

*Ajuste en los precios de los instrumentos de deuda emitidos por el gobierno de Costa Rica en moneda extranjera y la turbulencia de la industria de inversión colectiva*

---



## **UNDÉCIMO INFORME SOBRE EL ESTADO DE LA NACIÓN EN DESARROLLO HUMANO SOSTENIBLE**

### **Informe final**

**Ajuste en los precios de los instrumentos de deuda emitidos  
por el gobierno de Costa Rica en moneda extranjera y la  
turbulencia de la industria de inversión colectiva**

*Investigador:  
José Luis Arce*



En los meses de abril y mayo del 2004, la industria de inversión colectiva en Costa Rica – administradoras de fondos de inversión y de pensiones – enfrentó un período de turbulencia caracterizado por una aguda corrección en los precios de los instrumentos de renta fija emitidos por el Ministerio de Hacienda y el Banco Central. El ajuste que reflejaron los precios de estos activos condujo al registro de pérdidas en el valor de las carteras administradas por los fondos de inversión y de pensión lo que ha su vez generó importantes retiros de los inversionistas – tanto institucionales como individuales – de estas entidades.

En los meses previos a la crisis, el número de inversionistas que utilizaban los fondos de inversión y de pensión como vehículo para canalizar su ahorro, así como el saldo administrado en estas carteras mancomunadas había mostrado un crecimiento impresionante, debido fundamentalmente a los atractivos rendimientos que registraban estas opciones de inversión.

### **Caracterización y causas de la crisis**

Lo sucedido en los meses de abril a junio de 2004 en el mercado bursátil costarricense puede caracterizarse como el estallido de una “burbuja” en los precios de los activos financieros emitidos por el sector público costarricense y que eran demandados intensamente por los fondos de pensión y de inversión locales.

Una “burbuja” en los precios de los activos financieros hace referencia a una situación en la que los precios de mercado de esos instrumentos aumentan sustancialmente sin guardar relación con los fundamentos macroeconómicos y financieros que deberían determinar, en el largo plazo, su “valor justo o correcto”. Es decir, se trata de una situación en la que los precios de los bonos y otros instrumentos financieros aumentan en forma artificial, impulsados por factores técnicos o distorsiones que afectan a los mercados de valores, en especial a los menos desarrollados.<sup>1</sup>

En el caso costarricense, los precios de los bonos denominados en moneda extranjera – tanto los emitidos en mercados internacionales como los colocados internamente – se apreciaron fuertemente durante el año 2003, lo que condujo a una reducción sustancial de los *spreads*<sup>2</sup> a niveles bajos, no solo respecto de los registrados en años previos sino además respecto de los de emisiones de otros países con calificaciones crediticias similares o incluso superiores (Ver gráfico 1).

---

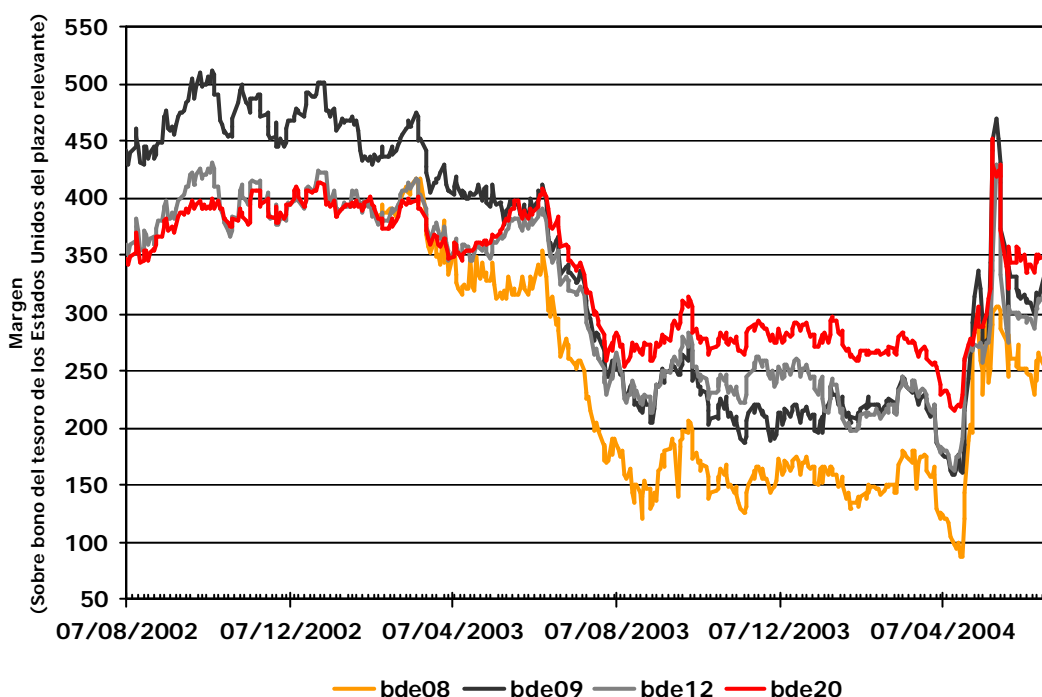
<sup>1</sup> No obstante, las burbujas en los precios de los activos financieros o reales no es un fenómeno poco común. Históricamente se han presentado casos emblemáticos, en especial en los mercados financieros e inmobiliarios de las economías avanzadas. El más reciente se presentó en el mercado bursátil estadounidense entre los últimos años de la década de los noventa y el 2001. En ese período, los precios de las acciones aumentaron a tasas impresionantes alimentadas por el rápido crecimiento de la economía de los Estados Unidos y la expectativa de que los avances de la informática y el uso de Internet implicarían cambios aumentos en la productividad de tal magnitud que los ciclos económicos desaparecerían. En el 2001, la “burbuja” se revienta provocando una caída superior al 40% en las cotizaciones de las acciones en bolsa, medidas por índices como el Promedio Industrial Dow Jones o el Standard and Poors 500.

<sup>2</sup> Los *spreads* o márgenes se refieren a la prima que un emisor como el gobierno de Costa Rica debe pagar por sobre el rendimiento que genere un activo considerado libre de riesgo de incumplimiento de características similares. Lo usual en el mercado financiero internacional es expresar ese margen en puntos básicos tomando como referencia el rendimiento de los bonos del tesoro de los Estados Unidos.

