

ESTUDIO ANUAL 2005

**LA ECONOMÍA  
COSTARRICENSE  
Y LA EVOLUCIÓN DEL  
SISTEMA FINANCIERO  
EN EL 2004**

Eduardo Lizano y Grettel López

EDITORES



academia  
DE CENTROAMÉRICA

330.97286  
E15e

La economía costarricense y la evolución del sistema financiero en el 2004 / [editado por] Eduardo Lizano y Grettel López. -- San José, C. R. : Academia de Centroamérica, 2005.

xvi, 190 p. : tbs. ; 23 cm. ( Serie estudio anual / Academia de Centroamérica ; 2005-06-06)

ISBN 9977-21-061-6

1. ECONOMÍA - COSTA RICA. 2. POLÍTICA FISCAL - COSTA RICA. 3. POLÍTICA MONETARIA - COSTA RICA. 4. INSTITUCIONES FINANCIERAS - COSTA RICA. 5. CRISIS ECONÓMICA. I. Lizano Fait, Eduardo. II. López Casto, Grettel. III. Título. IV. Serie.

Diagramación: Luis Fernando Quirós Abarca  
Diseño de portada: Susy Campos M.  
Asistente de edición: Reinaldo Herrera A.

Primera edición:  
© Academia de Centroamérica  
San José, Costa Rica, 2005

Reservados todos los derechos  
Hecho el depósito de Ley

Impreso por Litografía e Imprenta LIL, S.A.  
Apartado 75-1100 Tibás  
San José, Costa Rica

Con el patrocinio de:



Tabacalera Costarricense S.A.  
Empresa Afiliada a Philip Morris International

# CONTENIDO

<i>ÍNDICE DE CUADROS Y GRÁFICOS</i> .....	VII
<i>PRESENTACIÓN</i> .....	XI
<i>AUTORES</i> .....	XIII
<i>SIGLAS Y ACRÓNIMOS</i> .....	XV
PRIMERA PARTE	
<b>EVOLUCIÓN MACROECONÓMICA DE COSTA RICA EN EL 2004 Y DESAFÍOS EN EL MEDIANO Y LARGO PLAZOS</b>	
1. LA ECONOMÍA COSTARRICENSE DURANTE EL 2004 <i>Ronulfo Jiménez R.</i> .....	3
1.1 BALANCE GENERAL DE LA ECONOMÍA .....	3
1.2 RESULTADOS DE LA ECONOMÍA COSTARRICENSE EN EL 2004 .....	6
Crecimiento de la producción .....	6
Inflación .....	10
Empleo .....	11
Ingreso y salarios .....	13
Pobreza y distribución del ingreso .....	15
Educación y salud .....	19
1.3 ENTORNO INTERNACIONAL .....	21
1.4 POLÍTICA FISCAL .....	24
1.5 POLÍTICA MONETARIA .....	30
1.6 SECTOR EXTERNO .....	36
1.7 CAFTA .....	38
<i>Referencias</i> .....	42
ANEXO ESTADÍSTICO .....	43
COMENTARIO	
<i>Rodrigo Bolaños Z.</i> .....	61
COMENTARIO	
<i>Miguel A. Loría S.</i> .....	73

## VOLATILIDAD Y VULNERABILIDAD DEL SISTEMA FINANCIERO COSTARRICENSE ANTE SITUACIONES DE CRISIS

2.	INTRODUCCIÓN: EL BANCO CENTRAL Y EL DESARROLLO ECONÓMICO <i>Eduardo Lizano F.</i> . . . . .	81
3.	CRISIS DE LIQUIDEZ: EL CASO DE LAS CARTERAS DE INVERSIÓN COLECTIVA <i>José Rafael Brenes V.</i> . . . . .	87
	INTRODUCCIÓN . . . . .	87
3.1	ANTECEDENTES DE LA CRISIS DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN . . . . .	88
	Evolución de mercados internacionales antes de la crisis . . . . .	88
	Evolución del mercado local antes de la crisis . . . . .	92
3.2.	LA CRISIS DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN . . . . .	99
	Comportamiento del mercado durante la crisis . . . . .	100
	Evolución de los fondos de inversión durante la crisis . . . . .	107
	Medidas adoptadas durante la crisis . . . . .	124
3.3	LECCIONES APRENDIDAS . . . . .	125
	En lo atinente a aspectos de estructura del mercado . . . . .	125
	En lo que respecta a aspectos de política pública . . . . .	128
4.	EXPERIENCIA PRÁCTICA ANTE SITUACIONES DE CRISIS: EL CASO DE BAC SAN JOSÉ <i>Gerardo Corrales B.</i> . . . . .	131
4.1	SITUACIÓN ANTES DE LA CRISIS: NO TODO LO QUE BRILLA ES ORO . . . . .	131
4.2	SITUACIÓN DURANTE EL EVENTO: CUANDO VEINTE HORAS PUEDEN SER TODA UNA VIDA . . . . .	137
4.3	SITUACIÓN DESPUÉS DE LA CRISIS: SOLIDEZ DEMOSTRADA PERO INQUIETOS . . . . .	144
4.4	PRINCIPALES LECCIONES Y OPORTUNIDADES DE MEJORA . . . . .	146
	El caso de los Fondos de Inversión y de Pensiones . . . . .	153
	COMENTARIO <i>Óscar Rodríguez U.</i> . . . . .	153
	COMENTARIO <i>Luis Liberman G.</i> . . . . .	159
	COMENTARIO <i>Álvaro Saborío L.</i> . . . . .	165

5. ¿CÓMO PREVENIR SITUACIONES DE CRISIS EN EL SISTEMA FINANCIERO? <i>Guillermo Calvo</i> .....	171
5.1 TEMAS GLOBALES .....	171
5.2 TEMAS DE CENTROAMÉRICA .....	178
5.3 CONCLUSIONES .....	189
<i>Referencias</i> .....	190

## ÍNDICE DE CUADROS Y GRÁFICOS

Cuadro 1.1 Costa Rica: exportaciones .....	8
Cuadro A1.1 Costa Rica: indicadores de crecimiento .....	45
Cuadro A1.2 Costa Rica: indicadores de empleo .....	47
Cuadro A1.3 Costa Rica: indicadores de precios .....	48
Cuadro A1.4 Costa Rica: indicadores de ingresos, salarios y pobreza .....	49
Cuadro A1.5 Costa Rica: indicadores de educación y salud .....	50
Cuadro A1.6 Costa Rica: indicadores de gasto social .....	50
Cuadro A1.7 Indicadores de la economía internacional .....	51
Cuadro A1.8 Costa Rica: indicadores de finanzas públicas .....	52
Cuadro A1.9 Tasas de interés .....	53
Cuadro A1.10 Costa Rica: indicadores del sector monetario .....	55
Cuadro A1.11 Costa Rica: balanza de pagos .....	57
Cuadro A1.12 Costa Rica: indicadores del sector externo .....	58
Cuadro 3.1 Activos administrados por los fondos de inversión en Costa Rica	93
Cuadro 3.2 Banco Central de Costa Rica y Ministerio de Hacienda: saldos de captación por tipo de instrumento .....	94
Cuadro 3.3 Estructura de rendimientos de corto plazo .....	99
Cuadro 3.4 Costa Rica: balance resumido de bancos comerciales .....	102
Cuadro 3.5 Costa Rica: evolución de activos netos de las carteras mancomunadas y depósitos bancarios .....	103
Cuadro 3.6 Activos totales de los fondos de inversión .....	108
Cuadro 3.7 Fondos de inversión financieros abiertos: activo total administrado .....	110
Cuadro 3.8 Inversión promedio por tipo de fondo .....	113

## VIII

Cuadro 3.9	Fondos de inversión financieros abiertos: estructura de vencimientos . . . . .	114
Cuadro 3.10	Fondos de inversión financieros abiertos: duración de la cartera de valores y plazo de permanencia de las inversiones expresado en años . . . . .	118
Cuadro 4.1	Grupo Financiero BAC: algunos indicadores relevantes, 2003 . .	132
Gráfico 1.1	Costa Rica: producto interno bruto real . . . . .	7
Gráfico 1.2	Costa Rica: componentes de la demanda agregada . . . . .	7
Gráfico 1.3	Costa Rica: PIB según actividad económica . . . . .	9
Gráfico 1.4	Costa Rica: inflación . . . . .	11
Gráfico 1.5	Costa Rica: desempleo y generación de empleo . . . . .	12
Gráfico 1.6	Costa Rica: producción, ingreso y salarios reales . . . . .	14
Gráfico 1.7	Costa Rica: salarios reales . . . . .	15
Gráfico 1.8	Costa Rica: pobreza . . . . .	16
Gráfico 1.9	Costa Rica: pobreza y crecimiento del PIB per cápita . . . . .	17
Gráfico 1.10	Costa Rica: gasto social . . . . .	18
Gráfico 1.11	Costa Rica: ingreso per cápita por quintiles . . . . .	19
Gráfico 1.12	Costa Rica: tasa bruta de escolaridad . . . . .	20
Gráfico 1.13	Costa Rica: tasa de mortalidad infantil . . . . .	20
Gráfico 1.14	Crecimiento económico mundial . . . . .	22
Gráfico 1.15	Tasa LIBOR a 6 meses . . . . .	23
Gráfico 1.16	Costa Rica: términos de intercambio . . . . .	23
Gráfico 1.17	Costa Rica: carga tributaria . . . . .	24
Gráfico 1.18	Costa Rica: superávit de las instituciones públicas . . . . .	26
Gráfico 1.19	Costa Rica: gastos del Gobierno Central sin intereses . . . . .	27
Gráfico 1.20	Costa Rica: saldo de la deuda pública . . . . .	28
Gráfico 1.21	Costa Rica: pérdidas del BCCR . . . . .	32
Gráfico 1.22	Costa Rica: agregados monetarios . . . . .	34
Gráfico 1.23	Costa Rica: tasas de interés . . . . .	35
Gráfico 1.24	Premio por invertir en colones . . . . .	35
Gráfico 1.25	Costa Rica: cuenta corriente y de capital-financiera . . . . .	36
Gráfico 1.26	Costa Rica: tipo de cambio efectivo real . . . . .	37
Gráfico 1.27	Costa Rica: inversión extranjera directa y déficit en la cuenta corriente . . . . .	38
Gráfico 3.1	<i>EMBI+ Bond Spreads</i> y la pendiente de la curva de rendimientos de EE.UU. . . . .	89

Gráfico 3.2	<i>EMBI+ Bond Spreads</i> los fundamentales del crédito en los mercados emergentes . . . . .	90
Gráfico 3.3	Desviaciones de los <i>spreads</i> actuales respecto de los <i>spreads</i> acordes con las calificaciones de riesgo . . . . .	91
Gráfico 3.4	Evolución de la curva soberana . . . . .	92
Gráfico 3.5	Saldo de inversión en carteras mancomunadas y colocación neta de deuda pública en colones . . . . .	95
Gráfico 3.6	Saldo de inversión en carteras mancomunadas y colocación neta de deuda pública en dólares . . . . .	95
Gráfico 3.7	Fondos de crecimiento en dólares: rendimiento a 30 días total y rendimiento a 30 días ajustado de los cupones . . . . .	96
Gráfico 3.8	Comportamiento de los rendimientos a 10 años de distintos mercados . . . . .	104
Gráfico 3.9	Dispersión de las operaciones con TPTBA (3.04 y simples) y datos del vector . . . . .	107
Gráfico 3.10	Sociedades administradoras de fondos de inversión: variación en el volumen de activos netos administrados . . . . .	112
Gráfico 3.11	Rendimiento de los últimos 30 días de los fondos en dólares versus tasas de interés de los bancos estatales a un mes plazo . . . . .	121
Gráfico 3.12	Fondos de crecimiento en dólares: comparativo de los rendimientos a 30 días totales versus rendimiento de los cupones . . . . .	121
Gráfico 3.13	Fondos de inversión en dólares que presentaron un endeudamiento superior al 10 por ciento durante marzo de 2004 (32 fondos): . . . . .	123
Gráfico 3.14	Fondos de inversión abiertos en colones: endeudamiento total, salidas netas, porcentaje de ajuste por valoración . . . . .	123
Gráfico 4.1	Evolución del Grupo Financiero BAC San José . . . . .	133
Gráfico 4.2	Grupo Financiero BAC San José: utilidad neta consolidada (primer semestre) . . . . .	134
Gráfico 4.3	Grupo Financiero BAC San José: evolución histórica de indicadores de rentabilidad . . . . .	134
Gráfico 4.4	algunos indicadores financieros utilizados por SUGEF en su modelo CAMUL . . . . .	135
Gráfico 5.1	<i>Spread</i> soberano EMBI y balance de la cuenta corriente en economías emergentes . . . . .	173
Gráfico 5.2	Cortes abruptos (“frenazos”) en los flujos de capital hacia economías emergentes: efecto aglomeración . . . . .	175
Gráfico 5.3	Flujos de capitales, CAC-7 . . . . .	180

Gráfico 5.4	Flujos de capital, LAC-7 y CAC-7 .....	180
Gráfico 5.5	Condición financiera internacional: <i>spreads</i> sobre bonos del tesoro de EE.UU. ....	181
Gráfico 5.6	PIB real anual .....	182
Gráfico 5.7	El Salvador: estructura de la deuda pública por acreedor .....	182
Gráfico 5.8	Balance en cuenta corriente y remesas, CAC-7 .....	184
Gráfico 5.9	Centroamérica: flujos de capital y remesas, CAC-7 .....	185
Gráfico 5.10	Centroamérica: flujos de capital y remesas, por país .....	186
Gráfico 5.11	Centroamérica: crédito en moneda extranjera a sectores no transables/crédito al sector privado .....	187
Gráfico 5.12	Banca centroamericana: activos sobre el sector público/activos totales .....	188



## PRESENTACIÓN

La Academia de Centroamérica se complace en presentar una nueva publicación de la *Serie Estudio Anual*, esta vez dedicada a un tema que meses atrás concentró una buena parte de la atención de los diferentes actores económicos del país.

La primera parte de esta publicación se dedica al análisis de la evolución de la economía costarricense durante el año 2004 y los desafíos que se le presentan en el mediano y largo plazos. Para tal propósito se llevó a cabo una actividad de presentación y discusión de los hechos más relevantes de los diferentes sectores de actividad económica, destacando en particular la situación macroeconómica del país, el entorno internacional y los principales resultados de la política económica.

La segunda parte presenta los trabajos de investigación elaborados sobre el tema “Volatilidad y vulnerabilidad del sistema financiero costarricense ante situaciones de crisis”. Constituye un esfuerzo más por crear conciencia entre los diferentes actores del sistema financiero (instituciones bancarias, otros intermediarios financieros y entidades reguladoras) de la importancia de entender e interpretar adecuadamente situaciones de crisis en el sistema financiero. Con este fin, se documentan dos experiencias recientes: el caso de los Fondos de Inversión y de Pensiones y el caso de BAC San José. Aunque los dos eventos ocurrieron de manera independiente y por situaciones que no están relacionadas, ambos pusieron en evidencia la vulnerabilidad del sistema financiero y la necesidad de estudiar concienzudamente lo acontecido.

Deseamos expresar nuestro agradecimiento a los patrocinadores de esta iniciativa: Banco BAC San José, Banco BCT, Banco Cuscatlán, Banco Interfín, Tabacalera Costarricense, empresa afiliada a Philip Morris Internacional y al Programa de Jóvenes Economistas de la Academia de Centroamérica. Gracias a su patrocinio contamos hoy con una recopilación valiosa de investigaciones, comentarios y reflexiones en torno a un tema de especial trascendencia para salvaguardar la estabilidad del sistema financiero costarricense.

EDUARDO LIZANO  
Presidente  
Academia de Centroamérica

## AUTORES

- RODRIGO BOLAÑOS Z.    Miembro de la Academia de Centroamérica
- JOSÉ RAFAEL BRENES V.    Gerente de la Bolsa Nacional de Valores
- GUILLERMO CALVO    Economista Jefe del Banco Interamericano  
de Desarrollo
- GERARDO CORRALES B.    Gerente General de BAC San José
- RONULFO JIMÉNEZ R.    Miembro de la Academia de Centroamérica
- LUIS LIBERMAN G.    Presidente de la Bolsa Nacional de Valores
- EDUARDO LIZANO F.    Presidente de la Academia de Centroamérica
- MIGUEL LORÍA S.    Miembro de la Academia de Centroamérica
- ÓSCAR RODRÍGUEZ U.    Superintendente de Entidades Financieras
- ÁLVARO SABORÍO L.    Vicepresidente de la Asociación Bancaria Costarricense

## SIGLAS Y ACRÓNIMOS

ABC	Asociación Bancaria Costarricense
ALCA	Área de Libre Comercio de las Américas
BCCR	Banco Central de Costa Rica
BCR	Banco de Costa Rica
BID	Banco Interamericano de Desarrollo
BNCR	Banco Nacional de Costa Rica
CAFTA	Tratado de Libre Comercio entre República Dominicana, Centroamérica y los Estados Unidos de América (siglas en inglés)
CARICOM	Comunidad del Caribe (siglas en inglés)
CCSS	Caja Costarricense de Seguro Social
CEVAL	Central de Valores
CNP	Consejo Nacional de Producción
CODESA	Corporación Costarricense de Desarrollo
CONASSIF	Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero
EMBI	Índice de Bonos de los Mercados Emergentes (siglas en inglés)
EE.UU.	Estados Unidos de América
FMI	Fondo Monetario Internacional
ICC	Iniciativa para la Cuenca del Caribe
ICE	Instituto Costarricense de Electricidad
IEAT	Industria electrónica de alta tecnología
IED	Inversión extranjera directa
INEC	Instituto Nacional de Estadística y Censos
ISI	Índice Subyacente de Inflación
IVM	Régimen del Seguro de Invalidez, Vejez y Muerte de la Caja Costarricense de Seguro Social
MEP	Ministerio de Educación Pública
MIB	Mercado Interbancario de Dinero
NAFTA	Tratado de Libre Comercio de Norteamérica (siglas en inglés)
OCDE	Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico
OMC	Organización Mundial del Comercio
PROCOMER	Promotora del Comercio Exterior de Costa Rica
RAE	Real Academia de la Lengua Española
SINPE	Sistema Interbancario de Negociación y Pagos Electrónicos
SUGEF	Superintendencia General de Entidades Financieras
SUGEVAL	Superintendencia General de Valores
WTI	Instituto Mundial de Comercio (siglas en inglés)

PRIMERA PARTE

**EVOLUCIÓN  
MACROECONÓMICA  
DE COSTA RICA  
EN EL 2004  
Y DESAFÍOS  
EN EL MEDIANO  
Y LARGO PLAZOS**

# 1. LA ECONOMÍA COSTARRICENSE DURANTE EL 2004

RONULFO JIMÉNEZ R.

## 1.1 BALANCE GENERAL DE LA ECONOMÍA

El objetivo de este documento es analizar la evolución de la economía costarricense durante el 2004 y las circunstancias que influyeron en los resultados económicos.

El 2004 fue un año de tonos grises para la economía costarricense. Por un lado, algunos resultados fueron desalentadores: se redujo el crecimiento de la producción y del ingreso, aumentó la inflación, la creación de empleo fue débil, disminuyó el salario real de los trabajadores y aumentó la pobreza. Pero por otro lado, el crecimiento de la producción, si bien fue menor al del 2003, fue superior al de años como el 2001 y el 2002 y la economía mantuvo una estabilidad relativa. Como aspectos positivos hay que mencionar una menor concentración en el ingreso, el incremento de la cobertura del sistema educativo y la disminución de la mortalidad infantil. Estos últimos son elementos importantes en la calidad de vida de la población. Estos temas se analizan en la Sección 1.2.

El mayor crecimiento económico mundial favoreció la expansión del sector exportador y éste fue el elemento dinámico para el sector productivo costarricense. Sin embargo, el incremento en el precio internacional del petróleo y de otros bienes deterioró los términos internacionales de intercambio e implicó un duro golpe en la capacidad adquisitiva de los costarricenses, lo cual se reflejó en el estancamiento del ingreso y en la disminución de los salarios reales. En los últimos 20 años Costa Rica

ha construido una base exportadora de bienes y servicios amplia y diversificada que ha contribuido para que en los últimos seis años el deterioro de los términos de intercambio no se haya convertido en una profunda crisis como ocurrió a inicios de los años ochenta. El contexto externo se analiza en la Sección 1.3.

Las autoridades buscaron un manejo de la política fiscal, monetaria y cambiaria para sostener la estabilidad relativa de la economía. En el campo fiscal, los esfuerzos de las autoridades lograron mantener bajo control el déficit de las finanzas públicas, a pesar de los problemas estructurales de la política fiscal (una baja carga tributaria, el peso del pago de la deuda y de las pensiones y las pérdidas del Banco Central). Las autoridades del Ministerio de Hacienda impulsaron un proyecto de reforma fiscal en la Asamblea Legislativa para incrementar la carga tributaria. No obstante, el proyecto no fue aprobado, lo cual implica que los riesgos sobre la estabilidad de la economía y las pocas posibilidades actuales de la política fiscal para influir positivamente en el crecimiento y la equidad persisten. Estos temas se estudian en la Sección 1.4.

El Banco Central, durante el 2004, se propuso reducir la inflación y el desequilibrio externo de la economía. No fue posible reducir la inflación, dado el incremento en el precio internacional del petróleo y el de otros productos importados. Pero sí se logró un menor déficit externo. El Banco Central se propuso y logró mantener un crecimiento moderado de los agregados monetarios, a pesar de las fuertes limitaciones estructurales bajo las cuales se realiza la política monetaria (pérdidas del Banco Central, ausencia de reforma fiscal, la dolarización de la economía y el sistema cambiario). Estos temas se analizan en la Sección 1.5

En el 2004 se redujo el desequilibrio externo, como resultado del dinamismo de las exportaciones de bienes y del turismo y de un crecimiento moderado de las importaciones. La reducción del déficit externo está asociada con el manejo prudente de la política monetaria del Banco Central y la administración del tipo de cambio que evitó la apreciación real del colón. Como ha ocurrido en los últimos años, la inversión extranjera directa fue una importante fuente para financiar el déficit externo. Estos aspectos se analizan en la Sección 1.6.

Durante el año 2004 Costa Rica suscribió el Tratado de Libre Comercio entre Centroamérica, República Dominicana y Estados Unidos (CAFTA). Para Costa Rica este tratado forma parte del proceso de integración a la economía mundial iniciado desde 1984. Hasta ahora, el comercio de Centroamérica con Estados Unidos se ha realizado en el marco de las concesiones unilaterales establecidas en la Iniciativa de la Cuenca del Caribe (ICC). El CAFTA amplía el acceso de las exportaciones costarricenses al mercado norteamericano y establece normas de derecho internacional más equilibradas y justas que las establecidas en la ICC. Este tema es tratado en la Sección 1.7.

Finalmente, se incluye un Anexo Estadístico, que reúne un conjunto de estadísticas económicas y sociales de Costa Rica de los últimos años.

El análisis de la economía en el 2004 deja enseñanzas y recuerda los retos a los cuales se enfrentan los costarricenses:

- **El reto del crecimiento económico.** El crecimiento de la producción del año 2004 fue medianamente satisfactorio (ni tan fuerte como el del año 2003, ni tan bajo como el observado en el 2001 y el 2002). Este crecimiento no fue suficiente para generar una fuerte expansión del empleo, el aumento de los salarios y una reducción de la pobreza. Esto quiere decir que el país tiene el reto de aumentar el crecimiento de la economía. Una economía pequeña como la costarricense solo podrá crecer si se incorpora a la economía mundial.
- **El reto de la estabilidad de la economía.** La economía durante el 2004 logró mantener una estabilidad relativa, al mantener los desequilibrios fiscal y externo bajo control, a pesar de las limitaciones estructurales de la política fiscal, monetaria y cambiaria. Sin embargo, la inflación costarricense es una de las más elevadas del continente. Lograr una reducción sustancial y sostenible de la inflación solo es posible con una reducción permanente y sustancial del desequilibrio de las cuentas fiscales. Para esto último se requiere una reforma fiscal que aumente la carga tributaria.



- **El reto de la equidad.** En el 2004 aumentó la pobreza y se redujo ligeramente la desigualdad en la distribución del ingreso. La reducción de la pobreza y la mejora de la distribución del ingreso son un reto complejo que requiere la reactivación del crecimiento económico y de la estabilidad. Pero también es necesario un gasto social que se dirija a apoyar a los sectores de menor ingreso y que los incorpore con mayor productividad e ingreso al mercado laboral.

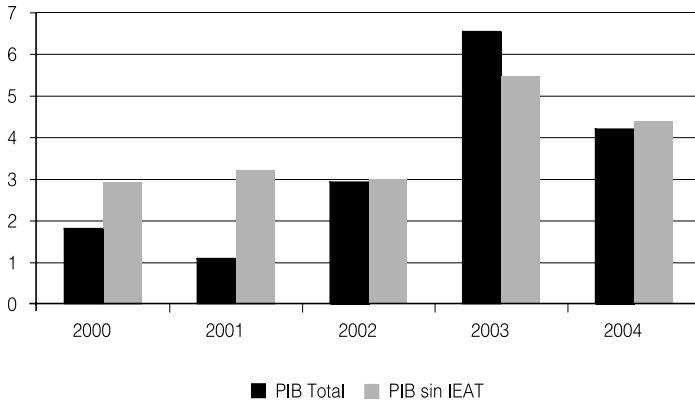
## 1.2 RESULTADOS DE LA ECONOMÍA COSTARRICENSE EN EL 2004

### Crecimiento de la producción

El Producto Interno Bruto (PIB) creció un 4,2 por ciento durante el 2004, en tanto que en el año 2003 el crecimiento había sido del 6,5 por ciento. En el 2004 el crecimiento del PIB, excluyendo la industria de alta tecnología, alcanzó el 4,4 por ciento, y fue por tanto menor al 5,5 por ciento del 2003. Sin embargo, es importante tener presente que, si bien es cierto que el crecimiento de la producción durante el 2004 fue menor al del 2003, fue superior al observado en los años 2000, 2001 y 2002, cuando el crecimiento de la producción fue apenas superior al de la población (Gráfico 1.1).

Lo que sostuvo el crecimiento de la economía en el 2004 fue el dinamismo del comercio internacional (Gráfico 1.2). Las exportaciones de bienes y servicios crecieron en un 6,8 por ciento y las importaciones de bienes y servicios lo hicieron en un 6,2 por ciento. No obstante, el dinamismo de las exportaciones de bienes y servicios había sido mayor durante el 2003, cuando crecieron al 12,3 por ciento.

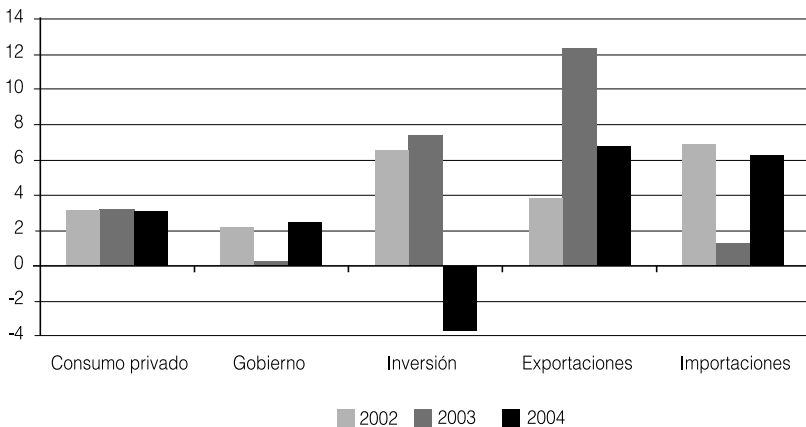
**GRÁFICO 1.1**  
**COSTA RICA: PRODUCTO INTERNO BRUTO REAL**  
 (Tasa de variación, porcentaje)



IEAT: Industria electrónica de alta tecnología

FUENTE: Banco Central de Costa Rica (BCCR).

**GRÁFICO 1.2**  
**COSTA RICA: COMPONENTES DE LA DEMANDA AGREGADA**  
 (Tasa de variación real, porcentaje)



FUENTE: Banco Central de Costa Rica (BCCR).

Dentro del sector exportador destaca el dinamismo de las exportaciones industriales no tradicionales, las exportaciones a Centroamérica, las exportaciones de las zonas francas, el turismo y las exportaciones de productos agrícolas no tradicionales (Cuadro 1.1.).

**CUADRO 1.1**  
COSTA RICA: EXPORTACIONES  
(Tasa de variación anual)

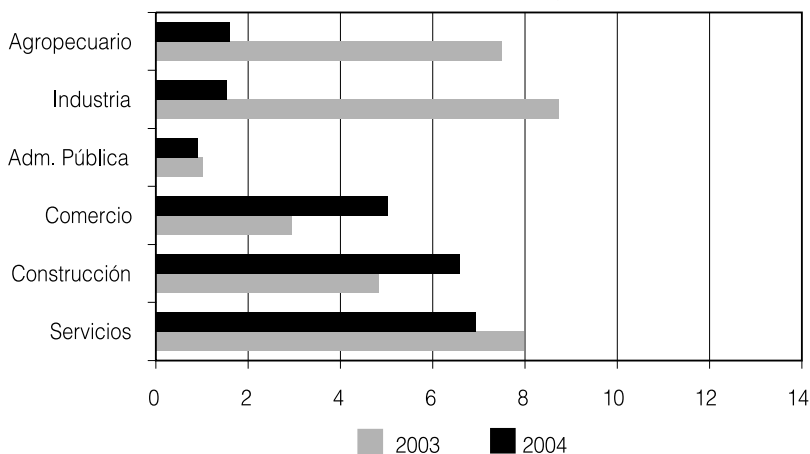
	2003	2004
<b>Total de bienes</b>	<b>16,0</b>	<b>3,2</b>
INTEL	51,5	-21,7
Zonas francas (sin INTEL) y perfeccionamiento activo	8,3	12,1
Banano	15,8	-1,4
Café	17,2	3,1
Centroamérica	9,8	15,7
Productos agrícolas no tradicionales (incl. Pesca)	9,2	7,7
Industriales no tradicionales	3,4	16,4

FUENTE: BCCR y Promotora del Comercio Exterior de Costa Rica (PROCOMER).

La demanda interna no fue fuente de dinamismo económico durante el 2004. El consumo privado tan solo creció en un 3 por ciento y el consumo del Gobierno creció un 2,4 por ciento. La formación bruta de capital fijo del sector privado fue el elemento más dinámico de la demanda interna, al crecer un 8,5 por ciento; pero la formación bruta de capital fijo del sector público se redujo un 38 por ciento, después de haber tenido un crecimiento mayor al 30 por ciento en el 2003.

Desde el punto de vista de sectores de actividad económica, el menor crecimiento de la producción observado durante el 2004, en comparación con el año 2003, fue generalizado. Pero los sectores que crecieron más en el 2004 fueron los relacionados con servicios y la construcción (Gráfico 1.3).

**GRÁFICO 1.3**  
**COSTA RICA: PIB SEGÚN ACTIVIDAD ECONÓMICA**  
 (Tasa de variación real, porcentaje)



FUENTE: Banco Central de Costa Rica (BCCR).

Sobre el crecimiento económico del 2004, hay que realizar dos consideraciones:

Primero, el crecimiento del año 2004 fue similar al 4,3 por ciento, que es el promedio de los últimos diez años. Sin embargo, no hay que perder de vista que el crecimiento durante estos últimos diez años ha sido relativamente pobre, cuando se le comparara con la trayectoria de largo plazo.

Segundo, el crecimiento del año 2004 se sustentó fundamentalmente en el comercio exterior. Para una economía pequeña como la costarricense, el comercio internacional es fundamental para su crecimiento y bienestar. Esto es especialmente claro a partir del año 1984, cuando se profundizó el proceso de apertura de la economía costarricense.

En los veinte años transcurridos entre 1984 y el 2004, Costa Rica se ha convertido en un exportador exitoso:

- **El crecimiento de las exportaciones de bienes y servicios.** Entre 1984 y el 2003 las exportaciones de bienes y servicios<sup>1</sup> se han multiplicado por 6.

1. En dólares de Estados Unidos.

- **Costa Rica ha diversificado sus exportaciones de bienes.** En 1984 las exportaciones tradicionales (café, banano, azúcar y carne) y las exportaciones a Centroamérica representaban el 70 por ciento del total exportado. Las exportaciones no tradicionales eran de tan solo el 30 por ciento del total exportado, mientras que en el 2003 representaron el 78 por ciento.
- **Costa Rica se ha convertido en un exportador de servicios.** Entre 1984 y el 2003 las exportaciones de servicios pasaron de 201 a US\$ 1.893 millones, es decir se multiplicaron por 9. Dentro del sector servicios, el turismo ocupa un lugar destacado. En 1984 ingresaron a Costa Rica 273.901 turistas que dejaron US\$ 117,3 millones y en el 2003 nos visitaron 1.238.692 turistas que dejaron US\$ 1.199,4 millones.

Esta base exportadora amplia y diversificada ha sido fundamental para el crecimiento económico y le ha permitido a Costa Rica sortear de mejor manera los cambios adversos en las condiciones de la economía mundial.

## Inflación

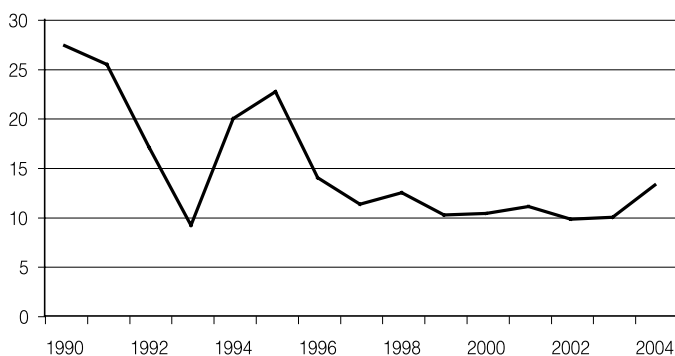
La inflación –medida con el índice de precios del consumidor (IPC)– en el 2004 fue del 13,1 por ciento<sup>2</sup> (Gráfico 1.4). Sobre este comportamiento caben tres observaciones:

Primero, ésta fue la tasa de inflación más alta desde el año 1997. En el período 1999-2003 la tasa de inflación se mantuvo cercana al 10 por ciento, en tanto que en el período 1984-1996 la tasa había fluctuado entre 9 y 27 por ciento. Es decir, Costa Rica en los últimos años ha tenido un proceso de reducción y estabilización de la inflación, pero el “piso” parece ser una tasa del 10 por ciento. La persistencia del fenómeno inflacionario ha reflejado las dificultades de la política monetaria, fiscal y cambiaria.

---

2. Variación porcentual del IPC de diciembre a diciembre.

**GRÁFICO 1.4**  
**COSTA RICA: INFLACIÓN**  
 (Tasa de variación anual del IPC, porcentaje)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística y Censos (INEC).

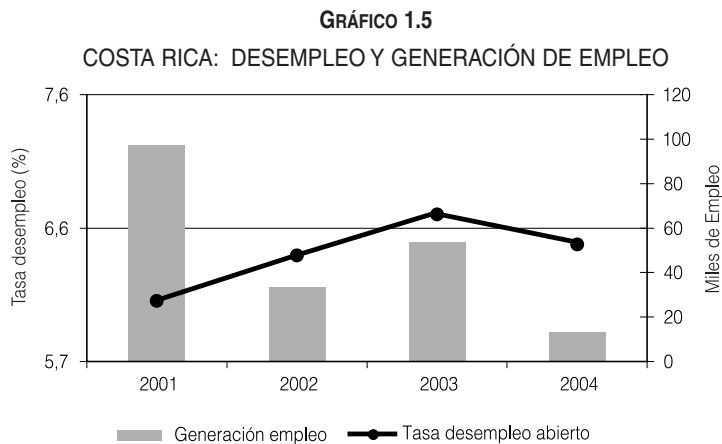
Segundo, no obstante lo anterior, el *incremento* de la tasa de inflación durante el 2004 está principalmente relacionado con la escalada de los precios de los combustibles (el precio del barril pasó de un promedio de US\$ 31 a US\$ 41) y de otros productos importados, y no a una política monetaria expansiva.

Tercero, la tasa de inflación de Costa Rica es alta en el contexto internacional. Aún la inflación del año pasado (9,9 por ciento) fue la mayor de Centroamérica y la tercera más alta de Latinoamérica, después de la de Venezuela y Uruguay. Sin embargo, la reducción de la inflación costarricense a niveles internacionales solo podrá lograrse en forma sostenible si se corrige el desequilibrio fiscal, incluidas las pérdidas del Banco Central.

## Empleo

El menor crecimiento de la producción y la mayor inflación del 2004 se reflejaron en un menor dinamismo en la generación del empleo y en la reducción de los salarios reales.

Durante el 2004 se crearon cerca de 13.500 empleos nuevos, 8.200 en el sector privado y 5.300 en el sector público. Esta cifra de generación de empleo es más baja en comparación con los 54.000 nuevos empleos generados en el 2003, los 33.200 del 2002 o los 97.300 del 2001 (Gráfico 1.5).



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística y Censos (INEC).

La menor generación de empleo no se transformó en mayor desempleo. La tasa de desempleo fue del 6,5 por ciento de la fuerza de trabajo, prácticamente similar al 6,7 por ciento del año 2003. No obstante, la tasa de desempleo de los hombres disminuyó y la de las mujeres aumentó.

¿Cómo se explica que no aumentara el desempleo si la generación de empleo fue débil? El desempleo no aumentó, porque las personas en edad de trabajar disminuyeron su disposición a incorporarse al mercado laboral. La tasa de participación neta –la proporción de la fuerza de trabajo (los que trabajan efectivamente más los desempleados) con respecto a la población en edad de trabajar (12 años o más)– pasó del 55,5 por ciento en el 2003 al 54,4 por ciento en el 2004. En términos absolutos, la reducción de la tasa neta de participación significó que cerca de 36.000 personas no se incorporaron al mercado laboral.

Se podrían plantear dos explicaciones para entender la reducción en la tasa neta de participación. Primero, hay efectivamente una disminución de la oferta de trabajo que se manifiesta en una reducción en la disponibilidad a participar en el mercado laboral. Un elemento que hace pensar que ésta es una explicación plausible es que la reducción de la tasa neta de participación fue más fuerte en la población de 12 a 17 años y, simultáneamente, durante el 2004 aumentó la cobertura de la educación secundaria en este segmento de la población. Segundo, ante un mercado laboral poco dinámico, los posibles trabajadores tomaron una

posición pesimista en cuanto a sus posibilidades de conseguir trabajo y no tomaron una actitud de búsqueda activa de empleo.

## Ingreso y salarios

Durante el 2004 se estancó el ingreso per cápita de los costarricenses. La producción per cápita creció en un 2,3 por ciento, que es menor al 4,5 por ciento del 2003. Pero el crecimiento de la producción per cápita en el 2004 no se transformó en un crecimiento del ingreso<sup>3</sup> per cápita de los costarricenses, debido al deterioro de los términos internacionales de intercambio de Costa Rica (Gráfico 1.6). Más bien, el ingreso per cápita de los costarricenses se mantuvo prácticamente estancado, pues creció solo un 0,7 por ciento.<sup>4</sup>

El deterioro de los términos internacionales de intercambio está relacionado principalmente con el incremento en el precio internacional del petróleo y sus derivados (el precio del barril de petróleo aumentó de US\$ 31 a US\$ 41) y con el aumento del precio de otros bienes importados, como trigo, arroz y acero.

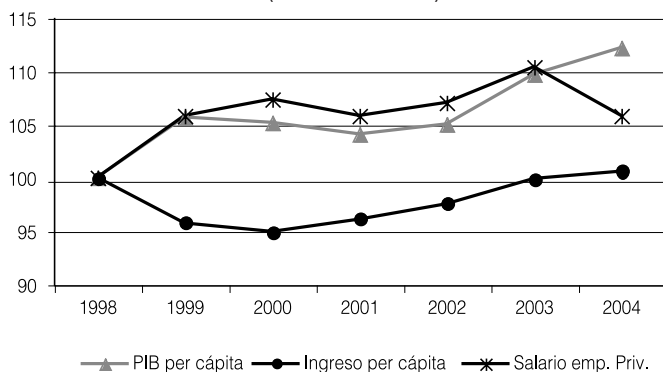
---

3. El concepto que se usa es el de ingreso nacional disponible bruto real.

4. Los términos de intercambio comparan la evolución del precio "promedio" de las exportaciones de bienes y servicios de un país con respecto al precio "promedio" de las importaciones de bienes y servicios. Un deterioro (disminución) de estos términos indica que con el mismo volumen exportado se puede comprar un menor volumen de importaciones. En otras palabras, el deterioro de los términos de intercambio implica un empobrecimiento del país. También es importante tener presente dos aspectos. Primero, el PIB es un indicador del volumen o cantidad de la producción *dentro* de las fronteras de un país, independientemente de la nacionalidad de los dueños de los factores de producción. Segundo, el ingreso nacional disponible bruto real es un concepto de capacidad adquisitiva de los costarricenses, pues excluye los ingresos pagados a los factores de la producción del exterior y toma en cuenta la pérdida (o ganancia) por la variación de los términos de intercambio.



**GRÁFICO 1.6**  
**COSTA RICA: PRODUCCIÓN, INGRESO Y SALARIOS REALES**  
 (Índice 1998=100)



FUENTE: BCCR y Caja Costarricense de Seguro Social (CCSS).

El deterioro de los términos de intercambio de Costa Rica es un fenómeno que ha ocurrido a partir de 1998. Por ejemplo, en ese año el precio internacional promedio del barril de petróleo era de US\$ 14,4; desde entonces ha aumentado hasta llegar a un promedio de US\$ 41 en el 2004. Esta escalada en el precio del petróleo le ha costado a Costa Rica US\$ 1.300 millones en el período 1999-2004.<sup>5</sup>

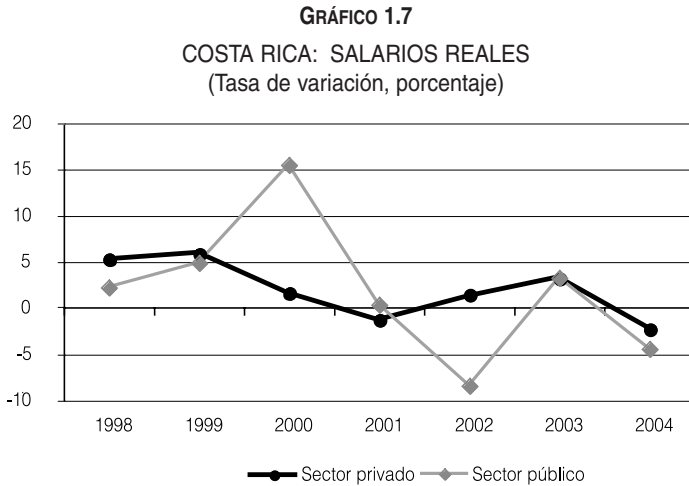
En una perspectiva de los últimos seis años, se puede apreciar como, a pesar del crecimiento del PIB per cápita, el ingreso nacional disponible se ha quedado rezagado como consecuencia del deterioro de los términos internacionales de intercambio.

El componente más importante del ingreso son los salarios. En el 2004 el salario promedio real de los trabajadores costarricenses se redujo. Hay dos fuentes para evaluar la evolución de los salarios reales: la Encuesta Nacional de Hogares del Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INEC) y la información de trabajadores afiliados a los regímenes de la Caja Costarricense de Seguro Social (CCSS). Ambas fuentes coinciden con la reducción en términos reales del salario promedio.

Según la CCSS, el salario promedio de los trabajadores en el sector privado, afiliados a la seguridad social, disminuyó en el 2004 un 2,3 por

5. Es un simple cálculo aritmético que compara el costo real de la factura petrolera con lo que hubiera costado a precios de 1998.

ciento, mientras que para los trabajadores del sector público la reducción fue del 4,5 por ciento (Gráfico 1.7). En el 2003 el salario había aumentado 3,2 por ciento en términos reales para ambos sectores.



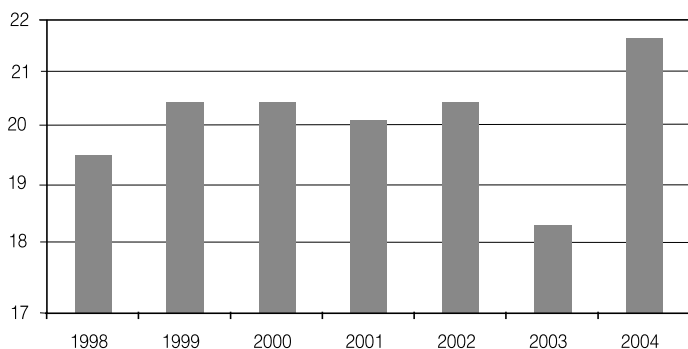
FUENTE: Caja Costarricense de Seguro Social (CCSS).

