas de interés tanto en moneda extranjera como en moneda nacional. En dólares, los aumentos de la tasa objetivo de la Reserva Federal han llevado a las tasas interbancarias en dólares hacia arriba.

Las tasas en colones subieron menos de 1.0 punto porcentual, es decir, menos que el aumento de las tasas del BCCR el cual llevó a las Tasa Básica Pasiva a cerrar en 6.0%, en el 2018.

En lo que se refiere a agregados monetarios, tanto la riqueza como la liquidez y el crédito crecen por debajo de sus niveles de años anteriores. A diciembre de 2017, estos presentaron una tasa de variación interanual de 10.5%, 13.3% y 8.4%, respectivamente. Para el doceavo mes 2018, estos tuvieron un crecimiento de 6.5%, 9.0% y 6.0%, respectivamente.

## COMENTARIO ECONÓMICO

### REVISIÓN DEL ENTORNO LOCAL E INTERNACIONAL

#### Sector Fiscal

En lo que respecta a los ingresos del Gobierno, estos crecen un 1.7% con datos a noviembre de 2018. La desaceleración de la economía ha llevado a una recaudación tributaria con menor dinamismo que se muestra en un aumento de apenas 2.0%. De hecho, tanto el impuesto de la renta como el de ventas, que precisamente son los más relevantes en cuanto aportes se refiere, presentan una variación interanual por debajo de su promedio entre 2010 y 2017, con niveles de 5.0% y 2.0%, respectivamente.

A pesar de los esfuerzos por recortar el gasto -que se reflejan en un crecimiento menor al ubicarse en un 6.0%, este sigue siendo alto. La falta de flexibilidad de los pagos corrientes de la mano con un aumento del pago de intereses -que alcanza una variación interanual 21.9% como consecuencia de una deuda dinámica- son parte del círculo vicioso del país.

En cuanto al déficit primario, este llegó a 2.3% del PIB en noviembre de 2018, nivel 0.1 punto porcentual por arriba del dato de 2017. Al mismo tiempo, el déficit fiscal alcanzó a 5.6% del PIB, porcentaje mayor al de 2017 cuando se encontraba en 5.0%.

El tema de las finanzas públicas tiene dos caras: el déficit y la deuda. El Gobierno debe pedir prestado para cumplir los pagos debido a que no puede cubrir sus necesidades básicas. Es por esto, que la deuda costarricense ha venido en crecimiento.

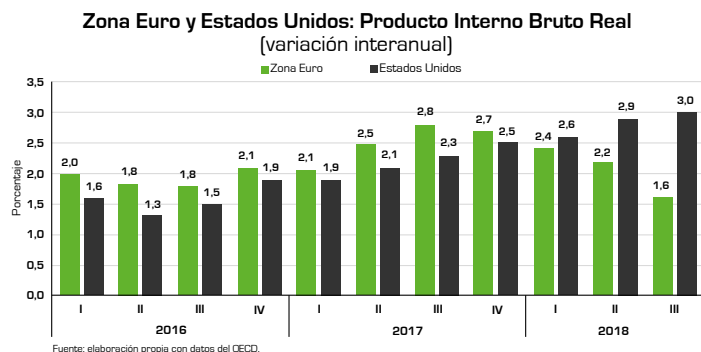
Al mes de noviembre de 2018, la deuda del Gobierno Central llegó a los \$30,320.3 millones, lo cual representa cerca de 52.8% del PIB. Esta podría, inclusive, superar la proyección del Banco Central de 53.8% del PIB para diciembre del año anterior.

En diciembre de 2018, el Gobierno enfrentó vencimientos por \$1,585.8 millones de dólares, lo que representa un 5.2% de la totalidad de la deuda hasta el 2050. Para todo el 2019, esta cifra alcanza los \$3,259.0 millones, un 10.8% en números relativos

## ENTORNO INTERNACIONAL

#### Crecimiento

En los últimos meses los datos de las economías más relevantes alrededor del mundo han mostrado una tendencia a la desaceleración.