Incluso antes del estallido de la “burbuja” y en consecuencia del comienzo de la crisis, en el tramo de corto plazo – conocido como la parte corta – de la curva soberana de rendimiento se observaban instrumentos de deuda emitidos por el Banco Central de Costa Rica con niveles de precio tan elevados, que el margen o *spread* respecto de las letras del Tesoro de los Estados Unidos del plazo relevante era negativo.<sup>3</sup>

El aumento en estos precios se reflejó en las carteras de los fondos administrados en fuertes ganancias de capital y en altos rendimientos durante buena parte del año 2003 e inicios del 2004.

**Gráfico 1**  
**Spreads de algunos eurobonos<sup>4</sup> seleccionados emitidos por el Gobierno de Costa Rica (al 28 de junio de 2004)**



Esta apreciación de los bonos costarricenses fue generada por varios factores entre ellos:

El aumento en la liquidez de la economía que se evidenció durante el 2003 provocado por el ingreso de capitales del exterior, especialmente de costarricenses que mantenían parte de su riqueza en el extranjero y que decidieron repatriarla por las bajas tasas de interés imperantes en los mercados internacionales.

---

<sup>3</sup> Esto claramente muestra una situación anómala, pues implicaría que la deuda emitida por el Banco Central de Costa Rica en moneda extranjera y a corto plazo conlleva un riesgo de crédito menor que los instrumentos emitidos por el Tesoro de los Estados Unidos de América, que son usualmente considerados en los mercados financieros internacionales como activos libres de riesgo de incumplimiento (*default*).

<sup>4</sup> Las siglas “bde” hacen referencia a bono de deuda externa, y el número indica el año de vencimiento de la emisión.

La liquidez que registró el mercado de valores costarricense durante los meses previos a la crisis fue además exacerbada por los cambios que el Ministerio de Hacienda y el Banco Central introdujeron en sus políticas de gestión de la deuda pública. En ese período, se incrementó el endeudamiento en moneda extranjera en los mercados internacionales y se propició un aumento en el plazo promedio de la deuda pública, con el fin de reducir las presiones de refinanciamiento de corto plazo del gobierno central.

Dichos cambios, junto con ajustes a los mecanismos de colocación en el mercado primario de la deuda pública – en particular privilegiando las colocaciones directas privadas frente al mecanismo de subasta más transparente – segmentó el mercado primario dejando a los administradores de cartera con pocas opciones de inversión, especialmente en los plazos cortos, es decir, en instrumentos con vencimientos menores a 1 año. La creciente demanda por este tipo de activos frente a una oferta limitada significó una tendencia marcada al alza en las cotizaciones de los diferentes instrumentos financieros.

Adicionalmente contribuyó con el exceso de liquidez en el mercado local, la redención anticipada, a mediados del 2003 e inicios del 2004 por parte del Banco Central de Costa Rica, de los Bonos Brady en circulación. En esa operación financiera, la autoridad monetaria sustituyó pasivos de alto costo, como los Bonos Brady, por deuda de menor costo financiero con un organismo multilateral de financiamiento, el Fondo Latinoamericano de Reservas. Sin embargo, para los tenedores de estos bonos la redención anticipada implicó verse de la noche a la mañana con recursos financieros que debían invertirse en el corto plazo, en un entorno bursátil de pocas opciones atractivas de inversión.

Las bajas tasas de interés en los mercados internacionales de capital y en el sistema financiero costarricense generaron, en el período previo a la crisis, apreciaciones importantes de los instrumentos de renta fija emitidos por el Ministerio de Hacienda y el Banco Central de Costa Rica. Desde el 2001 y hasta finales de 2003 las tasas de interés locales e internacionales mostraron una tendencia a la baja.

Éste no fue un fenómeno exclusivo del mercado costarricense, sino que fue una constante en los mercados desarrollados y en las economías emergentes; en ese mismo período, los precios de la deuda emitida por otros países de la región e incluso fuera de ella aumentaban sostenidamente.

Con el fin del período de bajos tipos de interés en los mercados internacionales, a inicios de 2004, comenzó un proceso de ajuste a la baja en los precios de los instrumentos de deuda (bonos), en especial de largo plazo, tanto de economías avanzadas como de mercados emergentes. Conforme se hacía más evidente que las tasas de interés aumentarían en un plazo muy corto, los operadores de los mercados de bonos decidieron deshacerse de sus posiciones de largo plazo con el fin de realizar las ganancias acumuladas en el valor de los activos financieros durante el período de baja en las tasas de interés y además mantener posiciones más líquidas y de corto plazo para aprovechar los aumentos en los rendimientos que se esperaban conforme

se materializaba el aumento en los tipos de interés y reducir, al mismo tiempo, los riesgos de pérdidas por valoración asociadas con los esperados aumentos en las tasas de interés.

Este comportamiento también se dio, con algún rezago, en el mercado de deuda local, lo que provocó un exceso de oferta de títulos de largo plazo, con el efecto adverso sobre los precios de los instrumentos con duraciones largas, y un aumento importante en la demanda por instrumentos de corto plazo, que además producto de los cambios en las políticas de gestión de la deuda pública eran escasos, lo que se tradujo en un aumento importante de sus precios. La escasez en el mercado local de instrumentos de corto plazo puros, llevó a un crecimiento acelerado de las operaciones de recompra con subyacentes de largo plazo, pero pactadas a corto plazo.

El aumento sustancial en los recursos que administraban los fondos de inversión y de pensiones. Esto fue resultado tanto de los cambios en la forma en que los inversionistas institucionales e individuales deseaban mantener su riqueza financiera, como de la atracción que ejercieron los altos rendimientos de los mecanismos de inversión colectiva sobre los participantes en esa industria, en especial los menos sofisticados.

El crecimiento acelerado de las carteras administradas por los fondos de pensiones y de inversión produjo un exceso de demanda por la deuda soberana costarricense que presionó a la alza los precios de estos activos.