Según la Encuesta de Hogares, el salario promedio de los trabajadores del sector privado se redujo en un 3,1 por ciento y el de los empleados del sector público en un 4,8 por ciento.

### Pobreza y distribución del ingreso

La combinación de menor generación de empleo, mayor inflación, estancamiento en el ingreso y reducción de los salarios en la economía llevó a un incremento de la pobreza. Efectivamente, el 21,7 por ciento de los hogares costarricenses en el 2004 calificaron como pobres, en comparación con el 18,5 por ciento del año 2003. La pobreza había disminuido en el 2003 (Gráfico 1.8).

**GRÁFICO 1.8**  
**COSTA RICA: POBREZA**  
 (Porcentaje de hogares pobres)



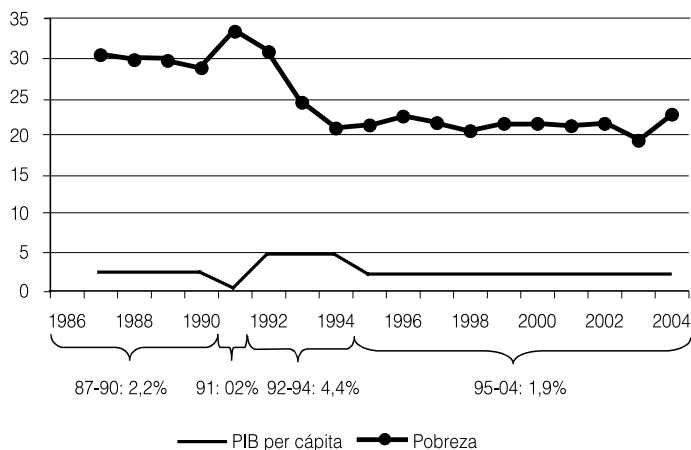
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística y Censos (INEC).

Los datos anteriores son el resultado de la medición de la pobreza realizada por el INEC con la información de la Encuesta de Hogares y la metodología de la línea de pobreza. Esta metodología define una canasta “mínima” de alimentos y otros bienes. Las familias que no tienen el ingreso suficiente para adquirir esta canasta son consideradas como “pobres”. Durante el 2004 el costo de la canasta para definir la línea de la pobreza aumentó en un 17 por ciento como consecuencia del incremento del precio de los alimentos<sup>6</sup> y el ingreso per cápita de las familias pobres tan solo aumentó en 12 por ciento.

Desde la perspectiva de más largo plazo se puede examinar la evolución de la pobreza y su correlación con el crecimiento de la economía (Gráfico 1.9):

6. La canasta usada para medir la pobreza incluye explícitamente un conjunto de bienes alimenticios y, en forma indirecta, incluye el “resto” de bienes y servicios. Sin embargo, por la construcción metodológica, todo el costo de la canasta se actualiza año a año con el precio de los bienes alimenticios. Estos son principalmente de origen agrícola y están sujetos a fuertes variaciones por diversas razones. Durante el año 2003 los precios agrícolas fueron “anormalmente” bajos, pero en el 2004 el fenómeno fue el contrario. Posiblemente, la aplicación de la metodología en el 2003 “sobreestimó” la reducción de la pobreza y en el año 2004 “sobreestimó” el aumento de la pobreza.

**GRÁFICO 1.9**  
COSTA RICA: POBREZA Y CRECIMIENTO DEL PIB PER CÁPITA  
(Porcentaje)



FUENTE: Banco Central, INEC y Trejos (2001).

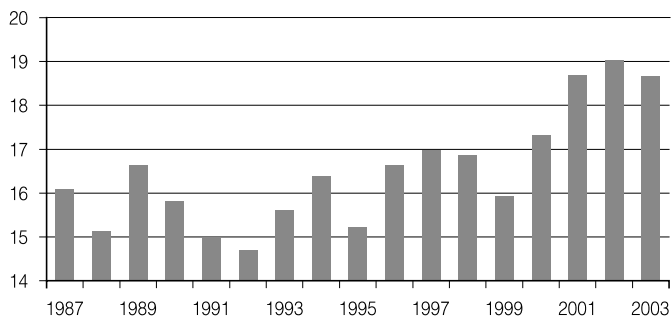
- El período **1987-1990** fue de bajo crecimiento de la producción per cápita (2,2 por ciento promedio anual) y de una reducción muy lenta de la pobreza.
- El año **1991** fue un año de estancamiento en la producción per cápita y de ajuste macroeconómico, y de un fuerte aumento de la pobreza.
- El período **1992-1994** fue de alto crecimiento de la producción per cápita y de una rápida reducción de la pobreza.
- Los últimos 10 años (**de 1995 al 2004**) han sido de un crecimiento económico relativamente bajo y de un estancamiento de la incidencia de la pobreza alrededor del 20 por ciento de los hogares costarricenses.

Esta perspectiva de más largo plazo, junto con la experiencia del 2004, reafirma la importancia del crecimiento económico como condición necesaria para la reducción de la pobreza; pero también hay que aclarar que la política pública –si es efectiva– puede ser un ingrediente indispensable para la reducción de la pobreza.

No hay información del gasto social durante el 2004, pero en el período 1998-2003 se ha observado una tendencia al aumento del gasto social

del sector público como proporción del PIB (Gráfico 1.10). Sin embargo, no hay una relación simple entre gasto social y reducción de la pobreza, porque hay que considerar los rezagos (por ejemplo, el caso de educación), la distribución del gasto (¿cuánto del gasto se va en pensiones para no pobres?, por ejemplo) y la eficiencia en el gasto. Lo que sí queda claro es que no puede afirmarse que la pobreza no se ha reducido en los últimos años como consecuencia de la reducción del gasto total en materia social.

**GRÁFICO 1.10**  
COSTA RICA: GASTO SOCIAL  
(Porcentaje del PIB)

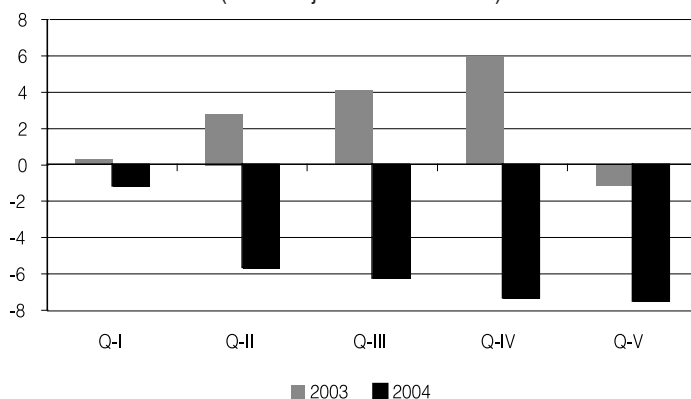


FUENTE: Ministerio de Hacienda.

Pobreza y distribución del ingreso son conceptos muy relacionados, pero diferentes. Por un lado, la pobreza es un concepto absoluto (familias que no tuvieron el ingreso suficiente para adquirir una canasta “mínima” de bienes y servicios), por otro lado, la distribución del ingreso es un concepto relativo, que compara el ingreso de diferentes grupos.

En el 2004 la pobreza aumentó y simultáneamente el ingreso se distribuyó en forma menos concentrada que en el 2003. Lo que sucedió, según la Encuesta de Hogares del INEC, fue que todos los quintiles disminuyeron su ingreso real, pero la disminución fue mayor para los quintiles de ingresos más altos (Gráfico 1.11). El coeficiente de Gini –una medición resumida de la distribución del ingreso– mostró en el 2004 una ligera reducción, lo que indica una distribución menos desigual.

**GRÁFICO 1.11**  
**COSTA RICA: INGRESO PER CÁPITA POR QUINTILES**  
 (Porcentaje de variación real)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística y Censos (INEC).

## Educación y salud

Hay dos resultados importantes y positivos en materia de educación y salud que deben destacarse.

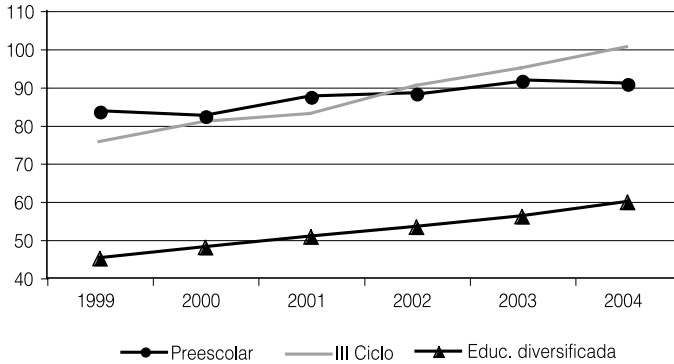
En el 2004 aumentó la cobertura del sistema educativo. En particular se mostró un avance en la cobertura de la educación secundaria. La cobertura del III ciclo aumentó del 94,7 al 100,3 por ciento.<sup>7</sup> En los últimos seis años el país ha realizado un esfuerzo importante, pues en 1999 la cobertura de este ciclo era tan sólo del 75,5 por ciento (Gráfico 1.12).

La cobertura del ciclo de educación diversificada aumentó del 56,0 por ciento en el 2003 al 59,8 por ciento en el 2004. La cobertura en 1999 era del 45,1 por ciento.

La cobertura de la educación preescolar disminuyó ligeramente de 91,6 por ciento en el 2003 a 90,8 por ciento en el 2004. En 1999 la cobertura era del 83,6 por ciento.

7. Un porcentaje mayor al 100 por ciento refleja el tema de alumnos que repiten el año o van rezagados. Pero este fenómeno es preferible a la ausencia total de los adolescentes de las aulas.

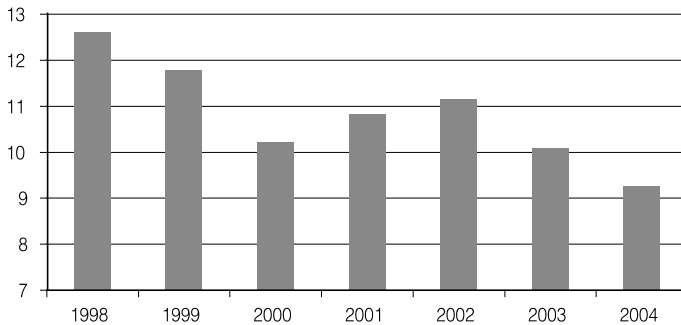
**GRÁFICO 1.12**  
COSTA RICA: TASA BRUTA DE ESCOLARIDAD  
(Porcentaje)



FUENTE: Ministerio de Educación Pública (MEP).

El incremento observado en la cobertura de la educación en los últimos seis años ha estado asociado con el esfuerzo de mayor financiamiento público y de una mayor atención a la educación secundaria. En 1998 el gasto público en educación era del 4,5 por ciento del PIB y en el 2003 llegó al 5,5 por ciento. A pesar de las dificultades fiscales, el sector público ha realizado un esfuerzo importante en educación.

**GRÁFICO 1.13**  
COSTA RICA: TASA DE MORTALIDAD INFANTIL  
(Por mil)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística y Censos (INEC).

En el campo de la salud, un hecho importante fue la reducción de la tasa de mortalidad infantil. Costa Rica tiene una de las tasas de mortalidad infantil más bajas de América Latina y una esperanza de vida al nacer semejante a la de países desarrollados. La tasa de mortalidad infantil se redujo de 10,1 al 9,25 por mil niños nacidos (Gráfico 1.13). Es costoso lograr reducciones en la mortalidad infantil cuando la tasa es relativamente baja, como en el caso costarricense. En el período 1998-2003 la esperanza de vida al nacer ha aumentado en año y medio.

En el campo de la salud, el sector público (en especial la CCSS) ha incrementado el financiamiento del sector de un 4,8 por ciento del PIB en 1998, a un 5,7 por ciento en el 2003.

### 1.3 ENTORNO INTERNACIONAL

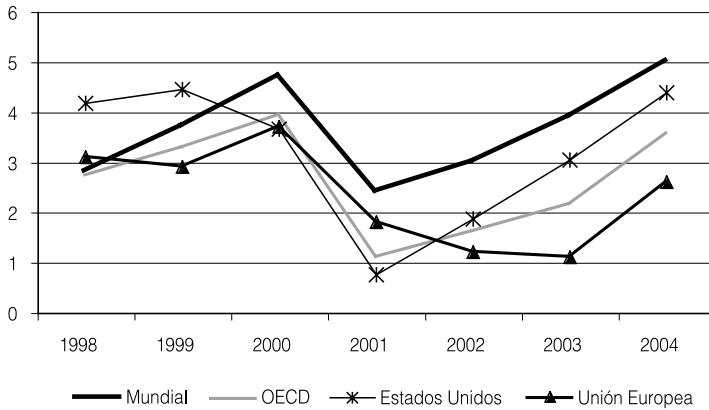
La evolución de una economía pequeña y abierta, como la costarricense, depende fundamentalmente del comportamiento del entorno internacional. Durante el año 2004 los hechos relevantes de la economía mundial fueron los siguientes:

- **Crecimiento económico.** El 2004 fue un año de mayor crecimiento de la economía mundial, a pesar del incremento del precio del petróleo (Gráfico 1.14). El fuerte crecimiento económico de finales de los noventas fue interrumpido por la recesión del bienio 2001-2002. En los años 2003 y 2004 se ha recuperado el crecimiento de la economía mundial. En este período de recuperación, la economía de Estados Unidos ha sido impulsada por la reducción de las tasas de interés y el aumento del gasto interno, tanto público como privado. La recuperación de Estados Unidos ha sido más rápida que la de Europa. Varios países “emergentes” (China, India y Rusia, especialmente) han logrado fuertes tasas de crecimiento en su producción. América Latina ha tenido durante el 2004 una importante recuperación, pero por debajo del crecimiento promedio de los países en desarrollo.

El mayor crecimiento de la economía mundial ha reactivado el comercio internacional y en este contexto se enmarca el vigoroso crecimiento de las exportaciones de bienes y servicios de Costa Rica durante los dos últimos años.



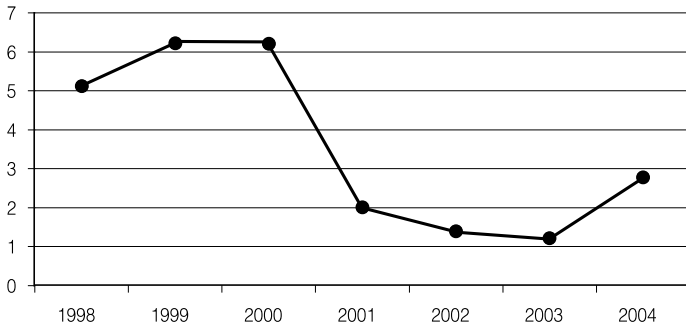
**GRÁFICO 1.14**  
**CRECIMIENTO ECONÓMICO MUNDIAL**  
 (Tasa de variación real, porcentaje)



FUENTE: BCCR, FMI y OCDE.

- Inflación.** Durante el 2004 los niveles de inflación internacional se mantuvieron relativamente bajos, a pesar de los temores de recrudescimiento de la inflación como consecuencia de la recuperación de las economías. Algún impacto tuvo el aumento del precio del petróleo en los índices inflacionarios, pero éstos se mantuvieron con ligeros aumentos.
- Tasas de interés.** En el 2004 aumentaron las tasas de interés internacionales, que habían estado en niveles muy bajos durante la recesión del bienio 2001-2002 (Gráfico 1.15). Sin embargo, a pesar de los aumentos de las tasas de interés en el 2004, éstas se mantienen muy por debajo de las existentes en el año 2000. Costa Rica –como país deudor– se ha beneficiado del bajo nivel de las tasas de interés internacionales. Por esta razón, el Gobierno Central ha logrado economías importantes, que a su vez repercuten en menores tasas de interés en colones.
- Términos de intercambio.** En el 2004 se deterioraron los términos de intercambio (Gráfico 1.16). Este deterioro está relacionado principalmente con el incremento en el precio internacional del petróleo y sus derivados, como se mencionó antes, y con el aumento del precio de otros bienes importados, como trigo, arroz y acero.

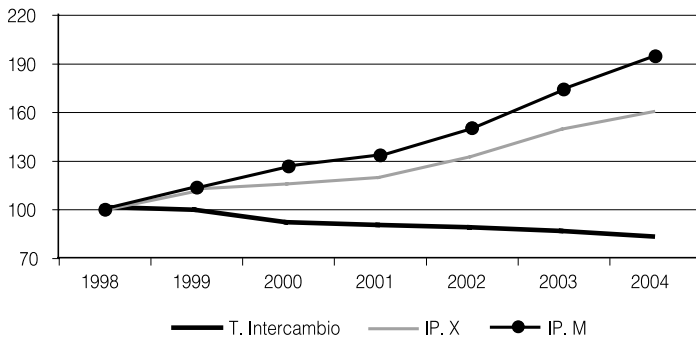
**GRÁFICO 1.15**  
TASA LIBOR A 6 MESES  
(Porcentaje)



FUENTE: Banco Central de Costa Rica (BCCR).

Como ya se mencionó, el deterioro de los términos de intercambio ha venido ocurriendo desde 1998 y representa un empobrecimiento para los costarricenses, al reducir su capacidad de compra en los mercados internacionales.

**GRÁFICO 1.16**  
COSTA RICA: TÉRMINOS DE INTERCAMBIO  
(1998=100)



FUENTE: Banco Central de Costa Rica (BCCR).

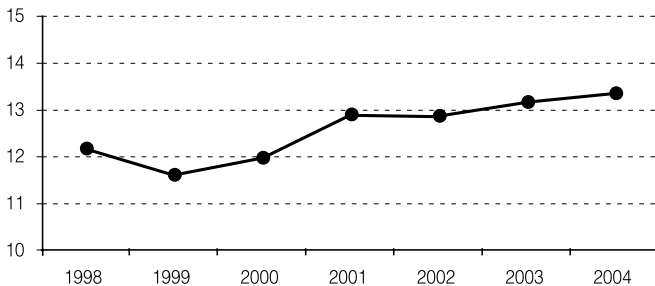
## 1.4 POLÍTICA FISCAL

Las autoridades de Gobierno durante el 2004 procuraron la estabilidad de las finanzas públicas. Su estrategia tuvo dos líneas de acción: primero, en lo inmediato, mantener el desequilibrio fiscal en los rangos usuales de los últimos años para no deteriorar la semi-estabilidad de la economía y, segundo, impulsar la reforma tributaria para alcanzar la sostenibilidad de las finanzas públicas en el largo plazo y, con ello, una estabilidad económica más sólida.

Hay que tener presente que la política fiscal se desarrolló con fuertes limitaciones:

- **Carga tributaria baja.** En el período 1998-2004 la carga tributaria del Gobierno Central estuvo entre el 12,4 y el 13,6 por ciento del PIB (Gráfico 1.17). Países de desarrollo humano similar a Costa Rica tienen cargas tributarias mayores en más de 4 puntos porcentuales del PIB. La carga tributaria en nuestro país es baja tanto por un problema de diseño de los impuestos como por la debilidad de la Administración Tributaria.

**GRÁFICO 1.17**  
COSTA RICA: CARGA TRIBUTARIA  
(Porcentaje del PIB)



FUENTE: Ministerio de Hacienda.

- **Estructura rígida del gasto.** Cerca de la mitad de los ingresos del Gobierno Central están destinados a pagar los intereses de la deuda y las pensiones. Es decir, la mitad de los ingresos de hoy se dedican a pagar el “pasado”.

Estos rubros y el pago de los salarios de los empleados del Gobierno absorben el 85 por ciento de los ingresos. Esta estructura del gasto es de por sí rígida, pero adicionalmente existen un conjunto de disposiciones constitucionales y legales que establecen obligaciones de gasto y destinos “específicos” para los impuestos. Una estimación realizada para el año 2001, determinó que por cada 100 colones de ingresos del Gobierno hay una obligación de gasto de 150 colones, al tomar en cuenta los destinos constitucionales y legales y las obligaciones imprescindibles como salarios, pensiones e intereses.<sup>8</sup> Esta rigidez del gasto imposibilita establecer en forma ordenada algún esquema de prioridades en el gasto público.

- **Pérdidas del Banco Central.** Una parte importante del desequilibrio fiscal se manifiesta en las pérdidas del Banco Central. En el pasado (especialmente, durante la crisis de los ochentas) el Banco Central otorgó subsidios<sup>9</sup> que implicaron una expansión monetaria. Para que esta expansión no se tradujera en mayor inflación el Banco Central absorbió liquidez por medio de la colocación de bonos de estabilización monetaria, por los cuales debe pagar una tasa de interés de mercado, lo que a su vez aumenta la liquidez de nuevo. Si bien es cierto que el Banco Central recientemente no ha realizado operaciones que otorguen subsidios, la “bola de nieve” se mantiene y se hace mayor, pues el Banco no puede por sí solo reducir sus pérdidas.
- **Superávit de las instituciones autónomas.** El déficit del Gobierno Central y las pérdidas del Banco Central han sido de tal magnitud que pueden afectar la estabilidad económica del país. Por esta razón, la política fiscal ha recurrido a “compensar” con los superávit de las instituciones autónomas (particularmente, el ICE y la CCSS, dentro de esta especialmente el Régimen de Invalidez, Vejez y Muerte) los faltantes que presenta el resto del sector público.

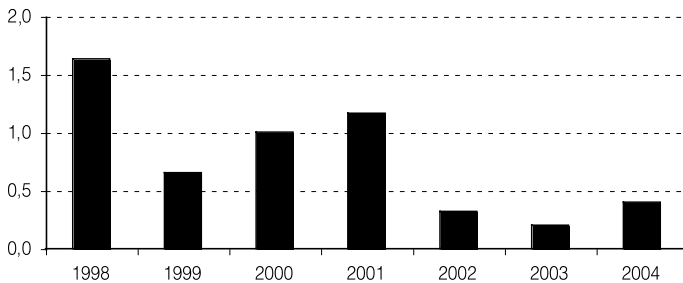
---

8. Véase Ministerio de Hacienda (2002).

9. Diversas operaciones cuasifiscales del Banco Central en forma implícita o explícita otorgaron subsidios; por ejemplo, el otorgamiento de crédito subsidiado a proyectos de “desarrollo” (CODESA), al CNP, la concesión de préstamos a los bancos estatales asumiendo el riesgo cambiario y el subsidio en el tipo de cambio para la importación de ciertos bienes. Para una explicación amplia de este tema véase BCCR (2003).

Sin embargo, en los últimos años la tendencia de este superávit, como proporción del PIB, es decreciente (Gráfico 1.18). Hacia futuro es de esperar que esta fuente de “compensación” del déficit del Gobierno Central y de las pérdidas del Banco Central sea cada vez menor, por las necesidades de inversión del ICE (especialmente, si ocurre la apertura parcial del mercado de telecomunicaciones establecida en el CAFTA) y por la reducción paulatina del superávit del régimen de IVM de la CCSS, consecuencia de la madurez del régimen y del envejecimiento de la población.

**GRÁFICO 1.18**  
COSTA RICA: SUPERÁVIT DE LAS INSTITUCIONES PÚBLICAS  
(Porcentaje del PIB)



FUENTE: Ministerio de Hacienda.

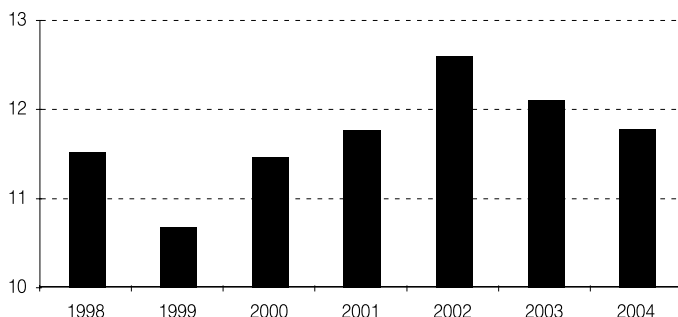
Estas limitaciones de origen estructural, que formaron parte del contexto en que se desarrolló la política fiscal del año 2004, hacen casi imposible que ésta contribuya a la estabilidad, al desarrollo y a la equidad de la economía costarricense.

Un aspecto positivo en ese contexto han sido las bajas tasas de interés internacionales existentes desde el 2001, que redujeron el costo de la deuda externa e influyeron para que las tasas de interés locales que se pagan sobre la deuda interna fueran menores. Esto ha representado un cierto “respiro” para las finanzas públicas, pero hay que considerar que esta tendencia es transitoria y llegará el momento que las tasas internacionales de interés regresen a sus niveles “normales”. Otro “respiro”, en el 2004, lo constituyó la colocación en el exterior de bonos por US\$ 250 millones, realizada por el Ministerio de Hacienda.

El Gobierno Central logró mantener en el 2004 el nivel de los ingresos (13,4 por ciento) prácticamente en la misma proporción que en el 2003 (13,3 por ciento). Esto es un logro importante si recordamos que en el año 2003 se recibieron ingresos transitorios derivados de la aprobación de la Ley de Contingencia Fiscal, que no rigió durante el 2004.

El Ministerio de Hacienda hizo ingentes esfuerzos por moderar el crecimiento de los gastos. En el 2004 se redujo el gasto (excluidos los intereses) del Gobierno Central como proporción del PIB (Gráfico 1.19). En el 2004 el Gobierno Central generó un superávit primario (ingresos menos gastos, excluidos los intereses) del 1,6 por ciento del PIB. Sin embargo, como el pago de intereses representó un 4,1 por ciento del PIB, el déficit financiero del Gobierno Central fue del 2,5 por ciento.

**GRÁFICO 1.19**  
COSTA RICA: GASTOS DEL GOBIERNO CENTRAL SIN INTERESES  
(Porcentaje del PIB)



FUENTE: Ministerio de Hacienda.

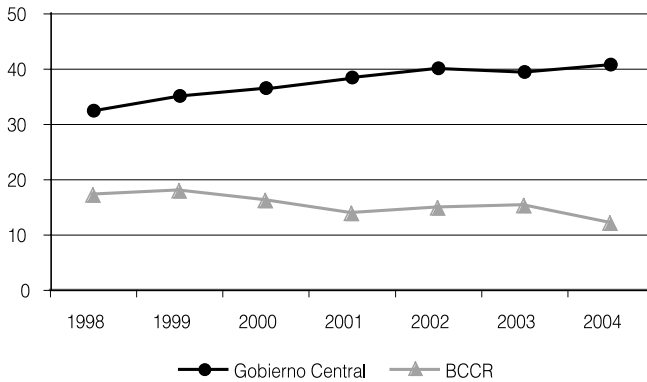
El déficit del Gobierno Central representó el 2,5 por ciento del PIB, cifra menor al del año 2003 (2,9 por ciento). El déficit se financió principalmente con recursos internos (1,5 por ciento del PIB) y recursos externos (1,0 por ciento). Al inicio del año, el Gobierno colocó una emisión de bonos por US\$ 250 millones en el mercado internacional.

Sin embargo, si se incluyen las pérdidas del Banco Central, el desequilibrio de las finanzas del Gobierno Central fue del 4,3 por ciento del PIB en el 2004 y de 4,5 por ciento en el 2003. Es importante destacar que el desequilibrio fiscal (incluyendo Gobierno Central y Banco Central) ha

fluctuado entre el 4,1 y el 5,7 por ciento del PIB durante los últimos cinco años.

Durante el 2004 la deuda del Gobierno Central como proporción del PIB aumentó en 1,4 por ciento del PIB. Este año la deuda llegó al 40,9 por ciento del PIB, en tanto que en 1998 había sido del 32,5 por ciento del PIB. El Gobierno Central capitalizó parcialmente al Banco Central y éste pudo reducir su deuda como proporción del PIB en el 2004 (Gráfico 1.20).

**GRÁFICO 1.20**  
COSTA RICA: SALDO DE LA DEUDA PÚBLICA  
(Porcentaje del PIB)



FUENTE: Banco Central de Costa Rica (BCCR).

El crecimiento del saldo de la deuda con respecto a la producción, en ausencia de una reforma fiscal, podría acelerarse cuando las tasas de interés internacionales regresen a sus niveles “normales” y esto puede poner en riesgo la capacidad del Gobierno para hacer frente al servicio de su deuda. Esta vulnerabilidad de las finanzas públicas incrementa el nivel de riesgo de la economía costarricense y aumenta las tasas de interés.

Tradicionalmente, el superávit de las instituciones autónomas ha compensado parcialmente el déficit del Gobierno Central y las pérdidas del Banco Central. Las instituciones que han generado este superávit han sido la CCSS y el ICE, principalmente. En el 2004 el superávit de las instituciones autónomas fue del 0,4 por ciento del PIB, un nivel mayor al del año 2003, pero que se sitúa muy por debajo del nivel de 1998 (1,6 por ciento).

En vista de todas las debilidades mencionadas en la política fiscal y de sus implicaciones para la economía costarricense, entre el 2001 y el 2002 una comisión de exministros de Hacienda preparó un informe que recomienda realizar una profunda reforma al sistema tributario (Ministerio de Hacienda, 2002). En el 2002, el Gobierno de la República presentó a la Asamblea Legislativa un proyecto de ley de reforma fiscal, cuyas principales reformas son:

- **Impuesto al valor agregado (IVA).** El proyecto transformaba al impuesto de ventas en un verdadero impuesto al valor agregado y ampliaba su base al incorporar a los servicios y reducir las exoneraciones y excepciones.
- **Impuesto de renta.** Se proponía la universalización y globalización del impuesto de renta, dado que actualmente las rentas generadas del exterior por los residentes están excluidas del pago del impuesto y las diferentes fuentes de rentas son tasadas en forma independiente.
- **Fortalecimiento de la Administración Tributaria.** El proyecto establecía mayores potestades y mejores incentivos para los funcionarios de la Administración Tributaria y sanciones mayores para castigar la evasión de los impuestos.

La Asamblea Legislativa no aprobó el proyecto enviado por el Poder Ejecutivo durante el 2003, y más bien aprobó un Proyecto de Contingencia Fiscal con aspectos puntuales para aumentar la carga impositiva durante el 2004, mientras se aprobaba la reforma “estructural” al sistema impositivo costarricense.

Durante el 2004 una Comisión Legislativa dictaminó un proyecto de reforma estructural al sistema impositivo costarricense –diferente del enviado por el Poder Ejecutivo en el 2002, pero que en líneas generales era semejante– que aumentaría la carga tributaria entre 1 y 2 por ciento del PIB. El Ministerio de Hacienda trabajó intensamente en impulsar este proyecto. Sin embargo, durante el 2004 no fue aprobado por el plenario legislativo. La ausencia de la reforma fiscal es un elemento que introduce incertidumbre sobre el futuro de la estabilidad de la economía costarricense.



En conclusión, durante el 2004 no se profundizó el desequilibrio fiscal, pero la ausencia de aprobación legislativa de la reforma fiscal dejó sin resolver durante el 2004 el tema de la sostenibilidad de las finanzas públicas en el largo plazo.

## 1.5 POLÍTICA MONETARIA

En el 2004 los objetivos de la política monetaria y cambiaria fueron reducir la tasa de inflación y el déficit de las cuentas externas del país. Originalmente, la meta del Banco Central era reducir la inflación de 9,9 por ciento del año 2003 a un 9 por ciento en el 2004.<sup>10</sup> El Banco Central planteó explícitamente, que la meta era alcanzable con un precio internacional del petróleo de 28 dólares el barril. Esta era una estimación realista a finales del 2003, cuando se confeccionó el Programa Monetario.

No obstante, durante el 2004, como ya se explicó, el precio internacional del petróleo aumentó sustancialmente y su nivel promedio estuvo por encima de los US\$ 40 el barril. Esto hizo que a mediados del año, el Banco Central modificara la meta de inflación del 9 al 11 por ciento anual y que finalmente la inflación fuera del 13,1 por ciento.

Una pregunta relevante es si el incremento en la tasa de inflación tuvo su origen en un exceso monetario o fue consecuencia de los incrementos en los precios del petróleo y de otros bienes. Al respecto es importante mencionar que hay cierto consenso entre los economistas de que la inflación en el mediano plazo es un fenómeno explicado por el “exceso” de dinero en relación con la producción, pero que en el corto plazo la inflación puede estar afectada por otras variables, como el precio externo de insumos importantes (por ejemplo, el petróleo)

El Banco Central, al plantearse esta pregunta, ha respondido que *“El análisis de las causas de la mayor inflación en el 2004 permite afirmar que su incremento con respecto a la tendencia de los últimos años no obedeció a desequilibrios en el mercado monetario que ejercieran presión sobre la demanda interna y por esta vía, sobre los precios internos, sino a diversos choques de oferta ajenos al control del Banco Central en el corto plazo. Entre estos choques cabe mencionar el incremento de los precios del petróleo, la caída en la produc-*

---

10. Véase BCCR (2004).

*ción de ciertos bienes agrícolas, revisión en los precios de bienes y servicios regulados y mayores precios de otras materias primas en los mercados internacionales.” (BCCR, 2005; p. 10)*

Efectivamente, la respuesta del Banco Central es correcta, todo parece indicar que el incremento de la inflación en el 2004 se da por un choque de oferta resultado de una combinación de tres factores: aumento de precios internacionales de ciertas mercancías (petróleo, arroz, trigo y acero, principalmente), aumento de precios de algunos bienes agrícolas (papa y frijoles, por ejemplo) como consecuencia de fenómenos naturales y los aumentos de los precios de bienes y servicios regulados (electricidad y agua, principalmente).

La tesis de que la mayor inflación del 2004 no fue resultado de un exceso monetario se respalda aún más al examinar que el crecimiento del 2004 estuvo sustentado en el crecimiento de las exportaciones de bienes y servicios y no en la demanda interna: el gasto en consumo de los hogares creció moderadamente (3 por ciento), el gasto del Gobierno en consumo aumentó 2,9 por ciento, el sector público redujo la inversión y el sector privado aumentó la inversión en un 8 por ciento. Por el contrario, si en el 2004 hubiera existido un mayor desequilibrio monetario éste se hubiera manifestado en un aumento del gasto interno, de las importaciones y del desequilibrio externo, lo cual no ocurrió.

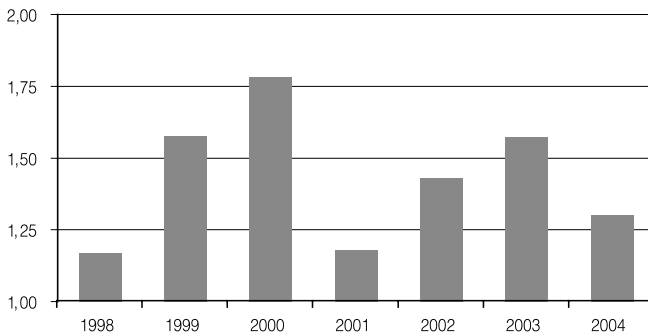
En los otros países centroamericanos también se incrementó la inflación en el 2004 con respecto al 2003. Los incrementos (en orden descendente) fueron Guatemala (3,4 por ciento), Costa Rica (3,3 por ciento), El Salvador (2,9 por ciento), Nicaragua (2,8 por ciento), Honduras (2,4 por ciento) y Panamá (1,8 por ciento).

Antes de examinar los instrumentos de política que usó el Banco Central de Costa Rica para el logro de sus objetivos (inflación y déficit de las cuentas externas) es importante recordar algunas de las limitaciones estructurales que dificultan el uso y eficacia de los instrumentos monetarios:

- **Las pérdidas.** Como se explicó en el aparte anterior, el Banco Central genera pérdidas que han oscilado entre el 1,2 y el 1,8 por ciento del PIB en los últimos seis años (Gráfico 1.21). Estas pérdidas im-

plican una expansión monetaria que el Banco Central tiene que absorber para mantener los agregados monetarios en niveles consistentes con sus objetivos de inflación y de equilibrio de las cuentas externas. Las pérdidas son de tal magnitud que los instrumentos de absorción sin costo explícito, como los encajes,<sup>11</sup> no son suficientes, por lo que el Banco tiene que recurrir a operaciones de mercado abierto que tienen un costo de mercado e implican aumentos futuros en las pérdidas. En el 2004 el Ministerio de Hacienda hizo una capitalización del Banco Central y pago de deudas por una suma cercana a los 105.000 millones de colones.<sup>12</sup>

**GRÁFICO 1.21**  
COSTA RICA: PÉRDIDAS DEL BCCR  
(Porcentaje del PIB)



FUENTE: Banco Central de Costa Rica (BCCR).

- **La dolarización.** En la economía costarricense ha ocurrido un proceso de dolarización (en el 2004, el 54 por ciento de los depósitos bancarios eran en dólares, en comparación con un 33 por ciento en 1990). La dolarización implica que el dólar asume las funciones que anteriormente tenía el colón (unidad de cuenta, medio de cambio y depósito de valor), con lo cual los agregados monetarios que intenta controlar el Banco Central resultan cada vez más pequeños.

11. El aumento del encaje mínimo legal sobre los depósitos bancarios le permite al Banco Central aumentar la absorción de liquidez sin que esto le signifique un costo explícito. Pero le impone un costo al sistema financiero que se puede traducir en un aumento del margen de intermediación financiera.

12. El Ministerio de Hacienda financió esta operación con la colocación de US\$ 250 millones en el exterior, realizada a inicios de 2004.

- **El sistema cambiario.** El sistema de tipo de cambio de minidevaluaciones, vigente desde los años ochentas, ha funcionado relativamente bien, dadas las circunstancias de la economía costarricense. En ausencia de una solución al desequilibrio fiscal (incluidas las pérdidas del Banco Central), las minidevaluaciones han sido una “válvula de escape” para evitar que las presiones se acumulen y se produzca una crisis cambiaria. Sin embargo, el mismo sistema impide que el Banco Central tenga un control sobre todos los agregados monetarios, introduce expectativas inflacionarias e induce a una mayor dolarización.

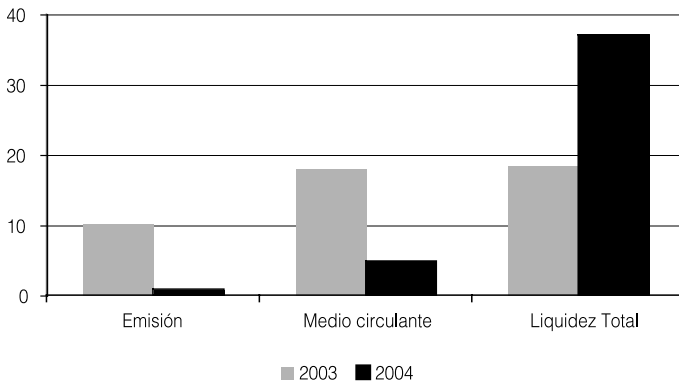
Aún con estas limitaciones, el Banco Central, al inicio del año 2004, estableció que los instrumentos que iba a utilizar eran las operaciones de mercado abierto (es decir, la colocación de Bonos de Estabilización Monetaria para retirar liquidez) a tasas de interés que no incentivarán la entrada de capital especulativo ni la salidas de capital, los encajes legales, que se mantendrán sin variaciones, y las minidevaluaciones para compensar los diferenciales entre la inflación local y la inflación externa, para así mantener estable el tipo de cambio real.

Sin embargo, a medida que avanzó el año y la inflación se aceleró, el Banco Central, decidió aumentar los encajes mínimos sobre los depósitos en colones y en dólares en dos puntos porcentuales. También decidió aumentar la tasa de interés de su captación a 30 días, que es la tasa que usa el Banco para señalar su política monetaria.

Durante el 2004 los agregados monetarios crecieron moderadamente en términos nominales. La emisión creció un 0,9 por ciento, el medio circulante lo hizo en un 4,8 por ciento, la riqueza financiera del sector privado en un 17,4 por ciento y el crédito al sector privado en un 17,4 por ciento. En todos los casos estos agregados monetarios tuvieron crecimientos menores en el 2004 a los observados en el 2002 y el 2003 (Gráfico 1.22).

Los agregados que sí tuvieron crecimientos nominales “extraordinarios” fueron la liquidez total (37,1 por ciento) y el crédito al sector público (62,9 por ciento). El crecimiento “extraordinario” de la liquidez se explica fundamentalmente por el traslado de recursos de los fondos de inversión y de pensiones a depósitos bancarios, como consecuencia de

**GRÁFICO 1.22**  
**COSTA RICA: AGREGADOS MONETARIOS**  
 (Tasa de variación, porcentaje)



FUENTE: Banco Central de Costa Rica (BCCR).

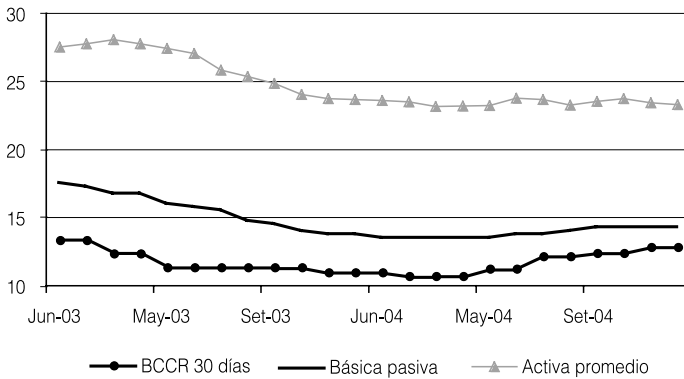
la crisis de los fondos de mediados del 2004. Una buena parte de estos fondos estaban invertidos en valores del Ministerio de Hacienda que al integrarse a los balances de los bancos mostraron un incremento del financiamiento al sector público. La segunda parte de esta publicación se refiere a este tema.

El Banco Central usa la tasa de interés en colones a 30 días como instrumento para señalar sus intenciones de política. A partir de mayo del 2004 el Banco Central aumentó esta tasa en señal de una política monetaria más restrictiva. En abril esta tasa era del 10,75 por ciento y en diciembre había llegado al 12,88 por ciento. Es decir, el Banco Central realizó un ajuste mayor a 2 puntos porcentuales en su tasa "insignia". No obstante, las intenciones del Banco se transmitieron al resto de tasas de interés sólo en forma parcial.<sup>13</sup> La tasa básica pasiva a 6 meses<sup>14</sup> tan sólo aumentó un 0,75 por ciento y la tasa activa promedio del sistema financiero no mostró cambios significativos (Gráfico 1.23).

13. Véase Villalobos et al (1999). Este estudio concluye que "la tasa de política del Banco Central constituye una guía para el sistema financiero, a pesar de que su poder para liderar los movimientos del conjunto de tasas de interés se ha reducido a partir de la introducción del mecanismo de subasta (abril de 1996)." (p. 18).

14. La tasa básica pasiva a seis meses es el promedio ponderado de las tasas del sistema financiero calculado por el Banco Central.

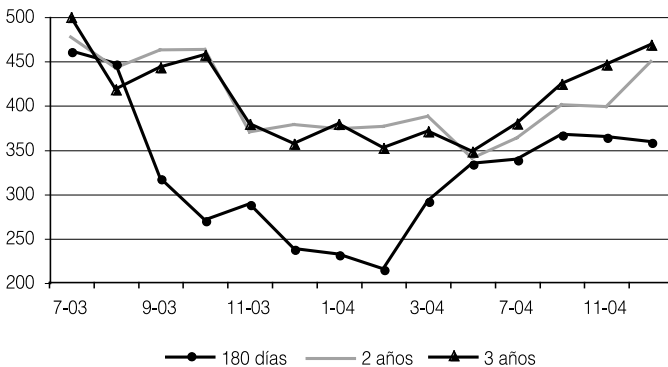
**GRÁFICO 1.23**  
**COSTA RICA: TASAS DE INTERÉS**  
 (Porcentaje)



FUENTE: Banco Central de Costa Rica (BCCR).

En el segundo semestre del 2004 se incrementó el premio de las tasas de interés en colones de la subasta conjunta del Ministerio de Hacienda y el Banco Central con respecto a las tasas de interés de los bonos del Tesoro de los Estados Unidos. Como se muestra en el Gráfico 1.24, en el plazo de 6 meses el incremento fue de 0,7 por ciento (70 puntos base) y en los plazos de 2 y 3 años, el incremento fue cercano a un punto porcentual (100 puntos base).