En el caso de Estados Unidos, la productividad durante el 2018 fue impulsada por los recortes de impuestos llevados a cabo por la administración de Donald Trump. Las cifras del tercer trimestre fueron revisadas a la baja, ubicando la variación interanual del PIB en 3.0% al tiempo que se proyecta un último cuarto del año con menor dinamismo. Lo anterior, es respaldado por los resultados del Purchasing Managers Index (PMI), indicador de la salud económica de

la manufactura y los servicios que llegó a su mínimo de los últimos 15 meses al ubicarse en 53.8.

La Zona Euro también cerró el 2018 con un tono desalentador. La pérdida de dinamismo, evidente durante todo el 2018, continuó durante los últimos meses del año al caer el PMI de diciembre por quinto mes consecutivo a 51.4.

La unión de países se ha visto impactada tanto por factores internos como externos. La desaceleración de Alemania y Francia, los conflictos políticos en Inglaterra, la inestabilidad económica en Italia y la política monetaria más restrictiva del Banco Central Europeo se identifican a nivel local mientras que la guerra comercial y el aumento de los precios del petróleo, responden a factores internacionales.

En cuanto a las economías emergentes, tanto China como América Latina han sentido el enfriamiento. El país asiático crece a su paso más lento desde la crisis financiera y pareciera que la tendencia se mantendrá al tener lecturas del PMI con tendencia a la baja. Sin embargo, la nación busca mantener su ritmo de crecimiento a través de recortes de impuestos y una fuerte liquidez.

De la mano con el enfriamiento mundial, ha crecido el nerviosismo alrededor de la política monetaria más restrictiva de los bancos centrales. La Reserva Federal, aumentó su rango meta de la tasa de fondos federales cuatro veces durante el 2018, siendo la última en diciembre, llevándolo a 2.25%-2.50%. Sin embargo, la institución ha cambiado su discurso y se muestra menos anuente a realizar más aumentos. Para el 2019 anunció la posibilidad de dos subidas más, siempre y cuando sean coherentes con el comportamiento de las variables macroeconómicas.

Por su parte, el Banco Central Europeo continúa sin aumentar sus tasas de interés, pero en el mes de diciembre, concluyó su programa de compra de activos. A partir de 2019, solo reinvertirá los principales activos que venzan, esto bajo ciertos parámetros técnicos.

De la mano con lo anterior, otros factores han dirigido el comportamiento de los inversionistas lo que se ha mostrado en la alta volatilidad del mercado con un impacto tanto a activos financieros como a monedas y materias primas tales como:

- Negociaciones comerciales: después de meses de guerra comercial entre Estados Unidos y China, el 1 de diciembre, durante la reunión del G20 en Argentina, las naciones llegaron a una tregua de 90 días.
- Recorte de la oferta de petróleo: después de negociaciones la Organización de Países Exportadores de Petróleo y sus aliados decidieron un recorte de la producción de esta materia prima en, aproximadamente, 1.2 millones al día durante el 2019.
- Negociaciones del Brexit: 29 de marzo de 2019, fecha de la separación del Reino de la Unión Europea se acerca y aún no se ha logrado un acuerdo. La Primera Ministra aún debe llegar a un consenso dentro de su país y pareciera un obstáculo difícil de superar. Diferentes universidades de la nación han llamado la atención al hecho de que con o sin acuerdo habrá una pérdida de dinamismo de la producción.
- Tensiones entre Italia y la Unión Europea: estas surgieron a final de año cuando la Bruselas rechazó el presupuesto italiano y el país tuvo que adaptarlo a los requerimientos con el fin de no ser castigado por la Unión y por los mercados.

Costa Rica, al ser un país abierto al comercio se ve fuertemente afectado por lo que sucede alrededor del mundo. Las condiciones de finales de 2018 se adentrarán en el 2019, por lo que se vislumbra que este año será retador tanto a nivel interno como a nivel externo.