Los altos rendimientos generados durante la apreciación experimentada por los instrumentos de deuda costarricenses atrajeron más inversionistas y recursos financieros a las carteras colectivas. Este resultado se vio además magnificado por los mecanismos de comercialización masivos empleados por los administradores de cartera. La inadecuada asesoría de inversión y el poco conocimiento del cliente significaron que en estos mecanismos colectivos de inversión participaran inversionistas pequeños o poco sofisticados que desconocían – y no eran capaces de soportar – los riesgos asociados con este tipo de inversión, en particular el riesgo de mercado o precio. En este sentido, muchos de los inversionistas que durante el período de auge en los precios de los activos invirtieron en los fondos de inversión y de pensiones atraídos por las altas rentabilidades, desconocían los riesgos de valoración inherentes a estos vehículos de inversión y su perfil era mucho más cercano al de un depositante a plazo fijo en un banco comercial.

También se presentaron problemas de diseño de los productos de inversión colectiva que, durante el período de ajuste en los precios facilitaron el retiro masivo de los fondos invertidos por los ahorristas. Por ejemplo, en el caso de los fondos de inversión de largo plazo, como los denominados fondos de crecimiento y de ingreso<sup>5</sup>, los administradores de cartera no establecían incentivos para alargar la permanencia de los inversionistas en el fondo, como correspondería a estos mecanismos de inversión.

---

<sup>5</sup> Los fondos de inversión de crecimiento capitalizan los rendimientos obtenidos cada período y constituyen un mecanismo de inversión de largo plazo. Los fondos de inversión de ingreso son también vehículos para canalizar el ahorro de largo plazo con la diferencia que estos entregan periódicamente la totalidad o una parte de los rendimientos obtenidos cada período.

La ausencia de esquemas de comisiones que penalizaran el retiro temprano convirtió a estos fondos de inversión de largo plazo en instrumentos a la vista, lo que los exponía a mayores riesgos de precio debido al descalce de plazos entre las carteras de inversión y el período medio de tenencia de las participaciones de estos fondos por parte de los ahorristas, y facilitó además los retiros masivos durante la crisis, que terminaron alimentando caídas adicionales en los precios de los activos financieros.

Esta inusual combinación de altas rentabilidades con liquidez casi inmediata no solo atrajo a inversionistas poco sofisticados, sino que además resultó atractiva para empresas e intermediarios financieros – como los bancos comerciales – que empezaron a gestionar su liquidez de corto plazo a través de fondos mutuos de ingreso y crecimiento, que como se mencionó antes corresponden más bien a perfiles de inversión de largo plazo. Durante el período de ajuste en los precios de los activos, en muchos casos estos inversionistas institucionales sofisticados fueron los primeros en retirarse de las carteras mancomunadas, intensificando el ajuste y provocando pérdidas considerables para los clientes minoristas de estos fondos que demoraron más o se retiraron tardíamente de estos vehículos de inversión.

Este problema no es exclusivo de los fondos de inversión sino que se presentó también en el caso de los fondos de pensiones. En los esquemas voluntarios bajo el sistema de capitalización individual, la existencia de varias legislaciones y su ambigüedad en materia de retiros anticipados parciales y totales de los fondos invertidos, motivó la comercialización de productos de inversión que desvirtuaron el objetivo del ahorro previsional de largo plazo y desnaturalizaron estos vehículos de inversión al convertirlos en generadores de altas rentabilidades con liquidez prácticamente inmediata.

Las distorsiones de un mercado bursátil poco desarrollado y altamente concentrado, se reflejaron en prácticas inapropiadas de defensa de precios y rendimientos por parte de importantes participantes de la industria. Esto junto con las deficiencias de los mecanismos de valoración a precios de mercado<sup>6</sup>, permitió que los precios de los activos se distanciaran sustancialmente de lo indicado por los fundamentos financieros y macroeconómicos del país.

Una vez estallada la burbuja, es decir durante el período de ajuste, la infraestructura de negociación de la bolsa de valores (de tipo minorista) fue incapaz de procesar altos volúmenes de transacción sin que se provocaran distorsiones en la formación de precios, debidas en particular, al exceso de ofertas de venta que propició caídas importantes en los precios de los activos financieros.

Las debilidades en la gestión de riesgos financieros de operadores e inversionistas, llevaron a una excesiva concentración en instrumentos del sector público costarricense,

---

<sup>6</sup> Los problemas de formación de precio en el mercado bursátil costarricense son importantes. Por un lado para muchos instrumentos el volumen de negociación es insuficiente para garantizar que el precio que surja de las transacciones diarias sea el apropiado. Además, en los casos en que no se presenten negociaciones de algunos títulos valores los esquemas de estimación mediante el denominado “vector de precios” propiciaban la volatilidad e implicaban distorsiones en la curva soberana de rendimientos.

presumiblemente libres de riesgo de incumplimiento, pero con alta exposición al riesgo de tasa de interés o de precio. Esta excesiva concentración de las carteras mancomunadas en instrumentos de deuda soberana costarricense fue el resultado de los pocos incentivos de diversificación internacional que tenían los administradores de portafolio costarricenses, debido por una parte a cierto grado de aversión a riesgos distintos del crédito costarricense y porque muchos inversionistas institucionales en los fondos mutuos – especialmente entidades del sector público – tenían restricciones legales y normativas para invertir sus excedentes en opciones distintas a la deuda pública costarricense.

No debe menospreciarse también factores de inexperiencia y deficiencias técnicas de los administradores de cartera que los llevaron a obviar casi por completo las opciones de inversión que estaban disponibles en los mercados foráneos.