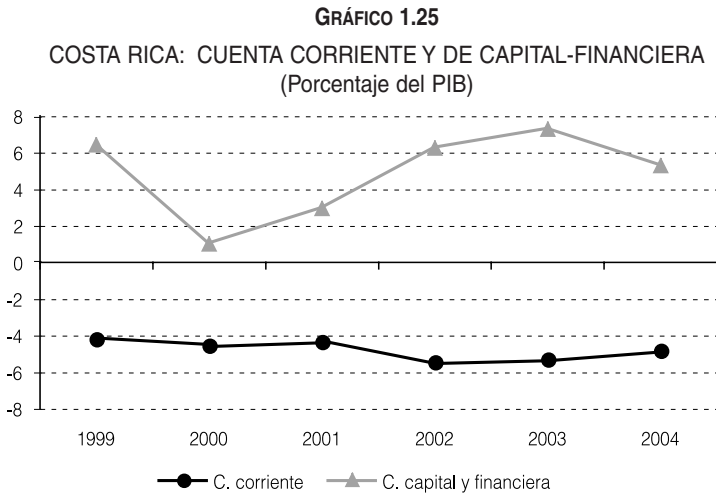
**GRÁFICO 1.24**  
**PREMIO POR INVERTIR EN COLONES**  
 (Puntos base)



FUENTE: Banco Central de Costa Rica (BCCR).

## 1.6 SECTOR EXTERNO

El otro objetivo del Programa Monetario del 2004 fue reducir el déficit de la cuenta corriente de la Balanza de Pagos. Efectivamente, el déficit de la cuenta corriente disminuyó de US\$ 929,8 millones (5,3 por ciento del PIB) en el 2003 a US\$ 889,6 millones (4,8 por ciento del PIB) en el 2004 (Gráfico 1.25). También el Banco Central acumuló reservas monetarias internacionales.



FUENTE: Banco Central de Costa Rica (BCCR).

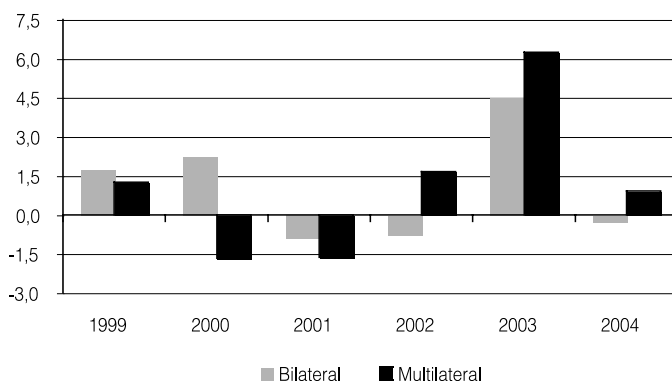
La disminución del déficit de la cuenta corriente está asociada al dinamismo del sector exportador y a la moderada expansión de las importaciones. Las exportaciones de bienes (excluido INTEL) crecieron 10,6 por ciento. Pero también las exportaciones de servicios netos crecieron a una tasa del 10 por ciento. Las importaciones de bienes aumentaron 8 por ciento, a pesar de un aumento del 30 por ciento en la factura petrolera. Los bienes de capital importados mostraron una reducción importante (12 por ciento); en esto influyó la reducción de las importaciones de bienes de capital del ICE.

La política monetaria de moderación en el crecimiento de los agregados monetarios posiblemente contribuyó a la reducción del déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos. El otro instrumento usado por

el Banco Central fue la devaluación, durante el 2004 la devaluación nominal de colón frente al dólar fue del 9,5 por ciento. En el segundo semestre del año, el Banco Central, preocupado por el desequilibrio externo, aceleró ligeramente la pauta de devaluación del colón.

La devaluación del colón con respecto al dólar compensó la diferencia entre la inflación de Costa Rica y Estados Unidos. El promedio de tipo de cambio real durante el 2004 fue muy similar al del año 2003. En cuanto al tipo de cambio real multilateral (que toma en cuenta los principales países que tienen relaciones comerciales con Costa Rica) la devaluación promedio fue cercana al 1 por ciento, pues el dólar se devaluó con respecto a otras monedas, como el euro (Gráfico 1.26).

**GRÁFICO 1.26**  
COSTA RICA: TIPO DE CAMBIO EFECTIVO REAL  
(Variación promedio anual)



FUENTE: Banco Central de Costa Rica (BCCR).

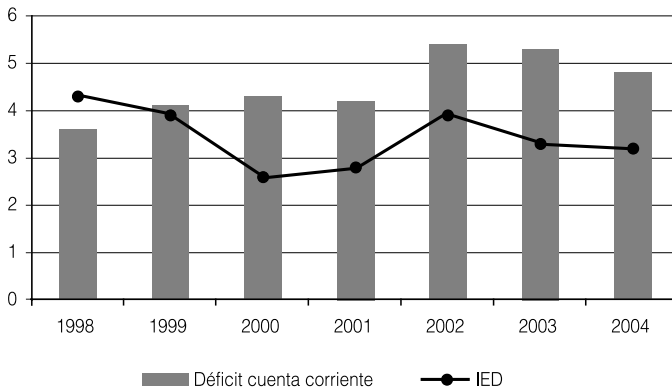
El flujo de capital externo del año 2004 (US\$ 971,4 millones) fue menor al del 2003 (US\$ 1.270 millones), pero suficiente para financiar el déficit de la cuenta de cuenta corriente de la balanza de pagos (US\$ 889,6 millones) y permitir una acumulación de reservas internacionales (US\$ 81,8 millones).

En el 2004 el sector público recibió un flujo neto de capital (desembolsos menos amortizaciones) de US\$ 133,6 millones, monto menor a los US\$ 298,4 millones del año 2003.



La inversión extranjera directa aumentó ligeramente durante el 2004 y se situó en la suma de US\$ 598 millones (Gráfico 1.27). Es importante destacar que la inversión extranjera directa está asociada principalmente al sector exportador y tiene un impacto de largo plazo en la productividad y la transferencia de conocimiento y tecnología. En el corto plazo es la fuente más importante para financiar el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos. En el 2004 dos terceras partes de este déficit fueron financiados con la inversión extranjera directa.

**GRÁFICO 1.27**  
COSTA RICA: INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA  
Y DÉFICIT EN LA CUENTA CORRIENTE  
(Porcentaje del PIB)



FUENTE: Banco Central de Costa Rica (BCCR).

Durante el 2004 el Banco Central aumentó sus reservas monetarias internacionales en US\$ 81,8 millones. Además de todas las circunstancias anteriormente apuntadas, a este comportamiento ayudó el aumento el encaje mínimo legal en dólares (implicó un traslado adicional de US\$ 84 millones del sistema financiero al Banco Central) y la renovación de los certificados de depósito a plazo emitidos por el Banco Central.

## 1.7 CAFTA

En materia de comercio exterior, durante el 2004 los hechos más importantes fueron la suscripción de dos tratados de libre comercio, uno es el Tratado de Libre Comercio entre Centroamérica, República Dominicana

y Estados Unidos (CAFTA, por sus siglas en inglés) y el otro es el Tratado de Libre Comercio entre Costa Rica y la Comunidad del Caribe (CARICOM).

En cuanto al CAFTA, es importante tener presente lo siguiente:

- **Costa Rica ya tiene un proceso de incorporación a la economía mundial.** El CAFTA no es una decisión que implique un cambio radical en la dirección de la política comercial de Costa Rica, más bien forma parte de un proceso. Costa Rica se ha incorporado más activamente a la economía mundial desde 1984; en forma paulatina ha eliminado total o parcialmente las barreras arancelarias y no arancelarias al comercio internacional. La reducción de estas barreras se ha realizado en varias vías: en forma unilateral, en el marco de la integración económica centroamericana y al incorporarse a la Organización Mundial del Comercio. En conclusión, el CAFTA no representa un “salto en el vacío”, sino que se trata de una decisión para la cual Costa Rica se ha preparado desde hace más de 20 años.
- **La importancia del comercio de Costa Rica con Estados Unidos y Centroamérica.** Como ya se mencionó antes, Costa Rica ha sido un exportador exitoso al ampliar y diversificar notablemente su base exportadora. En 20 años ha multiplicado por seis sus exportaciones, ha incorporado nuevos productos de exportación, de forma tal que los productos no tradicionales dominan las exportaciones, ha incursionado en las exportaciones de servicios, se ha convertido en un destino turístico de relieve mundial y el sector agropecuario ha sido un exportador neto.

Estados Unidos es el principal socio comercial de Costa Rica. En términos generales, podemos decir que Costa Rica exporta la mitad de su producción y la mitad de sus exportaciones van al mercado de los Estados Unidos. Esto quiere decir que una cuarta parte de la producción de Costa Rica tiene como destino el mercado de los Estados Unidos. Pero además, dos terceras partes de la inversión extranjera directa tienen origen estadounidense.

- **La Iniciativa de la Cuenca del Caribe (ICC) tiene limitaciones importantes.** Buena parte de las exportaciones de Costa Rica a Estados Unidos se realizan bajo el marco de la ICC. Esta es una ley emi-

tida por Estados Unidos para darle trato preferencial a la exportaciones de los países del Centroamérica y el Caribe. La ICC tiene varias características:

- **Es parcial.** No todos los bienes están sujetos a “preferencias” y se sabe con toda certeza que las preferencias en textiles y atún vencen en 2008.
- **Es unilateral.** Estados Unidos por sí solo definió las “preferencias”, sin ningún proceso de negociación con los otros países.
- **Es discrecional.** El Presidente de Estados Unidos puede decidir eliminar las preferencias a un país si no cumple con determinados requisitos. Por ejemplo, si no demuestra compromisos en *“las negociaciones tendientes a la terminación del ALCA u otro acuerdo de libre comercio”*.
- **Es incompleta.** En la ICC, Estados Unidos es juez y parte. La ICC no tiene una normativa justa y equitativa para regular el comercio entre las partes. Las reglas fueron establecidas por Estados Unidos y, en caso de conflicto, se depende de la “buena voluntad” de las autoridades norteamericanas para resolver.
- **El CAFTA es superior a la ICC.** Por el contrario, el CAFTA tiene las siguientes características:
  - **Es global.** Con el CAFTA prácticamente el 100 por ciento de las exportaciones costarricenses a Estados Unidos podrán entrar libres de aranceles.
  - **Es resultado de una negociación.** Las reglas establecidas en el CAFTA fueron resultado de un proceso de negociación.
  - **Otorga derechos.** Mientras la ICC otorga “concesiones” que se puede perder en cualquier momento. Por el contrario, el CAFTA otorga derechos ciertos.
  - **Establece reglas equitativas.** Las reglas del CAFTA además de ser negociadas por la partes se basan en el derecho internacional. Por ejemplo, en caso de conflicto establecen sistemas de arbitraje objetivos y justos, lo cual es mejor que las actuales reglas de la ICC.

- **La opción de decir no al TLC.** ¿Qué ocurre si Costa Rica no ratifica el CAFTA? Lo más seguro es que perdería también las preferencias de la ICC, pues buena parte de éstas vencen definitivamente en 2008 y la vigencia del resto de ellas es una decisión discrecional de las autoridades norteamericanas. Costa Rica quedaría en desventaja con respecto a otros países que ya han firmado tratados de libre comercio con Estados Unidos (México y Chile, por ejemplo) y con respecto al resto de países de Centroamérica y República Dominicana que están en proceso de ratificación (El Salvador y Honduras ya hicieron la ratificación legislativa y Guatemala está punto de realizarla).<sup>15</sup>
- En conclusión, si Costa Rica no decide la ratificación del CAFTA estaría poniendo en riesgo una cuarta parte de sector productivo y el empleo ligado a éste. Además, también estaría poniendo en riesgo dos terceras partes de la inversión extranjera, que financia un poco menos de la mitad del déficit externo.
- **¿Resuelve el CAFTA todos los problemas del país?** El CAFTA es un instrumento valioso para el comercio internacional de Costa Rica. Pero esto no quiere decir que por sí solo resuelva o cause todos los problemas. El país tendrá que establecer o continuar con la política pública para impulsar la estabilidad, el crecimiento y la equidad de la economía.

---

15. Al 10 de marzo de 2005.

## REFERENCIAS

- BCCR (2003). *Informe de inflación. Enero 2003*. San José: Banco Central de Costa Rica.
- \_\_\_\_\_. (2004). *Programa Monetario 2004-2005*. Consulta realizada el 3 de marzo del 2004 en la página en Internet <[http://www.bccr.fi.cr/flat/bccr\\_flat.htm](http://www.bccr.fi.cr/flat/bccr_flat.htm)>. San José: Banco Central de Costa Rica.
- \_\_\_\_\_. (2005). *Informe de inflación. Enero 2005*. San José: Banco Central de Costa Rica.
- Banco Central, INEC y Juan Diego Trejos (2001). *Inmigración Internacional y pobreza en Costa Rica*. Simposio "Investigación en Salud para el Desarrollo Humano en Costa Rica, 1975-2000". Instituto de Investigaciones en Salud (INISA).
- Ministerio de Hacienda (2002). *Agenda de transformación fiscal para el desarrollo*. Informe al Presidente de la República, doctor Miguel Ángel Rodríguez Echeverría. Preparado por la Comisión *ad-hoc* de Exministros de Hacienda. San José: Ministerio de Hacienda.
- Villalobos, Lorely; Carlos Torres, y Jorge Madrigal (1999). *¿Es la tasa de interés del Banco Central una guía para el Sistema Bancario?* 1999. Consulta realizada el 3 de marzo del 2004 en la página en Internet <<http://www.bccr.fi.cr/n-die/Documentos/GPM-07-1999ESTUDIO.PDF>>. San José: Banco Central de Costa Rica.

# ANEXO ESTADÍSTICO

**CUADRO A1.1**  
**COSTA RICA: INDICADORES DE CRECIMIENTO**  
 (En porcentajes)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
<b>Indicadores de la producción</b> <i>(Tasa de crecimiento anual real)</i>							
PIB8,4	8,2	1,8	1,1	2,9	6,5	4,2	
PIB sin IEAT	6,3	2,8	2,9	3,2	3,0	5,5	4,4
PIB per cápita	5,8	5,7	-0,5	-1,0	0,9	4,5	2,3
PIB per cápita sin IEAT	3,8	0,4	0,6	1,1	0,9	3,4	2,5
<b>Componentes de la demanda</b> <b>y de la oferta agregadas</b> <i>(Tasa de crecimiento anual real)</i>							
Gasto de consumo final	5,0	2,1	1,1	1,4	3,0	2,9	2,9
De los hogares	5,4	2,2	1,0	1,1	3,2	3,3	3,0
Del Gobierno	2,2	1,8	1,4	3,6	2,2	0,2	2,4
Formación bruta de capital fijo	25,5	-4,1	-0,9	2,6	6,6	7,5	-3,6
Privada	25,4	-6,7	1,4	4,5	3,8	0,7	8,5
Pública	25,6	6,3	-9,0	-4,9	18,2	32,6	-37,8
Exportaciones Bienes y Servicios	27,1	21,3	-0,3	-9,6	3,8	12,3	6,8
Importaciones Bienes y Servicios	25,2	0,4	-2,6	1,1	6,9	1,3	6,2
<b>PIB por actividad económica</b> <i>(Tasa de crecimiento anual real)</i>							
Agricultura, silvic. pesca	8,2	4,5	0,7	1,4	-3,3	7,5	1,6
Industria manufacturera	11,4	24,7	-2,9	-9,1	3,4	8,7	1,5
Construcción	17,4	-1,6	4,4	14,4	-1,5	4,8	6,6
Electricidad y agua	8,7	6,2	6,4	4,1	5,3	5,8	4,9
Comercio, rest. y hoteles	8,5	2,4	1,5	1,9	1,6	2,9	5,0
Transp, almac. comunic.	8,1	6,9	10,2	9,3	12,2	13,7	12,1
Est. financieros y seguros	6,5	9,4	10,7	4,7	6,7	11,3	10,6
Bienes Inmuebles	2,9	3,4	2,3	2,7	1,3	2,3	2,0
Otros serv. a empresas	6,0	14,5	16,2	17,0	7,2	8,5	6,5
Servicios de adm. pública	0,0	1,0	2,5	3,5	1,0	1,0	0,9
Serv. com, soc. y person.	5,8	3,4	2,6	1,7	3,4	3,6	2,2

FUENTE: BCCR.

**CUADRO A1.1 (Continuación)**  
**COSTA RICA: INDICADORES DE CRECIMIENTO**  
 (En millones US\$)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
<b>EXPORTACIONES DE BIENES</b>							
<b>TOTALES</b>	<b>5.526</b>	<b>6.662</b>	<b>5.850</b>	<b>5.021</b>	<b>5.263</b>	<b>6.103</b>	<b>6.297</b>
INTEL	987	2.562	1.657	912	930	1.409	1.102
Z. Francas (sin Intel) y perf. activo	1.394	1.423	1.698	1.801	2.055	2.226	2.495
Banano	667	623	547	516	478	553	546
Café	409	289	272	162	165	194	200
Centroamérica	482	532	558	559	524	575	666
Productos agrícolas no trad. (incl. pesca)	758	573	527	540	565	617	664
Productos industriales no trad.	1.244	1.135	1.090	1.029	1.023	1.057	1.230
Turismo (Ingreso de divisas)	883	1.036	1.229	1.096	1.078	1.199	1.338
<b>IMPORTACIONES DE BIENES</b>							
<b>TOTALES</b>	<b>6.258</b>	<b>6.355</b>	<b>6.389</b>	<b>6.569</b>	<b>7.188</b>	<b>7.663</b>	<b>8.268</b>
Bienes de consumo	1.283	1.143	1.167	1.274	1.388	1.370	1.494
Duraderos	540	372	372	419	473	443	490
No duraderos	743	771	796	854	915	926	1.004
<b>Materias primas y bienes intermedios</b>	<b>3.295</b>	<b>3.567</b>	<b>3.475</b>	<b>3.645</b>	<b>3.982</b>	<b>4.209</b>	<b>4.711</b>
Regímenes especiales	1.629	1.971	1.887	2.037	2.220	2.220	2.404
Resto	1.666	1.597	1.589	1.608	1.762	1.989	2.307
Bienes de capital	1.226	1.149	1.098	1.048	1.242	1.421	1.255
Petróleo, combustibles y lubricantes	261	320	472	411	372	446	582
Materiales de construcción y otros	193	176	176	191	204	217	225

FUENTE: BCCR.



**CUADRO A1.2**  
**COSTA RICA: INDICADORES DE EMPLEO**  
 (En miles de personas y en porcentajes)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Población total (miles)	3.341	3.413	3.810	3.907	3.998	4.089	4.179
Población mayor de 12 años (miles)	2.489	2.523	2.866	2.965	3.061	3.167	3.250
Tasa neta de participación (porcentaje)	55,3	54,8	53,6	55,8	55,4	55,5	54,4
Hombres	75,6	75,1	72,8	73,7	73,2	73,3	73,0
Mujeres	35,6	35,5	35,0	38,6	38,2	38,5	36,8
Fuerza de trabajo (miles)	1.377	1.383	1.535	1.653	1.695	1.758	1.769
Ocupada	1.300	1.300	1.456	1.553	1.586	1.640	1.654
Desocupada	77	83	80	100	109	117	115
Tasa de desempleo (porcentaje)	5,6	6,0	5,2	6,1	6,4	6,7	6,5
Hombres	4,4	4,9	4,4	5,2	5,6	5,8	5,4
Mujeres	8,0	8,2	6,8	7,6	7,9	8,2	8,5
Generación del empleo (miles)	72,7	0,1	155,5	97,3	33,6	53,9	13,5
Ocupados por sector institucional (miles)	1.300,0	1.300,1	1.456	1.553	1.586	1.640	1.654
Sector Privado	1.114,5	1.131,4	1.237	1.331	1.364	1.413	1.421
Sector Público	185,5	168,8	219	222	222	228	233
Ocupados según activ. económica (miles) <sup>1/</sup>	1.300,0	1.300,1	1.456	1.553	1.586	1.660	1.654
Agricultura y ganadería	n.a.	n.a.	n.a.	242	252	248	245
Industria manufacturera	n.a.	n.a.	n.a.	235	229	252	233
Electricidad, gas y agua	n.a.	n.a.	n.a.	20	22	22	24
Construcción	n.a.	n.a.	n.a.	108	107	110	107
Comercio y reparación	n.a.	n.a.	n.a.	293	303	322	330
Hoteles y restaurantes	n.a.	n.a.	n.a.	86	82	90	91
Transp., almacen. y comunicaciones	n.a.	n.a.	n.a.	86	90	94	96
Intermediación financiera	n.a.	n.a.	n.a.	29	32	36	37
Act. inmobiliarias y empresariales	n.a.	n.a.	n.a.	93	103	101	102
Administración pública	n.a.	n.a.	n.a.	73	72	76	78
Enseñanza	n.a.	n.a.	n.a.	85	92	98	96
Salud y atención social	n.a.	n.a.	n.a.	59	53	49	51
Serv. comunitarios y personales	n.a.	n.a.	n.a.	61	59	72	63
Hogares con servicio doméstico	n.a.	n.a.	n.a.	76	83	79	91
Resto	n.a.	n.a.	n.a.	8	8	10	9
Ocupados según cond. de actividad (miles)	1.300	1.300	1.456	1.553	1.586	1.640	1.654
Asalariados	922	923	1.041	1.069	1.083	1.140	1.137
Patronos y cuenta propia	335	339	382	439	454	458	477
No remunerados	43	39	33	45	49	43	39

1/ Antes del 2000 no se dispone de este desglose.

FUENTE: INEC.

**CUADRO A1.3**  
**COSTA RICA: INDICADORES DE PRECIOS**  
 (Tasas de variación anual, en porcentajes)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
<b>Índice de Precios al Consumidor (IPC)</b>							
<b>GENERAL</b>	12,4	10,1	10,2	11,0	9,7	9,9	13,1
Alimentación	15,5	7,9	9,5	11,5	10,2	10,0	14,6
Vestuario	7,8	5,8	3,3	4,7	4,7	4,0	5,2
Vivienda	11,1	11,9	12,9	21,2	8,5	7,2	16,3
Muebles y Accesorios	10,3	10,3	9,9	9,1	8,5	9,0	10,1
Cuidados médicos	13,0	12,5	13,4	14,7	11,0	11,8	9,4
Transporte	7,6	20,4	14,4	4,4	13,0	15,0	16,6
Esparcimiento y Educación	8,0	8,9	10,5	8,8	8,2	10,9	9,4
Otros bienes y servicios	13,6	11,5	9,7	7,6	10,2	9,7	8,9
<b>Otros Índices de Precios</b>							
Índice Subyacente Inflacionario	11,1	9,5	9,4	8,9	9,5	8,9	11,0
Índice Precios al Productor Industrial	8,8	11,3	10,2	8,6	8,4	11,0	17,7
Índice de Precios de Servicios	13,3	12,9	12,4	12,0	9,1	12,7	10,6

FUENTE: INEC, BCCR.

**CUADRO A1.4**  
**COSTA RICA: INDICADORES DE INGRESOS, SALARIOS Y POBREZA**  
 (Tasas de variación real, en porcentajes)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
PIB per cápita	5,8	5,7	-0,5	-1,0	0,9	4,5	2,3
Términos de intercambio	2,1	-1,6	-7,9	-1,8	-1,5	-2,6	-4,0
Ingreso interno bruto per cápita	7,3	1,7	-0,9	-0,4	1,2	3,8	0,4
Ingreso nacional disponible per cápita	5,7	-4,3	-0,8	1,2	1,5	2,4	0,7
<b>Salarios reales</b>							
Según INEC							
Sector privado	5,2	3,6	6,3	0,9	1,6	-1,3	-3,1
Sector público	7,2	-2,1	1,6	7,0	-3,4	0,6	-4,8
Según CCSS							
Sector privado	5,1	5,8	1,5	-1,4	1,1	3,2	-4,1
Sector público	2,2	4,8	15,4	0,3	-8,5	3,2	-4,5
<b>Ingreso per cápita del hogar real</b>							
Total	n.d.	-3,4	8,6	5,8	-2,1	2,4	-6,6
Quintil I	n.d.	-17,0	5,3	-3,9	1,9	0,3	-1,2
Quintil II	n.d.	-1,6	5,5	-1,0	0,5	2,8	-5,7
Quintil III	n.d.	4,1	7,3	2,3	-2,8	4,1	-6,3
Quintil IV	n.d.	14,5	7,7	4,3	-3,7	5,9	-7,4
Quintil V	n.d.	28,0	7,2	12,4	-1,5	-1,1	-7,5
<b>Coefficiente de Gini</b>	0,39	0,40	0,41	0,43	0,43	0,43	0,42
<b>Pobreza (% hogares pobres)</b>	19,7	20,6	20,6	20,3	20,6	18,5	21,7
Urbano	16,1	17,3	17,1	16,9	17,3	15,4	19,9
Rural	22,4	23,5	25,4	25,2	25,4	23,1	26,0

FUENTE: INEC, CCSS, BCCR.

**CUADRO A1.5**  
**COSTA RICA: INDICADORES DE EDUCACIÓN Y SALUD**  
 (En porcentajes)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
<b>Tasa bruta de escolaridad<sup>1/</sup></b>							
Preescolar	n.d.	83,6	82,4	87,5	88,2	91,6	90,8
Primaria	n.d.	111,1	111,0	110,3	111,5	111,5	109,9
Secundaria	n.d.	63,9	68,4	70,4	75,4	79,2	84,0
III Ciclo	n.d.	75,5	80,8	82,9	90,2	94,7	100,3
Educ. diversificada	n.d.	45,1	48,0	50,8	53,3	56,0	59,8
<b>Gasto en educación (% del PIB)</b>	4,5	4,1	4,7	5,1	5,5	5,5	n.d.
<b>Tasa de mortalidad infantil (x 1000)</b>	12,6	11,8	10,2	10,8	11,2	10,1	9,7
<b>Esperanza de vida (en años)</b>	77,0	77,3	77,7	77,7	78,5	78,6	n.d.
<b>Gasto en salud (% del PIB)</b>	4,8	4,7	5,0	5,4	5,7	5,7	n.d.

1/ Incluye tanto la educación tradicional, como los otros programas de educación no tradicionales.

FUENTE: INEC, Ministerio de Hacienda.

**CUADRO A1.6**  
**COSTA RICA: INDICADORES DE GASTO SOCIAL**  
 (En porcentajes)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
<b>Porcentaje del PIB</b>							
Gasto social total	16,9	15,9	17,3	18,7	19,0	18,6	n.d.
Gasto social per cápita	4,5	4,1	4,4	4,7	4,7	4,5	n.d.
<b>Tasa de variación real</b>							
Gasto social total	7,4	6,8	7,5	6,6	4,3	2,5	n.d.
Gasto social per cápita	4,8	4,3	5,1	4,4	2,2	0,5	n.d.
<b>Composición porcentual</b>							
Gasto social total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	n.d.
Salud	28,3	29,7	29,0	28,7	30,1	30,7	n.d.
Educación	26,5	25,8	27,2	27,6	29,1	29,6	n.d.
Asistencia Soc.	34,9	34,5	34,4	33,7	30,8	29,7	n.d.
Vivienda	9,3	9,1	8,6	8,9	9,1	9,2	n.d.
Recreación	1,1	0,9	0,8	1,0	0,8	0,8	n.d.

FUENTE: Ministerio de Hacienda.

**CUADRO A1.7**  
**INDICADORES DE LA ECONOMÍA INTERNACIONAL**  
 (En porcentajes, US\$ e índice)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
<b>Crecimiento anual (porcentaje)</b>							
Mundial	2,8	3,7	4,7	2,4	3,0	3,9	5,0
OCDE	2,7	3,3	3,9	1,1	1,6	2,2	3,6
Estados Unidos	4,2	4,4	3,7	0,8	1,9	3,0	4,4
Unión Europea	3,1	2,9	3,7	1,8	1,2	1,1	2,6
<b>Inflación anual (porcentaje)</b>							
Mundial	5,5	5,1	4,3	4,1	3,5	3,7	3,8
OCDE	1,2	1,4	2,4	2,5	2,2	2,0	2,2
Estados Unidos	1,5	2,2	3,4	2,8	1,6	2,3	3,0
Unión Europea	2,1	1,7	2,4	2,5	2,2	2,0	2,2
<b>Tasa LIBOR 6 meses (porcentaje)</b>	5,12	6,22	6,21	2,01	1,39	1,22	2,78
<b>Tasas de interés en USA (porcentaje)</b>							
Fed funds rate	4,68	5,30	6,40	1,82	1,24	0,98	2,16
<b>Precio del petróleo (US\$/barril)</b>	14,4	19,3	30,3	26,0	26,1	31,0	41,3
<b>Términos intern. de intercambio (1998=100)</b>	100,0	98,4	90,7	89,0	87,7	85,4	82,0

FUENTE: BCCR, FMI, OCDE, WTI.

**CUADRO A1.8**  
**COSTA RICA: INDICADORES DE FINANZAS PÚBLICAS**  
 (Porcentaje del PIB)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Ingresos totales Gobierno Central	12,3	12,1	12,2	13,1	12,9	13,3	13,4
Gastos Gobierno Central (excluidos intereses)	11,5	10,7	11,5	11,8	12,6	12,1	11,8
Salarios	4,3	4,2	4,6	5,0	5,2	5,2	5,1
Pensiones	2,0	1,9	2,1	2,3	2,4	2,5	2,4
Resto	5,2	4,5	4,8	4,5	5,0	4,4	4,3
Superávit primario Gobierno Central	0,7	1,4	0,7	1,3	0,3	1,2	1,6
Intereses Gobierno Central	3,2	3,6	3,6	4,0	4,3	4,3	4,1
Déficit financiero Gobierno Central	2,5	2,2	2,9	2,7	4,0	3,1	2,5
Financiamiento del déficit Gobierno Central							
Interno neto	1,1	0,8	1,4	1,7	3,0	2,1	1,5
Externo neto	1,4	1,4	1,4	1,0	1,0	1,0	1,0
Deuda del Gobierno Central	32,5	35,1	36,6	38,5	40,2	39,5	40,9
Interna	24,8	26,9	26,7	28,0	28,6	27,0	27,8
Externa	7,7	8,2	9,8	10,5	11,6	12,5	13,1
Pérdidas del Banco Central	-1,2	-1,6	-1,8	-1,2	-1,4	-1,6	-1,3
Deuda del Banco Central	17,1	17,8	16,0	13,8	14,8	15,2	12,0
Interna	10,3	12,2	11,0	9,2	11,1	12,2	10,8
Externa	6,9	5,6	5,1	4,6	3,7	3,0	1,3
Resultado Financ. Resto del Sector Público	1,6	0,7	1,0	1,2	0,3	0,2	0,4
CCSS	1,1	0,8	0,8	0,6	0,5	0,2	n.d.
IVM (Régimen Pensiones)	0,9	1,0	0,9	0,9	0,7	0,8	n.d.
Enfermedad (Régimen Salud)	0,1	-0,2	-0,1	-0,3	-0,2	-0,6	n.d.
ICE	0,6	-0,1	0,1	0,5	-0,2	-0,4	n.d.
Resto	0,0	0,0	0,2	0,1	0,0	0,4	n.d.
Déficit consolidado Sector Público	-2,0	-3,1	-3,8	-2,9	-5,4	-4,3	3,9

FUENTE: Ministerio de Hacienda.

**CUADRO A1.9**  
**TASAS DE INTERÉS**  
 (Porcentaje, a fin de mes)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
<b>LIBOR, 6 meses</b>							
Enero	5,66	4,97	6,22	5,38	2,02	1,34	1,21
Febrero	5,69	5,09	6,35	5,15	2,05	1,34	1,17
Marzo	5,75	5,05	6,52	5,75	2,38	1,27	1,16
Abril	5,81	5,06	6,60	4,26	2,12	1,27	1,38
Mayo	5,75	5,18	7,05	3,99	2,10	1,23	1,58
Junio	5,75	5,43	6,94	3,71	1,91	1,10	1,94
Julio	5,75	5,64	6,89	3,72	1,83	1,14	1,98
Agosto	5,69	5,90	6,82	3,50	1,83	1,20	1,99
Setiembre	5,25	5,94	6,76	2,55	1,76	1,18	2,20
Octubre	4,97	6,13	6,70	2,22	1,67	1,21	2,31
Noviembre	5,13	6,04	6,70	2,24	1,44	1,23	2,64
Diciembre	5,12	6,22	6,21	2,01	1,39	1,22	2,78
<b>Tasas de interés en dólares en Costa Rica</b>							
<b>Depósitos a 6 meses (promedio simple banca estatal y banca privada)</b>							
Enero	6,22	6,14	5,85	6,34	4,65	3,24	2,42
Febrero	6,18	6,13	5,86	6,05	4,37	3,21	2,38
Marzo	6,06	6,14	5,92	6,02	4,32	3,23	2,38
Abril	6,00	6,14	5,92	5,74	4,21	3,22	2,44
Mayo	6,03	6,13	5,91	5,40	4,17	3,15	2,47
Junio	6,08	6,10	6,67	5,28	4,09	3,06	2,58
Julio	6,14	6,07	6,90	5,26	4,09	2,80	2,59
Agosto	6,16	6,02	6,91	5,17	4,11	2,62	2,57
Setiembre	6,12	6,04	6,81	5,08	3,91	2,56	2,58
Octubre	6,11	6,01	6,85	4,98	3,81	2,41	2,58
Noviembre	6,15	6,01	6,73	4,74	3,52	2,42	2,58
Diciembre	6,18	5,99	6,70	4,69	3,35	2,45	2,61
<b>Tasas de interés en colones a 30 días del BCCR</b>							
Enero	(a)	(a)	(a)	(a)	14,50	13,38	11,00
Febrero	(a)	(a)	(a)	(a)	14,50	13,38	10,75
Marzo	(a)	(a)	(a)	(a)	15,50	12,40	10,75
Abril	(a)	(a)	(a)	(a)	13,50	12,40	10,75
Mayo	(a)	(a)	(a)	(a)	12,50	11,40	11,27
Junio	(a)	(a)	(a)	(a)	12,50	11,40	11,27
Julio	(a)	(a)	(a)	12,50	13,50	11,40	12,19
Agosto	(a)	(a)	(a)	12,50	13,50	11,40	12,19
Sptiembre	(a)	(a)	(a)	12,50	13,50	11,40	12,42
Octubre	(a)	(a)	(a)	12,50	13,50	11,40	12,42
Noviembre	(a)	(a)	(a)	14,50	13,50	11,00	12,88
Diciembre	(a)	(a)	(a)	14,50	13,50	11,00	12,88

**CUADRO A1.9 (continuación)****TASAS DE INTERÉS**  
(Porcentaje, a fin de mes)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
<b>Tasa básica pasiva</b>							
Enero	18,25	24,50	17,50	15,50	16,25	17,50	13,50
Febrero	18,25	24,50	17,50	15,25	16,50	17,25	13,50
Marzo	18,25	24,50	17,25	15,00	16,75	16,75	13,50
Abril	18,25	24,50	17,25	15,00	17,25	16,75	13,50
Mayo	18,50	23,25	17,25	14,75	17,25	16,00	13,50
Junio	19,00	22,00	17,75	14,75	17,25	15,75	13,75
Julio	19,75	21,25	17,75	14,75	17,50	15,50	13,75
Agosto	20,25	20,00	18,00	15,00	17,50	14,75	14,00
Setiembre	21,25	20,00	17,00	15,00	17,50	14,50	14,25
Octubre	24,25	20,00	15,75	15,00	17,50	14,00	14,25
Noviembre	24,50	19,25	15,75	15,50	17,50	13,75	14,25
Diciembre	24,50	18,25	15,50	16,00	17,50	13,75	14,25
<b>Tasa activa promedio del sistema financiero</b>							
Enero	n.d.	n.d.	29,24	27,51	25,59	27,53	23,6
Febrero	n.d.	n.d.	28,55	27,48	26	27,78	23,5
Marzo	n.d.	n.d.	28,05	27,18	26,45	28,08	23,18
Abril	n.d.	n.d.	28,03	27,18	27,03	27,77	23,19
Mayo	n.d.	n.d.	27,94	26,7	26,92	27,43	23,24
Junio	n.d.	n.d.	27,89	26,55	26,92	27,05	23,77
Julio	n.d.	n.d.	27,59	26,42	26,92	25,83	23,66
Agosto	n.d.	n.d.	27,57	26,32	27,08	25,38	23,27
Setiembre	n.d.	n.d.	27,86	26,12	27,09	24,86	23,52
Octubre	n.d.	n.d.	27,89	25,86	27,61	24,06	23,73
Noviembre	n.d.	n.d.	27,69	25,84	27,37	23,73	23,44
Diciembre	n.d.	n.d.	27,79	25,84	27,37	23,67	23,29

(a) El BCCR no captaba a 30 días en esos periodos.

FUENTE: BCCR.



**CUADRO A1.10**  
**COSTA RICA: INDICADORES DEL SECTOR MONETARIO**  
 (Tasas de variación anual, en porcentajes)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
<b>Agregados monetarios</b>							
Emisión <sup>1/</sup>	12,6	39,0	-11,8	10,0	12,0	10,2	0,9
Medio circulante <sup>2/</sup>	12,3	20,6	16,2	9,7	22,5	17,9	4,8
Liquidez Total <sup>3/</sup>	25,5	18,6	21,4	9,8	21,4	18,5	37,1
<b>Absorción del BCCR</b>							
Operaciones de mercado abierto	-11,7	105,2	0,5	-41,3	69,9	27,9	9,5
Encajes	19,4	-9,5	33,8	-37,5	-11,9	99,3	39,6
<b>Crédito interno neto</b>							
Sector público							
Corriente	18,4	-17,8	-0,4	-45,2	68,3	36,5	62,9
Renegociado	14,9	-69,8	1,2	-1,1	-3,0	-3,6	-4,4
Sector privado	51,2	18,2	30,1	23,2	21,4	19,9	17,9
<b>Riqueza financiera del sector privado</b>	20,0	26,1	16,7	17,3	20,4	19,6	17,4
Numerario en poder del público	16,2	16,2	-0,9	10,5	8,7	9,9	10,7
Depósitos bancarios	26,9	20,8	20,8	13,3	20,4	16,0	38,3
Bonos de estabilización monetaria	12,5	115,1	-11,9	40,0	34,0	58,2	-27,2
Sistema de Inversiones Corto Plazo	-71,1	16,3	-83,4	1025,7	-53,3	222,9	-83,0
Bonos fiscales	4,9	13,1	34,1	21,8	16,5	7,2	-14,9

1/ Incluye el numerario que mantiene el público en su poder y el numerario mantenido por los bancos comerciales en sus bóvedas.

2/ Está compuesto por el numerario en poder del público y los depósitos en cuenta corriente en moneda nacional mantenidos por el público en los bancos comerciales.

3/ Incluye el medio circulante y el cuasidinero.

Fuente: BCCR.

**CUADRO A1.10 (Continuación)**  
**COSTA RICA: INDICADORES DEL SECTOR MONETARIO**  
 (Porcentaje del PIB)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
<b>Agregados monetarios</b>							
Emisión <sup>1/</sup>	4,6	5,1	4,1	4,1	4,1	4,0	3,4
Medio circulante <sup>2/</sup>	8,7	8,5	9,0	9,0	9,9	10,1	9,2
Liquidez Total <sup>3/</sup>	32,8	31,3	34,9	34,9	37,7	38,8	46,0
<b>Absorción del BCCR</b>	7,2	9,4	9,3	5,0	6,6	8,0	8,1
Operaciones de mercado abierto	4,5	7,5	6,9	3,7	5,6	6,2	5,9
Encajes	2,7	1,9	2,4	1,4	1,1	1,8	2,2
<b>Crédito interno neto</b>							
Sector público	13,5	8,5	7,8	4,0	5,9	6,9	9,6
Corriente	12,6	8,3	7,6	3,8	5,7	6,7	9,5
Renegociado	0,9	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1
Sector privado	18,5	17,6	21,0	23,6	25,5	26,5	27,1
<b>Riqueza financiera del sector privado</b>	38,6	39,1	41,9	44,8	48,0	49,9	50,7
Numerario en poder del público	3,4	3,2	2,9	2,9	2,8	2,7	2,6
Depósitos bancarios	25,8	25,1	27,8	28,7	30,8	31,0	37,1
Bonos de estabilización monetaria	2,9	4,9	4,0	5,1	6,1	8,4	5,3
Sistema de Inversiones Corto Plazo	0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0
Bonos fiscales	6,4	5,8	7,2	7,9	8,2	7,7	5,7

1/ Incluye el numerario que mantiene el público en su poder y el numerario mantenido por los bancos comerciales en sus bóvedas.

2/ Está compuesto por el numerario en poder del público y los depósitos en cuenta corriente en moneda nacional mantenidos por el público en los bancos comerciales.

3/ Incluye el medio circulante y el cuasidinero.

FUENTE: BCCR.

**CUADRO A1.11**  
**COSTA RICA: BALANZA DE PAGOS**  
 (Millones de US\$)

	2003	2004
<b>CUENTA CORRIENTE</b>	<b>-929</b>	<b>-890</b>
<b>Bienes</b>	<b>-1.531</b>	<b>-2.000</b>
Exportaciones FOB	6.163	6.312
Importaciones CIF	-7.694	-8.311
<b>Servicios</b>	<b>1.238</b>	<b>1.365</b>
Transportes	134	126
Viajes	940	1.042
Otros servicios	164	198
<b>Renta</b>	<b>-849</b>	<b>-485</b>
Intereses deuda pública externa	-247	-242
Otra renta	-601	-242
<b>Transferencias Corrientes</b>	<b>213</b>	<b>230</b>
<b>CUENTA DE CAPITAL Y FINANCIERA</b>	<b>1.270</b>	<b>971</b>
Cuenta de capital	21	5
Cuenta financiera	1.249	966
<b>Capital público</b>	<b>298</b>	<b>134</b>
Desembolsos	957	578
Amortizaciones	-679	-498
Otros servicios	20	54
<b>Capital privado</b>	<b>951</b>	<b>833</b>
Inversión	577	597
Resto	374	236
<b>ACTIVOS DE RESERVA</b>	<b>-341</b>	<b>-82</b>

FUENTE: BCCR.

**CUADRO A1.12**  
**COSTA RICA: INDICADORES DEL SECTOR EXTERNO**

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
<b>Reservas internacionales netas del BCCR</b>							
<b>(Saldos en millones US\$)</b>							
Enero	1.032	958	1.425	1.216	1.123	1.688	1.677
Febrero	981	999	1.471	1.198	1.388	1.750	1.74
Marzo	1.033	1.074	1.452	1.401	1.490	1.790	1.746
Abril	1.254	1.155	1.416	1.452	1.500	1.565	1.733
Mayo	1.122	1.445	1.228	1.354	1.455	1.594	1.721
Junio	1.076	1.452	1.296	1.359	1.452	1.688	1.634
Julio	991	1.456	1.587	1.276	1.338	1.569	1.625
Agosto	966	1.433	1.522	1.359	1.388	1.607	1.528
Septiembre	903	1.375	1.377	1.370	1.402	1.596	1.656
Octubre	943	1.340	1.289	1.322	1.364	1.429	1.793
Noviembre	889	1.349	1.292	1.295	1.379	1.739	1.943
Diciembre	992	1.472	1.318	1.330	1.495	1.836	1.918
<b>Tipo de cambio compra (Colones / US\$)</b>							
Enero	245,8	273,4	299,4	319,5	344,1	381,7	421,0
Febrero	247,7	275,9	301,2	321,1	347,0	384,9	423,9
Marzo	249,9	278,5	303,1	322,8	349,8	388,2	427,2
Abril	251,9	281,0	304,6	324,2	352,8	391,1	430,4
Mayo	254,0	283,5	306,1	326,0	356,0	394,5	433,4
Junio	256,4	286,1	307,9	327,7	358,2	397,9	436,6
Julio	258,9	288,4	309,5	329,7	362,3	401,4	440,1
Agosto	261,2	290,3	311,1	331,8	365,5	404,5	443,4
Setiembre	263,6	292,2	312,7	333,9	368,6	407,8	447,0
Octubre	266,2	294,0	314,5	336,4	372,0	411,5	450,7
Noviembre	268,7	295,3	316,2	339,2	375,2	414,9	454,3
Diciembre	271,2	298,0	317,7	341,4	378,4	418,0	457,6
Promedio	257,9	286,4	308,7	329,5	360,8	399,7	438,8
<b>Devaluación mensual (porcentaje)</b>							
Enero	0,75	0,83	0,48	0,54	0,80	0,88	0,72
Febrero	0,78	0,88	0,59	0,51	0,83	0,83	0,69
Marzo	0,86	0,97	0,63	0,54	0,81	0,87	0,76
Abril	0,82	0,90	0,51	0,43	0,86	0,74	0,75
Mayo	0,81	0,88	0,47	0,55	0,91	0,87	0,71
Junio	0,96	0,92	0,58	0,54	0,61	0,86	0,73
Julio	0,99	0,79	0,51	0,60	1,15	0,88	0,79
Agosto	0,88	0,66	0,54	0,63	0,87	0,77	0,76
Setiembre	0,91	0,66	0,52	0,63	0,85	0,80	0,81
Octubre	0,98	0,62	0,56	0,75	0,92	0,91	0,84
Noviembre	0,95	0,43	0,56	0,82	0,88	0,82	0,79
Diciembre	0,93	0,92	0,47	0,66	0,84	0,77	0,73
Acumulada dic-dic.	11,16	9,87	6,64	7,45	10,83	10,48	9,46

**CUADRO A1.12 (Continuación)**  
**COSTA RICA: INDICADORES DEL SECTOR EXTERNO**

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
<b>Índice de tipo de cambio efectivo real bilateral</b>							
Enero	98,59	98,57	100,93	106,56	98,91	104,63	106,99
Febrero	98,26	97,87	101,68	103,90	99,13	105,70	106,79
Marzo	98,13	98,68	102,25	103,01	100,71	107,21	104,67
Abril	98,81	99,22	102,33	103,72	101,03	104,08	105,12
Mayo	99,51	99,84	102,49	103,66	100,85	104,93	105,68
Junio	99,36	101,02	103,77	102,58	101,51	106,18	105,87
Julio	99,77	101,19	103,90	101,25	101,71	105,72	106,24
Agosto	99,38	102,12	102,99	101,69	101,63	105,67	106,01
Setiembre	99,77	102,96	103,99	101,47	102,19	106,38	104,64
Octubre	99,46	102,81	104,51	99,27	102,74	107,17	105,41
Noviembre	99,04	103,28	103,77	99,83	102,69	106,68	105,73
Diciembre	98,91	101,98	103,99	98,65	103,30	107,18	105,10
Promedio	99,08	100,80	103,05	102,13	101,37	105,96	105,69
<b>Índice de tipo decambio efectivo real multilateral</b>							
Enero	98,49	101,01	100,27	100,21	96,52	103,14	109,39
Febrero	98,48	99,94	99,89	98,62	96,42	103,75	108,86
Marzo	98,35	100,06	100,08	98,02	97,86	104,17	105,86
Abril	99,21	100,14	100,09	98,24	98,37	103,03	105,51
Mayo	100,15	100,12	98,76	98,07	98,70	105,72	105,09
Junio	99,63	100,46	100,04	97,15	99,80	106,56	105,69
Julio	99,88	100,59	100,16	96,55	100,72	105,63	106,41
Agosto	99,30	101,68	99,02	98,15	100,14	105,03	106,08
Setiembre	100,40	102,19	98,77	97,43	100,26	105,95	105,08
Octubre	101,23	102,62	98,49	96,72	100,42	107,40	105,98
Noviembre	101,01	102,54	98,07	97,06	100,90	107,44	106,93
Diciembre	101,58	101,42	98,75	96,62	102,21	109,00	107,40
Promedio	99,81	101,06	99,37	97,74	99,36	105,57	106,52

FUENTE: BCCR

# Comentario

---

RODRIGO BOLAÑOS Z.

Agradezco a la Academia de Centroamérica por invitarme a comentar el interesante documento de Ronulfo Jiménez sobre la economía costarricense en el año 2004. En él se hace un análisis que destaca los puntos clave del desempeño de la economía nacional y de la internacional en el año 2004.

Quiero referirme a una serie de puntos importantes que Ronulfo menciona en su escrito, haciendo especial énfasis en aquellos relacionados con el futuro de nuestra economía.

Entre esos puntos destacan los temas del crecimiento y su relación con la distribución de la riqueza y del ingreso. Ronulfo siempre se ha cuidado de traer a cuentas el balance entre esas variables, al conceder un énfasis importante sobre los temas que tienen que ver con la distribución de la riqueza y del ingreso, en las discusiones sobre crecimiento económico.

Coincido plenamente en que es posible lograr una mejor distribución de la riqueza y del ingreso sin crecimiento, pero no es eso lo que queremos.

Lo que se debería buscarse es que la economía costarricense pueda crecer mucho más rápido de lo que ha venido haciéndolo y, de alguna manera, utilizar los instrumentos que tiene a su disposición para mejorar la distribución de la riqueza, sin que eso signifique matar “la gallina de los huevos de oro” del crecimiento. En ese sentido, hay una serie de temas importantes, que tienen que ver con el crecimiento y la distribución: (1) el papel del Estado, sobre todo en materia fiscal; (2) la política monetaria y cambiaria del Banco Central, así como la participación de

los entes gubernamentales en el sector financiero; y (3) el comercio exterior. Obviamente estos temas no agotan la agenda, pero quisiera centrarme en esas tres áreas para efectos de los comentarios que haré a continuación.

## **El papel del Estado en la economía y la política fiscal**

Desde el punto de vista del papel del Estado –y en general de lo que podemos llamar la política fiscal–, es muy poco el grado de maniobra que se tiene para modificar las tendencias del gasto público, el ingreso público y la participación del Estado en la economía nacional. Da la impresión que la situación fiscal del país, si bien no ha sido complicada en los últimos años, tampoco va a ser sostenible. Ronulfo nos señalaba, muy acertadamente, una serie de presiones inescapables que se harán sentir en los próximos años, algunas originadas en el exterior –que ya se están reflejando en aumentos en la tasa de interés, que a su vez incrementarán el servicio de la deuda pública–, los precios de algunas mercancías (como el petróleo) –que disminuirán el crecimiento de la economía, aumentarán la pobreza y podrían incluso aumentar el déficit fiscal por menores ritmos de aumento en los impuestos y mayores demandas por gasto social–. Pero hay también otras presiones de origen interno, probablemente también inescapables, que deben ser tomadas en cuenta: las que tienen que ver con el aumento en el gasto en educación, salud, infraestructura y seguridad social y ciudadana; las decisiones para cumplir con los destinos específicos de recursos para carreteras, instituciones del área social, municipalidades y otros, así como los problemas financieros que enfrentan los sistemas de pensiones.

En este último tema no estamos solos. Varios países, de mayor o menor nivel de desarrollo, ven como se les han agravado o se les van a agravar sus posiciones fiscales en las próximas décadas por causa de sus sistemas de pensiones, si no toman a tiempo las acciones correctivas. En el caso costarricense, no es posible seguir postergando la aplicación de medidas correctivas.

Es cierto que Costa Rica no tiene todavía ante sí una enorme crisis, pero es claro que las tendencias demográficas y los parámetros actuales del sistema harán que disminuya el superávit de caja del sistema actual

en la Caja Costarricense de Seguro Social (CCSS) y, en algún momento en las próximas décadas, va a aparecer un déficit de caja que obligará a replantearse cómo enfrentarlo. Aun no se ha discutido si se seguirá financiado el sistema de pensiones de la CCSS con impuestos a los salarios, y ni que decir de los siempre deficitarios sistemas de pensiones del magisterio, diputados, poder judicial y otros grupos privilegiados de empleados públicos.

Algunos países ya han dejado de depender en un alto porcentaje de ese financiamiento –llamado contribuciones a la seguridad social, pero que en mi criterio son, desde el punto de vista de sus efectos económicos, impuestos a los salarios. Esos países han empezado a financiar sus sistemas de pensiones con otro tipo de impuestos, con cargo al presupuesto general. Nosotros ya lo hacemos en términos de las pensiones de los empleados públicos que tienen sistemas especiales y de los aportes del Estado a la CCSS. Creo que éste es un tema que vamos a tener que discutir en los próximos años en Costa Rica. Adicionalmente, es probable que dentro de algunos años se tenga que evaluar al sistema de pensiones complementarias y decidir si conviene o no aumentar la participación de ese régimen –con contribuciones definidas–, y disminuir más la participación del sistema de beneficios definidos –como el de la CCSS–, además de aumentar en este último, y en el resto las de los sistemas que benefician a empleados públicos, las edades de retiro y los años de cotización.

Pero, de todas maneras, hay otra serie de presiones por aumentos en el gasto público. En los últimos años hemos tenido gente responsable en el Ministerio de Hacienda, y las condiciones de nuestra economía y política les han permitido, además de buscar que la Asamblea Legislativa aumente los impuestos para tener más recursos (no sabemos si exactamente para reducir el déficit o para gastar más o, probablemente, para ambas), contener el crecimiento de aquellos gastos que son contenibles. Estos gastos son todos aquellos que no tienen que ver con el pago de intereses, sueldos y salarios, pensiones y con una serie de asignaciones fijas –cuyo número viene aumentando– que hay que respetar por mandato de la Sala Constitucional, pese a que la realidad fiscal había hecho imposible su cumplimiento.



Esa contención del gasto, recargada entonces en la inversión en infraestructura y su mantenimiento, y en la compra de los bienes y servicios que el Gobierno usa para producir los servicios básicos (educación, seguridad, justicia, aduanas, cultura, etcétera), no va a ser sostenible. A la vuelta de unos pocos años, la situación va a explotar. Si bien el objetivo de la contención del gasto ha sido limitar el déficit fiscal e impedir que la deuda pública crezca en relación al PIB –con sus consecuentes efectos sobre las tasas reales de interés, la inflación y la devaluación de la moneda–, difícilmente esta parte macroeconómica de la ecuación podrá seguir siendo la que predomine, salvo que se enfrenten los problemas de ineficiencia en los aspectos microeconómicos de la asignación del gasto y los ingresos públicos.

Muy probablemente el próximo gobierno va a estar mucho más sometido que el actual a una presión por aumentar el gasto social –y, en general, el gasto que mejore la equidad– en áreas como educación y salud, seguridad e infraestructura. En este último rubro de la infraestructura no me refiero solo al gasto del presupuesto nacional, sino también al de las instituciones descentralizadas.

Las discusiones sobre el gasto en infraestructura del Instituto Costarricense de Electricidad son el ejemplo más claro de estas presiones, pero lo mismo está ocurriendo en otras entidades autónomas, como el Instituto de Acueductos y Alcantarillados, y respecto a la administración y construcción de puertos, aeropuertos y ferrocarriles, entre otras áreas.

En todo caso, la lección que hemos venido aprendiendo en materia de política fiscal es que la contención del gasto en inversión pública y en su mantenimiento puede ser una mala solución fiscal. En el corto plazo, esa política puede reducir el déficit, pero puede ser que el menor crecimiento económico generado por una tasa de inversión más reducida en capital público rentable traiga consigo una disminución de los ingresos públicos y un deterioro de la situación fiscal en el mediano y largo plazo. La lección es que no toda la deuda pública es dañina: todo depende de cómo su emisión afecte la capacidad futura de pago del sector público. Convendrá endeudarse si la deuda se usa para financiar proyectos rentables económicamente, que generen más crecimiento económico y mayores ingresos para el Estado. Esto no significa otorgar a los entes de gobierno un cheque en blanco, por que la rentabilidad

de los proyectos deberá demostrarse mediante una correcta evaluación los beneficios y costos.

Pero, volviendo al tema central, lo importante es que la situación del manejo de la política fiscal en Costa Rica, del tipo que hemos venido teniendo a lo largo de los últimos años, no va ser sostenible. Ronulfo nos señala en su escrito algunos de los elementos importantes que están detrás de esa insostenibilidad.

En el tema de la sostenibilidad fiscal va a ser clave la estabilidad de resoluciones legales o judiciales en materia hacendaria, y esto no solo tiene que ver con el tema ya mencionado de dictar leyes para crear gastos, en muchos casos sin el contenido de ingresos, sino también con otro tipo de disposiciones jurídicas que afectan la hacienda pública. En particular, me refiero a la sostenibilidad, para seguir usando esa terminología, de las resoluciones de la Sala Constitucional en materia de hacienda pública en los próximos años.

Es indudable que la Sala Constitucional ha significado un desarrollo altamente valioso para el ordenamiento del Estado, el respeto de los derechos y el cumplimiento de las obligaciones constitucionales en Costa Rica. Sin embargo, en algunos aspectos relacionados con la materia fiscal, ha dictado resoluciones en temas fundamentales que posteriormente han sido modificadas en forma sustancial, incluso podría decirse que contradictoria. Por ejemplo, las disposiciones sobre la obligatoriedad de cumplir con destinos específicos o asignaciones de gasto, o sobre el tema de si la Constitución manda o no a que los gastos corrientes solo pueden ser financiados con ingresos corrientes. Ojalá en el futuro tengamos mayor certeza de que las resoluciones de la Sala Constitucional se van a poder mantener vigentes en el tiempo y ayudar a lograr la sostenibilidad fiscal.

Por otro lado, hay una presión adicional sobre la hacienda pública representada por la necesidad de reducir la tasa de inflación. Conforme haya más presión de parte de la sociedad para que se disminuya la tasa de inflación, sin que al Banco Central se le den los recursos fiscales sanos (impuestos o menor gasto) para reducir la emisión proveniente del financiamiento de sus pérdidas, podríamos estar también frente a otro riesgo: el de obligar al Banco Central a aumentar más los encajes

bancarios o aumentar más rápido su deuda –lo que simplemente significa encarecer el crédito (encajes) o posponer inflación (más deuda del Banco Central que después genera emisión cuando se paguen sus intereses). Si se le presiona mucho en condiciones como las descritas, podríamos ver un crecimiento explosivo de su deuda o volver a tener altos márgenes de intermediación bancaria, que parece ser lo que proponen algunos economistas desde la Asamblea Legislativa.

Otra presión que puede atentar contra la sostenibilidad fiscal –y hay que reconocer que los caminos para solucionar estas presiones conducen siempre a los impuestos, es decir, al Ministerio de Hacienda–, puede provenir del uso que se le dé a los recursos de la posible reforma tributaria. Con la reciente modificación al reglamento interno de la Asamblea Legislativa, es factible que esa reforma se apruebe contra todas las expectativas, por ser el último año de este Gobierno. Esa aprobación no ocurrirá pronto, pero es factible que se dé hacia mediados o en el segundo semestre de este año, por lo que su posible efecto en la recaudación fiscal se daría básicamente en el próximo año y en los siguientes.

Es decir, el uso de los recursos que pueda dar esa reforma no lo definiría la actual administración sino las próximas administraciones. Ojalá se haga un buen uso de esos recursos. Las estimaciones han variado mucho: alguna gente habla de que la reforma dará un punto porcentual del PIB, otros estiman dos puntos del PIB. Si llega a rendir una cantidad importante, las presiones van a ser enormes para el próximo gobierno y van a ser de todo tipo. Mi deseo, como el de quienes ven a la inflación como el peor flagelo, sobre todo para las clases más pobres, es que una buena parte de la recaudación producto de la reforma se dirija a reducir el déficit fiscal, y en particular el déficit del Banco Central, para que éste tenga que recurrir menos a la política inflacionaria con el fin de financiar su déficit. Pero esto no lo sabemos, es una interrogante importante: ¿en qué va a utilizar la sociedad costarricense, a través de decisiones del Poder Ejecutivo y la Asamblea Legislativa en la próxima administración, los recursos de la reforma tributaria, si se aprueba? Esta será una de las decisiones de fondo en la resolución de los riesgos que tenemos alrededor de la insostenibilidad de la política fiscal de los últimos años.

Hay otros temas en materia de la insostenibilidad fiscal que no se incluyeron en el documento, pero en mi criterio son importantes de repasar. Uno fundamental es el de definir cuál queremos los costarricenses que sea el papel del Estado en la economía. ¿Queremos que siga siendo dueño de tres bancos comerciales, de un monopolio de seguros, de derechos exclusivos en áreas como las telecomunicaciones, puertos y aeropuertos, etcétera? Menciono este tema no solo porque evidentemente está ligado con el CAFTA y la llamada agenda de reformas complementarias en telecomunicaciones y seguros. El tema de si el Estado debe seguir teniendo una serie de activos en ciertas áreas donde cumplió un papel y donde ha venido cumpliendo un papel –positivo o negativo– en las últimas décadas y si debemos o no cambiar la forma de esos activos y transformar, por ejemplo, bancos en hospitales, escuelas, puentes o carreteras, es una discusión que hay que seguir teniendo en este país. Insisto que se trata de un tema tabú, que se rehuye no solo en el sector público sino también en el sector privado, donde hay una serie de gentes que no quieren ni saber de él, por su supuesto alto costo político. Hace unas semanas, un importante columnista de uno de los principales periódicos de este país dijo, en referencia a una discusión con sindicatos, que el tema de las privatizaciones no estaba ni siquiera en discusión. Eso lamentablemente es cierto, ya que ese tema es parte inseparable de una discusión válida, racional y completa para definir la estrategia futura de la participación deseable del Estado en la economía y para resolver la insostenibilidad de la situación fiscal del país.

## **La política monetaria y cambiaria del Banco Central y el sistema financiero**

Evidentemente es imprescindible volver a referirse a las pérdidas del Banco Central y al funcionamiento del sistema financiero y su dolarización. Básicamente, lo que tenemos desde hace muchos años es una política cambiaria y no una monetaria. El Banco Central, como monopolista de la emisión del colón, puede normalmente escoger si controla o el precio o la cantidad de dinero, pero no ambos. Aun para un monopolista es muy difícil controlar simultáneamente ambas variables. En nuestro caso se escogió un sistema de minidevaluaciones, que es una forma de controlar el precio de la divisa, a cambio, téngase muy claro,

de sacrificar el control de la oferta de dinero en circulación, que pasa a ser determinada por la demanda.

El país, a través del Banco Central, ha tenido una experiencia positiva con el sistema cambiario de minidevaluaciones que ya conocemos. Rónulfo mencionó las características que tiene el régimen, los elementos positivos y negativos, pero hay una gran discusión alrededor de si hay que cambiarlo o no. En mi opinión, en las circunstancias actuales del país y en una priorización de reformas económicas, el régimen cambiario no es un tema tan importante.

En materia cambiaria, puede ser mejor esperar a que se resuelva la situación fiscal –y, por ende, la situación financiera del Banco Central– para entrar a hacer modificaciones de fondo en el sistema cambiario. No me parece que la reforma al régimen cambiario –pasar a un sistema más flexible, a uno fijo o a una dolarización formal de la economía–, sea un tema de alta prioridad en la discusión nacional en las circunstancias actuales del país. La modificación del sistema cambiario no es condición necesaria, y menos suficiente, para sacarnos del letargo de crecimiento económico en que estamos sumidos desde hace varios años y tampoco lo es para reducir la pobreza y tener más equidad. El grado de dolarización de la economía es solo marginalmente mayor por el sistema de minidevaluaciones: la verdadera causa es la desconfianza en el colón generada por la inestabilidad fiscal, la alta deuda pública, la inflación y la percepción de la ausencia de soluciones sostenibles. La inflación no desaparecerá mientras el Banco Central tenga pérdidas y un nuevo sistema cambiario no las va a hacer desaparecer.

Hay temas relativamente más importantes y un tema de fondo en materia de Banca Central que tiene que ver con la posibilidad de que el Banco Central pueda reducir en forma sostenible la inflación. Para eso necesitamos disminuir el déficit del Banco Central, mediante una buena cantidad de recursos que vengan del resto de la economía, no en la forma de más deuda del Banco Central sino en la forma de impuestos, menor gasto público o venta de activos estatales. Así, el Banco Central podrá funcionar para algo más que emitir y hacer frente a las pérdidas originadas en los intereses sobre su deuda interna y externa. Me parece que ese es un tema mucho más trascendental, por los efectos negati-

vos del déficit del Banco Central sobre la inflación, la planificación de los agentes económicos, el poder de compra de las clases bajas, y porque, si se logra eliminar o al menos reducir, eventualmente sería posible la sustitución del sistema cambiario por uno que se considere más adecuado.

En ese sentido, la pregunta es: ¿qué habría que hacer para que el Banco Central, si se le arregla su situación financiera, no vuelva a cometer los desaciertos de política económica que cometió y que le llevaron a tener un déficit en sus activos con ingreso en relación con sus pasivos con costo tan grande como el que ha tenido en los últimos veinte años, originado en la crisis de la deuda externa en la que nos sumió la Administración 1978-1982? En eso ya se ha avanzado mucho: la Junta Directiva del Banco Central tiene una composición que probablemente hace mucho más difícil que sus decisiones se dirijan a dar financiamientos de tipo inflacionario e incurrir en pérdidas cambiarias, como se dio en los finales de los setentas e inicios de los ochentas. Actualmente, el Banco Central tampoco puede financiar a CODESA o al CNP, ni endeudarse como se podía endeudar en esa época sin autorización de la Asamblea Legislativa; por el contrario, en esa materia quizás esté excesivamente amarrado, como parte del precio a pagar por el manejo que se hizo de esa facilidad de contratar deuda en el exterior.

Parece que aquí sería importante que el Banco Central pudiera afianzar esa mayor autonomía de su Junta Directiva, eliminando la presencia de un ministro de Estado (todavía subsiste, con voz y voto, la del Ministro de Hacienda) y logrando que el Presidente del Banco Central no sea nombrado y removido con relativa facilidad por el Presidente de la República de turno, y más bien esas dos posiciones entraran también a tener la estabilidad de los otros cinco miembros de la Junta Directiva.

No es conveniente tampoco amarrarle excesivamente las manos al Banco Central, más allá de lo que ya las tiene, en un afán espurio para que no vuelva a cometer los errores que cometió en las décadas de los setentas y principios de los ochentas. Pensar, como proponen algunos, que el Banco Central no debe, ni siquiera transitoriamente, tener pérdidas, es un error. Con una situación financiera sana, el Banco Central normalmente produciría ganancias si, paralelamente, vuelve a darse la confianza en el colón, por una posición fiscal sana y sostenible, porque con esas

utilidades el Banco Central compraría activos internacionales (reservas) o internos sobre los que ganaría intereses, mientras que su emisión de dinero no tendría costo financiero. El Banco Central, eventualmente, podría llegar a tener algunas pérdidas justificadas, mientras no sean recurrentes, como las que hemos tenido en los últimos años. Es natural en un Banco Central pueda, transitoriamente, tener pérdidas, en el tanto la regla sea que tenga utilidades, producto de su poder exclusivo de emisión de una moneda estable. Me parece que esos son temas prioritarios en cuanto al sistema cambiario que darían pie a un cambio posterior en el sistema cambiario, ya sea más flexible o uno fijo.

Sobre el sistema financiero, cuya regulación está a cargo de las superintendencias adscritas al Banco Central, hay una definición importante que nos hace caer otra vez en la discusión de cuál debe ser el papel del Estado en la banca comercial. Lo reitero, es lamentable, pero esta discusión no está sobre el tapete y entonces ahí tenemos dos enormes bancos para el sistema bancario costarricense que, por un lado, tienen una gran influencia y una serie de protecciones importantes y, por otro lado, se enfrentan a una serie de limitaciones que no les permiten competir en ciertas áreas frente a la banca privada.

Las protecciones a la banca estatal, como la garantía estatal, inciden enormemente sobre la marcha del sistema financiero costarricense y, se quiera o no, sobre la política monetaria de este país. Sin embargo, el tema de si queremos seguir teniendo bancos estatales de ese tamaño, que hagan lo mismo que hacen los bancos privados, no ha sido siquiera incluido en alguno de los proyectos de reforma financiera que se encuentran actualmente en discusión en la Asamblea Legislativa. Otros temas sobre el funcionamiento del sistema financiero tienen que ver con reformas a su supervisión y regulación prudencial, como las potestades de los supervisores para llegar a una efectiva supervisión consolidada, que, me parece, es lo correcto.

En esta materia hay un problema que toca también el manejo fiscal. Se trata de la subasta utilizada por el Gobierno y el Banco Central para colocar sus bonos en el público y entre las entidades públicas y privadas. La subasta probablemente no es todavía un instrumento bien desarrollado y muchas veces se ha dicho que debe ser corregido o incluso eliminada. Se le han hecho algunos cambios desde su inicio en 1995 ó

1996. Sin embargo, al final de cuentas ni se ha eliminado ni se le han hecho cambios de fondo, y todavía sigue teniendo una serie de imperfecciones. Es preocupante que, en medio de las presiones existentes para que se modifique la subasta, se hagan reformas que más bien signifiquen retrocesos en lo poco que se ha logrado hacer por crear las condiciones apropiadas para el funcionamiento de un mercado secundario de esa deuda. Algunos presionan buscando que de nuevo haya una gran cantidad de títulos diferentes en ventanilla, sin tener en cuenta lo importante –no solo para el desarrollo del mercado de capitales, si no para el desarrollo fiscal de este país– que es la estandarización de emisiones, que posibilita la existencia de mercados secundarios que le den liquidez a los títulos del Ministerio de Hacienda y el Banco Central y, por lo tanto, permite que los costos de captar a largo plazo para estos entes sean mucho más reducidos de lo que serían de otro modo.

## Comercio exterior

Termino con un rápido comentario sobre lo que Ronulfo nos decía sobre el Tratado de libre Comercio entre República Dominicana, Centroamérica y Estados Unidos (CAFTA). Es cierto que el CAFTA no va a ser la panacea, ni vendrá a resolver nuestros problemas de crecimiento y pobreza. Sin embargo, como sí contribuirá en el logro de esos objetivos, hay que tener mucho cuidado y saber cuál es el verdadero costo de oportunidad de no aprobarlo. En relación con los beneficios que actualmente recibimos por la Iniciativa para la Cuenca del Caribe (ICC), el no aprobarlo puede tener un costo alto e importante. El problema sería muy serio si el tratado entra en vigencia para los demás países, Costa Rica se queda fuera y no se renuevan las ventajas que hoy en día nos da la ICC. Sucedería que la base de comercio, actividad económica, empleo, ingresos y bienestar que actualmente posee el país se reduciría, y la diferencia entre esa situación y lo que podríamos tener de haber aprobado el tratado, va a ser mayor de lo que algunos piensan.

Con el CAFTA pueden existir costos importantes para ciertos grupos. Eso es normal en cualquier proceso de cambio económico, sea o no inducido por el Estado. Sin embargo, la existencia de esos costos no es una excusa válida para no entrar al CAFTA, en el entendido de que pue-



den ser subsanados internamente, mediante transferencias de un grupo a otro por medio del Estado. Es una responsabilidad nuestra, dentro de los procedimientos democráticos disponibles en la sociedad costarricense, encontrar la manera de repartir esos costos, y si decidimos que quienes directamente van a incurrir en ellos sean quienes los sufran sin compensación, debemos ser honestos y reconocer que eso será así por escogencia nuestra, no por imposición de nadie.

El realizar o no esas compensaciones es una decisión que de una u otra manera estaremos tomando si se aprueba el CAFTA. Debemos reconocer que podríamos tomar esas u otras decisiones de compensación a través de instrumentos fiscales o de otra naturaleza para repartir esos costos en forma diferente. No creo que ahí haya mucha elección más que aprobar el CAFTA –cuanto antes mejor–, aunque parece difícil que se vaya a aprobar en esta administración y no sería raro que Costa Rica aprobara su ingreso al CAFTA allá por 2006 y, quien sabe, si hasta el 2007, con los costos que significarán las oportunidades perdidas por el retraso, que nuestros vecinos estarán en condiciones de aprovechar. Lo mejor es que eso no ocurra, y creo que finalmente lo vamos a tener que aprobar; de lo contrario, nos vamos a crear un problema muy grande y las presiones para compensar a los perdedores de no entrar al CAFTA van a ser peores. El costo que nos señalaba Ronulfo, en términos de perder un mercado tan grande como el que nos representa Estados Unidos, tendría un efecto enorme y, más bien, la responsabilidad que tenemos nosotros es buscar cómo resolver los problemas que pueda ocasionar la aprobación del acuerdo en algunos sectores, los cuales parecen ser mucho menores que los beneficios.

# Comentario

---

MIGUEL A. LORÍA S.

En primer lugar, deseo felicitar a Ronulfo Jiménez por el esfuerzo de presentar al lector un texto claro, directo, reflexivo y conciso. Su lectura invita a la reflexión en una serie de temas, sin pretender dar respuesta a todas las interrogantes que pudieran surgir de una evolución económica que es compleja; más bien, deja al lector desarrollar sus propias reflexiones con el auxilio de un marco teórico sencillo pero a la vez coherente y didáctico.

El autor inicia su análisis enumerando una serie de retos a los cuales se enfrentan los costarricenses. El primero en la lista es **el reto del crecimiento económico**. Se señala en el documento que el crecimiento de la producción del año 2004 fue medianamente satisfactorio (ni tan fuerte como el del año 2003, ni tan bajo como el observado en 2001 y 2002), "...e insuficiente para generar una fuerte expansión del empleo..." Esa observación trae a la memoria un escrito de Eduardo Lizano y Norberto Zúñiga del año 1999,<sup>1</sup> en el cual los autores concluyen que el crecimiento promedio de la economía costarricense en el período 1983-1996 "...fue muy moderado e insuficiente, a todas luces, para elevar el nivel de vida y mejorar los índices de pobreza."

La conclusión que se extrae de ambos estudios es que los costarricenses no hemos sido capaces de consolidar un crecimiento sostenido. ¿Qué factores son los que impiden una tasa de crecimiento sostenida, capaz de generar empleo y reducir la pobreza, que continúa afectando al 20

---

1. Lizano, Eduardo y Norberto Zúñiga (1999). *Evolución de la economía de Costa Rica durante el período 1983-1998. Ni tan bien, ni tan mal*. Serie Documentos No. 2. San José: Academia de Centroamérica.

por ciento de las familias costarricenses? Identificar esos factores, y erradicarlos mediante la ejecución de un plan de acción con objetivos claros, representa un gran desafío para Costa Rica.

Dentro de la lista de retos que presenta el autor, no se menciona de manera explícita **la reducción de las fuentes de vulnerabilidad y volatilidad de la economía costarricense**. Estudios recientes han identificado esos factores, relacionados con la fragilidad de las finanzas públicas y del sector financiero, así como la sostenibilidad del sector externo en un contexto internacional de globalización y apertura.<sup>2</sup> Dentro de estos aspectos destacan temas puntuales, como el manejo de la política cambiaria, el manejo de la política monetaria, la dolarización del sistema financiero, entre otros. Si bien se reconoce que el país cuenta con un esquema de supervisión y regulación financiera sólido y moderno, también es cierto que las instituciones financieras son muy sensibles a rumores de quiebras, intervenciones del regulador y problemas de solvencia.

La excesiva dolarización del sistema bancario nacional es fuente de preocupación para el Banco Central de Costa Rica, la Superintendencia General de Entidades Financieras y los organismos financieros internacionales. El otorgamiento de créditos a deudores no generadores de moneda extranjera origina un descalce de monedas que restringe los grados de libertad en el manejo de la política cambiaria. La confianza y tranquilidad que genera el sistema cambiario de tipo *crowling peg*, en vigencia desde mediados de 1984, conlleva al mismo tiempo una inercia inflacionaria difícil de romper. “Desdolarizar” el sistema financiero, introducir mayor flexibilidad cambiaria o incluso una dolarización plena son opciones que pudieran intentarse para reducir las fuentes de fragilidad. Sin embargo, la puesta en marcha de medidas de esta naturaleza no se vislumbra en el corto plazo. Todas pasan, de una forma u otra, por la solución al problema fiscal.

Otro tema que genera preocupación es la volatilidad y vulnerabilidad del sector externo. Al igual que el resto de las economías centroamericanas, Costa Rica sufre las consecuencias de movimientos abruptos en

---

2. Véase López, Grettel y Reinaldo Herrera, editores (2005). *Volatilidad y vulnerabilidad: El caso de Costa Rica, veinte años (1984-2004) sin crisis*. San José: Academia de Centroamérica.

el precio de materias primas básicas, como los combustibles, el acero, las resinas, etcétera. Asimismo, sectores económicos importantes para el país, como el turismo y las exportaciones, son muy sensibles a los vaivenes de la economía mundial, principalmente la de Estados Unidos. Por otra parte, los movimientos de las tasas de interés internacionales impactan el rendimiento de los títulos que se transan en el mercado financiero interno.

Un desafío que debiera estar en la agenda de mediano y largo plazo es la consolidación de las reformas estructurales. Luego de ser el líder de las reformas estructurales en Centroamérica, Costa Rica pasó a ser un reformador lento. Los intentos que se han hecho por introducir reformas fiscales y financieras, así como esquemas nuevos para el financiamiento de la infraestructura pública y el desmantelamiento de trabas burocráticas que afectan el clima de inversión, han topado con numerosos obstáculos.

Durante el 2004 el país no fue capaz de tomar decisiones firmes para resolver los problemas. La reforma fiscal no fue aprobada por el Congreso, luego de dos años de discusión; el Tratado de Libre Comercio entre República Dominicana, Centroamérica y los Estados Unidos (CAFTA, por sus siglas en inglés) no llegó siquiera a ser enviado por el Poder Ejecutivo a la Asamblea Legislativa; persisten los problemas en la concesión de obras públicas al sector privado (por ejemplo, en la construcción de carreteras y la administración del aeropuerto Juan Santamaría).

Un aspecto positivo de la economía costarricense en el 2004 fue, como bien señala el autor, el dinamismo mostrado por las exportaciones de bienes y servicios. Sin embargo, cabe preguntarse cuál ha sido su contribución en la generación de empleo. La evolución del coeficiente de Gini sugiere que la desigualdad en la distribución del ingreso estaría disminuyendo, lo cual, empero, no resulta muy evidente a la luz de otros indicadores. El porcentaje de hogares pobres aumentó en el 2004 y se mantienen grandes disparidades regionales con respecto a los niveles de bienestar. Por otra parte, la economía generó 13.500 nuevos puestos de trabajo en el 2004, resultado no muy satisfactorio si se compara con una cifra de entre 50 y 55 mil empleos, que son necesarios para mantener una tasa de desempleo cercana al “pleno empleo” y disminuir a menos de un quinto la proporción de hogares que continúan persistentemente en con-

diciones de pobreza. Asimismo, cabe estudiar con detalle la incidencia de elevados índices de subempleo visible e invisible.

La estabilidad económica, medida por el índice de inflación, merece particular atención. En el 2004 la tasa de inflación, medida por el Índice de Precios al Consumidor (IPC), fue de 13,1 por ciento (9,9 por ciento en el 2003). Las continuas alzas en el precio de los combustibles y su efecto multiplicador en el transporte, así como problemas de oferta en algunos productos agrícolas, aparecen como las principales causas de esa mayor inflación. Llama la atención, por otra parte, el aumento en el Índice Subyacente de Inflación (ISI), esto es, aquel que refleja la presión inflacionaria una vez excluidos los bienes y servicios que son afectados por factores estacionales de corto plazo, como los combustibles y los productos de origen agropecuario. Los factores explicativos del aumento del ISI de 8,9 por ciento en el 2003 a 11 por ciento en el 2004 deben ser analizados cuidadosamente. La medición del ISI lo que pretende es capturar la tendencia de largo plazo que subyace al IPC, la cual puede ser directamente afectada por la política económica, particularmente la política monetaria.

Si se excluyen los factores estacionales de la medición del IPC, ¿qué es entonces lo que provoca que el país mantenga una tendencia inflacionaria de largo plazo alrededor del 10 por ciento? Rezagos originados en una expansión monetaria parcialmente neutralizada, las pérdidas del Banco Central de Costa Rica y la inercia causada por el sistema de minidevaluaciones (*crowling peg*) son candidatos para un análisis profundo a fin de determinar en qué medida pudieran explicar la naturaleza estructural de la inflación en Costa Rica, lo que algunos autores han denominado "*bed rock inflation*".

La pregunta de fondo que cabe plantear es si vale la pena el desgaste que significa reducir la tasa de inflación a un dígito (dada la persistencia que ha mostrado y la dificultad para erradicar los aspectos estructurales de la misma), sin desmerecer el mérito que significaría lograrlo, o aprender a vivir con inflaciones de entre 10 por ciento y 15 por ciento, que permitan mayores grados de libertad para buscar tasas de crecimiento real más elevadas. Para la autoridad monetaria esta pregunta es crucial, en el contexto de una política monetaria con poco margen de ac-

ción como sucede en la actualidad, la persistencia de un desequilibrio fiscal que condiciona la definición de la política cambiaria, y un entorno político-institucional reacio a permitir las reformas estructurales que necesita el país.

Con respecto al problema fiscal, la tendencia ha sido financiar el déficit más que reducirlo. Como planteó el profesor Arnold Harberger en 1990, Costa Rica ha tenido una extraordinaria capacidad de “parquear” el déficit fiscal sin que se le convierta en el detonante de una crisis económica. Endeudamiento externo vía emisión de bonos o préstamos con bancos y organismos internacionales, donaciones, renegociación de deuda pública externa, emisión monetaria y contención del gasto en inversión han sido algunos mecanismos usados. El año 2004 no fue la excepción. Pero, ¿es sostenible esa política sin aumentar los ingresos? Difícilmente, si se toma en cuenta la tendencia actual de las tasas de interés internacionales y las crecientes demandas internas por servicios públicos, vinculadas con aspectos sociales y de competitividad. Los “parqueos” son cada vez más escasos, de ahí que urgen medidas creativas y novedosas para reducir, no solo financiar, el déficit fiscal. Reformas tributarias sostenibles y mayor eficiencia en el gasto público son pilares fundamentales en este proceso.

El autor llama a la reflexión en cuanto a considerar la opción de no entrar al CAFTA. Renunciar al tratado no significa, simplemente, que Costa Rica va a conservar el *status quo*. El CAFTA es un instrumento valioso para el comercio internacional de Costa Rica, es una ventana de oportunidades, no la “llave mágica” para resolver todos los problemas. Pero además, CAFTA provee los incentivos para que el país lleve a cabo las reformas necesarias que requiere para elevar la competitividad, en temas como eficiencia del sistema financiero, costos de transporte, tramitología, infraestructura, todo en la ruta de lograr un mayor bienestar para todos los costarricenses.

En resumen, el trabajo presentado por Ronulfo Jiménez representa un buen diagnóstico de la situación económica del país, identifica áreas críticas para llevar a cabo un plan de acción que trate de resolver temas esenciales, como crecimiento, pobreza, estabilidad económica y competitividad. Sin bien el país ha logrado sobrevivir por veinte años sin cri-

sis, con medidas parciales y lentos procesos de reforma, el entorno actual presenta una dinámica más agresiva y compleja, que puede acorralar al país en un callejón sin salida si no se llevan a cabo acciones correctivas de corto y mediano plazo. Mantener el *status quo* por otros veinte años, sin que sobrevenga una crisis, es altamente improbable.

SEGUNDA PARTE

**VOLATILIDAD  
Y VULNERABILIDAD  
DEL SISTEMA  
FINANCIERO  
COSTARRICENSE  
ANTE SITUACIONES  
DE CRISIS**



## 2. INTRODUCCIÓN: EL BANCO CENTRAL Y EL DESARROLLO ECONÓMICO

EDUARDO LIZANO F.

En el pasado, la mayoría de las crisis económicas de alcance nacional se originaban en políticas equivocadas del Banco Central. Así, se incurría en un exceso de emisión monetaria o concedía demasiado crédito al sector privado o al público, o bien adoptaba un régimen cambiario inadecuado. Estas políticas generaban, de una parte, una demanda interna incompatible con el nivel de la producción nacional, el monto disponible de reservas monetarias internacionales y la capacidad de endeudamiento externo. De otra parte, tales medidas socavaban la credibilidad del Banco Central y erosionaban la confianza de los agentes económicos. En esta situación, la crisis de balanza de pagos, así como severas devaluaciones monetarias y altos índices de inflación, no se hacían esperar.

En la actualidad, sin embargo, la situación ha cambiado de manera significativa. Con frecuencia las crisis se originan no en políticas del Banco Central, sino, más bien, en el sistema financiero. De hecho, comienzan debido al descalabro de algún intermediario financiero (banco, puesto de bolsa, fondo de inversión o de pensiones, entre otros), el cual contagia al resto del sistema. Así, un problema que en su origen se limitaba a una entidad específica (micro) se transformaba en un problema generalizado (macro), que abarcaba a todo el sector financiero y luego se generalizaba a toda la economía. De ahí la gran importancia que la estabilidad del sistema financiero tiene para el Banco Central. La estabilidad macro necesita, simultáneamente, de una política adecuada

del Banco Central y de un sistema financiero sano, sólo así podrán alcanzar sus objetivos básicos.

No toda quiebra de un intermediario financiero provoca una crisis generalizada de la economía. Cuando se conoce de antemano la situación precaria de un intermediario financiero, entonces el mercado descuenta ese acontecimiento anticipadamente. Más bien, cuando llega a concretarse el hecho, el resto del sector financiero puede funcionar con menor incertidumbre. Pero cuando se trata de un intermediario financiero relativamente importante y el descalabro es sorpresivo, entonces surge la posibilidad del contagio y de una crisis.

El año pasado hubo dos acontecimientos analizados seguidamente: la crisis de los fondos de inversión y la "corrida" en contra del BAC San José. Ambos atentaron contra la estabilidad del sistema financiero costarricense. Sin embargo, se logró mantenerlos circunscritos, se evitó el contagio y la crisis no ocurrió. En los dos casos, el Banco Central de Costa Rica (BCCR) consideró necesario intervenir. En uno, aumentó la liquidez del sistema (recompró sus propios bonos), y en el otro utilizó su persuasión moral. Y el BCCR hizo bien. Lo menos que el Banco Central quiere son problemas del sistema financiero que vengán a complicarle sus políticas y la situación económica general del país.

El BCCR tiene especial interés en la estabilidad general del sector financiero para crear un entorno macroeconómico que permita a los agentes económicos tomar sus decisiones con mayor certeza y, de esa manera, promover el desarrollo económico del país. En otras palabras, al BCCR no le interesa la estabilidad macroeconómica como un fin en sí misma, sino como un medio para facilitar el crecimiento económico. Pero el BCCR no podría centrar su atención solo en la estabilidad macroeconómica del país y desentender otros tópicos relacionados también con el crecimiento económico. De hecho, el artículo 2 de su ley orgánica lo obliga a promover no solo la estabilidad macroeconómica, sino también el desarrollo económico del país.

Es importante aclarar este punto. Hubo una época, ya ida por suerte, cuando se creía que el BCCR debía promover el desarrollo económico del país mediante acciones tales como las siguientes:

- El establecimiento de topes de cartera por actividad económica y por banco;
- la fijación de tasas de interés activas y pasivas para cada actividad económica;
- la práctica de tipos de cambio múltiples;
- la autorización previa para la apertura de cada sucursal o agencia bancaria;
- los programas de asistencia técnica para diversas actividades productivas, como la fruticultura, la ganadería vacuna, los granos básicos, entre otras.

Todo esto hoy forma parte de la historia, del folclor del país. No se trata de resucitar cadáveres. ¡Dios nos libre de la tentación! Este tipo de medidas, en vez de promover el desarrollo económico del país, lo obstaculizan.

Cuando hoy se hace referencia al interés del BCCR en el crecimiento económico, se tiene en mente otros temas, como los siguientes:

### **1. El Sistema Interbancario de Negociación y Pagos Electrónicos (SINPE)**

Desarrollar y mejorar este sistema es imprescindible para facilitar las transacciones monetarias del público y de los intermediarios financieros; debe ser un mecanismo seguro, rápido y de bajo costo.

Entre las carencias que tiene el país en esta área, sobresale la falta de un sistema de anotación en cuenta y un mercado monetario de muy corto plazo (24 horas). El BCCR tiene interés en reducir el costo de las transacciones financieras. Esto mejora la productividad del sistema financiero. Por consiguiente, abarata los costos de producción de todos los sectores de la economía. Así, se favorece el crecimiento económico del país.

### **2. El régimen cambiario**

El BCCR considera que el tipo de cambio no debe representar ni un impuesto ni un subsidio para los exportadores y los importadores.

Su efecto debe ser neutro y reflejar la evolución de los costos de producción en el país y en el extranjero. De esta manera, se mejora la posición competitiva de las exportaciones y de las importaciones y, por ende, se favorece el desarrollo económico del país.

### 3. La apertura de la cuenta de capital

La apertura de la cuenta de capital, a partir de 1992, fue una decisión del BCCR cuyo propósito fue más el crecimiento económico, que la estabilidad del colón. En efecto, esta medida presentaba riesgos importantes para la estabilidad macroeconómica, tal como ha acontecido en otros países. Sin embargo, en Costa Rica no ha sido ese el caso. La adopción de esta medida, hace 12 años, no ha ocasionado crisis alguna al país.