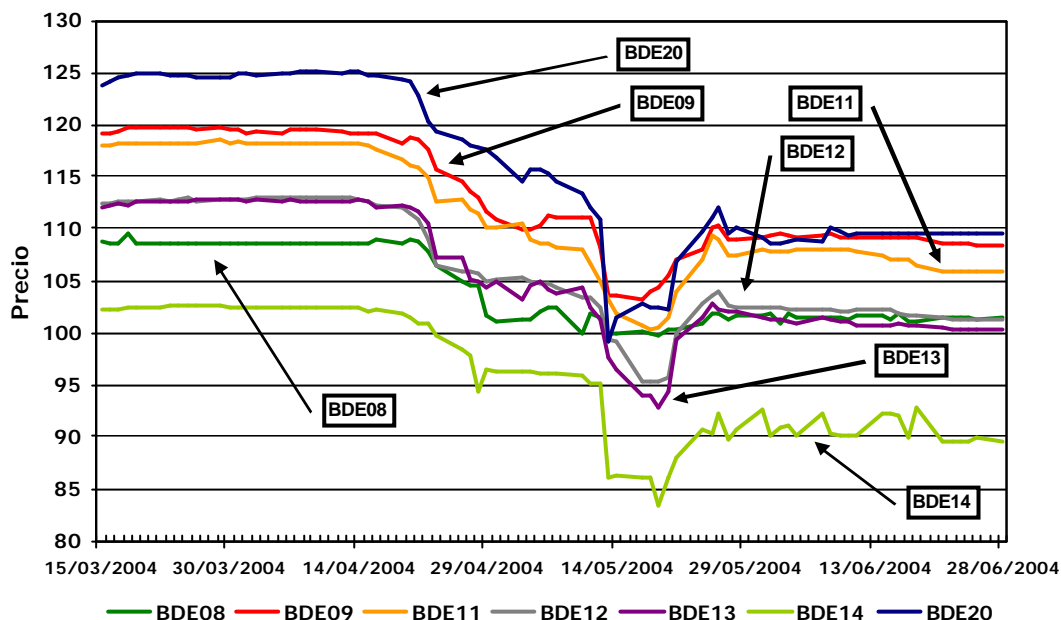
### **Cronología de la crisis**

El proceso de corrección en los precios de los activos financieros inició a mediados del mes de marzo y se intensificó en el mes de abril. El detonante del ajuste puede ubicarse en las variaciones en los rendimientos internacionales como respuesta a las expectativas de aumentos futuros en las tasas de interés, es decir, el fin del período de dinero barato que caracterizó a la economía mundial durante los últimos tres años.

Esta expectativa provocó a mediados de marzo un aumento pronunciado en los rendimientos de los bonos del tesoro de los Estados Unidos y, por esa vía, afectó negativamente a los precios de la deuda de mercados emergentes. Tal efecto incluyó el mercado de Costa Rica, donde los operadores y administradores de cartera revaluaron sus exposiciones y decidieron realizar ajustes en sus carteras. Como resultado, propiciaron una caída en los precios de algunos instrumentos de deuda, elemento que hizo detonar un proceso de ajuste intenso en las semanas siguientes.

**Gráfico 2**

**Precios de los eurobonos emitidos por el Ministerio de Hacienda (al 28 de junio de 2004)**



**Cuadro 1**

**Variación en el precio de los eurobonos emitidos por el Ministerio de Hacienda (Variación porcentual)**

	Oct-Dic 2002	Ene-Jun 2003	Jul-Dic 2003	Ene-Mar 2004	Mar-Abr 2004	Abr-May 2004	May-Jun <sup>7</sup> 2004
<b>BDE08</b>	n.a.	6.4%	0.5%	1.1%	-7.0%	0.6%	-0.2%
<b>BDE09</b>	-0.6%	8.7%	1.1%	0.9%	-7.2%	-1.5%	-0.8%
<b>BDE11</b>	-0.5%	7.1%	1.9%	2.8%	-6.9%	-2.0%	-2.0%
<b>BDE12</b>	-0.9%	7.4%	0.5%	3.8%	-6.7%	-2.6%	-1.3%
<b>BDE13</b>	n.a.	5.0%	1.4%	3.8%	-7.1%	-3.1%	-1.3%
<b>BDE14</b>	n.a.	n.a.	n.a.	0.5%	-6.1%	-3.8%	-3.4%
<b>BDE20</b>	-2.2%	6.3%	2.4%	4.7%	-6.4%	-6.6%	0.4%

Fuente: Elaboración propia con base en datos de la Bolsa Nacional de Valores.

<sup>7</sup> Al 28 de junio de 2004.



Desde el punto de vista cronológico, pueden identificarse diversas etapas durante la crisis vivida. Primero, un período de corrección en los precios de los activos que alineó inicialmente las cotizaciones con los referentes internacionales y en especial con el perfil de riesgo que mostraban los bonos costarricenses. Ese período de ajuste puede ubicarse entre mediados de marzo y la segunda semana de abril. Durante tal lapso, primero se ajustó el tramo corto de la curva de rendimiento, es decir, los bonos de menor duración, en especial los certificados de depósito en US\$ emitidos por el Banco Central. Luego se corrigieron los precios de los instrumentos de mayor plazo, los eurobonos emitidos por el Ministerio de Hacienda. En este primer periodo, si bien el ajuste en los precios fue fuerte, se ejecutó en forma relativamente ordenada, conforme los inversionistas institucionales, especialmente, variaron sus carteras para responder a las nuevas expectativas acerca de la evolución futura de los tipos de interés (ver cuadro 1).

Una segunda etapa en este proceso puede señalarse entre la tercera semana de abril y prácticamente todo el mes de mayo. Este período estuvo caracterizado por alta volatilidad de precios, motivada por las presiones de liquidez que enfrentaron los administradores de carteras colectivas debido a retiros masivos de los inversionistas.

Estos retiros presionaron a la baja los precios de los activos y volvieron al mercado bursátil relativamente ilíquido, al existir pocos compradores de estos instrumentos. En este período, las presiones de liquidez propiciaron un ajuste excesivo (“overshooting”) en los precios de los bonos. Es decir, el nerviosismo de los inversionistas condujo a ajustes en los precios de los activos financieros más allá de lo necesario para garantizar que estos reflejaran un valor congruente con los fundamentos macroeconómicos y financieros del emisor, en la mayoría de los casos el sector público costarricense. Así, se llegó a la situación contraria a la que había generado todo esta situación: ahora los instrumentos de deuda costarricenses más bien resultaban baratos. No obstante, la volatilidad de precios era alta y esto desanimaba a los compradores locales, aunque generaba un atractivo para los externos que entraron al mercado atraídos por los bajos precios que mostraba la deuda costarricense. Estos empezaron a entrar en el mercado como compradores, cuando consideraron que los precios habían tocado fondo.