Se trata de un hecho de gran trascendencia para el desarrollo económico del país, por razones bien conocidas:

- Los ahorrantes costarricenses pueden ahorrar en el extranjero y tener en su cartera de activos títulos públicos y privados emitidos en otros países. Por su parte, los demandantes de crédito, en especial los productores, pueden incluir en su cartera de pasivos créditos obtenidos en el extranjero. Lo anterior obliga a los intermediarios financieros locales a competir con los del extranjero en operaciones activas y pasivas. La mayor competencia mejora las condiciones (tasa de interés, plazo, garantías, comisiones) de las transacciones financieras. Al respecto, compárense los márgenes de intermediación financiera de las transacciones en dólares (en donde sí hay competencia) con los de las operaciones en colones (en donde falta competencia).
- Se promueve la inversión extranjera directa (IED). De hecho, los capitales extranjeros entran a un país cuando pueden salir libremente de él. Y esto es precisamente lo que permite la apertura de la cuenta de capital. La apertura de la cuenta de capital facilita, a no dudarlo, el crecimiento económico del país.

### 4. La supervisión del sistema financiero

Sobre este tema, el BCCR tiene dos objetivos. De una parte, le interesa sobremanera la estabilidad del sistema financiero. Pero, igual-

mente, se afana por el crecimiento de este sector de la economía nacional. Es decir, por su productividad, su rentabilidad, su competitividad. El crecimiento económico de los diferentes sectores del país no sería posible sin un sector financiero altamente competitivo. Debe ser ese, por lo tanto, un sector capaz de:

- Competir con los intermediarios financieros del exterior,
- obtener una rentabilidad adecuada para atraer a los inversionistas; de no ser este el caso, los inversionistas emigrarían hacia otros sectores de la economía,
- generar, de manera permanente, innovaciones y asumir los riesgos consiguientes, sin ellas no hay manera de aumentar la productividad y ofrecer nuevos servicios a los agentes económicos.

En síntesis, el sector financiero nacional debe competir, debe innovar, debe asumir riesgos. Lograr el debido equilibrio entre la estabilidad y el crecimiento del sector financiero no es tarea fácil. Siempre será una tarea por completarse. Nuevos conocimientos, nuevas experiencias, nuevas circunstancias aparecen y obligan, consiguientemente, a tomar nuevas medidas para mantener el debido equilibrio. Es inevitable que algunas veces la balanza se incline hacia la estabilidad en desmedro del crecimiento económico. En otras oportunidades, la balanza se inclina a favor del crecimiento económico, prestando menos atención a la estabilidad. Este problema no puede resolverse mediante la aprobación de leyes o la promulgación de reglamentos, porque en última instancia depende de la visión y conducta de seres humanos.

Sin duda, el BCCR tiene un interés primordial en mantener el equilibrio entre la estabilidad y el crecimiento del sistema financiero. El BCCR actúa para ello en varios campos; quizás el más visible sea su participación activa en el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero (CONASSIF), precisamente para auscultar cuando ese equilibrio no se da e intervenir para restablecerlo.

Es bien conocido el círculo vicioso que se forma cuando se desea supervisar de manera inadecuada al sector financiero. Se asemeja a una bola de plastilina que se aprieta en la palma de la mano: cuanto más se

aprieta, más plasticina se sale por entre los dedos, de manera que cada vez se controla una menor cantidad. Así, se recurre a nuevas leyes y nuevos reglamentos con dos propósitos: primero, impedir a los agentes nacionales trasladar sus recursos financieros fuera del país y, segundo, evitar que recursos financieros del mercado formal se desplacen al mercado informal. Pero como esto no se logra, entonces se procede a promulgar nuevas leyes y aprobar nuevos reglamentos. Pero “apretar” más tan solo exacerba el proceso. El resultado es bien conocido: se encarecen los costos de intermediación financiera en el país, se ahuyenta al capital del sector financiero (inversionistas prefieren invertir en otros sectores de la economía nacional), se reduce la vitalidad (poco crecimiento, poca innovación, poca competitividad) del sector financiero nacional y aumenta la participación de intermediarios financieros del extranjero en el mercado financiero nacional.

En conclusión, si el BCCR hubiera limitado su acción tan solo a la búsqueda de la estabilidad macroeconómica, entonces no hubiera actuado en estos cuatro campos y no hubiera promovido el crecimiento económico del país.

La estabilidad monetaria es el principal objetivo del BCCR y debe continuar así, pero ello no significa que su tarea deba detenerse ahí. El desarrollo económico del país también le concierne y le compete.

# 3. CRISIS DE LIQUIDEZ: EL CASO DE LAS CARTERAS DE INVERSIÓN COLECTIVA\*

JOSÉ RAFAEL BRENES V.

## INTRODUCCIÓN

Este documento presenta una evaluación de la reciente crisis de liquidez acontecida en la industria de fondos mutuos, durante la cual los fondos de inversión tuvieron pérdidas, que por moneda fueron mayores en aquellos denominados en dólares que en los denominados en colones y, según el horizonte de inversión, se concentraron en los fondos de crecimiento e ingreso.

Para el conjunto de fondos de inversión en dólares, las pérdidas en promedio ascendieron al 3 por ciento de sus activos, aunque debe decirse que algunos perdieron hasta un 7 por ciento; dichas pérdidas se repartieron desigualmente entre los inversionistas, en la medida en que sus fechas de ingreso y de salida fueron muy diferentes. En menos de seis semanas, las salidas de inversionistas redujeron sus activos de casi US\$ 2.900 millones a poco más de US\$ 1.500 millones.

La **sección 3.1** discute la evolución de la industria en los meses anteriores a la crisis. La **sección 3.2** discute el comportamiento de la industria de fondos de inversión en el curso de la crisis. El cambio de tendencia en las tasas de interés en los Estados Unidos produjo caídas en los precios de la deuda en todo el mundo, que fueron mucho más marcadas en el caso de la deuda de los países emergentes. En Costa Rica, el ajuste de los precios

---

\* El autor desea expresar su agradecimiento a Adolfo Rodríguez, Exsuperintendente de Valores por los aportes realizados a este documento; así como a los funcionarios de la SUGEVAL, por su apoyo en la recopilación de la información estadística para este trabajo.

se inició en la parte corta de la curva, donde los títulos estaban relativamente más sobrevalorados, y se generalizó al resto de la curva unas semanas más tarde. El proceso de ajuste de los precios fue lento y volátil, en parte por la escasa profundidad del mercado, en parte por deficiencias en la forma en que está organizado, su infraestructura y su funcionamiento. La particularidad del ajuste de precios en Costa Rica, sin embargo, radica en que estuvo acompañado por una salida masiva de inversionistas que agravó la tensión existente en los mercados y magnificó el ajuste.

En la **sección 3.3**, finalmente, se presentan las conclusiones y lo que consideramos son acciones de política para hacer más difícil que situaciones como la acontecida durante esta crisis vuelvan a presentarse.

### 3.1 ANTECEDENTES DE LA CRISIS DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN

En el transcurso del 2002 y el 2003 hubo una serie de circunstancias, tanto internas como externas, que se conjugaron para precipitar la crisis en el primer trimestre del 2004. Entre las primeras se distingue la evolución de los mercados internacionales, en los cuales las tasas de interés alcanzaron el nivel más bajo de las últimas décadas. Esto se vio acompañado de una exportación neta de capitales que presionó hacia la baja los *spread* de la deuda de los países emergentes, que llegaron a niveles históricamente bajos. Entre las circunstancias internas cabe destacar el crecimiento de los fondos de inversión, que generó una gran demanda por papel, y la política de emisión del Ministerio de Hacienda y el Banco Central, que redujo las alternativas de inversión a corto y mediano plazo, y tuvo efectos sobre el riesgo de interés del mercado. Ambos fenómenos dieron lugar a una evolución anormal de los precios, particularmente en la parte corta de la curva. Como resultado de ello aumentó de manera extraordinaria la rentabilidad de los fondos de inversión, que fueron comercializados masivamente entre inversionistas poco familiarizados con la figura de fondos de inversión y los riesgos asociados.

#### **Evolución de mercados internacionales antes de la crisis**

La evolución de la economía norteamericana entre el 2002 y el 2003 provocó que el Banco de la Reserva Federal redujera las tasas de interés a los niveles más bajos en varias décadas. Este comportamiento provocó



un aumento generalizado en los precios de los valores emitidos en dólares, que fue acrecentado por la reacción que mostraron los operadores a nivel global, ante dicha coyuntura (Gráfico 3.1).



Al inicio del período en que se dieron las caídas en las tasas de interés, aumentó la demanda por valores de deuda fija, en especial de largo plazo, por cuanto era de esperar que la caída en las tasas de interés provocara aumentos en el precio de los valores de renta fija (tanto mayores cuanto mayor fuera la duración de los valores) y, por consiguiente, ganancias de capital. Por otra parte, la expectativa de incremento en los precios de los bonos generó un incentivo para especular a través de la realización de operaciones apalancadas (*carry trades*), en las cuales los inversionistas adquieren valores de largo plazo financiándose con recursos de corto plazo para generar un margen adicional por los diferenciales en las tasas de interés y el aumento en los precios.

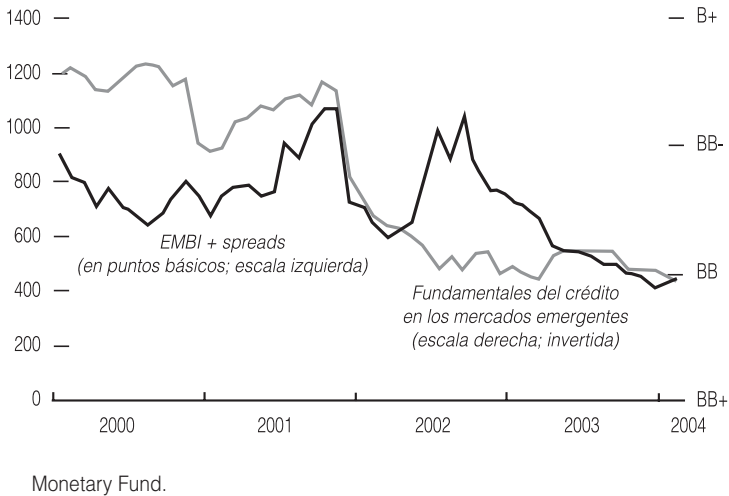
Aunque esto se observó de manera generalizada en todos los mercados de bonos, su intensidad varió según las condiciones propias de cada uno y del atractivo que pudieran mostrar sus emisiones para los gesto-

res internacionales de cartera. En abril del año 2004 el Fondo Monetario Internacional (FMI) incluyó en su *Global Financial Stability Report* los resultados de un estudio sobre el efecto que la evolución de los mercados financieros internacionales había tenido en el precio de los valores de los mercados emergentes, usando como *benchmark* los fundamentos de sus economías y el nivel histórico de sus *spread* sobre los bonos del Tesoro estadounidense. Este reporte incluía gráficos que mostraban la tendencia a la baja en los *spread* sobre los bonos (Gráfico 3.2) y estimaciones sobre la cantidad de puntos base en *spread*<sup>1</sup> que teóricamente se ajustaría la curva de rendimientos de cada uno de los países para eliminar el efecto que el exceso de demanda había tenido en los rendimientos de los títulos (Gráfico 3.3).

**GRÁFICO 3.2**

**EMBI+ BOND SPREADS Y LOS FUNDAMENTALES DEL CRÉDITO EN LOS MERCADOS EMERGENTES**

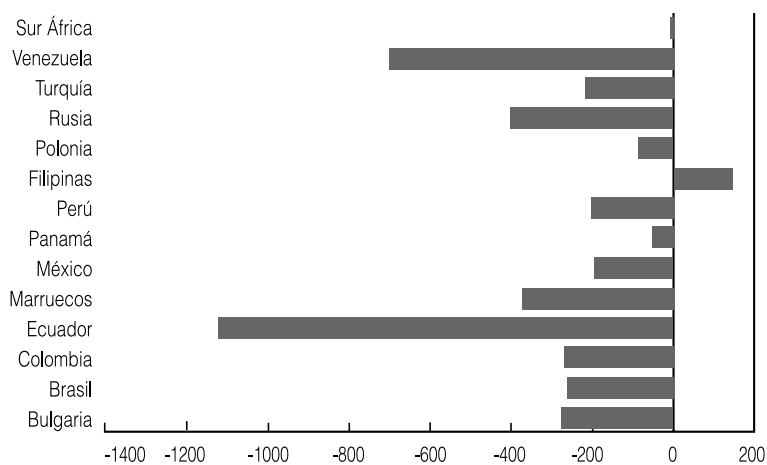
FUENTE: Tomado de IMF (2004), *Global Financial Stability Report*. Washington: International



1. El *spread* es la diferencia entre la rentabilidad de un bono específico y la de un bono del Tesoro de los Estados Unidos con las mismas condiciones de plazo. Es una medida que se aproxima a la prima por riesgo que se exige sobre ese instrumento.

GRÁFICO 3.3

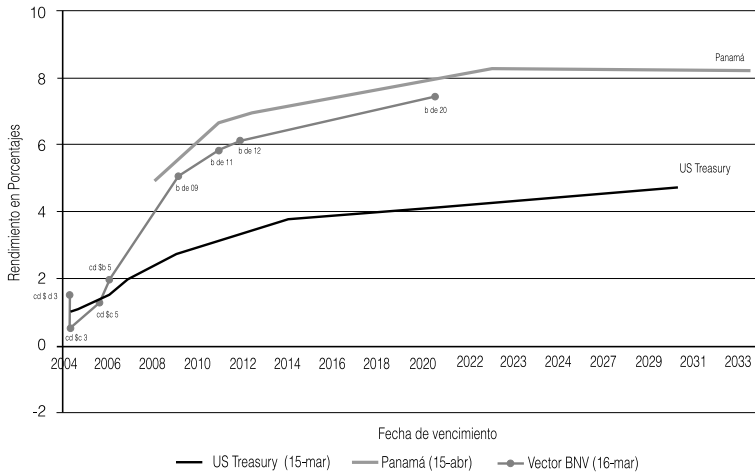
## DESVIACIONES DE LOS SPREADS ACTUALES RESPECTO DE LOS SPREADS ACORDES CON LAS CALIFICACIONES DE RIESGO

(En puntos base, los *spreads* actuales corresponde al 3 de febrero del 2004)

FUENTE: Tomado de IMF (2004), *Global Financial Stability Report*. Washington: International Monetary Fund.

En el caso de Panamá, según el reporte, la desviación en el *spread* sobre el rendimiento de los títulos del Tesoro estadounidense era cercana a los 50 puntos base. Dada la similitud entre Costa Rica y Panamá en el comportamiento de los rendimientos y de la calificación de riesgo, era de esperar que Costa Rica tuviera una desviación semejante. Sin embargo, los datos observados en ambos mercados antes de la crisis mostraban que la curva de rendimientos en dólares en Costa Rica era menor que la de Panamá en cerca de 80 puntos base en las partes media y larga de la curva (Gráfico 3.4). Por lo tanto, con base en la información publicada por el FMI, la desviación en el *spread* sobre el rendimiento del Tesoro en el caso de la deuda costarricense podía haber estado cercana a los 130 puntos base con respecto a lo que podría considerarse el *spread* normal. La diferencia de 80 puntos base en el *spread* sobre el rendimiento del Tesoro entre Panamá y Costa Rica podría interpretarse como resultado de las condiciones propias del mercado interno costarricense, que se discuten más adelante, en tanto que los 50 puntos base de desviación del *spread* de Panamá con respecto a las condiciones históricas se podría interpretar como el resultado de las condiciones de liquidez imperantes en los mercados internacionales.

**GRÁFICO 3.4**  
**EVOLUCIÓN DE LA CURVA SOBERANA**  
 (Rendimiento / plazo al vencimiento)



FUENTE: Bloomberg y Bolsa Nacional de Valores.

## Evolución del mercado local antes de la crisis

### *El crecimiento de los fondos de inversión*

El comportamiento observado en los precios de los bonos generó rendimientos muy atractivos para las carteras de inversión colectiva. Gracias a la publicidad de esa rentabilidad, el crecimiento de los volúmenes administrados mediante estas figuras aumentó considerablemente. Durante el año 2003, el saldo de la inversión colectiva mostró un crecimiento del 65 por ciento con respecto al 2002, con lo cual superó los US\$ 4.000 millones (63 por ciento del pasivo total de los bancos comerciales). La principal parte de este incremento se dio entre los fondos de inversión de crecimiento e ingreso en dólares (Cuadro 3.1).

El crecimiento de los fondos de inversión en dólares de largo plazo se dio principalmente en los primeros tres trimestres del 2003. Para una oferta dada de títulos en dólares de largo plazo, este crecimiento conllevó un aumento en la demanda por dichos instrumentos, que pudo haber contribuido a ejercer presión (al alza) sobre los precios de estos títu-

los. En la siguiente sección se discute el comportamiento de la oferta de títulos en dólares.

**CUADRO 3.1**

ACTIVOS ADMINISTRADOS POR LOS FONDOS DE INVERSIÓN EN COSTA RICA  
(Diciembre 2002 - diciembre 2003, millones de colones)

FONDOS DE INVERSIÓN	PERÍODO					VARIACIÓN
	DIC-02	MAR-03	JUN-03	SET-03	DIC-03	DIC-02/DIC-03
Mercado de dinero	63.687	84.642	81.585	91.852	85.631	34%
Corto plazo	33.977	31.333	73.971	96.306	88.960	1,62 veces
Ingreso	174.792	174.965	207.789	253.792	278.086	59%
Crecimiento	393.874	457.898	516.007	638.419	651.085	65%
Accionario	2.204	2.222	2.116	1.953	1.839	-17%
Inmobiliario	58.743	62.271	75.878	84.361	94.546	61%
Titularización hipotec.	3.408	3.531	3.632	3.728	3.793	11%
<b>Total General</b>	<b>730.686</b>	<b>816.862</b>	<b>960.978</b>	<b>1.170.411</b>	<b>1.203.940</b>	<b>65%</b>
Dólares	497.349	575.724	705.847	851.276	901.307	81%
Colones	233.336	241.138	255.131	319.134	302.633	30%

FUENTE: Superintendencia General de Valores (SUGEVAL).

### *La emisión de deuda pública*

Como parte de una estrategia para reducir el costo del *stock* de deuda, el Ministerio de Hacienda había venido implementando algunos cambios en la política de emisión. Estos cambios consistieron en incrementar la proporción de endeudamiento en dólares, continuar con su programa de endeudamiento externo y alargar los plazos de las emisiones a tasa fija. Esta estrategia tuvo como consecuencia que se transfiriera gran parte del riesgo de interés al mercado, sin que en él hubiese instrumentos o condiciones adecuadas para la gestión de este riesgo. Por otra parte, se acentuó un desequilibrio entre la oferta y la demanda en algunos segmentos de la curva, particularmente en el corto plazo.

Durante el primer semestre del año 2003, el Ministerio de Hacienda realizó una colocación de bonos en los euromercados que disminuyó sus

necesidades de captación en el mercado local. A partir de ese momento, los requerimientos de fondeo interno comenzaron a cubrirse principalmente mediante la colocación de valores de mediano y largo plazo en colones. Con este cambio disminuyó de manera significativa la oferta de valores de corto plazo en colones, así como de valores en dólares, y se trasladó al mercado gran parte del riesgo de variación en las tasas de interés.

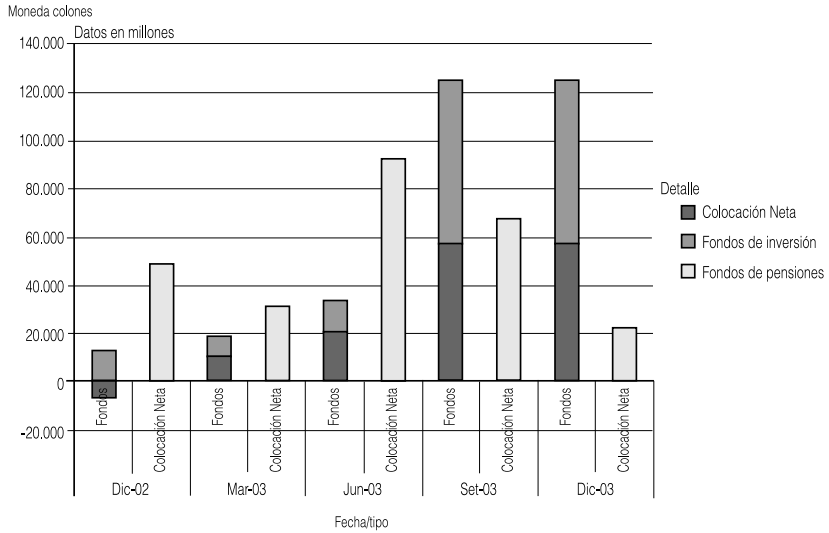
El Cuadro 3.2 muestra los saldos de la deuda interna emitida por el Banco Central y el Ministerio de Hacienda. Puede observarse cómo la oferta de corto plazo en colones había venido disminuyendo.

**CUADRO 3.2**  
**BANCO CENTRAL DE COSTA RICA Y MINISTERIO DE HACIENDA:**  
**SALDOS DE CAPTACIÓN POR TIPO DE INSTRUMENTO**  
 (Saldo en millones de colones)

INSTRUMENTOS	DICIEMBRE 2001	DICIEMBRE 2002	DICIEMBRE 2003
TP dólares ajustable	92.369,5	82.688,5	67.893,5
CDP dólares	310.328,8	364.025,6	465.793,5
<b>Total dólares mediano plazo</b>	<b>402.698,3</b>	<b>446.714,1</b>	<b>533.687,0</b>
TP dólares fijo	98.093,3	215.647,9	281.647,2
DOLEC ajustable	3,4	3,8	4,2
<b>Total dólares largo plazo</b>	<b>98.096,7</b>	<b>215.651,7</b>	<b>281.678,4</b>
TP cero cupón	277.294,1	441.214,9	288.789,9
BEM cero cupón	154.023,1	294.498,6	280.907,8
Inversiones corto plazo	37.786,1	36.305,1	38.828,0
<b>Total colones corto plazo</b>	<b>469.103,3</b>	<b>772.018,6</b>	<b>608.525,7</b>
TUDES	397.670,3	370.263,0	427.901,1
TP interés fijo colones	41.887,1	50.666,4	304.182,0
BEM tasa fija seriado	6.956,0	6.956,0	114.167,0
<b>Total colones mediano plazo</b>	<b>446.513,3</b>	<b>427.855,4</b>	<b>846.250,1</b>
Tasa básica	562.421,2	538.615,7	483.313,4
<b>Total colones largo plazo</b>	<b>562.421,2</b>	<b>538.615,7</b>	<b>483.313,4</b>

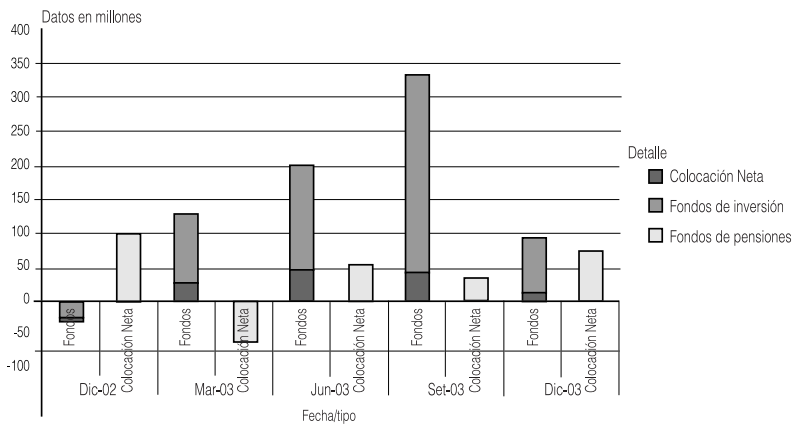
FUENTE: Banco Central de Costa Rica.

**GRÁFICO 3.5**  
**SALDO DE INVERSIÓN EN CARTERAS MANCOMUNADAS**  
**Y COLOCACIÓN NETA DE DEUDA PÚBLICA EN COLONES**  
 (Millones de colones)



FUENTE: SUGEVAL.

**GRÁFICO 3.6**  
**SALDO DE INVERSIÓN EN CARTERAS MANCOMUNADAS**  
**Y COLOCACIÓN NETA DE DEUDA PÚBLICA EN DÓLARES**  
 (Millones de dólares)



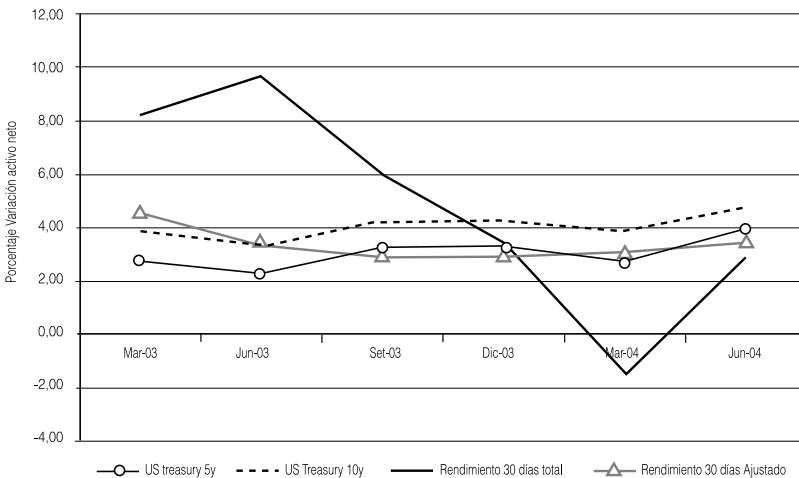
FUENTE: SUGEVAL.

Los Gráficos 3.5 y 3.6 muestran la variación del saldo de la inversión colectiva por trimestre del año 2003, en comparación con las colocaciones netas de deuda pública, lo cual ilustra claramente esta escasez relativa de títulos de deuda pública.

Como se observa en los gráficos anteriores, el crecimiento en los fondos de inversión y en los fondos de pensiones excedió considerablemente el crecimiento en la oferta de títulos en dólares del BCCR y del Ministerio de Hacienda en los tres primeros trimestres del 2003. Esto generó un exceso de demanda que contribuyó a un aumento en los precios de los títulos en dólares en estos trimestres. A su vez, este aumento en los precios significó ganancias de capital para los fondos, que elevaron los rendimientos reportados a sus inversionistas. El Gráfico 3.7 muestra el rendimiento a 30 días de los fondos de crecimiento, así como el rendimiento a 30 días de los cupones, sin tomar en cuenta el efecto de las ganancias de capital.

**GRÁFICO 3.7**

**FONDOS DE CRECIMIENTO EN DÓLARES: RENDIMIENTO A 30 DÍAS TOTAL Y RENDIMIENTO A 30 DÍAS AJUSTADO DE LOS CUPONES**  
(Porcentaje de variación trimestral del activo administrado)



FUENTE: SUGEVAL.



La diferencia entre ambas curvas da una idea del componente de las ganancias de capital dentro del rendimiento total de esta categoría de fondos. Según se puede apreciar, este componente fue particularmente alto en los dos primeros trimestres del 2003. En el tercer trimestre la importancia relativa fue menor y en el cuarto prácticamente desapareció. Las altas ganancias de capital observadas a inicios del 2003 coincidieron con el exceso de demanda por los títulos en dólares que ocurrió por esas fechas. También es posible ver cómo el aumento en las ganancias de capital pudo haber inducido a su vez a los inversionistas a colocar aún más recursos en los fondos de inversión, lo que habría exacerbado el exceso de demanda.

Con el objeto de dimensionar el efecto relativo de los factores internos y externos, en el Gráfico 3.7 también se presenta la evolución de los rendimientos de los títulos del Tesoro de los Estados Unidos a 5 y 10 años. Como se señaló en el la Sección 3.1 (en el apartado *Evolución de mercados internacionales antes de la crisis*), las condiciones imperantes en los mercados internacionales fueron un factor muy importante en la evolución de los precios de los títulos de la deuda externa costarricense. En particular, se aprecia que entre marzo y junio hubo un descenso en los rendimientos de los títulos del Tesoro a 5 y 10 años, lo cual significó un aumento en los precios de estos títulos de 2,4 por ciento y 4,2 por ciento respectivamente. Este aumento de precios se dio no solo en estos instrumentos en particular, sino en todos los títulos, tanto los emitidos en Estados Unidos como los emitidos por otros países. Incluso, en los mercados emergentes se dieron aumentos de precios mayores que los observados en los títulos del Tesoro, lo cual se reflejó en una disminución de los *spreads* sobre el rendimiento del Tesoro. Los precios de los títulos de deuda externa costarricense con plazos similares a los del Tesoro mencionados anteriormente, subieron en el mismo periodo 5,5 por ciento y 4,1 por ciento respectivamente. Ello indica que las condiciones internas explicarían, para el título con vencimiento de 5 años, poco más de la mitad del aumento en los precios entre marzo y junio, en tanto que para el título a 10 años las condiciones internas prácticamente no habrían tenido efecto.

## *La gestión de los operadores*

Cuando la tendencia hacia la baja de las tasas de interés parecía llegar a su fin, los tenedores de los valores reaccionaron racionalmente, tratando de reducir sus posiciones de largo plazo. Con ello buscaban realizar, en lo posible, las ganancias de capital y minimizar las pérdidas de capital que produciría el aumento en las tasas de interés.

En estas condiciones se dieron dos circunstancias con efectos convergentes en la demanda y oferta de papel de los gestores de carteras. Por un lado, existían grandes cantidades de liquidez en busca de alternativas de inversión, que eran resultado del crecimiento en los fondos de inversión y de pensiones. Por otro lado, existía en las carteras de los fondos un gran *stock* de valores con vencimiento a largo plazo que debían ser sustituidos por posiciones de corto plazo, menos sensibles a los ajustes en las tasas de interés. Esto hizo que los inversionistas institucionales dieran lugar a un exceso de oferta de valores de largo plazo y a un exceso de demanda por valores de corto plazo.

La asimetría existente entre las necesidades por papel estatal de corto plazo y una política de emisión que solo colocaba papel de mediano y largo plazo, creó condiciones que permitieron generar ganancias a través de la transformación de los plazos y las monedas y de la redistribución del riesgo de tasas de interés a través de operaciones de recompra.

En efecto, desde finales del 2002 se adquirieron gran parte de los valores de deuda pública emitidos a corto plazo, con financiamiento obtenido mediante operaciones de recompra. Sin embargo, una vez que se presentó el cambio en la política de emisión a inicios del 2003, los tenedores de esos títulos comenzaron a venderlos a las carteras mancomunadas y a sustituir los subyacentes de las recompras por valores en dólares de más largo plazo, comprados en parte a los mismos fondos. De esta manera se da un cambio en la distribución del riesgo de tasa de interés, donde los fondos acortaron sus posiciones y otros participantes en el mercado, mediante recompras, más bien alargaron su duración.

La reconfiguración de las posiciones apalancadas de los clientes con valores de más largo plazo emitidos en dólares, permitió a los puestos de bolsa ofrecer a las carteras colectivas una alternativa de inversión de

corto plazo en operaciones de recompra a corto plazo, con subyacentes de largo plazo, tanto en colones como en dólares. La necesidad imperante en los fondos de adquirir esta clase de operaciones redujo los niveles de rendimiento de manera significativa, sobre todo en colones (Cuadro 3.3).

**CUADRO 3.3**  
ESTRUCTURA DE RENDIMIENTOS DE CORTO PLAZO  
(Porcentajes)

TRIMESTRE	MERCADO DE LIQUIDEZ		RECOMPRA		PRIMARIO	
	COLONES	DÓLARES	COLONES	DÓLARES	COLONES	DÓLARES
I-2003	17,19	2,59	7,92	5,02	13,38	3,08
II-2003	10,39	1,61	7,36	3,31	12,40	2,41
III-2003	10,02	1,48	6,01	2,88	11,40	1,12
IV-2003	11,22	1,77	7,13	3,12	11,40	1,22
I-2004	10,77	1,41	7,23	3,08	11,68	1,36
II-2004	8,47	1,10	7,28	2,94	11,68	1,49

FUENTE: SUGEVAL.

El comportamiento de los gestores de las carteras de fondos ante el cambio de perspectivas sobre las tasas de interés, dada la política interna de emisión de deuda pública y su incipiente experiencia con otros instrumentos de deuda con grado de inversión, como las letras del Tesoro de Estados Unidos, resultó en una política de inversión caracterizada por: (a) un incremento en la cantidad de inversiones en recompras, (b) altos niveles de liquidez en sus carteras, y (c) la compra de la mayor cantidad posible de valores de deuda pública a corto plazo.

### 3.2. LA CRISIS DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN

El cambio de tendencia en las tasas de interés en los Estados Unidos produjo caídas en los precios de la deuda en todo el mundo, mucho más marcados en el caso de la deuda de los países emergentes. En Costa Rica el ajuste de los precios se inició en la parte corta de la curva, donde los títulos estaban relativamente más sobrevalorados, y se generalizó al

resto de la curva unas semanas más tarde. El proceso de ajuste de los precios comenzó después, en comparación con el de otros países como Estados Unidos y México, se prolongó más y fue más volátil, en parte por la escasa profundidad del mercado, en parte por deficiencias en la organización y funcionamiento de los mercados. La particularidad del ajuste de precios en Costa Rica, sin embargo, radicó en que estuvo acompañado por una salida masiva de inversionistas, lo que agravó la tensión existente en los mercados y magnificó el ajuste. Esta salida masiva puede explicarse por el hecho de que una parte importante de los inversionistas no estaba familiarizada con los fondos de inversión y los riesgos asociados a este tipo de instrumento, en particular con el de variación de precios o riesgo de mercado. Adicionalmente, había inversionistas corporativos que gestionaban su liquidez en fondos de largo plazo en lugar de fondos del mercado de dinero, lo cual aumentaba la volatilidad de ese tipo de carteras.

### **Comportamiento del mercado durante la crisis**

A finales del mes de febrero del 2004, se hicieron públicos algunos datos sobre los niveles de inflación y empleo en los Estados Unidos. Desde ese momento las expectativas de los operadores apuntaron hacia un alza inminente en las tasas de interés. A inicios del mes de marzo se realizó una reunión de la Reserva Federal de los Estados Unidos para hacer una revisión de las tasas tras la cual su Presidente, Alan Greenspan, salió a la prensa para mencionar que en ese momento no habría un aumento, pero reconocía que estaba ocurriendo una recuperación de la economía norteamericana, lo cual dejaba vaticinar que las tasas subirían en breve.

A partir de ese momento los mercados internacionales de valores comenzaron un proceso de ajuste. En relación con los instrumentos de renta fija, se observó un desplazamiento al alza de las curvas de rendimiento de los bonos del Tesoro de los Estados Unidos, en particular en la parte larga de la curva. Los gestores de las grandes carteras y los tenedores de las *carry trades* comenzaron un proceso de liquidación de sus tenencias de deuda de largo plazo. Con ello se puso en marcha, a

nivel internacional, una tendencia hacia la baja en los precios de la deuda emergente, que significó la recuperación de los *spread* a sus niveles históricos.

Los valores de deuda pública costarricense comenzaron el proceso de ajuste aproximadamente dos semanas después que los mercados internacionales. Durante la tercera semana de marzo se produjo una corrección en los precios de los bonos de menor plazo –que en ese momento mostraban un *spread* negativo– y eso generó que el ajuste fuera mayor. En vista de que ciertas carteras tenían una alta concentración de inversiones en estas emisiones y que el ajuste en precio fue significativo, durante el mes de marzo, por primera vez en la historia del país, un fondo de inversión reportó a sus clientes rendimientos negativos sobre sus inversiones. A partir de ese momento se iniciaron tres procesos: (1) un ajuste generalizado de precios a todo lo largo de la curva; (2) la salida masiva de inversionistas de los fondos de inversión y de pensiones voluntarias, que obligó a los gestores a liquidar un monto cercano al 50 por ciento de las participaciones en esta clase de productos; y por último, (3) se dio un proceso de liquidación de las posiciones de recompra que los clientes de los puestos de bolsa estaban financiando con recursos de los fondos de inversión.

El comportamiento observado en los precios de los valores durante este período respondió a la combinación de diversos factores que a continuación se mencionan en detalle.

### *El destino de los recursos retirados de los fondos*

Los dineros que los inversionistas retiraron de las carteras mancomunadas fueron depositados principalmente en el sistema bancario, de manera que la liquidez permaneció en el sistema financiero nacional. Como puede observarse en el Cuadro 3.4, entre marzo y mayo del 2003, los activos totales de los bancos comerciales aumentaron US\$ 993 millones como resultado de este traslado.

**CUADRO 3.4**  
**COSTA RICA: BALANCE RESUMIDO DE BANCOS COMERCIALES**  
 (Salidos en millones)

	MARZO 2004		ABRIL 2004		MAYO 2004		VARIAC. MAR-MAY	
	DÓLARES	COLONES	DÓLARES	COLONES	DÓLARES	COLONES	DÓLARES	COLONES
Activos externos	331	141.383	330	141.946	396	171.545	65	30.162
Reservas internas	670	555.784	943	693.319	1.127	809.749	457	253.965
Crédito (bruto)	2.950	2.366.793	3.230	2.493.563	3.404	2.674.595	454	307.801
Otros activos	479	579.273	427	569.305	496	626.767	17	47.494
<b>Total Activos</b>	<b>4.430</b>	<b>3.643.234</b>	<b>4.930</b>	<b>3.898.133</b>	<b>5.422</b>	<b>4.282.656</b>	<b>993</b>	<b>639.422</b>
Pasivos monetarios	0	445.529	0	440.287	0	516.442	0	70.913
Pasivos cuasimonetarios	2.971	2.085.332	3.451	2.349.990	3.961	2.667.253	990	581.921
Pasivos con el Gobierno	2	18.490	10	35.235	6	34.586	3	16.096
Pasivos externos	841	370.554	855	379.665	845	377.837	4	7.283
Otros pasivos	158	353.773	163	344.417	167	353.664	9	-109
Capital y reservas	0	412.021	0	397.222	0	391.649	0	-20.373
Flotante interbancario	-78	-42.465	-89	-48.683	-97	-58.773	-19	-16.308
<b>Total Pasivos + Patrimonio</b>	<b>3.894</b>	<b>3.643.234</b>	<b>4.390</b>	<b>3.898.133</b>	<b>4.881</b>	<b>4.282.656</b>	<b>987</b>	<b>639.422</b>

FUENTE: Banco Central de Costa Rica.

Si se comparan los saldos en las carteras mancomunadas y los depósitos bancarios (Cuadro 3.5) esta relación es todavía más clara. La disminución en los activos netos de las carteras mancomunadas se refleja de manera inmediata en los saldos de captación de los bancos. Cabe destacar que el comportamiento difiere por moneda, pues el aumento de la captación en dólares fue menor a la disminución de los fondos en esa moneda. En colones se presenta el fenómeno inverso, pues el aumento en la captación superó la disminución observada en los fondos en colones.

**CUADRO 3.5**  
**COSTA RICA: EVOLUCIÓN DE ACTIVOS NETOS DE LAS CARTERAS**  
**MANCOMUNADAS Y DEPÓSITOS BANCARIOS**  
 (Evolución en millones)

	ABRIL 2004		MAYO 2004		ACUMULADO MARZO - MAYO	
	DÓLARES	COLONES	DÓLARES	COLONES	DÓLARES	COLONES
Activos Netos de FI y FPP	-738,6	26.193,5	-690,4	-160.391,9	-1.429,0	-134.198,4
Captación total de bancos	480,4	43.130,4	509,7	161.903,0	990,1	205.033,4
Pasivos monetarios	0,0	-5.241,7	0,0	76.154,6	0,0	70.912,9
Cuenta corriente		-5.241,7		76.154,6	0,0	70.912,9
Pasivos cuasimonetarios	480,4	48.372,1	509,7	85.748,4	990,1	134.120,5
Cuenta corriente	170,8		86,6		257,4	0,0
Depósitos de ahorro	115,8	8.627,6	49,0	4.012,1	164,7	12.639,8
Depósitos a plazo	162,7	32.965,4	391,1	75.541,6	553,7	108.507,0
Otros cuasimonetarios	31,2	6.779,1	-16,9	6.194,6	14,3	12.973,7
Depósitos del Gobierno	8,0	13.295,7	-4,0	1.054,0	4,0	14.349,7
Pasivos externos	15,0	0,0	-11,0	0,0	4,0	0,0
Corto plazo	10,0		-26,0		-16,0	0,0
Largo plazo	5,0		15,0		20,0	0,0
Otros pasivos	-7,4	-12.447,8	-3,7	576,0	-11,1	-11.871,8

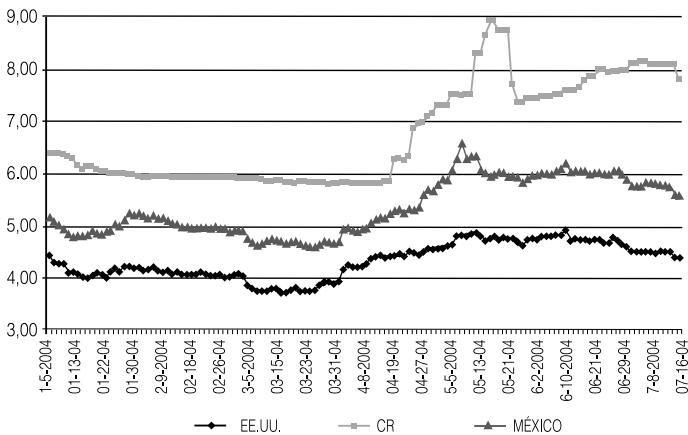
FUENTE: Banco Central de Costa Rica.

### *La eficiencia en el ajuste del mercado*

En mercados poco profundos y desarrollados como el de Costa Rica, hay dificultades para incorporar en los precios de los títulos valores la información disponible, de modo que los ajustes se realizan de forma tardía y a veces dan lugar a un movimiento de precios excesivo (sobreajuste).

Se observó que la mayoría de los bonos mostraron una caída en los precios que superaba las dimensiones esperadas del ajuste; posteriormente los precios de estos bonos experimentaron una recuperación. El Gráfico 3.8 compara el comportamiento del mercado costarricense con el de México y los Estados Unidos. Como puede verse, cuanto menos desarrollado es el mercado, más tardíos y sobredimensionados son los ajustes.

**GRÁFICO 3.8**  
COMPORTAMIENTO DE LOS RENDIMIENTOS  
A 10 AÑOS DE DISTINTOS MERCADOS



FUENTE: SUGEVAL.

El ajuste no solo fue mayor sino que a su vez evidenció las debilidades asociadas a sistemas transaccionales minoristas cuando deben atender operaciones mayoristas, como se detalla a continuación.

### *La estructura del mercado y el diseño de los sistemas de negociación*

En todo el mundo, las operaciones en grandes bloques de valores se realizan en mercados organizados exclusivamente para inversionistas institucionales. En Costa Rica, por razones legales, la concentración de todos los mercados se da en la Bolsa Nacional de Valores. Allí han coexistido, en la misma estructura de negociación, tanto el mercado mayorista como el mercado minorista. Ya se habían observado diversas



debilidades en la formación de precios de los sistemas de negociación, pero sus consecuencias no habían sido lo suficientemente graves porque los volúmenes históricos de transacción no eran importantes. Sin embargo, durante el período de fuerte caída en los precios, los sistemas de bolsa (diseñados, como los de todas las bolsas, para mercados minoristas) no fueron capaces de tramitar altos niveles de transacción sin que se dieran distorsiones en la formación de precios.

El sistema utilizado para la negociación de títulos estandarizados cuenta con un mecanismo de control que utiliza bandas de Bollinger,<sup>2</sup> a través del cual se regula el precio de cierre de las operaciones. Cualquier operación que se calce a un precio que esté fuera de la banda se somete a un proceso de remate para determinar el precio final de cierre. Durante la caída de los precios una parte importante de las operaciones eran objeto de esta clase de remates. El exceso de ofertas de venta en el remate muchas veces hacía que los precios mostraran caídas aún mayores, producto de las pujas de defensa introducidas por los oferentes para garantizar la adjudicación de la operación.

### ***Las metodologías para la valoración de las carteras mancomunadas***

Las sociedades administradoras de fondos de inversión y las operadoras de pensiones en su gran mayoría han utilizado voluntariamente, para la valoración de sus carteras mancomunadas, una metodología que fue diseñada por la Bolsa Nacional de Valores. Para determinar los precios que sirven de referencia para valorar las carteras colectivas, se utiliza como base la información de las transacciones bursátiles. Durante el período de caída en los precios, las deficiencias en la formación de precios (que son el resultado de la realización de operaciones mayoristas en sistemas de negociación minoristas) y su interrelación con la metodología utilizada provocaron un círculo vicioso que afectaba la valoración de las inversiones de las carteras que no estaban siendo liquidadas y con ello incentivaba la salida de más inversionistas.

---

2. Se calcula el precio promedio en una serie de tiempo y las bandas son las desviaciones máximas que puede haber sobre ese precio. En este caso es el promedio de 30 días  $\pm$  1 desviación estándar.