En este período además, muchos administradores de cartera empezaron a vender sus posiciones de activos fuera del mercado bursátil local, con el fin de evitar que transacciones de alto valor tuvieran un efecto sobre la valoración de los instrumentos de renta fija. De esta forma, mientras el volumen de negociación de estos títulos valores se reducía en el mercado local, en el externo se intensificaban las transacciones, no solo entre contrapartes costarricenses sino que también con compradores foráneos.

Durante estas primeras dos etapas, los grupos financieros participaron en el mercado de deuda tratando de dar liquidez a sus subsidiarias en problemas – fondos de inversión y de pensiones – elemento que debe haber significado para algunos bancos pérdidas de capital en especial durante el periodo de alta volatilidad.

El argumento de muchos grupos financieros para entrar al rescate de sus subsidiarias de gestión de fondos mutuos y de pensiones, proporcionándoles la liquidez necesaria

para facilitar el retiro masivo de los ahorristas era el de evitar el deterioro de la imagen del grupo y evitar un posible fenómeno de contagio que pudiese afectar a los bancos comerciales.

El aumento en las tenencias de instrumentos de deuda de largo plazo en el activo de los intermediarios bancarios<sup>8</sup> constituye un riesgo importante debido a la volatilidad de los precios de estos instrumentos financieros. Además, estas inversiones aumentan la sensibilidad del patrimonio a valor de mercado y de las utilidades de los bancos ante cambios en las tasas de interés, pues amplían la brecha entre las duraciones de los activos y los pasivos bancarios.

Durante los meses previos a la crisis, incluso algunos bancos comerciales gestionaron su liquidez y parte de sus inversiones en valores a través de la adquisición de participaciones en los fondos de inversión. Esto provocó que un solo inversionista sofisticado, en este caso los intermediarios financieros, concentraran altas participaciones en las carteras mancomunadas, lo que incrementaba las presiones de liquidez del administrador del fondo, contrario a lo que sucedería en el caso de una cartera de inversionistas más atomizada.

Tanto la participación de los bancos comerciales como inversionistas antes de la crisis, como el papel de dichos intermediarios proporcionando liquidez durante la turbulencia puede haber provocado, en algunos casos, perjuicio a los inversionistas individuales más pequeños debido a un posible conflicto de intereses en las transacciones – las compras y ventas de activos de las carteras de los fondos y las decisiones de ingreso y salida de los bancos de los fondos – intragrupo financiero.

También en esta segunda etapa – mediados de mayo – el ajuste que había empezado en los instrumentos en dólares se extendió a los colones. Esto fue resultado de las presiones de liquidez de los inversionistas, que decidieron retirar inversiones de los fondos en moneda local por temor a sufrir fuertes pérdidas. Además, fue consecuencia del aumento necesario en la rentabilidad de los instrumentos en colones, ante la subida de los correspondientes a dólares en el mercado secundario.

Las demandas de liquidez que enfrentaron los administradores de carteras colectivas evidenciaron incongruencias serias entre el tipo de instrumento de inversión y los objetivos de los inversionistas. Los fondos de inversión de crecimiento e ingreso, típicamente instrumentos de largo plazo, eran utilizados por los inversionistas como mecanismos de corto plazo que generaban rentabilidades impresionantes. Esto significó un “caldo de cultivo” perfecto para la crisis de liquidez posterior al ajuste en los precios, conforme los participantes en el mercado huían de sus posiciones sin que existieran incentivos para motivarlos a mantenerse en los fondos, pues la práctica de la industria local ha sido evitar los castigos que implican períodos mínimos de inversión y altas comisiones de salida.

---

<sup>8</sup> Los bancos comerciales proporcionaron liquidez a las operadoras de pensiones y a las administradoras de fondos de inversión de su propiedad adquiriendo los activos que éstas debían vender con el fin de enfrentar los retiros masivos de sus clientes.

En una tercera etapa, durante el mes de junio, las presiones de liquidez sobre los administradores de cartera fueron cediendo, no sin antes generar fuertes reducciones en las carteras administradas por los fondos de inversión y por los de pensiones. Paulatinamente durante ese mes, los precios de los activos financieros fueron ganando estabilidad, y los *spreads* retornaron a niveles más razonables, en especial respecto a países con calificaciones crediticias similares y a la historia reciente del país (ver gráfico 2).

### **Efectos de la crisis sobre la industria de inversión colectiva (fondos de inversión y de pensiones)**

Entre el 1 de abril y el 28 de junio del 2004, los activos netos administrados por los fondos de inversión se redujeron US\$1,505 millones, en especial los fondos en dólares (US\$1,222 millones) y entre ellos los de crecimiento (US\$1,034 millones). En el caso de las carteras en colones, la reducción fue más pequeña, el equivalente a US\$283 millones, y también se concentró en los fondos de crecimiento (ver cuadro 2).

Otros tipos de fondos de inversión, en especial, los cerrados – que no valoran sus activos a precios de mercado – y los inmobiliarios no fueron afectados por la crisis y más bien se convirtieron en un refugio seguro para muchos inversionistas en medio de la turbulencia.

Esta reducción en los activos administrados fue provocada, fundamentalmente, por los retiros de los inversionistas, cuyo número cayó de 73,678 al 1 de abril (en todos los fondos de inversión) a 39,568 el 28 de junio. Solo por efecto de la valoración, es decir por los cambios en los precios, el ajuste se estima en alrededor de US\$225 millones.

Entre diciembre de 2003 y junio de 2004, el valor de los activos administrados en los fondos complementarios de pensión voluntarios se redujo en aproximadamente 55,0%, es decir se presentó una caída de poco más de US\$400 millones.

Al igual que en el caso de los fondos de inversión, en los de pensiones la mayor caída se presentó en las carteras denominadas en dólares estadounidenses. Los fondos de pensión voluntarios en esa moneda mostraban a inicios de marzo activos administrados de aproximadamente US\$437 millones, al finalizar el mes de junio de 2004 ese saldo se había reducido en US\$317 millones, es decir, habían experimentado una reducción de 73,0%.

La caída en los activos administrados por los fondos de pensión voluntarios en colones fue menor, alrededor de US\$107 millones, que equivalen a una reducción de 35,0%.

Como es natural en el caso de situaciones donde los inversionistas esperan aumentos futuros de los tipos de interés, la mayor parte de los recursos retirados de los fondos de crecimiento e ingreso se refugiaron en alternativas de inversión de corto plazo. Así, las carteras de los fondos de corto plazo y de mercado de dinero en dólares aumentaron en US\$188 millones. Pero la mayoría de los recursos retirado de los mecanismos de

inversión colectiva, se desplazaron hacia la banca comercial en forma de depósitos bancarios de corto plazo.

Entre marzo y mediados de junio de 2004, los pasivos en forma de depósitos de la banca comercial aumentaron en US\$1,402 millones. De ese monto, correspondió a los depósitos a plazo un alza de US\$831 millones, mientras en los de cuenta corriente fue de US\$431 millones.

Debe destacarse que el comportamiento de los inversionistas los llevó a mantener sus recursos en el sistema financiero local, lo que sin duda fue un aspecto positivo. En efecto, redujo los efectos negativos de la crisis y demostró que el resto del sistema financiero no se contagió de la pérdida de confianza en los mecanismos de inversión colectiva. Por ese motivo, no se evidenció un comportamiento anómalo en los niveles de reservas monetarias internacionales, en forma de fuga de capitales ante la inestabilidad observada en el sistema financiero local (ver gráfico 4 y 5).<sup>9</sup>

## **Cuadro 2**

### **Activos (netos) administrados por los fondos de inversión (En millones de US\$ y miles de millones de colones)**

	Montos nominales				
	1/3/04	31/3/04	30/4/04	31/5/04	28/6/04
<b>Total fondos (En mill. de US\$)</b>	2,966	2,955	2,272	1,508	1,461
<b>Colones (En miles de mill.)</b>					
<b>Total</b>	319	304	330	209	205
<b>En millones de US\$</b>	751	709	765	481	468
<b>Accionario</b>	1	1	1	1	1
<b>Corto plazo</b>	87	74	83	68	64
<b>Crecimiento</b>	111	110	116	44	42
<b>Ingreso</b>	63	67	68	52	53
<b>Mercado de dinero</b>	56	52	62	44	45
<b>Dólares (En millones de US\$)</b>					
<b>Total</b>	2,215	2,246	1,507	1,027	993
<b>Accionario</b>	2	2	2	2	2
<b>Corto plazo</b>	26	29	46	42	48
<b>Crecimiento</b>	1,337	1,321	662	317	303
<b>Titularización hipotecaria</b>	9	9	9	9	9

<sup>9</sup> En crisis de confianza similares en otros países un resultado casi inmediato es la salida de capitales hacia el exterior. El desplazamiento de los recursos de los inversionistas fuera del sistema financiero presiona la liquidez de los intermediarios financieros y puede tener consecuencias macroeconómicas adversas importantes, en especial en términos de la estabilidad del tipo de cambio y los niveles de las tasas de interés en moneda local.

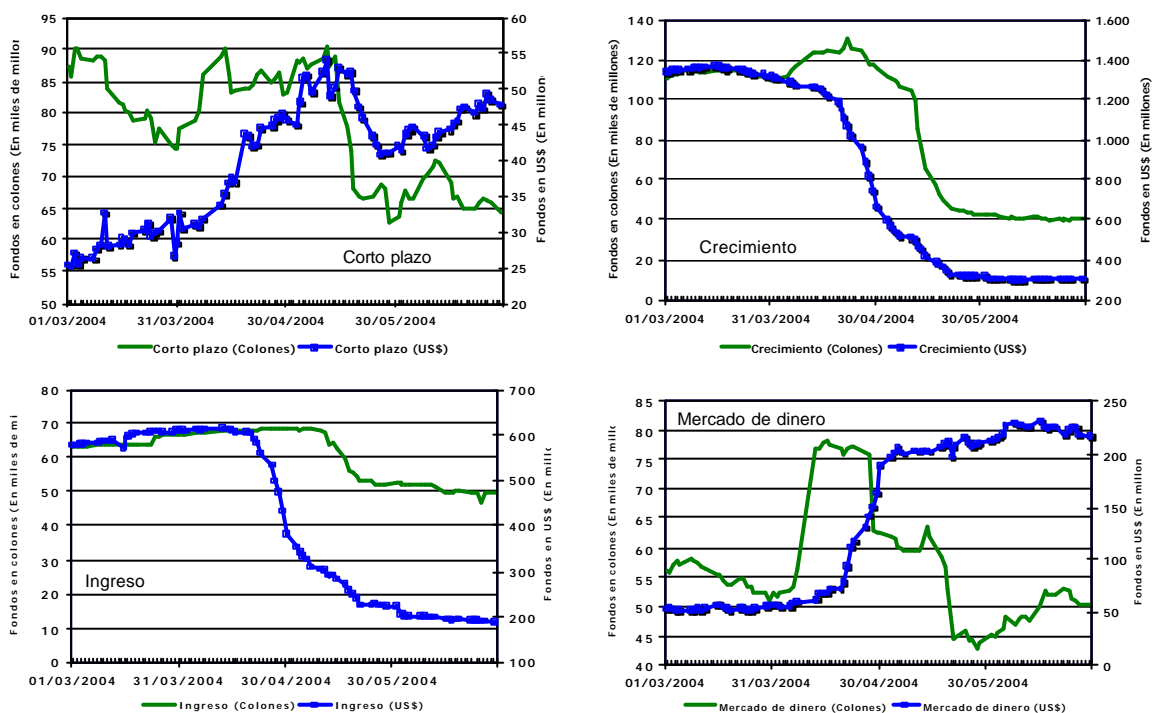
*Ajuste en los precios de los instrumentos de deuda emitidos por el gobierno de Costa Rica en moneda extranjera y la turbulencia de la industria de inversión colectiva*

<b>Ingreso</b>	578	611	381	223	190
<b>Inmobiliarios</b>	210	216	218	220	222
<b>Megafondos</b>	0	1	1	1	1
<b>Mercado de dinero</b>	53	57	188	213	218