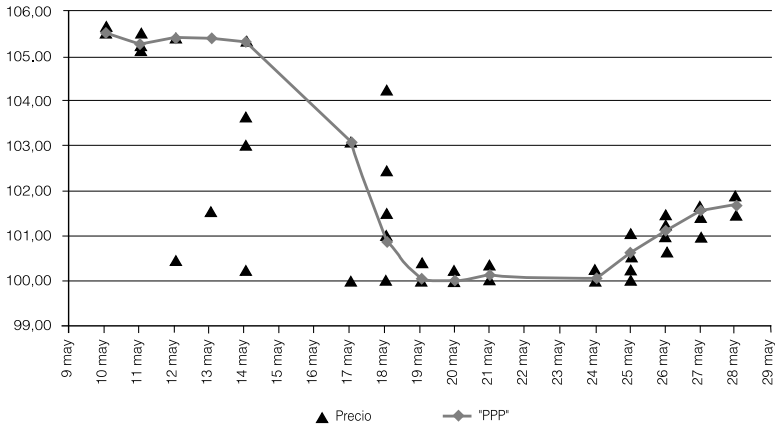
A modo de ejemplo, a continuación se detalla lo ocurrido con las emisiones en las que se presentaron mayores ajustes y que a su vez, tenían una importante participación en las carteras activas de los fondos:

- i. **Emisiones cd\$b5 y cd\$c5.** En el momento en que se produjo el ajuste inicial en los precios de estos títulos, el del cd\$c5 cayó cerca de 400 puntos base, con lo cual el nivel de rendimiento asociado a esta emisión se ajustó a lo que podría considerarse como un rendimiento normal en términos del *spread* sobre los correspondientes títulos del Tesoro. Por efecto de la metodología de estimación del vector de precios de la Bolsa, en ese mismo momento la emisión cd\$b5 también se ajustó.
- ii. **Emisión Título Propiedad en colones serie D022001.** Desde finales del mes de enero del 2003, la emisión D022001 dejó de tener negociaciones en el mercado y la estimación de su precio comenzó a realizarse con base en un factor de incremento sobre el rendimiento de la emisión de plazo más cercano. En ese momento la emisión de plazo más cercano era la D012001. Con fecha 8 de abril salió al mercado una emisión de Bonos de Estabilización Monetaria que sustituyó a la D012001 como referencia para estimar el rendimiento de esta emisión.

Por el precio que en ese momento se tenía, la metodología calculó un factor de rendimiento negativo que incrementó el precio de esta emisión. Dado que después de esa fecha la emisión no se volvió a negociar, el rendimiento determinado por la metodología mantuvo su precio en niveles que no estaban alineadas con las condiciones de mercado. A finales de julio de 2004 se dieron negociaciones que resultaron en un ajuste de 790 puntos base por debajo del valor que se venía estimando con la metodología de la bolsa y utilizando para la valoración de las carteras.

- iii. **Emisión Título Propiedad Tasa Básica con premio 3.04.** Durante la época en que los fondos de inversión entraron en crisis se comenzó a observar un ajuste a la baja en los precios del título de propiedad tasa básica con premio 3.04 (Gráfico 3.9). Este ajuste fue cercano a los 500 puntos base en su precio.

**GRÁFICO 3.9**  
**DISPERSIÓN DE LAS OPERACIONES CON TPTBA (3.04 Y SIMPLES)**  
**Y DATOS DEL VECTOR**  
 PPP: Precio promedio ponderado



FUENTE: SUGEVAL.

Esta caída inició con varias operaciones por montos muy importantes que llevaron a una disminución del precio de 105,5 a 100,5. En vista de que el monto de las operaciones superaba los filtros por volumen utilizados por la Bolsa (se ubican fuera de los rangos establecidos por la metodología de valoración para considerarse operaciones que forman precio), estos precios no afectaron los resultados de la metodología. Días después de la caída inicial se realizaron otras negociaciones a esos niveles de precios, pero esta vez por montos que sí afectaron el vector de la Bolsa. Posteriormente, el precio de mercado comenzó a aumentar hasta recuperar aproximadamente la mitad de lo que había caído.

## **Evolución de los fondos de inversión durante la crisis**

Ante la caída en los precios de los valores de deuda, los fondos de inversión registraron inicialmente una reducción en sus rendimientos. Esto generó una gran preocupación y temor en los inversionistas, por lo que una alta proporción de éstos decidió liquidar sus inversiones en los fondos.

## *Volumen de los activos administrados*

Entre diciembre del 2003 y junio del 2004 el volumen administrado se redujo en un 45 por ciento, principalmente en los fondos denominados en dólares. En el Cuadro 3.6 se muestra la evolución de los activos de los fondos de inversión:

**CUADRO 3.6**  
**ACTIVOS TOTALES DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN**  
 (En millones de US\$ y como porcentaje del total)

FONDOS DE INVERSIÓN	Dic-02		PERÍODOS Dic-03		Jun-04		VARIACIÓN Dic 02-Jun 04
Mercado de dinero	168	9%	205	7%	349	23%	70%
Corto plazo	90	5%	213	7%	203	13%	-5%
Ingreso	462	24%	666	23%	314	21%	-53%
Crecimiento	1.042	54%	1.560	54%	399	26%	-74%
Accionario	6	0,3%	4	0,2%	3	0%	-28%
Inmobiliario	155	8%	226	8%	245	16%	8%
Titularización hipotec.	9	0,5%	9	0,3%	9	1%	0%
Megafondo	0	0,0%	-	0,0%	1	0%	n.d.
<b>Total general</b>	<b>1.932</b>	<b>100%</b>	<b>2.884</b>	<b>100%</b>	<b>1.523</b>	<b>100%</b>	<b>-47%</b>
Dólares	1.315	68%	2.159	75%	1.035	68%	-52%
Colones	617	32%	725	25%	488	32%	-33%

FUENTE: SUGEVAL.

Los activos totales de los fondos de crecimiento e ingreso disminuyeron, entre diciembre del 2002 y junio del 2004 un 74 por ciento y un 53 por ciento respectivamente. Dado que estos fondos poseían una mayor concentración en valores de largo plazo, sus portafolios eran más sensibles a las variaciones en las tasas de interés; no obstante, alrededor del 53 por ciento de los fondos mostraban a diciembre del 2003 un reducido plazo de permanencia de los recursos de sus inversionistas y carecían de comisiones de salida o de otros mecanismos de control (33 por ciento a junio del 2004). En contraste, los fondos de mercado de dinero crecieron un 70 por ciento, porque su volatilidad era muy reducida debido a la duración de su cartera y a la posibilidad de valorar al costo amortizado, y no a precio de mercado, gran parte de su cartera.

Los activos administrados por las sociedades propiedad de bancos públicos se redujeron en un 62 por ciento entre diciembre del 2003 y junio del 2004, lo cual representa una caída mucho mayor que la del conjunto de la industria (52 por ciento), como se muestra en el Cuadro 3.7. Por tipo de fondo, estas sociedades presentaron la mayor variación en su estructura ya que disminuyeron la participación en fondos de crecimiento de un 63,9 por ciento a un 17 por ciento y aumentaron los fondos de mercado de dinero de un 4,8 por ciento a un 36,3 por ciento.

Las sociedades privadas bancarias también presentaron una reducción del 47 por ciento en el volumen de activos administrados con respecto al saldo administrado a diciembre 2003. La composición por tipo de fondo también se vio afectada, aunque en menor grado que el caso de las sociedades bancarias públicas.

Las sociedades privadas no bancarias, asociadas a puestos independientes, mostraron la menor reducción en el volumen administrado, un 13 por ciento entre diciembre 2003 y junio 2004. Esto se explica por diversas circunstancias. En primer lugar porque sus fondos contaban con mecanismos de control (como comisiones de salida) en una proporción mayor que los otros fondos. En segundo lugar, porque tienen una mayor tradición en la administración de fondos de inversión que los grupos bancarios, lo cual probablemente hace que sus clientes estuvieran más familiarizados con la figura y que su contacto con el gestor fuera más estrecho. En tercer lugar, finalmente, la inexistencia de otras alternativas de inversión dentro del grupo (como lo serían los depósitos bancarios), quizás llevó a que hicieran mayores esfuerzos por mantener los recursos de sus clientes invertidos en fondos de inversión. En el Gráfico 3.10 se muestra en forma porcentual la variación en el volumen de activos administrados entre diciembre del 2003 y junio del 2004 por sociedad administradora:

**CUADRO 3.7**  
**FONDOS DE INVERSIÓN FINANCIEROS ABIERTOS: ACTIVO TOTAL ADMINISTRADO**  
 (En millones de US\$)

TIPO DE SOCIEDAD	MONEDA	OBJETIVO	COMISIÓN	ACTIVO TOTAL ADMINISTRADO				VARIACIÓN PORCENTUAL DEL ACTIVO ADMINISTRADO	
				DIC-2002	DIC-2003	JUN-2004	DIC-02/DIC-03	DIC-03/JUN-04	
<b>Pública</b>	Colones	Mercado de dinero	No	27,8	94,3	98,9	239%	5%	
		Corto plazo	No	200,4	149,4	120,9	-25%	-19%	
		Ingreso	Sí	68,6	55,1	55,5	-20%	1%	
		Crecimiento	No	0,1	161,9	18,1	1.359,9 veces	-89%	
		Sí	20,2	15,1	5,4	-26%	-64%		
		No	13,1	21,1	156,5	62%	642%		
		No	411,1	-	-	-100%			
		No	1,4	11,5	-	718%	-100%		
		Sí	115,8	215,9	54,5	86%	-75%		
		No	-	768,2	51,1	-93	-62%		
	Sí	88,6	118,0	44,8	33%				
	<b>Total</b>		<b>947,1</b>	<b>1.610,5</b>	<b>605,7</b>	<b>70%</b>	<b>-62%</b>		
<b>Privada bancaria</b>	Colones	Mercado de dinero	No	19,9	26,7	13,6	34%	-49%	
		Corto plazo	No	39,6	24,1	19,2	-39%	-20%	
		Sí	0,7	0,6	0,7	-6%	17%		
		Sí	71,1	42,1	25,7	-41%	-39%		
		No	1,2	15,0	11,4	1.133%	-24%		
	Sí	36,8	26,3	22,4	-29%	-15%			

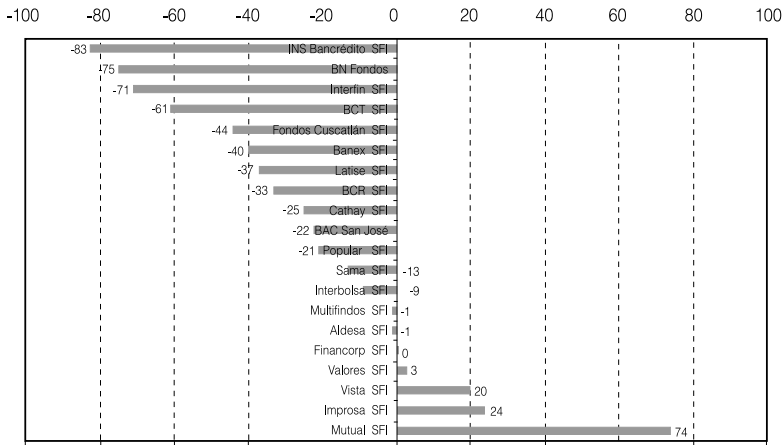
continúa...

	Mercado de dinero	No	58,2	33,2	64,5	-43%	94%
	Corto plazo	No	56,0	5,4	21,2	-90%	293%
Dólares	Ingreso	Sí	105,8	229,4	81,8	117%	-64%
	Crecimiento	No	50,5	159,8	58,9	216%	-63%
		Sí	122,8	156,9	59,0	28%	-62%
	<b>Total</b>		<b>562,6</b>	<b>719,5</b>	<b>378,4</b>	<b>28%</b>	<b>-47%</b>
	Mercado de dinero	No	4,0	6,2	9,1	55%	47%
	Corto plazo	No	9,9	14,0	15,0	42%	7%
Colones	Ingreso	No	9,7	9,6	12,9	-1%	34%
		Sí	44,4	33,5	23,1	-25%	-31%
	Crecimiento	No	14,1	12,8	9,2	-9%	-28%
		Sí	46,0	37,1	25,8	-19%	-30%
	Mercado de dinero	No	3,2	3,6	6,5	13%	81%
	Corto plazo	No	14,0	20,6	25,7	47%	25%
Dólares	Ingreso	Sí	35,5	69,1	60,5	95%	-12%
	Crecimiento	No	48,4	65,2	71,5	35%	10%
		Sí	36,8	52,1	21,6	41%	-59%
	<b>Total</b>		<b>266,0</b>	<b>323,8</b>	<b>280,9</b>	<b>-22%</b>	<b>-13%</b>
<b>Total</b>			<b>1.775,7</b>	<b>2.653,8</b>	<b>1.265,0</b>	<b>49%</b>	<b>-52%</b>

FUENTE: SUGEVAL.

GRÁFICO 3.10

SOCIEDADES ADMINISTRADORAS DE FONDOS DE INVERSIÓN:  
VARIACIÓN EN EL VOLUMEN DE ACTIVOS NETOS ADMINISTRADOS  
(Diciembre del 2003 a junio del 2004)



FUENTE: SUGEVAL.

### *Inversión promedio de los fondos*

Durante el año 2003 la inversión promedio de los fondos de crecimiento (US\$ 38.700) fue mayor que la observada en los fondos de mercado de dinero, lo cual muestra que estos productos fueron atractivos para grandes inversionistas que gestionaban su liquidez a través de dichas figuras. Para junio del 2004 la inversión promedio en esta categoría se redujo hasta US\$ 23.900, por la salida de los grandes inversionistas, algunos de los cuales utilizaron en forma alternativa los fondos de mercado de dinero, cuya inversión promedio se elevó de US\$ 26.500 a US\$ 46.800 durante el primer semestre del 2004 (Cuadro 3.8).



**CUADRO 3.8**  
**INVERSIÓN PROMEDIO POR TIPO DE FONDO**  
 (Miles de dólares)

TIPO DE FONDO	NÚMERO DE INVERSIONISTAS			INVERSIÓN PROMEDIO		
	DIC-02	DIC-03	JUN-04	DIC-02	DIC-03	JUN-04
Mercado de dinero	7.417	7.750	7.460	22,7	26,5	46,8
Corto plazo	3.736	4.555	4.640	24,1	46,8	43,7
Ingreso	7.811	12.326	8.224	59,2	54,0	38,2
Crecimiento	26.901	40.299	16.679	38,7	38,7	23,9
Accionario	247	198	166	23,6	22,3	19,2
Inmobiliario	1.690	2.134	2.318	91,9	106,1	105,5
Titularización hipotec.	68	65	78	132,6	139,8	115,9
Megafondo	--	--	8	--	--	103,5
<b>Total general</b>	<b>47.870</b>	<b>67.327</b>	<b>39.573</b>	<b>40,4</b>	<b>42,8</b>	<b>38,5</b>

FUENTE: SUGEVAL.

Los movimientos de los grandes inversionistas contribuyeron a acelerar la crisis de los fondos y fueron un factor relevante en el sobreajuste de precios que se produjo durante ese periodo.

### *Estructura de la cartera*

Como se detalla en la Sección 3.1 de este capítulo, tanto las condiciones externas – caracterizadas por un cambio hacia el alza en la tendencia esperada de las tasas de interés– como las condiciones internas –donde los emisores públicos buscaban alargar la vida media de sus vencimientos– hicieron que los gestores de carteras mancomunadas buscaran acortar duración, al tiempo que enfrentaban una reducción en la oferta de valores elegibles.

Del total de fondos abiertos en operación al inicio de la crisis (93 de largo plazo y 38 de mercado de dinero), 63 tenían como objetivo invertir exclusivamente en el sector público. A diciembre del 2003 el 87 por ciento de los portafolios de los fondos estaba concentrado en valores emitidos por el Ministerio de Hacienda y el Banco Central de Costa Rica. La diferenciación del producto y el margen de maniobra se vieron

**CUADRO 3.9**  
**FONDOS DE INVERSIÓN FINANCIEROS ABIERTOS: ESTRUCTURA DE VENCIMIENTOS**  
 (Porcentajes)

MONEDA	OBJETIVO	PLAZOS	MAR-03	JUN-03	SEP-03	DIC-03	MAR-04	JUN-04
Colones	Mercado de dinero	De 0 a 1 año	100	100	100	100	100	100
		De 1 a 5 años	0	0	0	0	0	0
		Más de 5 años	0	0	0	0	0	0
	Corto plazo	De 0 a 1 año	100	100	100	100	100	100
		De 1 a 5 años	0	0	0	0	0	0
		Más de 5 años	0	0	0	0	0	0
	Ingreso	De 0 a 1 año	37	43	36	28	25	50
		De 1 a 5 años	4	7	20	32	41	11
		Más de 5 años	59	50	43	40	34	38
Crecimiento	De 0 a 1 año	33	73	68	57	43	43	
	De 1 a 5 años	4	7	17	30	44	25	
	Más de 5 años	63	20	16	13	13	31	

	De 0 a 1 año	100	100	100	100	100	100	100	100
Mercado de dinero	De 1 a 5 años	0	0	0	0	0	0	0	0
	Más de 5 años	0	0	0	0	0	0	0	0
	De 0 a 1 año	43	32	74	100	100	100	100	100
Corto plazo	De 1 a 5 años	52	61	18	0	0	0	0	0
	Más de 5 años	5	7	9	0	0	0	0	0
Dólares	De 0 a 1 año	20	16	31	30	27	33	27	33
	De 1 a 5 años	39	40	26	36	32	36	32	36
Ingreso	Más de 5 años	42	44	43	35	41	31	41	31
	De 0 a 1 año	23	32	36	27	27	60	27	60
Crecimiento	De 1 a 5 años	27	45	41	55	50	19	50	19
	Más de 5 años	50	24	23	18	23	20	23	20
<b>Total general</b>	<b>De 0 a 1 año</b>	<b>45</b>	<b>46</b>	<b>51</b>	<b>43</b>	<b>39</b>	<b>72</b>	<b>39</b>	<b>72</b>
	<b>De 1 a 5 años</b>	<b>21</b>	<b>31</b>	<b>27</b>	<b>38</b>	<b>38</b>	<b>13</b>	<b>38</b>	<b>13</b>
	<b>Más de 5 años</b>	<b>34</b>	<b>23</b>	<b>22</b>	<b>19</b>	<b>23</b>	<b>16</b>	<b>23</b>	<b>16</b>

FUENTE: SUGEVAL.

reducidos al existir una dependencia de las políticas de emisión del Ministerio de Hacienda y Banco Central.

Esta disminución en la oferta de papel de corto plazo generó un exceso de demanda por parte de los inversionistas institucionales (fondos de inversión y de pensiones), que dio lugar a un incremento en los precios de los valores que no correspondía con el perfil de riesgo del país. Como consecuencia de ello se elevaron los rendimientos de los fondos de inversión durante el año 2003, principalmente los de largo plazo (que, como se vio, en su mayoría carecían de restricciones de salida).

Dadas las condiciones mencionadas, se esperaba que los gestores de los fondos acortaran el perfil de vencimiento de la cartera activa ante el eminente movimiento de las tasas de interés, estrategia que era independiente de que el fondo tuviera o no restricciones de salida. Esto se produjo entre enero y setiembre del 2003, periodo durante el cual se incrementaron las concentraciones en los valores con vencimientos menores a un año plazo. Como puede verse en el Cuadro 3.9, para setiembre del 2003 el 51 por ciento del total de fondos financieros concentró sus carteras en valores con vencimientos a menos de un año.

No obstante, a partir de este momento se presentaron dos problemas. Por una parte, los gestores asumieron posiciones con las nuevas emisiones de mediano plazo del Banco Central (bonos de estabilización monetaria a tasa fija en colones y certificados de depósito a plazo en dólares), que eran una de las pocas alternativas de inversión con que contaban en el mercado local. En diciembre del 2003 y marzo del 2004 los valores con vencimientos menores a 360 días pasaron a representar el 43 por ciento y el 39 por ciento de las carteras respectivamente, mientras que los valores con vencimiento de 1 a 5 años incrementaron su participación hasta el 38 por ciento en ambas fechas. Por otra parte, asumieron igualmente posiciones con el nuevo bono de deuda externa con vencimiento en el 2014. Esto último ocurrió en un total de 59 de los 93 fondos de ingreso y crecimiento, en los cuales la concentración en valores con vencimientos menores a 360 días se redujo aún más que en el resto de los fondos, ya que pasó de un 47 por ciento en setiembre 2003 a un 30 por ciento en marzo 2004. Si bien inicialmente se dio una reducción en la duración, lo cual era consecuente con las expectativas hacia el al-

za en las tasas de interés, el aumento en activos bajo administración y la oferta de valores dieron lugar a decisiones de inversión que más bien aumentaron la duración y el riesgo de tasa.

De marzo a junio del 2004, y como resultado del ajuste en las carteras, los administradores de fondos reestructuraron los portafolios de valores y se concentraron en emisiones de corto plazo, muchas de ellas no sujetas a valoración a precio de mercado, con el objetivo de minimizar la variación en el rendimiento debida a cambios en los precios de los instrumentos que sí estaban sujetos a valoración (aquellos con una fecha al vencimiento mayor a los seis meses).

Los fondos de crecimiento en dólares presentaron la mayor variación en los instrumentos con vencimientos menores a un año. Las tenencias en valores a este plazo se incrementaron de un 27 por ciento del total de inversiones en diciembre del 2003 a un 60 por ciento para junio del 2004 (24,4 por ciento correspondía a operaciones de recompra posición vendedor a plazo).

La reestructuración de los fondos de inversión generó variaciones en los indicadores de duración del portafolio y el plazo de permanencia de los inversionistas, según se muestra en el Cuadro 3.10.

En general, entre noviembre del 2003 y junio del 2004 el plazo de permanencia para los fondos financieros en dólares se redujo de 0,75 a 0,38 años y en los fondos en colones de 0,62 a 0,41 años; esta reducción fue muy marcada en los fondos de ingreso y crecimiento que no poseían comisiones de salida. Por otro lado, los fondos de ese tipo variaron la estructura de vencimientos de su cartera hasta alcanzar, en junio del 2004, una duración del portafolio menor a un año en el caso de los fondos administrados por sociedades privadas bancarias y no bancarias, indicador similar al observado en los fondos del mercado de dinero y corto plazo.

**CUADRO 3.10**  
**FONDOS DE INVERSIÓN FINANCIEROS ABIERTOS: DURACIÓN DE LA CARTERA DE VALORES Y PLAZO DE PERMANENCIA DE LAS INVERSIONES EXPRESADO EN AÑOS**

TIPO DE ESOCIEDAD	MONEDA	OBJETIVO	COMISIÓN	Nov-03		JUN-04	
				DURACIÓN DEL PORTAFOLIO (AÑOS)	PLAZO DE PERMANENCIA (AÑOS)	DURACIÓN DEL JPORTAFOLIO (AÑOS)	PLAZO DE PERMANENCIA (AÑOS)
<b>Pública</b>		Mercado de dinero	No	0,31	0,10	0,11	0,16
		Corto plazo	No	0,59	0,01	0,19	0,01
	Colones	Ingreso	Sí	2,44	0,36	1,20	0,25
		Crecimiento	No	0,76	0,22	1,39	0,18
			Sí	1,32	1,96	1,44	0,28
		Mercado de dinero	No	0,05	0,18	0,14	0,10
		Corto plazo	No	n.d.	n.d.	n.a.	n.a.
		Ingreso	No	0,35	0,21	n.a.	n.a.
	Dólares		Sí	3,16	0,37	0,47	0,19
		Crecimiento	No	1,98	0,38	1,17	0,23
		Sí	3,45	0,50	0,29	0,04	
	<b>Total</b>		<b>1,88</b>	<b>0,34</b>	<b>0,43</b>	<b>0,13</b>	
	Mercado de dinero	No	0,18	0,12	0,16	0,11	
	Corto plazo	No	0,24	0,21	0,27	0,10	
Colones		Sí	0,25	0,19	0,18	0,27	
	Ingreso	Sí	2,03	1,37	2,62	0,97	
	Crecimiento	No	0,42	0,28	0,18	0,31	
		Sí	2,20	4,30	2,03	1,69	

<b>Privada bancaria</b>	Dólares	Mercado de dinero	No	0,15	0,11	0,11	0,12
		Corto plazo	No	0,08	0,06	0,05	0,09
		Ingreso	Sí	2,71	1,51	2,59	0,76
		Crecimiento	No	1,70	0,16	0,23	0,15
			Sí	4,94	0,92	4,41	0,70
	<b>Total</b>		<b>2,53</b>	<b>0,99</b>	<b>1,62</b>	<b>0,51</b>	
		Mercado de dinero	No	0,29	0,14	0,19	0,31
		Corto plazo	No	0,21	0,09	0,16	0,07
		Ingreso	No	2,11	2,83	0,98	1,67
			Sí	4,84	1,92	5,91	1,91
			No	0,44	0,44	0,39	0,18
Privada no bancaria			Sí	2,54	1,97	1,75	1,27
		Mercado de dinero	No	0,09	0,12	0,08	0,11
		Corto plazo	No	0,16	0,09	0,17	0,08
		Ingreso	Sí	5,58	3,30	4,81	4,43
			No	1,68	0,48	0,44	0,31
		Sí	5,05	4,43	2,87	1,33	
	<b>Total</b>		<b>3,42</b>	<b>2,19</b>	<b>2,42</b>	<b>1,69</b>	
<b>Total</b>			<b>2,24</b>	<b>0,72</b>	<b>1,20</b>	<b>0,56</b>	

FUENTE: SUGEVAL y Banco Central de Costa Rica.

## *Concentración*

La escasa diversificación no se limitaba a la práctica de invertir únicamente en deuda pública. Adicionalmente, se daba una alta concentración en emisiones particulares que eran adquiridas en ventanilla por entidades financieras estatales que luego las vendían a los fondos de sus entidades relacionadas. Atendiendo este problema, el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero (CONASSIF) aprobó una norma para que la totalidad de las carteras mancomunadas (fondos de inversión y de pensiones) gestionados por un mismo grupo o conglomerado financiero no pudiera poseer más del 45 por ciento de una emisión de valores. Esta normativa comenzó a regir a partir del 17 de junio del 2003, y se concedió un periodo máximo de un año para que los gestores de carteras se deshicieran de la parte de las emisiones que tuvieran en exceso.

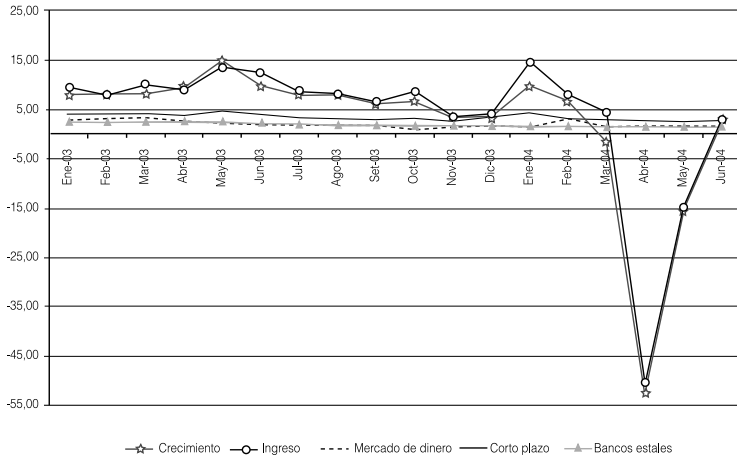
De las 20 sociedades en operación a diciembre 2003, ocho presentaban concentraciones superiores al 45 por ciento en nueve diferentes valores, entre los cuales resaltaban los certificados a plazo en dólares del BCCR (cd\$d3, cd\$b5 y cd\$c5) y un título de propiedad en colones del Ministerio de Hacienda (tp, vencimiento al 8/2/06), valores que formaban parte de la curva de soberana costarricense de corto y mediano plazo.

## *Rendimientos*

Durante el periodo comprendido entre enero del 2003 y febrero del 2004, los fondos de inversión de ingreso y crecimiento reportaron un rendimiento superior al ofrecido por los fondos de corto plazo y del mercado de dinero y por los certificados a un mes plazo de los bancos estatales. Sin embargo, a partir de marzo y hasta junio del 2004, el rendimiento de los fondos de largo plazo se redujo y en algunos casos se volvió negativo, producto del ajuste en los precios de los valores que componían sus carteras. En el Gráfico 3.11 se muestra la evolución de los rendimientos para los fondos en dólares y de las tasas de interés pagadas por los bancos estatales a un mes plazo.

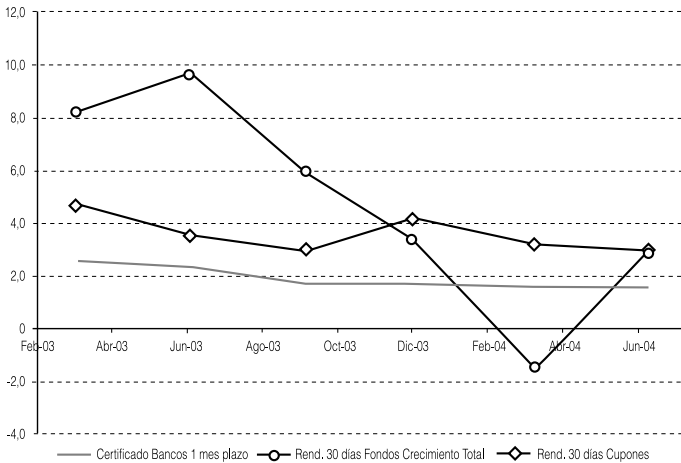


**GRÁFICO 3.11**  
**RENDIMIENTO DE LOS ÚLTIMOS 30 DÍAS DE LOS FONDOS EN DÓLARES**  
**VERSUS TASAS DE INTERÉS DE LOS BANCOS ESTATALES A UN MES PLAZO**



FUENTE: SUGEVAL.

**GRÁFICO 3.12**  
**FONDOS DE CRECIMIENTO EN DÓLARES: COMPARATIVO**  
**DE LOS RENDIMIENTOS A 30 DÍAS TOTALES VERSUS**  
**RENDIMIENTO DE LOS CUPONES**  
 (De marzo del 2003 a junio del 2004, neto de comisiones de administración)



FUENTE: SUGEVAL.

Gran parte de los altos rendimientos reportados por los fondos de inversión antes de la crisis fueron producto de las ganancias de capital que se produjeron con los aumentos de precios. Estos eran rendimientos no realizados. Si se dedujera del rendimiento las ganancias de capital y las comisiones de administración (es decir, si se lo limitara al flujo de intereses), se tendría un rendimiento que a lo largo de todo el periodo se mantiene positivo y superior al rendimiento ofrecido por los bancos, pero a un nivel muy inferior al mostrado por los rendimientos de los fondos antes de la crisis. Esto es ilustrado en el Gráfico 3.12.

### *Endeudamiento de los fondos de inversión*

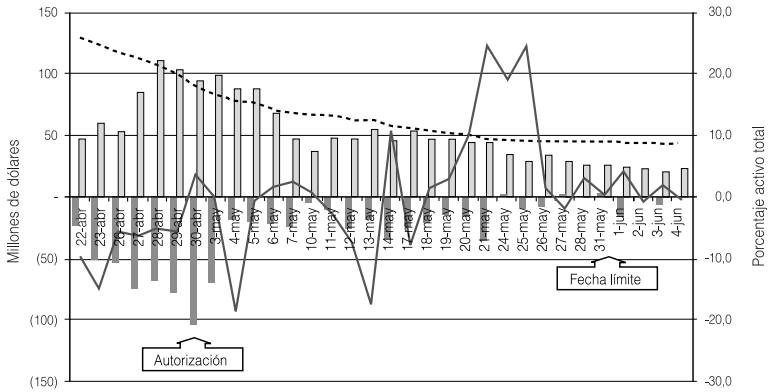
En períodos en que los precios de los títulos valores tienden a ajustarse hacia la baja, el endeudamiento para financiar salidas de inversionistas puede perjudicar a los clientes que permanezcan en los fondos, ya que si los precios siguen bajando al momento de liquidar las deudas será necesario vender valores a un precio menor. No obstante, el apalancamiento puede ser utilizado para moderar un posible sobreajuste de los precios, una vez que éstos han alcanzado un nivel sostenible.

De hecho, a finales del mes de abril del 2004 se autorizó a los fondos en dólares aumentar el endeudamiento hasta el 30 por ciento durante un mes, procurando de esta manera disminuir la presión que enfrentaban para financiar la salida de clientes de los fondos. En colones no se autorizó un aumento en los límites del apalancamiento pues las autoridades consideraron que el ajuste no había concluido.

Como se refleja en el Gráfico 3.13, el endeudamiento en dólares durante el mes de mayo del 2004 se mantuvo en promedio por debajo del 10 por ciento. El gráfico muestra un comportamiento racional en la actuación de los gestores: en los períodos en que los fondos reportaron las mayores pérdidas, se recurrió al endeudamiento para liquidar a los inversionistas (del 22 al 29 de abril del 2004); posteriormente, en los períodos en que los fondos reportaron ganancias de capital, se vendieron títulos valores, con la reducción del nivel de apalancamiento.

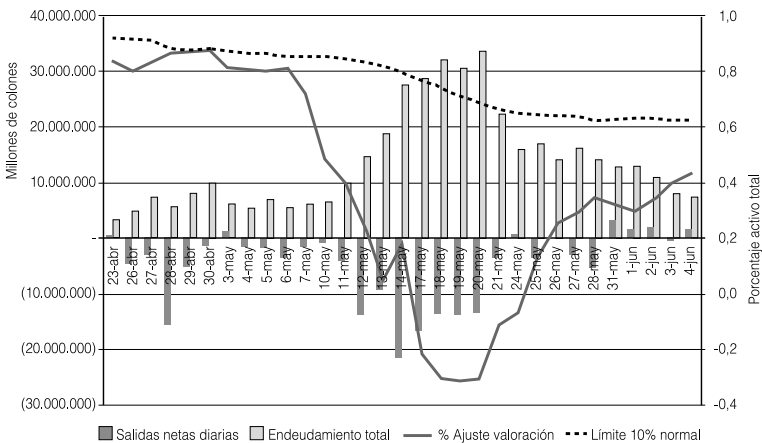
En el caso de los fondos en colones, el Gráfico 3.14 muestra que entre el 17 y el 21 de mayo del 2004 se dio un exceso de apalancamiento por encima del límite permitido, determinado por unos pocos gestores.

**GRÁFICO 3.13**  
**FONDOS DE INVERSIÓN EN DÓLARES QUE PRESENTARON UN ENDEUDAMIENTO SUPERIOR AL 10 POR CIENTO DURANTE MARZO DE 2004 (32 FONDOS): ENDEUDAMIENTO TOTAL, SALIDAS NETAS, PORCENTAJE DE AJUSTE POR VALORACIÓN**  
 (Del 1° de mayo al 4 de junio de 2004 - ajuste por valoración en escala porcentual a la derecha)



FUENTE: SUGEVAL.

**GRÁFICO 3.14**  
**FONDOS DE INVERSIÓN ABIERTOS EN COLONES: ENDEUDAMIENTO TOTAL, SALIDAS NETAS, PORCENTAJE DE AJUSTE POR VALORACIÓN**  
 (Del 23 de abril al 4 de junio de 2004 - ajuste por valoración en escala porcentual a la derecha)



FUENTE: SUGEVAL.

## Medidas adoptadas durante la crisis

Una vez que estalló la crisis, la Superintendencia General de Valores (SUGEVAL), el Banco Central de Costa Rica, la Bolsa Nacional de Valores y los intermediarios reaccionaron adoptando un conjunto de medidas que se resumen a continuación:

- i. **Límites al apalancamiento.** Cuando los precios de los títulos en dólares alcanzaron niveles que resultaban sostenibles, se autorizó un incremento en el límite de endeudamiento de los fondos en dólares, que pasó de un 10 por ciento a un 30 por ciento, por el periodo comprendido entre el 30 de abril al 31 de mayo del 2004, medida con la cual se buscaba evitar que los fondos tuviesen pérdidas adicionales producto de un sobreajuste en los precios.
- ii. **Sistemas de negociación.** Se realizaron algunas modificaciones al sistema de negociación de valores estandarizados (SITE) para mejorar el proceso de cierre de las operaciones. La Bolsa modificó el sistema de llamadas a mercado, de modo que las posturas de defensa de los operadores no se activen si no existen posturas competitivas, que el libro de ofertas en las llamadas a mercado fuera público y que el tiempo de cada llamada a mercado fuera variable aleatoriamente.
- iii. **Vector de precios.** Se modificó la metodología de cálculo del vector de precios, de manera que dejara de estimarse los precios de las emisiones de las curvas soberanas cuando no hay operaciones de mercado. Así se eliminó el método de factor de incremento, lo cual redujo la volatilidad provocada en los precios estimados.
- iv. **Rueda separada de negociación.** Cuando se comenzaron a presentar las distorsiones por la presencia de operaciones mayoristas en el mercado, se autorizó a la Bolsa la organización de una rueda separada de negociación para esta clase de transacciones. Esto redujo la volatilidad de los precios en el punto álgido de la crisis.
- v. **Recompra de emisiones.** El Banco Central de Costa Rica procedió a realizar compras de emisiones en colones para inyectar al mercado la suma de 25.000 millones de colones, como mecanismo para apoyar el mercado y reducir los riesgos de un sobreajuste de los

precios. Si bien el monto no fue relevante, dada la magnitud de las salidas, sí contribuyó a generar confianza entre los operadores y el público.

La subasta inversa llevada adelante por el Banco Central de Costa Rica significó un punto de inflexión en la crisis:

- i. el nivel alcanzado por el precio de los diferentes bonos ya estaba motivando a algunos inversionistas más sofisticados (adeptos al riesgo) a entrar al mercado a comprar estos valores y,
- ii. el mensaje enviado por el Ente Emisor terminó de afianzar esta tendencia.

Sin embargo, ya lo ocurrido no tenía marcha atrás. La figura estrella para la masificación de la inversión en instrumentos bursátiles quedaba muy desprestigiada ante el público inversionista.

### 3.3 LECCIONES APRENDIDAS

La crisis de los fondos de inversión y de pensiones acontecida entre marzo y junio del 2004 puso a prueba el sistema financiero nacional. El traslado masivo de ahorro de estas figuras hacia el sistema bancario creó gran incertidumbre e hizo evidente la brecha existente entre el mercado que contempla nuestra regulación y el que en la práctica existe. Las consecuencias de este episodio obligan a revisar un amplio conjunto de políticas y prácticas. A continuación se presentan aquellas que consideramos se relacionan de forma más directa con el manejo de la liquidez y que, en nuestro criterio, contribuirían a disminuir el riesgo sistémico inherente en la organización actual del mercado bursátil.

#### **En lo atinente a aspectos de estructura del mercado**

Sobre este tipo de aspectos, se debe:

- **Desarrollar un mercado de liquidez interbancario.** El Mercado Interbancario de Dinero (MIB) que utiliza el Banco Central ha sido exitoso como mecanismo para evitar volatilidades más allá de las bandas definidas como objetivo de política monetaria. Sin embar-

go, no se ha convertido en un mecanismo para el manejo activo de la liquidez en manos de las tesorerías bancarias. Las significativas inversiones que mantenían los bancos en los fondos de inversión, y su posterior retiro, fue uno de los factores que contribuyó a acelerar la crisis. Se requiere desarrollar una plataforma para realizar transacciones que permita a los bancos gestionar su liquidez de manera más directa y que le otorgue transparencia a un mercado que en la actualidad se maneja por medio de transferencias electrónicas en relaciones estrictamente bilaterales. Un mercado así organizado generaría además información muy valiosa para el monitoreo de los riesgos sistémicos.

- **Crear sistemas mayoristas de negociación.** El principio de concentración de mercado contemplado en nuestra legislación ha sido interpretado de forma tal que todas las transacciones deben perfeccionarse en la misma plataforma de negociación sin tomar en consideración factores que las diferencian, como su tamaño y su origen. El resultado práctico de esta regulación ha sido el de favorecer mecanismos alternos de negociación que garantizan a los participantes certeza de ejecución y anonimato, pero al costo de restarle liquidez al mercado formal. Durante la crisis de los fondos se hizo evidente la necesidad de contar con una alternativa mayorista de negociación, donde los participantes no se vieran forzados a tomar posiciones de defensa de sus posturas, las cuales terminaron introduciendo aun más volatilidad a los precios. La subasta mayorista organizada hacia el final de la crisis fue una respuesta parcial.
- **Crear mecanismos que posibiliten la gestión del riesgo de tasa de interés.** En un mercado donde es imposible vender en corto –o sea, vender hoy sin tener el valor a una fecha a plazo con la expectativa de una caída en el valor del título–, todos los participantes tienen incentivos para mantener una tendencia al alza de los precios. La apreciación de los bonos antes de la crisis fue un claro ejemplo. El problema surge cuando los participantes desean realizar sus ganancias y corren todos a la vez buscando la salida por una puerta muy estrecha. Como un primer paso se requiere establecer la posibilidad de realizar ventas en corto para que existan ganadores tanto en un mercado al alza como en un mercado a la baja y se logre de esta for-

ma un balance entre operadores con diferentes opiniones acerca de las condiciones de mercado. Esto requiere el diseño y puesta en marcha de una facilidad de préstamo de valores (*securities lending*) donde la participación de los fondos será muy importante. Una vez consolidado este mercado, se deberá pensar en comenzar a estructurar *forwards* de tasas de interés en el mediano plazo, poder formar una curva de futuros de nuestras tasas en colones y dólares.

- **Revisar las reglas para regular la valoración a precios de mercado.** Si bien durante la crisis se adoptaron cambios al vector que corrigieron sus principales debilidades, la normativa vigente contempla reglas que limitan la posibilidad de las empresas que ofrecen servicios de valoración, en este caso la Bolsa Nacional de Valores, de introducir mejoras conforme éstas se van identificando. No es limitando cambios al vector como se asegura la estabilidad en la metodología. Lo más adecuado es valorar los cambios propuestos por su conveniencia y justificación técnica y adicionalmente definir procedimientos para minimizar el impacto que estos cambios puedan tener sobre el mecanismo de formación de precios.
- **Revisar la normativa prudencial que regula los coeficientes de liquidez.** La sola existencia de fondos de crecimiento líquidos era una clara muestra de criterios poco claros en la tipificación y regulación de los fondos. Si bien las directrices emitidas por la SUGESVAL contemplaban criterios estadísticos basados en el comportamiento histórico de cada fondo para determinar los coeficientes de liquidez, bajo condiciones de estrés quedó demostrado que esto no es suficiente. Se deben considerar criterios que además valoren la liquidez de los subyacentes. Adicionalmente, en el caso de grupos financieros, los fondos gozan de una garantía implícita derivada del riesgo de contagio por reputación que compromete los activos de las otras entidades. La participación de los bancos como compradores de los títulos valores que debían liquidar los fondos, una vez que se hizo evidente que la crisis podría comprometer la solvencia del grupo, así lo confirmaron. Por ello también deben crearse reglas que consideren estos riesgos.

## En lo que respecta a aspectos de política pública

En lo que respecta a aspectos de política pública, es necesario:

- **Definir una política de emisión por parte del Ministerio de Hacienda y el Banco Central conducente al desarrollo del mercado de capitales.** Existe un conflicto de temporalidad en la gestión de la deuda pública. Los beneficios derivados de invertir en la consolidación de una curva soberana por medio del ordenamiento de las subastas, la creación de emisiones de referencia o *benchmarks*, compromisos de colocación y un mayor diálogo con el mercado dan sus frutos en el mediano plazo, pero requieren invertir en ellos desde el momento en que se definen como objetivo de política. Esto ha resultado en políticas de colocación “oportunisticas”, que valoran las ganancias inmediatas sin considerar sus costos futuros, más aún si se toma en cuenta que la “vida media” de un Ministro de Hacienda no sobrepasa los dos años. La creación de una Dirección Nacional de Crédito Público, como entidad de desconcentración máxima del Ministerio de Hacienda, con una ley que le señale objetivos claros de gestión como en Colombia y Nueva Zelanda, es una de las varias alternativas a considerar. En todo caso, se debe dar visibilidad a estos objetivos y buscar definir criterios de manejo de corto y mediano plazo que permitan darle institucionalidad a la política de gestión de la deuda pública.
- **Asignar explícitamente la responsabilidad del desarrollo y seguimiento del mercado de capitales al Banco Central.** La *Ley Orgánica del Banco Central* le confiere a este la obligación de velar por la eficiencia y estabilidad del sistema financiero; la *Ley Reguladora del Mercado de Valores* le entrega a la SUGEVAL la responsabilidad de velar por la transparencia del mercado de valores (y ninguna responsabilidad política al CONASSIF) y la *Ley Orgánica del Ministerio de Hacienda* contempla el objetivo de promover el desarrollo del mercado financiero propiciando el ahorro interno y la integración con los mercados financieros internacionales. Queda claro que no existe la institucionalidad necesaria para definir una política de desarrollo del mercado de capitales y menos aún de darle seguimiento. Reconociendo la coyuntura fiscal de los últimos años, se sugiere que el Banco Central tome la iniciativa en este campo.