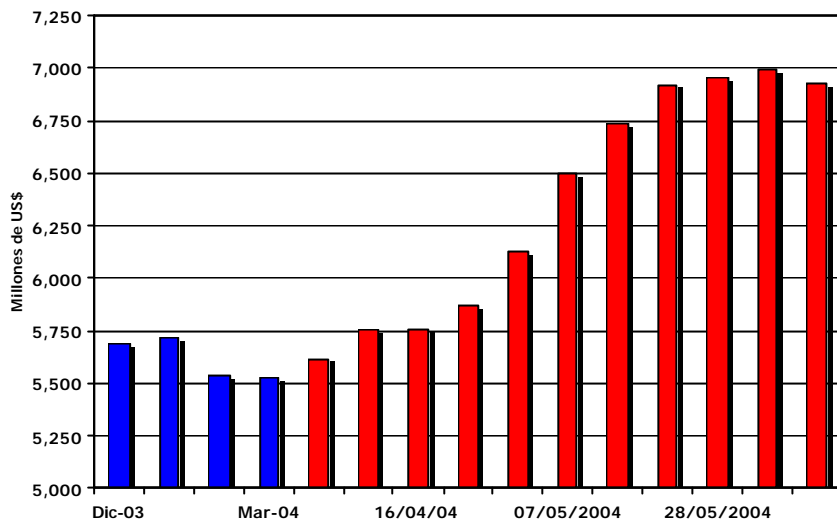
Fuente: Elaboración propia con base en datos de la SUGEVAL.

**Gráfico 3**

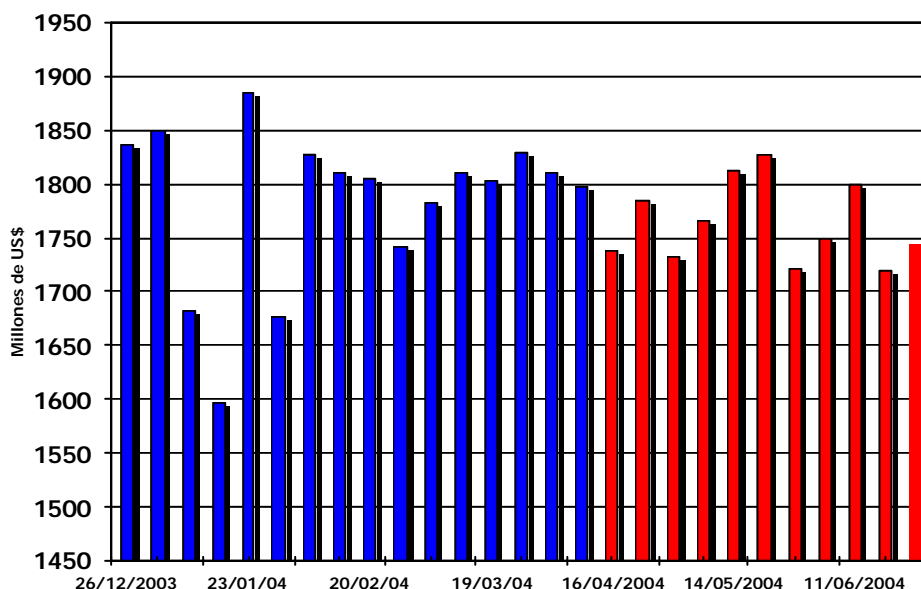
**Activos netos administrados según tipo de fondo de inversión (Saldos en millones de US\$ y miles de millones de colones)**



**Gráfico 4**  
**Depósitos en el sistema bancario doméstico (En millones de US\$)**



**Gráfico 5**  
**Reservas monetarias internacionales netas (En millones de US\$)**



Durante este episodio de turbulencia, la autoridad monetaria actuó correctamente<sup>10</sup> tratando de inyectar liquidez al mercado. Esto lo hizo mediante la recompra de sus

<sup>10</sup> No debe menospreciarse sin embargo, el efecto negativo que la actuación de la autoridad monetaria puede acarrear debido al problema del "riesgo moral", es decir, debido al hecho de que el banco central actuara para reducir las pérdidas de los privados en

instrumentos de absorción monetaria en colones – por 25 mil millones – y en especial, por la reducción en el saldo de los bonos de estabilización monetaria en US\$ por más 155 mil millones de colones entre marzo y mayo de 2004.

En el aspecto regulatorio, la Superintendencia General de Valores autorizó a los participantes del mercado para aumentar sus niveles de apalancamiento, con el fin de propiciar la adquisición de los activos financieros. Lo sucedido durante la crisis ha generado y generará algunos cambios importantes en la normativa de regulación prudencial del sector, con el fin de proteger a los inversionistas de los efectos adversos de eventos como los presentados entre marzo y mayo de 2004. Esto se prevé en particular en lo referente al grado de exposición al riesgo de mercado, los niveles de concentración y en los incentivos para que los inversionistas seleccionen correctamente los plazos de los instrumentos en los cuales inviertan, de acuerdo con su perfil.

Debe advertirse; sin embargo, que situaciones como las vividas en esos meses no pueden evitarse del todo, y en cierta forma, movimientos como los presentados en los precios de los activos financieros pueden volver a repetirse y son parte de los riesgos propios de las inversiones en los mercados de valores y de deuda. El objetivo de los cambios en las regulaciones es entonces dotar a los mercados financieros de mejores herramientas para enfrentar eventos como los experimentados durante el 2004, reducir los efectos del proceso de ajuste en el tiempo y proteger a los inversionistas pequeños y menos sofisticados de posibles abusos por parte de los administradores de cartera y de partes relacionadas con ellos.

Aunque la situación en el mercado bursátil posterior a la crisis ha vuelto poco a poco a la normalidad, hay algunos temas pendientes de valorar completamente. Uno de ellos es la magnitud del daño en la percepción de los inversionistas sobre los mecanismos de inversión colectiva. Otro es el eventual impacto de esta turbulencia sobre los bancos comerciales, no solo porque mantenían posiciones en fondos de inversión sino porque además adquirieron los bonos durante este episodio para dar liquidez a sus subsidiarias.

Desde la perspectiva macroeconómica, debe evaluarse la forma en que el aumento tan considerable en la liquidez de la economía, producto de esta coyuntura, va a ser “drenado” sin implicaciones adicionales en la estabilidad financiera, inflación más alta o un mayor desequilibrio externo.