- **Institucionalizar el diálogo entre los actores públicos, los gestores y los inversionistas.** Luego de la crisis de los fondos, en el mes de junio del 2003 se realizó un encuentro entre las autoridades y los participantes en el mercado de valores con el objetivo de definir una agenda de trabajo para atender las vulnerabilidades que se hicieron evidentes. Aun cuando de manera aislada se han venido tomado las acciones acordadas, el ejercicio de seguimiento un año después no se ha dado. Consideramos de suma importancia retomar esta iniciativa y, en la medida de lo posible, darle formalidad a un foro que periódicamente haga una revisión del estado del mercado y de los avances en los objetivos acordados.

## **4. EXPERIENCIA PRÁCTICA ANTE SITUACIONES DE CRISIS: EL CASO DE BAC SAN JOSÉ**

GERARDO CORRALES B.

Agradezco a la Academia de Centroamérica –y particularmente a don Eduardo Lizano– por esta oportunidad. Más que una exposición académica, el objetivo de las siguientes líneas es compartir con el lector una serie de vivencias prácticas que no se consiguen en los libros de texto ni en las aulas universitarias.

He estructurado el documento de la siguiente manera: en primer lugar, se hace una descripción de la situación financiera y cualitativa de BAC San José antes de la crisis; en segundo lugar, se explica cuál fue la situación que se dio durante la crisis; seguidamente, se hace una exposición acerca de la situación de la entidad después de la crisis. Finalmente –y quizás lo más importante–, se hace un recuento de las principales lecciones y oportunidades de mejora.

### **4.1 SITUACIÓN ANTES DE LA CRISIS: NO TODO LO QUE BRILLA ES ORO**

A continuación haré una exposición –tratando de ser lo más objetivo posible– acerca de la situación de nuestra entidad antes de la crisis. En ella trato de mostrar, y espero que el lector coincida conmigo, que, con base en indicadores objetivos, nadie en nuestra organización habría anticipado que el BAC pudiese sufrir una corrida de depósitos.

El Grupo Regional BAC tiene presencia desde Guatemala hasta Panamá desde hace más de treinta años, ofreciendo servicios bancarios y financieros para los segmentos de banca de empresas y banca de personas.

La información a nivel consolidado del grupo, antes de la crisis, se resume en el Cuadro 4.1. De acuerdo con Principios de Contabilidad Americanos, el grupo tenía activos por US\$ 2,3 billones, con un patrimonio de US\$ 251 millones, alcanzando una utilidad neta equivalente a US\$ 67 millones para el año 2003. La rentabilidad promedio sobre el patrimonio fue de un 34 por ciento en dólares, ubicándose en el nivel superior de los rangos observados por los grupos financieros regionales en América Central. Poseía además una liquidez amplia –a la que yo llamo liquidez secundaria (que incluye efectivo, depósito en bancos, más las inversiones)– de US\$ 800 millones. La captación a la vista del grupo, a nivel regional, en ese momento era de US\$ 900 millones, de forma tal de que si calculábamos un índice de cobertura de liquidez ampliada, sin considerar la disponibilidad que teníamos de líneas en los bancos corresponsales, teníamos una cobertura holgadísima –excesiva para cualquier técnico– de 90 por ciento de los recursos que están disponibles a la vista.

**CUADRO 4.1**  
GRUPO FINANCIERO BAC:  
ALGUNOS INDICADORES RELEVANTES, 2003

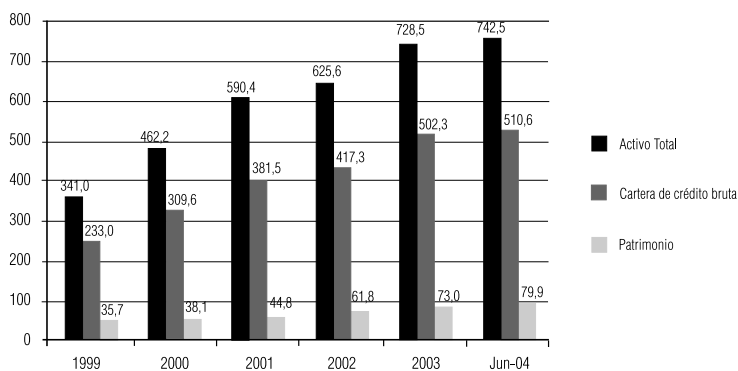
Indicador	
Activos	US\$ 2.290 MM
Patrimonio	US\$ 251 MM
Utilidades netas	US\$ 67 MM
ROE	34,0%
Liquidez	US\$ 800 MM
Captación a la vista	US\$ 900 MM
Cobertura de liquidez	90,0%
Sucursales	130 ATM 1.100
Colaboradores	5.500

FUENTE: Elaboración propia.

En Costa Rica estamos organizados conforme a la *Ley Orgánica del Banco Central*. De acuerdo con ella (Art. 141), el Grupo Financiero BAC San José es un conglomerado financiero, constituido por un banco local, una operadora de fondos mutuos, un puesto de bolsa, una operadora de pensiones, una empresa de *leasing* y un banco *offshore*, que la ley llama “bancos domiciliados en el exterior”.

El Gráfico 4.1 muestra la evolución de los activos del grupo financiero en Costa Rica desde el año 1999 hasta junio del 2004, meses antes de la crisis. Es importante destacar que durante ese período el grupo venía creciendo, en dólares, a un ritmo anual del 21 por ciento en activos, un 26 por ciento en crédito y un 20 por ciento en patrimonio, mientras la economía del país, para este mismo período, creció a un 3,5 por ciento; es decir, el Grupo Financiero BAC San José crecía a un ritmo mucho mayor que el nivel promedio de las industrias costarricenses.

**GRÁFICO 4.1**  
EVOLUCIÓN DEL GRUPO FINANCIERO BAC SAN JOSÉ  
(En millones de US\$)

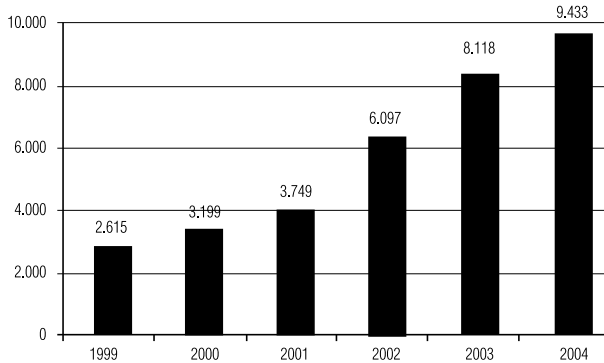


FUENTE: Elaboración propia.

Por otra parte, la utilidad semestral, desde 1999, también venía creciendo a un ritmo significativo para ese período –más o menos, un 30 por ciento anual– como lo muestra el Gráfico 4.2. Los indicadores de rentabilidad, tanto sobre activos como sobre patrimonio promedio en dólares, en el año 2000, eran 14 por ciento y 1,3 por ciento respectivamente; en junio del 2004 (anualizado), esos indicadores eran 2,6 por ciento y un

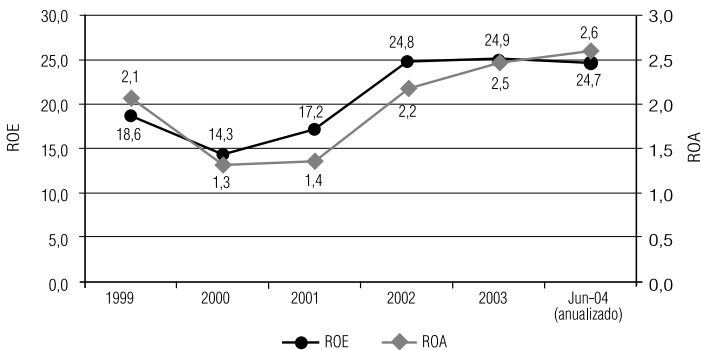
25 por ciento en dólares. Estos resultados colocaban al grupo financiero como el más rentable en Costa Rica (Gráfico 4.3).

**GRÁFICO 4.2**  
GRUPO FINANCIERO BAC SAN JOSÉ:  
UTILIDAD NETA CONSOLIDADA (PRIMER SEMESTRE)  
(En miles de US\$)



FUENTE: Elaboración propia.

**GRÁFICO 4.3**  
GRUPO FINANCIERO BAC SAN JOSÉ:  
EVOLUCIÓN HISTÓRICA DE INDICADORES DE RENTABILIDAD  
(Porcentajes)

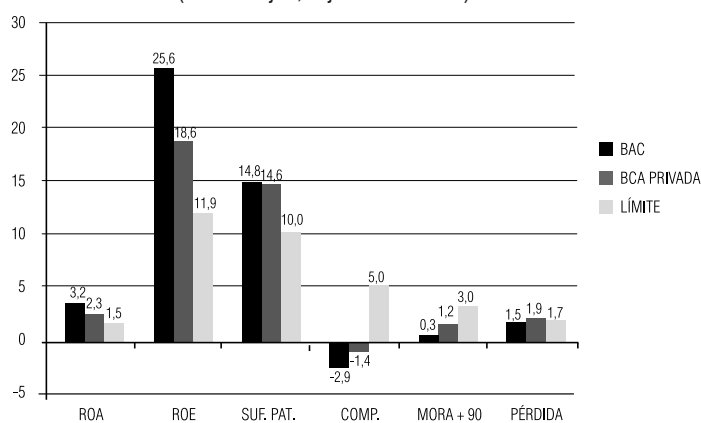


FUENTE: Elaboración propia.

Por otra parte, acudiendo al sitio de Internet de la Superintendencia General de Entidades Financieras, que es bien amplio en cuanto a información disponible, es posible obtener los indicadores del CAMUL, que es

el sistema de alerta temprana que le sirve al supervisor para monitorear, mediante una serie de indicadores, la posibilidad de que ocurran eventuales crisis que afecten a los regulados. Con base en dicha información, se presenta, en el Gráfico 4.4, algunos indicadores seleccionados, con el objetivo de mostrar cómo se veía el BAC San José técnicamente de acuerdo con el CAMUL, en comparación con el sector de banca privada y los límites que exige la Superintendencia General de Entidades Financieras (SUGEF). Cabe aclarar que los datos ilustrados en las barras más oscuras no son públicos, no pueden ser obtenidos a nivel individual en la página de la SUGEF, donde solo hay agregados para la banca privada y la estatal.

**GRÁFICO 4.4**  
ALGUNOS INDICADORES FINANCIEROS UTILIZADOS POR SUGEF  
EN SU MODELO CAMUL  
(Porcentajes, a junio del 2004)



ROA: Rendimiento sobre activos.

ROE: Rendimiento sobre patrimonio.

Suf. pat.: Suficiencia patrimonial, es decir, capital a activos ponderados por riesgo.

Comp. pat.: Compromiso patrimonial, que se define como el porcentaje del patrimonio que representa la diferencia de pérdidas esperadas y estimaciones para pérdidas.

Mora +90: Cartera de crédito en mora a más de noventa días.

FUENTE: SUGEF.

Como puede observarse, el BAC San José contaba con la rentabilidad sobre activo promedio y sobre patrimonio promedio más altas; en cuanto a la suficiencia patrimonial –que es el patrimonio económico compa-

rado con los activos ponderados por el riesgo, es decir, las posibilidades de apalancamiento—, el banco se encontraba en la parte más alta, con casi un 15 por ciento, contra un límite de 10 por ciento exigido. El compromiso patrimonial —que compara la diferencia entre la pérdida esperada y las estimaciones que ha hecho el banco para cubrir esas pérdidas con el patrimonio (entre más negativa sea esa diferencia es mejor, pues habría más estimaciones para cubrir las pérdidas)— era, para el BAC San José, de -2,9 por ciento, mientras que para la banca privada era de -1,4 por ciento en promedio y el límite permitido por la SUGEF de hasta un 5 por ciento. El indicador de mora a más de 90 días, en el del BAC San José, era de 0,3 por ciento; el promedio para la banca privada era de 1,2 por ciento y el límite de la SUGEF 3 por ciento. Finalmente, el indicador de pérdida esperada era de 1,5, en el caso del BAC San José; 1,9 en promedio para la banca privada y 1,7 el límite permitido por la SUGEF.

Con todos los datos presentados en los párrafos anteriores quiero mostrar cómo, desde el punto de vista técnico, no había forma de que alguien pudiese anticipar, mediante este sistema de alerta temprana, que algo pudiese pasar en el BAC San José, mucho menos que existiesen fundamentos técnicos para justificar una corrida de depósitos.

Si se tomara en cuenta aspectos cualitativos previos a la crisis, se destacan los siguientes hechos relevantes:

- Ser un grupo certificado en la norma de calidad ISO 9001-2000 en toda Centroamérica desde hace cuatro años, lo cual quiere decir que tenemos un sistema para gestionar la calidad, que nos ha obligado a documentar todas las políticas, procedimientos, instrucciones de trabajo —incluyendo planes de contingencia—. Esto es muy importante, porque al final mucho de lo que sucedió depende de la existencia o no de un plan, que establezca qué hacer en caso de una crisis.
- Se había tomado la decisión de obtener una calificación de cumplimiento de pago por parte de una agencia internacional de calificación de riesgo. En otras palabras, nos sometimos a la evaluación de un tercero que, con una metodología aplicada internacionalmente, dictaminara si el BAC San José tiene o no capacidad de atender sus deudas. El resultado fue el nivel de calificación o *rating* máximo al que puede aspirar cualquier empresa privada cuyo ingresos se ge-

neren en Costa Rica, es decir, el riesgo soberano o grado de cumplimiento de pago de la deuda del Gobierno o Banco Central de Costa Rica, en este caso, BB.

- También, a raíz de todos los tabúes que se han hecho sobre la banca domiciliada en el exterior, decidimos calificar el banco *offshore* por parte de un tercero, situación inédita en Costa Rica. La calificación obtenida, y que es pública, también fue BB.
- Junto con los colegas de Interfín, hicimos una primera titularización hipotecaria, que fue calificada por Moody's y Standard & Poor's como AAA, en el mercado de Nueva York.
- En abril del año 2004, meses antes de la crisis, la revista *Estrategia y Negocios* llevó a cabo un análisis muy similar al CAMUL, a nivel centroamericano, en el que el BAC San José resultó ser el mejor banco de Centroamérica.
- Dentro del sistema de calificación de la SUGEF se nos ubica, tanto por términos cualitativos como cuantitativos, como una entidad de riesgo normal; en consecuencia, no teníamos ningún grado de irregularidad y, por lo tanto, no había ninguna base, como me lo explicó don Óscar Rodríguez, Superintendente de Entidades Financieras, para poder intervenir el banco.

Toda esta fortaleza técnica, fundamental y cualitativa fue atacada por una fuerza, hasta ese momento desconocida, anónima, malintencionada, de un RUMOR infundado acerca de una supuesta intervención del Banco por parte de la Superintendencia General de Entidades Financieras (SUGEF).

#### 4.2 SITUACIÓN DURANTE EL EVENTO: CUANDO VEINTE HORAS PUEDEN SER TODA UNA VIDA

De acuerdo con el Diccionario de la Real Academia Española, existen varias definiciones de la palabra RUMOR. La primera es "voz que corre entre el público"; en segundo lugar, "ruido confuso de voces"; en tercer lugar, "ruido vago, sordo y continuado". A su vez, el término



“corrida de rumores” se define como “un medio que genera informaciones no confirmadas y tendenciosas”.

Como puede verse, se trata de situaciones que producen incertidumbre; y la incertidumbre, a su vez, genera desconfianza. Cualquiera que trabaje en el sector financiero comprenderá que esta es una actividad de confianza; por lo tanto, la pérdida de confianza es fatal para cualquier participante del sector, ya que esto puede traducirse en un pánico psicológico a nivel de los clientes. Lo normal es que a nadie le agrade perder sus ahorros, es por ello que el pánico, así generado, provoca literalmente una corrida: el público masivo sale corriendo a la sucursal o cajero automático más cercano a pedir, no títulos valores ni cheques, sino billetes, monedas, numerario, y eso fue lo que sufrimos a partir del martes 10 de agosto al final de la tarde.

Afortunadamente, esta corrida que sufrimos no fue seguida por lo que comúnmente ocurre: el primer banco afectado cae y, en consecuencia, se produce un efecto dominó, que amenaza con contagiar al resto del sistema bancario. Si se llega a producir un nivel de desconfianza generalizado, es posible se dé una salida de capitales del país y se esté a las puertas de una severa crisis económica.

¿Cómo inició nuestro evento? Bien, el lunes 9 de agosto, al final del día, se reciben algunas llamadas de clientes pequeños; esas primeras llamadas hablaban de una supuesta intervención por parte de la SUGEF.

El martes 10 de agosto se remitió un correo a los gerentes, informándoles acerca de esas llamadas y solicitándoles que monitorearan el tema, que chequearan mediante el *call center* y las sucursales, para ver qué estaba sucediendo en realidad. Durante la mañana de ese día las llamadas relacionadas con el tema continuaron acumulándose (más o menos, sumaban ya 50). Coincidentemente, muchos de los que hacían consultas en ese momento pertenecían al sector médico y eran cercanos a la zona del Barreal de Heredia.

Por instancias de nuestro *Chairman*, se decide al principio de la tarde conversar con el ingeniero Oscar Rodríguez, Superintendente General de Entidades Financieras, quien rotundamente desmintió que hubiese tan siquiera algo pensado sobre una supuesta intervención al BAC San

José y reitera que, si así fuese, la legislación existente obliga a seguir todo un procedimiento con autorización del Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero (CONASSIF) y nada de eso se estaba presentando en nuestro caso.

Cerca de las tres de la tarde, los directores de los principales medios de comunicación colectiva del país, así como nuestra firma de Relaciones Públicas, ante la magnitud de las llamadas que se había registrado sobre el tema, recomendaron no salir a desmentir públicamente lo infundado del rumor, por temor a un efecto *boomerang*; es decir, si se salía a mencionar que no había tal intervención, el público podría haber interpretado que realmente sí la iba a haber y eso más bien precipitaría la corrida.

De acuerdo con el monitoreo de llamadas que se estaba haciendo, algo tuvo que haber sucedido en el lapso de tres a cinco de la tarde, cuando la cantidad de llamadas creció exponencialmente. Después nos dimos cuenta que, por medio de utilización de *call centers* externos, se replicaron los mensajes de intervención a celulares y *beepers*, multiplicándose los temores e incentivando a los clientes a correr por sus ahorros. Es aquí en donde surge una de las principales enseñanzas de esta crisis: en un mundo globalizado y virtual como el de hoy, ya no es necesario que el rumor se transmita a viva voz, como dice la definición de la Real Academia; solo bastan fracciones de segundo para que por medio de medios electrónicos y en línea se pueda cubrir una masa significativa de interesados. Por tanto, se requiere tener un control de calidad y supervisión sobre todas estas novedades de comunicación (*sportbooks*, *call centers*, *café Internet*, etcétera), para evitar que se hagan malos usos de ellos, que podrían llegar a tener impactos jamás esperados en la confiabilidad de una organización, sistema o país en general. Asimismo, eso exige, de parte de las entidades, procedimientos y protocolos de comunicación que a su vez respondan por la misma vía, en tiempos muy cortos, a las noticias mal intencionadas.

Ya para las 5 p.m. se había generado el pánico en las sucursales. Era impresionante la cantidad de personas que se hicieron presentes a nuestros sucursales y cajeros automáticos a exigir sus ahorros.

Antes de proseguir con esta cronología, es necesario detenerse a analizar dos aspectos que considero muy importantes. En primer lugar, hoy sabemos que esta situación no fue aleatoria, los primeros clientes en ser alertados de la supuesta intervención, mediante estos mensajes a celulares y *beepers*, fueron médicos; la pregunta que uno se hacía, naturalmente, era ¿por qué médicos? Pues bien, mes y medio antes el Banco ELCA había sido intervenido; éste era un banco que manejaba las cuentas de los médicos en el Hospital CIMA, por lo que en ese gremio ya estaban enterados de que, cuando un banco es intervenido, lo primero que se hace es congelar los ahorros. De manera que quien sea que haya hecho esto, no lo hizo aleatoriamente, sabía que ahí había terreno fértil para generar histeria y también esparcir el rumor rápidamente. No es sorprendente que en poco tiempo la situación se hiciera inmanejable.

En segundo lugar, el mensaje fue escogido premeditadamente: “BAC San José va a ser intervenido a las cuatro de la tarde, saque su dinero de ese banco”. ¿Qué nos dice la historia de las intervenciones bancarias en Costa Rica?, que ninguna entidad que haya experimentado ese proceso se ha salvado, todas han sido liquidadas tiempo después, con pérdidas para sus ahorrantes. Y ese es quizás un aspecto que llama a la reflexión: ¿por qué ocurre de esa manera? Considero que no es por incapacidad o negligencia de los reguladores o interventores, sino porque la ley les permite hacer relativamente poco, realmente la ley nuestra no da la suficiente flexibilidad al regulador para que pueda actuar rápidamente, tratando de utilizar los activos que tiene el banco para rescatarlos. Pero independientemente de esas consideraciones, el hecho es que la historia nos dice que en Costa Rica un banco intervenido nunca se ha salvado.

Ante esa situación, el público pierde la confianza más fácilmente. Un rumor, aunque infundado, logra su objetivo: la gente, literalmente hablando, sale corriendo a buscar su dinero en efectivo. Y francamente creo que esa es una reacción totalmente natural; ante el temor de perder los ahorros de toda una vida o sus salarios, la mayoría del público, como cualquiera de nosotros lo haría, corre a sacar el dinero y después pregunta si el rumor era cierto o falso.

Alrededor de las 5:30 p.m., siguiendo las instrucciones del plan de contingencia, se convoca al Grupo Gerencial y se establece un Comité de

Crisis integrado por la Presidencia, la Gerencia General y la Gerencia Financiera. La premisa era muy clara: teníamos que organizarnos en un período muy corto para poder atender las demandas de efectivo que estábamos experimentando. A su vez, las tareas fueron segregadas en dos subcomités: uno encargado de informar (por medio de un solo canal y discurso) a los medios de comunicación colectiva y contactar a las autoridades para solicitarles su ayuda para desmentir el rumor. El otro, debía cumplir con una labor de logística interna fundamental: hacer llegar grandes masas de efectivo, no planificadas previamente, en el menor tiempo posible y bajo estrictas normas de seguridad, a las sucursales y cajeros automáticos, pues algunas de ellas empezaban a quedarse sin dinero.

Posteriormente, se tomaron dos decisiones que, a la postre, resultaron ser críticas. En primer lugar, salir a dar la cara en todo momento, atender a los periodistas y desmentir el rumor, utilizando para ello un único discurso. La segunda decisión fue no cerrar las puertas del banco hasta atender al último cliente, lo cual ocurrió el miércoles en la madrugada; a las 3 a.m. se atendió al último cliente.

Esas dos áreas de acción inmediata –la coordinación con los medios de comunicación y las autoridades para públicamente desmentir el rumor y la organización de la logística de operación para atender las demandas de efectivo– fueron cruciales. ¿Por qué actuamos de esa forma? En primer lugar, porque nosotros mismos estábamos muy seguros de que teníamos la solidez, tanto local como regional, la liquidez suficiente, para atender esas demandas y, en segundo lugar, porque los bancos que habían sido intervenidos hicieron todo lo contrario: cerraron sus puertas y no atendieron abiertamente a la prensa; eso no hace sino aumentar las sospechas o dudas sobre la validez del rumor de intervención y quiebra.

En coordinación con el Presidente del CONASSIF, don Luis Diego Vargas, y del Superintendente, don Óscar Rodríguez, se hace la primera aparición a los medios de comunicación colectiva, en las ediciones nocturnas de los noticieros, desacreditando rotundamente el rumor de intervención. Esto, tengo que admitirlo, causó un efecto tranquilizador; sin embargo, la gente no se fue de las sucursales, sino que siguió retirando dinero. Como era de esperarse, las sucursales se quedaron sin

efectivo; el mensaje que se había querido transmitir a través de los medios de comunicación era que el día siguiente, a partir de las 7:30 a.m., íbamos a continuar atendiendo las demandas de retiro de efectivo y que podían estar tranquilos sobre la solidez financiera del BAC, pues tanto las reservas líquidas locales como regionales eran suficientes para atender la demanda. Se utilizó una cifra real que se tenía en aquel momento, las inversiones líquidas del Grupo BAC a nivel regional (US\$ 800 millones) eran más grandes que todo el activo del BAC San José junto.

Al quedarnos sin efectivo y haber ofrecido abrir de nuevo las puertas al público a las 7:30 a.m. del día miércoles, tuvimos que tocar distintas instancias para obtener el numerario. Se conversó con el Banco Central, quienes amablemente indicaron que podían ayudarnos pero solo en moneda local, pues ellos se retiraron de la función de importar dólares en efectivo desde hacía dos años. A su vez, reiteraron que, por asuntos de logística, el suministro de colones se podía hacer llegar, pero a partir de las 8:30 am., dado que las bóvedas del Central están automáticamente programadas para abrirse después de esa hora. Esto obviamente nos complicó la operación, pero por fortuna logramos que diversos colegas de los bancos del Estado, incluyendo el Banco Popular, nos pudieran vender remesas de efectivo en colones y dólares para seguir alimentando sucursales y cajeros automáticos.

Por otra parte, a primera hora del miércoles se hicieron solicitudes de giro a las líneas de financiamiento de los bancos corresponsales del exterior, habiéndose girado estos dineros sin ningún cuestionamiento sobre la crisis de liquidez.

Otro de los aspectos críticos para haber enfrentado con éxito esta situación, fue el haber contado con una fuerza de camiones remeseros propia, la cual fue críticamente planificada según determinadas rutas, de acuerdo con las exigencias de demanda que estábamos recibiendo mediante un solo canal, el Tesorero General del Grupo.

Es importante también señalar que los retiros de efectivo no solo se presentan por medio de las dispensas en sucursales y cajeros automáticos, sino que algunos clientes hicieron depósitos de cheques del BAC el día martes en otros bancos del sistema, los cuales por medio de la cámara de compensación fueron cobrados, deduciendo nuestros saldos de encaje

en el Banco Central al día siguiente, lo que hizo que también nos quedáramos temporalmente con problemas de desencaje. Otra de las medidas asumidas fue volcar nuestra posición patrimonial, la que por política interna se mantiene totalmente en dólares, para convertirla a colones.

Por otra parte, ese mismo miércoles, se observaron también algunos retirios en los fondos de inversión. Importante en consecuencia fue la lección de que, ante una situación de crisis de liquidez, nuestros clientes, por un asunto de cultura financiera, no separan lo que sucede en el banco del resto de las otras subsidiarias, sino que, debido a un tema de riesgo reputacional o de imagen, todas las subsidiarias son tratadas de igual forma que el banco.

Cerca de las diez de la mañana, en un acto que agradecemos públicamente, el Ministro de Hacienda, don Alberto Dent, toma la decisión, sin que nadie se lo pidiera, de salir a dar una conferencia de prensa en donde habla en favor del BAC San José, manifestando que "...no había nada que temer, y destacando el hecho de que, cuando un banco está en problemas, lo primero que hace es cerrar las puertas y esconderse, mientras que esta gente mantiene las puertas abiertas y sigue haciéndole frente a la situación".

A las 11:30 de la mañana un cliente nuestro es asaltado y herido de bala en las cercanías del Parque La Sabana, luego de retirar US\$ 10 mil en efectivo. Este hecho hace que don Walter Navarro, Director General de la Fuerza Pública, salga a los medios de comunicación para transmitir lo irracional de lo que estaba sucediendo: "... por salvar la plata la gente estaba arriesgando la vida".

Es importante destacar que durante la evolución de la crisis, mantuvimos una comunicación directa y abierta con el señor Presidente del Banco Central, don Francisco de Paula Gutiérrez, quien al observar que la tendencia no se revertía, decidió brindar una conferencia de prensa al mediodía, donde transmitiría un mensaje contundente, claro, transparente: "... el Banco Central confirmar la solidez del BAC San José y, por tanto, no hay nada que temer sobre una supuesta intervención infundada". Eso indudablemente fue fundamental para que a partir de la una de la tarde, se empezara a mostrar un flujo neto de depósitos en colones, lo que sucede también en dólares a partir de las 3 p.m. A partir de

las 5 p.m. las filas definitivamente habían ya desaparecido, la situación estaba ya controlada; una hora más tarde, también el señor Presidente de la República, don Abel Pacheco, aparece en los medios de comunicación, enviando un mensaje de confianza en la solidez del BAC San José. Minutos después de eso, varias agencias de publicidad nos empiezan a llamar para ofrecernos una campaña, en la que el *slogan* sea: “BAC San José, Solidez Demostrada”.

### 4.3 SITUACIÓN DESPUÉS DE LA CRISIS: SOLIDEZ DEMOSTRADA PERO INQUIETOS

Ha sido evidente que después de una situación como la acontecida, haber sobrevivido es una muestra práctica de la solidez del Grupo, aunque sí se generaron algunos “traumas post crisis” que nos hoy llevan a monitorear más de lo requerido el comportamiento de los retiros en cajas y cajeros automáticos, para poder prevenir de nuevo una situación similar.

A pesar de lo acongojante que fue este “corremoto” siempre se pueden rescatar aspectos positivos y a mejorar. Entre los primeros destacan:

- Nuestra solidez quedó demostrada, como ya se dijo.
- Nos beneficiamos de un aumento de publicidad sin costo.
- Nos quedó una valiosa experiencia en manejo de crisis de liquidez.
- Ello nos ha permitido hacer mejoras al plan de contingencia, el cual debe ser necesariamente un requerimiento mandatorio de cualquier entidad regulada.
- La experiencia motivó una mayor integración e identificación del personal. Es increíble, los 1.300 colaboradores se mantuvieron totalmente identificados con la organización durante toda la crisis; no se ha presentado, desde ese momento, ninguna queja del personal, por ejemplo, exigiendo el pago de horas extras o cosas por el estilo, nuestro colaboradores quedaron con la camiseta bien puesta.
- Buena relación y comunicación con las autoridades.

Entre los elementos que afectaron adversamente destacan:

- La crisis implicó un costo financiero.
- Hubo alguna pérdida de ahorros baratos, sin embargo, al mes de octubre todos los fondos retirados fueron recuperados.
- Nos vimos obligados a realizar una conversión de la posición patrimonial, la cual a la fecha se encuentra totalmente recuperada
- Se produjo un aumento de la duración promedio del portafolio, ya que tuvimos que vender las inversiones más líquidas. Al día de hoy, hemos regresado a la política prudente de duraciones cortas ante expectativas de subida de tasas de interés
- Se modificó la estructura de fondeo, aumentando la participación de captación a plazo.
- La crisis implicó costos operativos y desenfoque de negocios.
- Se tomó la decisión de aumentar nuestros niveles de liquidez. De una reserva equivalente al 20 por ciento de los saldos vista, se incrementó al 30 por ciento.

Una de las preguntas más frecuentes que se hace después de la crisis es la de qué pudo haber motivado este rumor. Sea lo que fuese, lo cierto es que sí se puso en riesgo la estabilidad y solvencia, no solo del BAC San José (porque a veces nos confundimos y creemos que fue un tema puntual del BAC San José), sino de todo el sistema bancario y financiero de Costa Rica, e incluso de la economía costarricense como un todo.

Sin embargo, y para sorpresa, después del evento nos dimos cuenta que el Código Penal actual no tipifica lo que le sucedió como un delito de interés público. A lo sumo, el delito que más se aproxima es uno de difamación patrimonial contra el BAC San José. En consecuencia, ni el Ministerio Público ni el Organismo de Investigación Judicial podían ayudar en la investigación del origen del rumor. Esta es una de las mayores oportunidades de mejora que, creemos, debería realizarse al actual Código Penal, incluyendo un capítulo exclusivo para la tipificación de delitos de materia financiera-económica, pues el mundo de hoy lo requiere.



Luego de la crisis, también nos hemos dado a la tarea de identificar quiénes fueron los clientes que sacaron la plata. Se trató en su mayoría de pequeños ahorrantes (con depósitos de menos de US\$ 25 mil) y asalariados. Eran clientes con edades entre 25 y 52 años; la mayoría con formación universitaria, lo que podría evidenciar que la falta de cultura financiera ocurre a todo nivel dentro de nuestra población. También tuvimos retiros importantes de comercios pequeños, que se comportan como las personas físicas, es decir, la decisión de retiro está determinada por el comportamiento personal del dueño del negocio.

Un aspecto particular del sistema financiero costarricense es que, ante el riesgo de pérdida, muchos pequeños ahorrantes buscan de inmediato refugio, por ejemplo, en la garantía ilimitada del Estado, que protege los depósitos realizados en bancos públicos. Es por ello que llegamos a la conclusión de que un sistema de seguro de depósitos (con las debidas primas de riesgo pagadas por todos los bancos, tanto públicos como privados, según su nivel de riesgo, con un techo máximo entre US\$ 20 mil y US\$ 30 mil), sin duda sería el antídoto básico para cortar de raíz esta clase de situaciones y darle mayor solidez y estabilidad al sistema financiero como un todo. Entendemos que esta propuesta está siendo analizada por las autoridades y la Asociación Bancaria Costarricense (ABC).

Como parte de una encuesta que realizamos, con posterioridad a la ocurrencia del evento, entre los clientes que hicieron retiros, se les preguntó la razón principal por la que retiraron sus depósitos, haciendo la distinción entre personas (247) y empresas (190). En ambos casos, casi en el 70 por ciento de los entrevistados, adujo como razón principal el no perder el dinero; otro porcentaje importante señaló pérdida de confianza. Hay también razones de otro tipo, como quienes dijeron sacar el dinero por consejo de los hijos o por órdenes del jefe, pero realmente el motivo principal, que causa el pánico, es la reacción natural a no perder los ahorros de toda una vida o el sustento diario de su existencia, los salarios.

#### **4.4 PRINCIPALES LECCIONES Y OPORTUNIDADES DE MEJORA**

¿Cuáles son las principales lecciones que deja un evento como éste y qué cosas se pueden mejorar? Antes de entrar en ese tema, es justo re-

conocer que haber sobrevivido a la crisis –que repito, no se trató de un evento aleatorio– creemos que simplemente demuestra –y no lo digo por vanidad– que tomar políticas conservadoras funciona en el largo plazo. Son políticas heredadas de una Junta Directiva, de una administración, con más de veinte años de estar trabajando en el negocio bancario, con una probada seriedad y profesionalismo, con políticas de riesgo y liquidez conservadoras, preocupadas por la calidad de los activos, la rentabilidad, la solidez, el alineamiento organizacional y la buena comunicación con los entes reguladores.

El evento dejó una gran cantidad de enseñanzas para el banco. El capital de trabajo en una situación de este tipo aumenta de manera significativa, la necesidad de efectivo en las sucursales y en los cajeros automáticos prácticamente se multiplica de 4 a 5 veces. Eso es normal en épocas pico, como el día de la madre o la Navidad, las cuales están debidamente identificadas en el tiempo y por tanto permiten la planificación previa para atender los requerimientos de efectivo. El reto que plantea una corrida es que no se sabe con exactitud cuándo puede ocurrir, por lo que la planificación previa no existe.

Nos pudimos dar cuenta, mediante esta corrida, que los planilleros y los pequeños ahorrantes son la gente más sensible a rumores. Las formas de comunicación con estos segmentos de clientes no son “cara a cara” y, por ello, era difícil hacerles ver que el rumor era infundado. En el caso de los clientes corporativos, es suficiente llamar al gerente de la empresa o al gerente financiero para tranquilizarlos y convencerlos de que nada está pasando, pero con los clientes pequeños y masivos eso es imposible, no se pueden hacer diez mil o veinte mil llamadas en un período de tiempo muy corto.

En estos casos es indispensable el apoyo contundente y convincente de las autoridades, estamos convencidos que sin el apoyo del Banco Central, el CONASSIF y la SUGEF no hubiese sido posible desmentir rotundamente el rumor. Otra enseñanza importante de la crisis es que no hay rumor pequeño, ninguno, por irrelevante que parezca, debe ser subestimado.

Un funcionamiento adecuado y oportuno de la logística para hacer llegar efectivo a las sucursales es fundamental. La crisis también nos lle-

vó a hacer una evaluación de la mezcla entre el volumen de saldos a la vista y el nivel de reservas de liquidez. Es importante mantener distintos grados de liquidez; hay que definir una liquidez primaria, una liquidez secundaria y una liquidez terciaria. Existe también una necesidad muy grande de aumentar el grado de cultura financiera de nuestra población. Todos los que estamos involucrados en los negocios financieros tenemos una responsabilidad social muy grande, que consiste en educar a los clientes en temas como qué es una corrida, cuándo se puede intervenir un banco, bajo qué circunstancias, qué es el CAMUL, cómo se mide la liquidez o la calidad de un banco, etcétera. El público necesita creer en el banco donde mantiene sus depósitos, el gran reto es cómo ser convincentes.

El evento, sin duda, nos mostró la importancia de incorporar la gestión de crisis de liquidez en el plan de contingencia; es decir, aunque todos los bancos tienen un plan de contingencia, lo importante que el banquero se pregunte: ¿ha sido probado el plan de contingencia?, ¿se sabe a quién llamar en estas emergencias?, ¿quién en el Banco Central maneja la bóveda?, ¿quién es la persona en los demás bancos que maneja el efectivo y que podría ayudarnos a salir a flote?, ¿cuáles son los teléfonos?, ¿cuáles son los horarios? Las crisis no ocurren en horario de oficina, en nuestro caso, nos mantuvo trabajando hasta las tres de la madrugada, hicimos muchas llamadas solicitando colaboración, pero mucha de la gente a la que llamamos no estaba disponible a esas horas.

Es necesario que el comité de crisis se mantenga trabajando las veinticuatro horas, para transmitir confianza y seguridad al personal y, de éstos, a los clientes.

Hay que tener muy claro que el apoyo crediticio de colegas durante una crisis es imposible; y es lógico que así sea, ya que en una situación de ese tipo nadie puede ayudar, aunque quisiera, por el simple hecho de que existe el riesgo de que se vuelva un fenómeno sistémico, y entonces el resto de bancos se está preparando para enfrentar cualquier efecto negativo. Existe también un canal de contagio a través de la intermediación bursátil, lo cual constituye una fuente de riesgo reputacional. Finalmente, quedó claro que un correcto alineamiento y un clima organizacional adecuado son de mucha ayuda; en otras palabras, es preciso que “la gente esté con la camiseta puesta”.

Pero las enseñanzas no son solo para los bancos, también las hay para las autoridades reguladoras. No solo los bancos deben tener su plan de emergencia de liquidez, las autoridades también deben tenerlo, su actuación debe ser rápida, contundente, convincente, sobre todo porque –insisto– vivimos en un mundo virtual y en él la difusión de mensajes tiene que realizarse a través de los medios de comunicación colectiva, por lo tanto deben haber horarios ampliados para dar declaraciones públicas y para las operaciones. La velocidad de las comunicaciones de hoy demanda capacidad electrónica por parte de las autoridades para divulgar noticias verdaderas –o desmentir las falsas– por medios masivos como *beepers*, mensajes, Internet, televisión, prensa y radio.

El mecanismo de redescuento, tal y como está establecido actualmente, debe ser modernizado. Los requisitos que el Banco Central exige para autorizarlo son difíciles de cumplir (por ejemplo, solo es elegible la cartera de crédito clasificada como A o B1, con garantía real y con un vencimiento de menos de un año). Esto hace que realmente con estos criterios, la cartera elegible para redescuento sea mínima. Además, mediante redescuento solo es posible prestar en colones, no en dólares.

El riesgo de liquidez del banco afectado tiende a aumentar exponencialmente con el transcurso del tiempo. Finalmente, hay que actuar muy rápido, eso es fundamental. Cuando uno lee los procedimientos de acceso al redescuento –para seguir con ese ejemplo– se da cuenta que para acceder al redescuento debe mandarse una carta de solicitud al gerente del Banco Central, debe demostrarse que realmente se está en una crisis de liquidez y deben firmarse gran cantidad de documentos, así como endosarse los documentos de garantía. Mientras todo eso se cumple, un banco probablemente ya ha sido abatido por la crisis; entonces, ¿por qué no actuar previamente, cuando la situación está normal?, ¿por qué no calificar la cartera de crédito –trabajo que ya la SUGEF ha realizado–, trasladar las garantías en favor del Banco Central a una custodia de la Central de Valores (CEVAL) y, en función de eso, tener ya una línea preaprobada de acceso al redescuento; onerosa, pero que dé seguridad de que se puede tener acceso a liquidez de última instancia con solo una llamada telefónica.

Es claro que a mayor tamaño y prestigio del banco, mayor riesgo de contagio, por lo que las autoridades deben actuar en consecuencia. No

se debe, en medio de esas situaciones, solicitar a la entidad más informes, lo único importante es permitir la transferencia de liquidez y el descuento de cartera. Finalmente, por tratarse de figuras públicas, las autoridades deben exponerse más a los medios, el público necesita conocerlos de previo a la crisis para que se tenga una mayor credibilidad a sus mensajes.

La crisis también dejó enseñanzas para los periodistas. Las noticias financieras deben ser cubiertas por personal especializado y debidamente entrenado, debe haber claridad respecto a la sensibilidad del sistema financiero ante rumores de inestabilidad financiera. Un banco, el sistema financiero, es muy distinto a una empresa comercial, industrial o de servicios. Hay que investigar antes de divulgar noticias falsas, sobre todo en el sector financiero y debe exigirse el establecimiento de un control de calidad y un procedimiento para verificar información de los entes regulados, para evitar que se divulgue información incorrecta.

Por último, esta experiencia también nos debe hacer ver oportunidades de mejora. Como mínimo, deben tomarse acciones en las siguientes áreas:

- Modificación al Código Penal. Creemos que es evidente que el Código Penal tiene que modificarse para incluir un capítulo de delitos financieros.
- Debe haber una ley que castigue la divulgación de información falsa.
- Debe existir un mayor control de calidad y regulación de centros de divulgación de información virtual, como *call centers*, centros de envío de mensajes a *beepers*, *sport books*, cafés Internet, etcétera.
- Debe haber una reforma total del mecanismo de redescuento. Las formalidades deben quedarse para antes de la crisis.
- Debe crearse mecanismos alternos de liquidez en dólares. ¿Por qué no establecer un fideicomiso interbancario, donde se cedan carteras hipotecarias? Esa idea fue discutida, se habló de ello, pero nunca se llegó a concretar.
- Se debe establecer un seguro de depósitos. Por el monto de los retiros que nos hicieron durante la crisis, estoy seguro que con la existencia de un seguro de depósitos, con una cobertura de menos de 5

millones de colones es suficiente para quitar el pánico psicológico de la gran masa. La gente hubiese reaccionado tranquilamente si hubiera contado con un seguro de depósitos como éste.

- Son necesarias mayores opciones de actuación para la SUGEF a la hora de intervenir un banco, para tratar de rescatarlo.
- Se hace necesaria la supervisión consolidada de la cartera activa, los regulados tenemos que abrir toda la información activa para que la SUGEF pueda salir, con tranquilidad, a decir que, como conoce la situación de TODAS las subsidiarias, no hay ningún tipo de problema con la organización. Pero si no le damos acceso irrestricto al supervisor para que pueda revisar la cartera completa de los bancos *offshore*, no podemos pedir que tengan una opinión favorable.
- Se requiere una mayor capacitación de los periodistas en materia financiera. Para ello se puede hacer una excitativa a la ABC, al Banco Central y a la SUGEF para organizar un seminario o varios seminarios especializados en este tema.
- Hay que hacer una revisión minuciosa de los procesos y horarios de mecanismos de acceso al efectivo.
- Creemos que debería ser obligatoria la calificación de riesgo de los bancos (tanto los locales como los *offshore*) y que sea pública, no por parte de la SUGEF, sino por organismos independientes, autónomos, con credibilidad, para que nuestros clientes empiecen a culturizarse desde el punto de vista financiero.

No quisiera finalizar nuestra presentación, sin antes volver a dejar expreso nuestro agradecimiento a todas aquellas personas o instituciones que de una u otra forma, colaboraron con nosotros para salir airosos de una situación crítica como la descrita anteriormente.

# Comentario

---

ÓSCAR RODRÍGUEZ U.