Si bien, la política monetaria se flexibilizó en forma importante durante la crisis, parece que ha llegado el momento de que el Banco Central “recoja sus velas”, y empiece a actuar – como lo hizo recientemente luego del primer ajuste a la alza en la tasa de los fondos federales, el 30 de junio de 2004, y ha seguido haciéndolo frente al endurecimiento subsiguiente en la política monetaria en las economías avanzadas – con el fin de recoger el exceso de liquidez. Esto pretendería evitar que se refleje en inestabilidad de precios o que pueda generar una fuga de capitales de magnitud

---

esta coyuntura y las implicaciones en torno a que en el futuro los inversionistas estén dispuestos a exponerse a más riesgo pues esperan ser nuevamente “rescatados” por el banco central.

considerable, en especial ahora que los rendimientos en el resto del mundo empiezan a ajustarse a la alza.

### **Comportamiento de los reguladores durante y después de la crisis: ¿cuáles fueron las lecciones aprendidas?**

Durante la crisis y posterior a ella los reguladores del sistema financiero se han abocado a la tarea de evaluar lo sucedido con el fin de corregir y mejorar la normativa de regulación y supervisión prudencial.

Por ejemplo, en virtud de lo acontecido a partir del segundo trimestre del 2004, se vio la necesidad de impulsar normas y ejecutar medidas que propicien un mayor proceso de educación por parte del inversionista acerca de la naturaleza de las inversiones en los mercados financieros abiertos. Además, se han fortalecido – o se está en el proceso de hacerlo – las normas y regulaciones que obliguen a los administradores de cartera a conocer mejor a sus clientes y a diseñar productos acordes con esas características.

En el ámbito del diseño de productos de inversión colectiva, es necesario que los administradores de cartera utilicen incentivos claros, como comisiones de salida, para propiciar que los ahorristas se asignen correctamente a los diferentes tipos de fondos mutuos, en virtud de sus objetivos y plazos esperados de inversión.

Además, debido a las debilidades técnicas observadas en muchos participantes en el mercado de valores durante la crisis, los reguladores han trabajado en mecanismos que fortalezcan la transparencia en la gestión de riesgo de las carteras mancomunadas. En este sentido se avanza hacia mayores controles y apertura en los comités de inversión de los operadores de pensión y en los administradores de fondos de inversión, y al fortalecimiento – o creación en el caso de los fondos mutuos – de unidades de gestión de riesgos financieros.

La regulación y supervisión del mercado de valores costarricense es una mezcla de regulación pública y de autorregulación. La primera es ejercida por la Superintendencia General de Valores (SUGEVAL) y la segunda por el organizador del mercado, la Bolsa Nacional de Valores.

La autorregulación en el caso costarricense se concentra en la definición de reglas de conducta de los intermediarios y a la organización, regulación y supervisión de los mercados secundarios de valores.

La crisis mostró debilidades importantes en el esquema de autorregulación, en especial en términos de los estándares de conducta (ausencia de control y sanción ante posibles conflictos de interés), al diseño de los sistemas de negociación y en los mecanismos de supervisión para evitar la manipulación de precios. Esta situación posiblemente provoque, en el futuro, un endurecimiento de la supervisión y regulación directa de la SUGEVAL y en consecuencia el fortalecimiento del papel del regulador público en algunas áreas.



Los eventos que se presentaron durante el 2004 evidenciaron además la necesidad de mejorar y poner en vigencia un esquema normativo y de sanciones para controlar y penalizar malas prácticas de los participantes del sistema en contra de los intereses de los inversionistas.

En el ámbito de la regulación bancaria, que una parte mayoritaria de los fondos retirados de los mecanismos de inversión colectiva se trasladara a los bancos comerciales en forma de depósitos (a plazo fijo y a la vista) y que estos intermediarios utilizaran estos recursos para adquirir los instrumentos de deuda que tenían que vender los fondos de pensiones y de inversión, plantea la necesidad de mejorar la regulación y supervisión consolidada de los grupos financieros, en especial en cuanto a las condiciones y naturaleza de las transacciones intragrupo, los posibles conflictos de interés y el impacto de éstas sobre la gestión de riesgo del grupo y de los bancos comerciales propiamente dichos.

La crisis además evidenció, la necesidad de mejorar las políticas de gestión de la deuda pública, con el fin de volver más transparente y efectivo al mercado en el proceso de fijación de precios y profundizar la eficiencia y la liquidez de los mercados secundarios de este tipo de activos financieros.

Los emisores públicos – Ministerio de Hacienda y Banco Central – deben revisar sus políticas de colocación de deuda para que favorezcan la construcción de una curva de rendimiento soberana que promueva la eficiente formación de precios de otros instrumentos de deuda.

Paralelamente, el organizador del mercado – la Bolsa Nacional de Valores – debe ajustar la estructura del mercado para facilitar la participación en el mercado secundario de inversionistas institucionales sofisticados como los bancos comerciales. Esto requiere el diseño de mercados mayoristas y de mecanismos que permitan las transacciones de alto valor sin que se distorsionen sustancialmente los precios de mercado y se garantice la liquidez. En este sentido, la Bolsa Nacional de Valores ya ha avanzado en los mecanismos de negociación por bloques y pronto iniciará la aplicación formal de un esquema de creadores de mercado para algunos instrumentos de deuda pública, lo que favorecerá la liquidez y la formación de precio en el mercado de deuda costarricense.

En síntesis, entre los cambios legales y normativos que se generaron como reacción ante la crisis de la industria de inversión colectiva, destacan los que fortalecen las potestades de supervisión y sanción por parte de los entes supervisores; la adopción de medidas que promuevan mejoras en la gestión de las carteras y que mejoren el análisis de riesgos financieros por parte de supervisores, administradores, inversionistas y el mercado en general; el diseño de mejoras a los sistemas de negociación; y el fortalecimiento de la supervisión y control de los conflictos de interés en las transacciones intragrupo.

*Ajuste en los precios de los instrumentos de deuda emitidos por el gobierno de costa rica en moneda extranjera y la turbulencia de la industria de inversión colectiva*

---

Finalmente, son necesarias además medidas que mejoren las prácticas de gobierno corporativo de los gestores de las carteras mancomunadas, la transparencia, la asesoría y el suministro de información al inversionista.

## **Referencias**

Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero. **Informe sobre el Ajuste de las Carteras Colectivas en el Segundo Trimestre del 2004.** 2005.