Inicio diciendo que tanto las exposiciones de don José Rafael Brenes como la de don Gerardo Corrales son de primera calidad. Los expositores presentaron casos recientes, todavía muy frescos en nuestras mentes, que evidencian de manera dramática la vulnerabilidad de nuestro sistema financiero. Felicito a la Academia de Centroamérica por tan acertada iniciativa y a los dos expositores por la calidad de las presentaciones.

## **El caso de los fondos de inversión y de pensiones**

Los siguientes, son mis comentarios en torno al caso de la crisis de los fondos de inversión y de pensiones.

1. Desde la perspectiva del análisis de las causas de la crisis, el trabajo realizado por don José Rafael Brenes merece un reconocimiento especial, pues ahonda bastante en ellas. Tan evidentes parecen ahora las señales de que se gestaba una crisis en los fondos de inversión, que uno se pregunta por qué ni los inversionistas, ni los operadores bursátiles, ni las autoridades se dieron cuenta antes de que la corrida sucediera. Bastaba ver el alza avisada en las tasas de interés internacionales, el crecimiento meteórico de los saldos de los fondos de inversión, la escasa disponibilidad de papel de deuda de Costa Rica y la existencia de un vector de precios deficiente
2. También llama la atención que varias de las medidas que se pusieron en práctica durante la crisis no se hubieran adoptado antes de que ésta iniciara. Me refiero a la modificación del sistema de llama-

das a mercado, los cambios a la metodología para el cálculo del vector de precios y la rueda separada de negociación.

3. El elemento diferenciador en esta crisis fue la confianza que existió en el país y que generó un círculo virtuoso de inversión, en el que el dinero salía de los fondos e ingresaba a los bancos; estos últimos, a su vez, inyectaban liquidez a los fondos, lo cual permitía que más inversionistas pudieran retirar sus dineros de los fondos para ir a invertirlos a los bancos. Así como nadie puede garantizar que ese círculo virtuoso suceda en el futuro, sí es lógico suponer que los inversionistas esperen que los bancos inyecten liquidez a sus fondos de inversión como lo hicieron en esta ocasión. Ese es un riesgo latente.
4. En una nota positiva, quiero felicitar a los fondos de inversión privados no bancarios por la exitosa defensa que hicieron, en contraposición a los fondos de inversión privados bancarios: los fondos no bancarios lograron contener la caída de saldos a solo el 13 por ciento, en comparación a la caída del 47 por ciento de los fondos bancarios privados. ¿Se debió esto a una mayor destreza en el manejo de la crisis?, ¿a clientes mejor informados y de perfil de inversión más adecuado para los fondos?, ¿o acaso se debió a mejores mecanismos de control (comisiones de salida más altas)?

Como conclusión, me parece que un análisis más integral del tema, y menos enfocado a las causas, debería haber contemplado al menos tres riesgos adicionales:

1. Los riesgos para el sistema financiero derivados de lo que llamo el “síndrome gallo-gallina” de la relación existente entre los bancos y sus fondos. Esta situación existe cuando el papel de los bancos como proveedores de liquidez para sus propios fondos es ambivalente. En teoría, un fondo opera su liquidez de manera independiente del banco de su grupo financiero; por ende, el banco no requiere tener reservas de liquidez más allá de las requeridas para su propia operación. Así opera la situación en los buenos tiempos. Pero cuando atraviesa por épocas de estrechez de liquidez –como el caso de las crisis bajo estudio–, el fondo recurre al banco para que lo rescate, comprometiendo la liquidez del banco en forma indebida.



No se puede permitir que un banco defienda la liquidez de su fondo sin contar con las previsiones de liquidez para hacerlo, comprometiendo su propia estabilidad.

2. Me hubiera gustado ver un análisis de los riesgos de las operaciones de recompra durante la crisis, ya que forman parte integral del mercado bursátil. Todos sabemos que las recompras enfrentaron riesgos importantes de liquidez.
3. Los riesgos derivados de situaciones de conflictos de interés generados durante la crisis deben limitarse. Existieron varios casos de aparentes conflictos de interés, sobre todo generados por compras intra-grupo de títulos valores a precios fuera de mercado, que obligan a pensar en la necesidad de redireccionar este tema.

Para concluir, y desde mi óptica como regulador bancario, quedan temas abiertos sobre los cuales el debate debe continuar:

- a) ¿Conviene que los bancos gestionen su liquidez a través de los fondos de inversión, dado el hecho de que son jugadores institucionales sofisticados que invierten al lado de inversionistas individuales con menos información?
- b) ¿Cómo evitar los conflictos de interés a futuro en las transacciones?
- c) Estudiar la manera de definir, jurídica y operacionalmente, si los bancos son o no son los defensores de la liquidez de sus fondos de inversión en épocas de crisis y cuáles medidas deben tomar para una u otra situación.

## **El caso del Banco BAC San José**

Sobre este caso, tengo los siguientes comentarios:

1. No se tuvo que convencer a la Superintendencia General de Entidades Financieras de la necesidad de salir a desmentir los rumores. A la primera solicitud, accedimos en el acto. En este caso, el rumor de que la SUGEF iba a intervenir a un banco de la plaza local era fácil de desmentir. Diferente hubiera sido si el rumor hubiese hecho referencia a la inminente quiebra de una entidad financiera no super-

visada, tal como el banco *offshore*. En ese supuesto, la SUGEF no hubiera podido desmentirlo, por carecer de información completa.

2. El caso del BAC San José nos demuestra que ningún banco, por más sólido y rentable que sea, está exento del riesgo de que manos criminales atenten públicamente contra su imagen.
3. Llama la atención la competitividad que ha adquirido la banca privada en el manejo de los depósitos a la vista, desde que a partir de 1997 se le permitió ingresar a esa actividad. Como ejemplo, en 1999 los depósitos a la vista en la banca privada representaban el 27 por ciento de los pasivos. En el 2004 representaron el 55 por ciento. Esa misma competitividad debe llamar a la reflexión sobre la vulnerabilidad que dichos depósitos representan ante una corrida contra un banco. Antes de 1997, una corrida de fondos en la banca privada era un fenómeno que se desarrollaba a lo largo de semanas y meses; hoy es un asunto de horas y días.
4. Los fondos a la vista son una paradoja. Son los pasivos más estables en períodos normales. Su presencia dentro de la estrategia de captación de un banco los hace casi indispensables para ser competitivo en cuanto al costo de los fondos. Pero, a la vez, pueden quebrar a un banco ante una pérdida repentina de la confianza del público.
5. El riesgo de los fondos a la vista en momentos de pérdida de confianza adquiere una mayor relevancia en Costa Rica, por la asimetría que existe en el seguro a los depósitos. Tenemos un sector sin ningún seguro para los depósitos (banca privada) y tenemos otro que cuenta con la garantía soberana del país por montos ilimitados (banca estatal). Esto hace que se acentúe el efecto de la búsqueda de refugio de seguridad (*flight to quality*) en momentos de alta incertidumbre. En países adonde la cobertura de los depósitos es igual para todos, o donde del todo no existe seguro, la gente prefiere muchas veces dejar sus depósitos en su banco –a pesar de los rumores– que probar suerte en otro banco que no conoce. La garantía que existe en favor de los bancos del Estado exacerba cualquier corrida contra un banco privado.

6. Quedó en evidencia la necesidad que tiene el país de contar con un seguro para los depósitos, que sea de cobertura universal pero de monto limitado. En el caso del BAC San José, una cobertura de US\$ 10.000 por persona probablemente hubiera cubierto a más del 90 por ciento de los depositantes y no se hubiera generado el tumulto de retiros que sucedió.

En conclusión, el caso del BAC San José, mostró que:

1. Cuando hay crisis, nada sustituye la solidez de un banco y la presencia de un buen plan de contingencia. No hay tiempo para improvisar; se debe actuar sobre un libreto practicado muchas veces.
2. El apoyo de las autoridades es indispensable para detener el rumor. Para lograr ese apoyo, se requiere confianza y respeto entre supervisores y supervisados. Hay bancos que se esfuerzan por crear puentes de confianza con las autoridades de manera habitual. Existen otros bancos adonde la mera idea es repudiada. Pero algo debe quedar claro: el Superintendente no puede actuar decisivamente si no existen esos puentes de confianza, que se nutren del recibo constante de información plena y veraz sobre el grupo financiero –incluyendo la de los bancos *offshore*. Y, sobre todo, no pueden existir esos puentes de confianza si el Superintendente no confía en las altas autoridades del banco. Esa confianza no se genera de la noche al día. El Superintendente debe valorar no solo al banco, sino también al banquero. Debe convencerse de la prudencia y profesionalismo con que el banquero maneja su entidad.
3. Los bancos comerciales deben volverse imaginativos y crear mecanismos *a priori* adonde depositar cartera de crédito, previamente clasificada por calificadoras de riesgo de primer nivel, para ser vendida en el momento en que suceda un ataque a la imagen de la entidad. El Banco Central no debe redescontar cartera de crédito de un banco afectado, pues no tiene la pericia para hacerlo.
4. Un seguro a los depósitos de cobertura universal, de bajo monto y con costo para el banco, se torna impostergable. El país no puede posponer esa decisión.

De nuevo, mil gracias por permitirme participar en el panel de discusión de estas dos interesantísimas presentaciones.

# Comentario

---

LUIS LIBERMAN G.

Inicio por agradecer a la Academia de Centroamérica por la invitación que se me hizo para comentar los trabajos de José Rafael Brenes y Gerardo Corrales. Las siguientes son mis observaciones sobre cada uno de ellos.

## **Sobre las carteras mancomunadas**

José Rafael Brenes hace un excelente análisis sobre las causas de la crisis, sus consecuencias y los cambios necesarios en la industria de las carteras mancomunadas (fondos de inversión y operadoras de pensiones complementarias –OPC–) que, junto al trabajo realizado por Danilo Montero para la Asociación Bancaria Costarricense, durante el período más agudo de la crisis, son lectura obligada para quienes deseen estudiar este tema.

La crisis del año 2004 fue la “crónica de una muerte anunciada”. Durante varios meses antes de que se desatara la crisis en su fase crítica, representantes de la Bolsa de Valores y de los bancos comerciales hicimos saber nuestra preocupación a las autoridades (Banco Central, Ministerio de Hacienda, Superintendencia General de Valores y el CONASSIF) de que no era financieramente lógico el aumento en los precios de los títulos de renta fija emitidos por el Ministerio de Hacienda y el Banco Central.

El mercado dejó de ser racional cuando tanto inversionistas como operadores aceptaron precios de títulos valores denominados en dólares cuyos rendimientos resultaban inferiores a sus similares en países con menor riesgo. Esto era el caso típico de la “burbuja de los tulipanes”,

que tan bien nos describe el profesor Kindleberger. Al anunciar mayores rendimientos en los fondos basados, como lo indica José Rafael Brenes, en ganancias de capital no realizadas, más ahorrantes sacaban su dinero de los bancos y otras instituciones de ahorro para pasarlo a los fondos de inversión, y a una velocidad mayor que el crecimiento de la oferta de títulos valores. Esto obviamente presionaba aún más los precios, permitiendo a los fondos mostrar mayores rendimientos. Este fue el círculo vicioso que causó la crisis.

Antes de inculpar, al mejor estilo costarricense, a las autoridades, al vector de precios, al gobierno y al Banco Central por no emitir más títulos, a este o aquel intermediario, es deber preguntarnos si es posible tener un “*soft landing*” al pinchar una burbuja. Si no lo pudo hacer hace unos pocos años la Reserva Federal de los Estados Unidos con todos los instrumentos a su disposición y el poder persuasivo de su Presidente, menos lo podría hacer el Banco Central, con sus limitados instrumentos. La lección fundamental de la crisis de bolsa en los EE.UU., desde el punto de vista de política económica, es que el Banco Central debería tomar en cuenta, adicionalmente a los agregados monetarios, tasas de interés y variables de la balanza de pagos, los precios de ciertos activos básicos –como lo son los títulos valores, propiedades y otros– para poder actuar antes de que un desequilibrio se convierta en una crisis. Es importante sacar esta conclusión para que, dadas las características de mercado de capitales costarricense, evitemos que esto se repita.

Además de las causas de la crisis, tan bien presentadas en este trabajo, durante e inmediatamente después de acontecida, se mencionaban en el medio y la prensa algunas otras:

1. **“Muchos pequeños inversionistas que habían invertido en los fondos no debieron haberlo hecho y fueron mal aconsejados”.** La idea fundamental para la creación de carteras mancomunadas es darle la oportunidad a ahorrantes que no tienen suficientes recursos y conocimientos, para que profesionales administren sus ahorros en una cartera *diversificada* de títulos valores de acuerdo con *sus objetivos*. Los fondos son precisamente para los ahorrantes pequeños y medianos. Los grandes inversionistas pueden crear sus propias carteras. No estoy tampoco convencido de que a la mayoría de la gente no se le hayan indicado los riesgos implícitos en un fondo

de inversión, simplemente la gente vio mayores rendimientos para sus ahorros y al notar que las inversiones eran en títulos de Gobierno, "sin riesgo", trasladó su dinero.

2. **Las carteras deben ser diversificadas de acuerdo con los objetivos de los inversionistas.** En cuanto a la diversificación, hay que decir que carteras donde la única inversión permitida son títulos del Gobierno o del Banco Central no tienen ninguna diversificación de riesgo. De existir sería exclusivamente por plazos, no por emisores. La creación de fondos que invierten exclusivamente en títulos del sector público tiene su origen en dos factores:

- a) La decisión de la Contraloría General de la República de que los entes públicos solo podían invertir en títulos del Estado y sus instituciones y, siendo éstos grandes inversionistas, se diseñaron fondos que cumplieran con dichas disposiciones.
- b) El erróneo concepto de que no existe riesgo de crédito en los instrumentos emitidos por las instituciones del Estado. Quizás los únicos títulos con riesgo cercano a cero son los Bonos de Estabilización Monetaria del Banco Central, pues este siempre puede emitir colones para pagarlos. Sin embargo, los que vivimos la crisis del periodo 1981-1984 sabemos que no hay tal "riesgo cero", especialmente si se trata de títulos en moneda extranjera. Más aún, una breve lectura del capítulo sobre Costa Rica en la Enciclopedia Británica nos indica cuántas veces este país ha caído en *default* en su deuda pública.

Con los cambios en las regulaciones y leyes que rigen las inversiones de las instituciones del sector público, y que las excluyen de invertir en fondos de inversión, se hace posible, más bien mandatorio, modificar las regulaciones para que esos "fondos públicos" deban diversificar su cartera con títulos de alta calificación de riesgo tanto en el país como en el extranjero. Más claramente, no debería permitirse la operación de fondos cuyas inversiones se limiten a títulos del Ministerio de Hacienda y el Banco Central.

3. **Objetivos del inversionista.** Como bien lo indica José Rafael en su documento, éste debe ser el único país con "fondos de crecimiento líquidos", sin fechas focales de pago y retiro de los mismos, sin

grandes penalizaciones por salirse de ellos antes de tiempo. Es urgente modificar las regulaciones sobre la tipología de los fondos, incluyendo, de acuerdo con sus características, calces de plazo y regulaciones sobre apalancamiento más flexibles. Estas regulaciones deben ser simples y claras, y no deben otorgar posibilidades a los operadores de crear fondos que tengan las características de dos o más tipos. Un año después de la crisis no se ha avanzado nada sobre este tema y seguimos gastando el tiempo buscando culpables. Veo con preocupación la aparición de fondos cerrados cuya única finalidad es no valorar a mercado sus inversiones, especialmente algunos que no son fondos de mercado de dinero. Las consecuencias de este desarrollo pueden ser muy perjudiciales para el desarrollo futuro del mercado de fondos.

Me parecen sensatas y al punto las propuestas para mejorar la estructura de mercado, especialmente lo que se refiere a desarrollar el mercado de liquidez y a la creación de mecanismos que permitan la gestión de riesgo de tasas de interés. Entre ellas destaco las siguientes:

1. **Mercado de liquidez interbancario.** El mercado costarricense ha tenido un desarrollo perverso. Los bancos han administrado su liquidez en fondos de inversión y, cuando ha sido necesario, han retirado sus inversiones de los fondos. Esto ha metido más ruido al sistema, pues en esos momentos de escasa liquidez los administradores de fondos de inversión tienen que salir a vender títulos.

La idea que los bancos no puedan invertir en fondos de inversión es, sin embargo, ridícula. Los bancos mantienen inversiones por dos razones: (1) para manejar liquidez y, (2) al igual que los créditos, por su rendimiento corregido por riesgo –es decir, como un componente más de su cartera de activos financieros–. En los países más avanzados, aún los bancos grandes y sofisticados dan en administración parte de su cartera a *fund managers* especializados, que se escogen de acuerdo con los diferentes objetivos de asignación de recursos que tenga el banco.

En lo referente a la administración de la liquidez, deberíamos abocarnos, junto con las autoridades del Banco Central, a crear las condiciones para que el mercado interbancario funcione, sea transpa-

rente y que suplante a los fondos de inversión como alternativa para invertir la liquidez de los bancos.

2. **Mecanismos de gestión de riesgo de tasas de interés.** Me parece atinada la propuesta de dar un primer paso, permitiendo ventas en corto, para luego desarrollar un mercado de *forwards* y reducir así la volatilidad de los precios. Esa tarea es importante, interesante y necesaria, y no se debería dejar pasar mucho tiempo antes de implementarla.

Si se quiere tener un mercado de capitales líquido, diversificado, fuerte y profundo, es necesario que sus principales emisores, el Ministerio de Hacienda y el Banco Central, se ordenen y vean el desarrollo de este mercado como una cuestión de interés nacional. No se debe seguir haciendo emisiones a la medida para este o aquel comprador y, por otra parte, no ir creando una curva de riesgo soberana ordenada.

La diversificación requiere, necesariamente, la participación del sector privado, en el que tenemos cada vez menos emisores. Han sido aprobadas regulaciones de primer mundo en un mercado de tercer mundo. El profesor Simon Kuznets indicaba que las regulaciones del mercado financiero siempre han ido detrás de su desarrollo; pero en Costa Rica, por el contrario, primero se regula y luego se cuestiona por qué el mercado de capitales no se desarrolla. Hay que revisar las regulaciones para que no sea tan costoso ser emisor y el mercado vuelva a ser atractivo para las empresas nacionales.

## La crisis del BAC San José

Luego de la clara y detallada descripción hecha por Gerardo Corrales sobre la crisis que afectó al BAC San José, la cual fue resuelta de forma admirable por su administración, es poco lo que se puede añadir. Sin embargo, quiero enfatizar los siguientes puntos:

1. No hay duda que hubo mala fe detrás de los rumores que desataron la crisis. De alguna manera las autoridades deberían llegar al fondo de este asunto.
2. Es difícil estar totalmente preparado par una crisis de esta magnitud.



3. Las autoridades también fueron tomadas por sorpresa. Los entes regulatorios fueron un poco lentos en reaccionar, ya que con la velocidad a la que se transmiten los rumores en este mundo de comunicación instantánea no hay que dejar pasar mucho tiempo para salir a dar la información necesaria y así negar los rumores falsos.
4. Las declaraciones de don Francisco de Paula Gutiérrez, Presidente del Banco Central, calmaron la situación.
5. Faltó indicar en la presentación de Gerardo Corrales la reacción de los bancos comerciales, que otorgaron líneas de crédito de manera inmediata al BAC San José, mucho más rápidamente que lo que hubiese significado utilizar el mecanismo de redescuento.
6. Los mecanismos de redescuento y préstamos directos, como forma de paliar una crisis bancaria, son de muy lenta aplicación por parte del Banco Central. El redescuento se ha convertido en una “mala palabra”, por el abuso que se hizo del instrumento en el pasado, pero, aun con la legislación actual, la administración del Banco Central debería tener más poderes, discreción y flexibilidad para actuar de forma inmediata en un caso como el del BAC San José, en el cual las mismas autoridades sabían de la solidez del banco.

Al igual que en el caso de la crisis de los fondos, no vemos ningún progreso significativo en cuanto a la modificación de los mecanismos disponibles para que las autoridades actúen si se presentase otra crisis en el futuro. Hay algo en nuestro país que impide que, una vez analizado un problema, se tomen las medidas para reducir las probabilidades de que ocurran eventos similares en el futuro y que se construyan los instrumentos que permitirían actuar de manera rápida y contundente.

# Comentario

---

ÁLVARO SABORÍO L.

Quiero agradecer, en primer lugar, a don Eduardo Lizano y a la Academia de Centroamérica el haberme invitado a formar parte de este interesante panel de discusión con la participación de tan distinguidas personas.

Los dos casos puntuales recientes de la volatilidad y vulnerabilidad del sistema financiero costarricense ante situaciones de crisis han sido expuestos ampliamente en los dos capítulos anteriores. En esta corta exposición, trataré de retomar algunas de las principales conclusiones que ya han sido mencionadas y aportar algunas nuevas, que pueden ayudar a explicar mejor lo que pasó en estos dos eventos, cómo y por qué se dieron y qué se podría hacer en el futuro para evitar situaciones como las acontecidas.

Comenzaré por el caso de los fondos de inversión. Si bien estoy de acuerdo con el análisis técnico que hace don José Rafael Brenes, en cuanto a las causas de la crisis de los fondos, y comparto la mayoría de sus conclusiones, creo que es de suma importancia comprender que, sin darse cuenta, en el transcurso de los últimos tres o cuatro años, el sistema financiero costarricense construyó las bases para esta crisis. Nadie se percató de ello porque, en el pasado, los eventos críticos fueron más bien aislados y pasaban casi desapercibidos; incluso cuando alguno alcanzaba cierta notoriedad, no se le prestaba la debida atención. Aquí fallamos tanto regulados como reguladores.

Para dejar más claro a qué me refiero, revisemos qué pasó en ese periodo:

- Surgió la idea de los fondos de inversión. Durante 3 ó 4 años nos dedicamos a crear más de 140 fondos de inversión, que en su ma-

yoría tienen prospectos que concentran su inversión en el sector público –y al decir concentran me refiero a que más del 95 por ciento de sus activos son inversiones en valores del sector público. Estos prospectos, a la postre, se convirtieron en camisas de fuerza que limitaban la capacidad de maniobra a estos fondos. Concentración y no diversificación, como lo dice la buena teoría.

- Muchos de estos fondos, y esto es importante, fueron creados y desarrollados cuando sus portafolios no valoraban a mercado y la idea del tamaño que podrían llegar a tener era muy diferente del que finalmente alcanzaron.
- Surgió el concepto de la “valoración a mercado” y se definió un Vector de Precios y un procedimiento de valoración que no se han llegado a amalgamar bien todavía con nuestro mercado.
- Paralelamente a esto, entraron en vigencia en Costa Rica las Normas Internacionales de Contabilidad (NIC), las cuales obligan a las empresas a valorar sus portafolios de inversión a mercado. Estas normas, nuevas para la mayoría, hacen que se deba poner una especial atención a las inversiones, que antes no tenían.
- Para los bancos eso significó todo un cambio. Ahora el valor de sus reservas de liquidez empieza a fluctuar diariamente por la valoración a mercado. Antes de los NIC y la valoración a mercado, las inversiones se registraban al costo.
- Los fondos gradualmente se empezaron a descalzar en plazos. Su portafolio de inversiones no guarda relación con su oferta de producto. Surgen los “fondos de crecimiento líquidos”.
- Los bancos empezaron a “parquear” su liquidez en los fondos de inversión, tanto en sus propias sociedades de fondos como en las de terceros, atraídos por sus altos rendimientos, ya que no existía regulación al respecto que lo impidiera.
- La normativa de la SUGEF promueve indirectamente que los bancos inviertan en papel del sector público, ya que dichas inversiones no ponderan para efectos del cálculo del indicador de suficiencia patrimonial.

- Fue un período de tasas de interés descendentes; de enero del 2001 a enero del 2004, la tasa Prime pasó de 9,5 por ciento al 4 por ciento y la tasa Libor a 6 meses de 6,20 por ciento a 1,25 por ciento.
- Se produjo una oferta “limitada” de papel del sector público, no solo por la reducción de las captaciones del Ministerio de Hacienda, sino por el exceso de demanda de los fondos mutuos, bancos y algunos inversionistas internacionales. Como consecuencia, el precio del papel creció, mientras los portafolios de fondos y bancos ganaban mucho dinero.
- Se acentuó el “efecto rebaño”. Como suele ocurrir, el costarricense no se informa bien sobre estos aspectos. Al correr la voz de que los fondos están produciendo rendimientos de 2 y 3 veces más que el promedio del mercado, todos los inversionistas buscan estas figuras.
- El deseo de obtener altos rendimientos aceleró el “boom” de los fondos. Se hace evidente la excesiva ambición de los inversionistas.
- Mientras las tasas seguían bajando, los fondos seguían creciendo con muy buenos rendimientos, sostenidos por la valorización de los portafolios. Se da una demanda artificial de papel del sector público, al punto que se empieza a repatriar la deuda costarricense.
- Al tiempo que se da todo esto, las operadoras de pensiones complementarias comienzan a tomar relevancia en el mercado y, buscando alternativas de mayores rendimientos, comienzan a demandar también cantidades importantes de papel del sector público. De hecho, la regulación a la que están sujetas les da poca capacidad de diversificación.
- Comienzan a surgir algunos “jugadores”, demasiado grandes para el mercado costarricense, con relativo poco poder de maniobra. Dos administradores manejan más del 50 por ciento del mercado, y el 80 por ciento está en manos de ocho.
- Algunos fondos crecen apreciablemente, pero dependen de un número muy reducido de clientes, algunos de ellos institucionales.
- Por más de dos años los fondos de inversión se convirtieron en una historia de éxito envidiable. Sus clientes solo conocieron muy bue-

nos rendimientos (y sostenidos) y liquidez inmediata. La situación idónea para un inversionista.

- No obstante todo este desarrollo, el mercado seguía siendo pequeño, poco profundo, imperfecto, inmaduro, pero, por supuesto, con regulación y reglas de juego de país desarrollado, como los vectores de precio, la obligación de reportar rendimientos anualizados diarios, etcétera, que lo complican aún más.
- Unido a todo esto, algunos jugadores acapararon cantidades muy importantes de una sola emisión de papel del sector público, exponiéndose con ello a fluctuaciones adversas del vector de precios, que podían afectarlos de manera considerable.
- A principios del 2004 se inician las especulaciones de que las tasas de interés podrían subir y cada vez es más evidente que hay problemas estructurales en nuestro país.

Con todos los ingredientes anteriores, se había desarrollado la bomba. Una bomba de US\$ 4.000 millones. Más de dos veces la reservas internacionales del país. Casi la suma de los activos del Banco Nacional de Costa Rica (BNCR) y el Banco de Costa Rica (BCR) juntos. Solo faltaba el detonante.

Y el detonante no fueron declaraciones de Alan Greenspan, o del Presidente del Banco Central de Costa Rica, o una fluctuación severa en las tasas de interés, fue una simple transacción entre dos puestos de Bolsa del título C\$C5. Esta transacción, de US\$ 110.000 –monto irrelevante para el tamaño del mercado– afectó severamente el portafolio del principal fondo del BNCR, el cual concentraba una importante cantidad del papel de esta emisión. La transacción se hizo a un precio por debajo del que indicaba el vector de precios.

Lo anterior hizo que el fondo de inversión más grande del país empezara a dar un rendimiento negativo y se iniciara la alarma en el mercado. Incluso se habla de que después se suscitaron una serie de transacciones en bolsa de naturaleza “hepática”, lo que empezó a generalizar el problema en varios fondos de inversión. El resto es historia patria.

Como se puede ver, el conjunto de eventos y situaciones que se dieron en ese período de gloria de los fondos no fueron unidos a tiempo por nadie, para poder reaccionar y desactivar la bomba que se estaba creando. Claro que, después de la guerra, todos somos generales, pero ahora, tras la refriega, todo parece muy obvio.

Yo quisiera agregar solo tres conclusiones a las que comentaron don José Rafael Brenes y los señores panelistas, que podrían ayudar a evitar y/o manejar una futura crisis como la acontecida:

- En primer lugar, hay que ubicarse en el contexto costarricense. Nuestro mercado sigue siendo pequeño, inmaduro, ineficiente, poco profundo y no se puede pretender regularlo y manejarlo como si se tratara de un mercado de país desarrollado. Debemos de tropicalizar muchas de las regulaciones, con ingenio y pragmatismo. Las fórmulas de las grandes economías aquí no van a funcionar tal cuales. Para esto solo es necesario entender que somos pequeños. Toda la economía de Centroamérica apenas se compara con la de la ciudad de Orlando, en el estado de la Florida.
- El regulador debe cumplir una función más amplia. No solo debe saturar a las entidades con normativas, sino que DEBE llevarle el pulso al mercado para entender qué sucede y propiciar los ajustes necesarios. Debe seguir la evolución del mercado atentamente.
- Los portafolios que respaldan la liquidez en dólares de grandes jugadores en el mercado, como los bancos y fondos líquidos de inversión de cierto tamaño, deben tener una parte importante del mismo en papel extranjero de alta liquidez en los mercados desarrollados.

Ahora bien, con respecto a la corrida de depósitos que sufrió el BAC San José, don Gerardo Corrales ha sido bien exhaustivo en su análisis, el cual le agradezco que haya compartido con nosotros. En verdad, como ya lo he hecho personalmente, debemos felicitar al BAC y a todos sus funcionarios por el excelente manejo que le dieron a esta crisis. Aquí, es poco lo que puedo agregar y lo limitaría a lo siguiente:

- Un rumor, aunque sea infundado, puede hacer mucho daño.
- El sistema financiero tiene que idearse un procedimiento de redescuento ágil y efectivo.

- Es urgente implementar un seguro de depósito para la banca privada, aunque sea por un monto pequeño (entre US\$ 5.000 y US\$ 10.000). Eso puede restarle fuerza a un rumor infundado.

Finalmente, quiero agregar que en ambas crisis, lamentablemente, los medios de comunicación, en su afán de “quemar” la noticia, le dieron un sesgo negativo a la situación, que acrecentó el impacto real de lo que estaba sucediendo. En algunos casos, sin estar bien informados y sin conocer bien la evolución de lo que estaba sucediendo, o el tema en sí, dieron informaciones que alarmaron en exceso a los inversionistas e hicieron que éstos sobrereaccionaran. Es importante que, dada la responsabilidad social que tienen los medios de comunicación, se haga un esfuerzo por capacitar adecuadamente a los periodistas que cubren al sector financiero y económico, para que puedan informar mejor sobre estos temas y que en momentos de crisis más bien ayuden a manejarlas y no, involuntariamente, a empeorarlas. Muchas gracias.

# 5. ¿CÓMO PREVENIR SITUACIONES DE CRISIS EN EL SISTEMA FINANCIERO?\*

GUILLERMO CALVO

Agradezco la invitación a participar en esta publicación sobre un tema que es de suma importancia para América Latina y el mundo. Iniciaré repasando lo acontecido a nivel mundial en los últimos años, para luego enfocarme en el análisis del caso centroamericano.

## 5.1 TEMAS GLOBALES

Cuando se comparan la economía financiera en el período 1993-1994 y la actual, parece existir consenso en cuanto a que el mundo financiero se ha complicado. Por ejemplo, la globalización ha traído consigo nuevas oportunidades para que los países coloquen deuda en el resto del mundo, las cuales no estaban disponibles en la década de los ochentas. De manera que sólo ese hecho, en principio, constituye una gran oportunidad.

Pero, por otro lado, hemos visto que esa oportunidad debe ser tomada con mucha cautela y que cualquier descuido puede traer problemas que van más allá de la simple bancarrota de algunos prestatarios, y que, como se ha visto en el caso argentino, signifiquen la destrucción del sistema financiero, lo que obviamente acarrea costos que son considerables. Desde esta perspectiva, resulta necesario repasar cuáles acontecimientos han sucedido en el mundo y qué podemos aprender de esas experiencias.

---

\* Escrito basado en una transcripción revisada de la videoconferencia hecha por el autor durante el Seminario "Volatilidad y vulnerabilidad del sistema financiero costarricense ante la crisis de liquidez", organizado por la Academia de Centroamérica el 29 de marzo del 2005.



En primer lugar, es bien conocido que las crisis son repentinas; de un día para otro ocurre que la financiación desaparece. Uno de los casos más espectaculares en la región latinoamericana, que tomó a todos por sorpresa, fue la crisis mexicana acontecida entre 1994 y 1995. Hay que recordar que México, al momento de la crisis, acababa de ser aceptado como miembro de la OCDE, estaba por firmar el Tratado de Libre Comercio de Norteamérica (NAFTA) e incluso las instituciones internacionales la ponían como un ejemplo a seguir. Pese a todo eso, en diciembre de 1994 ocurrió una fuerte devaluación que rápidamente acarreo otros problemas muy serios.

En segundo lugar, sabemos que si bien los factores propios de los países afectados juegan un papel central en el desarrollo de las crisis, son en muchos casos los *shocks* que vienen del resto del mundo los que desencadenan estas situaciones, y lo voy a mostrar con el caso de la crisis rusa de 1998 que, en mi opinión, no está suficientemente documentado.

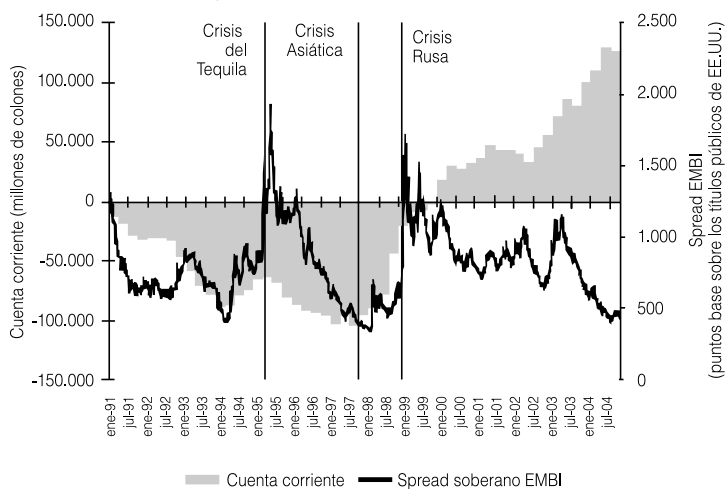
En tercer lugar, hemos visto que las crisis no ocurren aisladamente, sino que hay varios países que sufren crisis más o menos al mismo tiempo. Esta es una característica que se repite frecuentemente.

La otra característica sobresaliente de las crisis –y con esto me acerco al tema central que voy a desarrollar– se debe a factores internos –vulnerabilidades financieras típicamente. Aunque han sido identificadas muchas debilidades internas, hay dos que casi siempre están presentes (lo cual ha sido comprobado incluso a través de numerosos estudios económicos). La primera es el hecho de que en la economía haya un alto volumen de préstamos en dólares –particularmente otorgados a sectores no transables–; la segunda es que las exportaciones de una economía tengan una baja elasticidad-precio.

Más adelante me referiré por separado a esos dos temas, que considero fundamentales. Antes voy a ilustrar la situación de los países emergentes, que quizás no es muy bien conocida. En el Gráfico 5.1 se presentan dos series, una de ellas (línea oscura) es el EMBI *spread*,<sup>1</sup> que incluye a todos los países emergentes; la otra serie (barras verticales) es el resultado de la cuenta corriente.

1. EMBI son las siglas de *Emerging Market Bond Index* (o, en español, Índice de Bonos de los Mercados Emergentes). El EMBI *spread* es una medida de la prima de riesgo pagada por la deuda soberana de los países emergentes que es colocada en el exterior.

**GRÁFICO 5.1**  
**SPREAD SOBERANO EMBI Y BALANCE DE LA CUENTA CORRIENTE**  
**EN ECONOMÍAS EMERGENTES**  
 (Puntos base y millones de US\$, últimos cuatro trimestres)



FUENTE: Bloomberg y *Balance of Payments Statistics Database*.

Como se observa, durante todos los años noventa la cuenta corriente resultó ser negativa –es decir los países estaban gastando más de lo que producían–. A partir del momento en que ocurrió la crisis rusa, comienzan a generarse enormes superávit en la cuenta corriente en estas economías –no tanto en América Latina, pero sí en Asia–; es decir, hay un cambio estructural que no afectó exclusivamente a la región latinoamericana, sino a todos los países emergentes. Cuando digo América Latina debo excluir a Centroamérica, porque, como voy a mostrar después, este “subibaja” que ocurrió en las economías emergentes no se ve en Centroamérica; eso es importante tenerlo en cuenta, sobre todo ahora que está a punto de entrar en vigencia el Tratado de Libre Comercio entre República Dominicana, Centroamérica y los Estados Unidos (CAFTA), pues eso podría propiciar aún más, como ya ha venido sucediendo, que los países centroamericanos comiencen a tener acceso al mercado internacional de capitales, con lo cual podrían unirse a este grupo de economías emergentes, que han tenido los problemas a los que me he estado refiriendo. Sería un error muy serio si en Centroamérica los temas de política económica, la modernización de los sistemas financieros o las regulaciones, se discutieran “mirando hacia

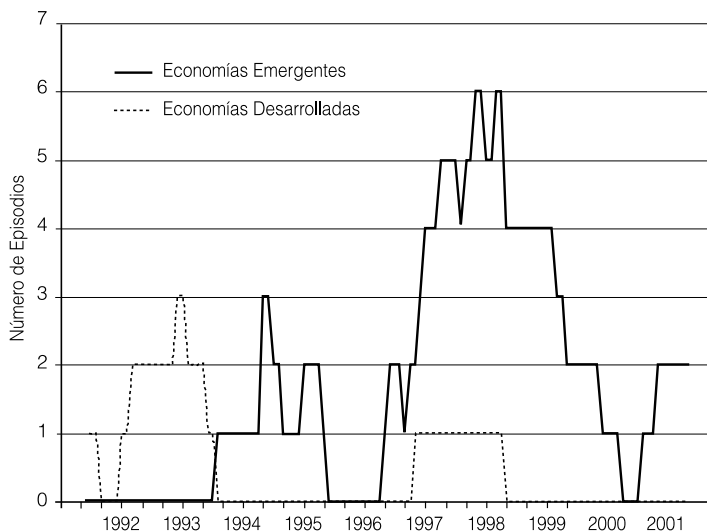
atrás”, porque bien podría ser que esta región esté entrando en un período un poco más turbulento en su historia de lo que se ha visto hasta el momento.

Hecha esta aclaración, el Gráfico 5.1 es el reflejo de lo que pasó en los países emergentes. Observamos que la “Crisis del Tequila” realmente no fue sino un pequeño accidente. Dicha crisis produjo solo una pequeña contracción del déficit de cuenta corriente, pero luego el déficit aumentó y fue la crisis rusa la que termina produciendo un ajuste fuerte. Esta última parece haber tenido fuertes consecuencias para las economías emergentes, ya que al poco tiempo se desataron una serie de crisis y el EMBI *spread* subió muchísimo, pasando muchos años antes de volver a su nivel normal.

Pero lo que quiero destacar en el gráfico antes mencionado es que ese tipo de accidentes han ocurrido a una escala global. A menudo este hecho se pierde de vista y se discuten aspectos propios de cada país; pero incluso si uno mira cada economía individualmente, al menos en toda América Latina (excluyendo, repito, a Centroamérica), uno ve que han surgido problemas comunes, los que han traído consigo una baja en la tasa de crecimiento.

En el Gráfico 5.2 se muestra el número de “frenazos” (*sudden stops*), ocurridos tanto en los mercados emergentes como en los países desarrollados. Se observa un efecto de “aglomeración” alrededor de situaciones de crisis. Lo que vemos, en especial alrededor de la crisis rusa (y precisamente reflejando ese ajuste enorme en la cuenta corriente que produjo), es que se presentan muchos eventos similares en otros países. Entonces surgen las siguientes preguntas: ¿de dónde viene el golpe?, ¿viene sólo por condiciones propias de los países o viene de afuera? Una hipótesis, particularmente atractiva en el caso de la crisis de 1998, es que proviene de afuera, porque una crisis como esa toma a los mercados financieros internacionales de sorpresa, les crea problemas financieros y los induce a reducir sus tenencias de papeles de países emergentes.

**GRÁFICO 5.2**  
**CORTES ABRUPTOS (“FRENAZOS”) EN LOS FLUJOS DE CAPITAL**  
**HACIA ECONOMÍAS EMERGENTES: EFECTO AGLOMERACIÓN**



FUENTE: Calvo, Izquierdo y Mejía (NBER, 2004).

Otro asunto relevante es el de las exportaciones. Puede parecer que este tema no debiera formar parte de una discusión sobre crisis financieras, pero en este caso hablo de las exportaciones no como se las piensa normalmente, como una fuente de recursos que facilita el crecimiento, sino como la respuesta natural que tiene un sistema cuando enfrenta problemas, como un corte importante de la financiación externa: la economía busca reemplazar ese corte en la financiación exportando más. Eso lo pudieron hacer Corea, Chile y más recientemente Brasil, pero no lo pudo hacer Argentina. Ese es un elemento al que habría que poner más atención de lo que se hace habitualmente. Aquí simplemente quiero llamar la atención acerca de que, si la elasticidad de las exportaciones es baja (en otras palabras, si la capacidad de respuesta del sector exportador es reducida), un corte en el financiamiento externo, un “frenazo”, hace que el gasto baje muy fuertemente. Y aunque en ese tipo de situaciones siempre tiene que bajar el gasto, en caso de que dicha elasticidad sea baja, la única vía posible para que esto ocurra es una disminución de las importaciones, lo cual tiene efectos en el crecimiento económico, porque muchas de las importaciones son bienes intermedios. Por otro

lado, una economía que es capaz de aumentar sus exportaciones muy fuertemente, como lo hizo Corea, apenas si necesita bajar sus importaciones y su sistema productivo; en consecuencia, se ve menos afectado.

Otro tema relevante, que por supuesto está mucho más dentro de la órbita financiera, es el de la deuda en moneda extranjera. Alrededor del mundo, ése ha probado ser un factor muy importante; en particular, sabemos que fue lo que acabó con la caja de conversión argentina; en México estaban los famosos Tesobonos; en Corea los bancos estaban endeudados en moneda extranjera, lo mismo ocurría en Tailandia e Indonesia, por citar sólo algunos ejemplos. Es decir, el endeudamiento en dólares es un problema que, utilizando un término acuñado por Ricardo Hausman, constituye un “pecado original”. Este problema se encuentra muy generalizado y hace más difíciles las situaciones de cortes en el financiamiento externo, porque cuando ocurren producen grandes devaluaciones nominales y, en consecuencia, los que están endeudados en dólares tienen problemas de inmediato.

Aunque hemos dicho que en gran medida el origen de las crisis se encuentra en factores externos, todavía es válido preguntarse qué pueden hacer los países para mitigar sus efectos. Haciendo un repaso rápido, la lista podría incluir acciones como las siguientes:

- En primer lugar, un alto nivel de reservas parece importante. Los asiáticos han tomado ese camino y a Estados Unidos le ha venido muy bien, de paso sea dicho, porque los asiáticos, al acumular reservas, están financiando su déficit fiscal. Entonces ahí hay un curioso equilibrio entre Asia, preocupada por el accidente que tuvo en 1997, y Estados Unidos, el cual, de otro modo, estaría pasando muchos apuros para financiar su déficit.
- Otra opción que se plantea es “desdolarizar”, de alguna forma, una economía. Ese es un tema que últimamente se ha discutido mucho en Costa Rica, donde están preocupados por la alta dolarización en el sistema bancario. La evidencia que hemos encontrado, sin embargo, indica que es muy difícil desdolarizar y, cuando se trata de hacerlo a la fuerza, no ha funcionado. Hay un excelente trabajo de Reinhart, Savastano y Rogoff (2003), titulado *Addicted to Dollars*, donde se muestra que en muchos de los casos en los que se hizo a la

fuerza, no pasa mucho tiempo antes de que el sistema vuelva a estar dolarizado. En fin, hay una serie de cosas que uno puede hacer para “desdolarizar”, pero no hemos encontrado todavía una buena solución, tanto que uno se pregunta si instituciones como el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) deberían participar en ese proceso; puedo decir, como funcionario de ese organismo, que estamos pensando bastante la forma de hacerlo. Es un tema abierto, en el que tal vez el liderazgo del BID, ayudando a crear mercados financieros que no estén dolarizados, podría contribuir.

- Finalmente, está la opción de dolarizar completamente. No se trata de una contradicción con el segundo punto; en otras palabras, lo malo es quedarse en la mitad, la dolarización a medias, porque entonces uno tiene un sistema en moneda local importante y existe el riesgo de la devaluación. Si hay una dolarización completa, por lo menos ese riesgo tan inmediato desaparece porque existe un compromiso más fuerte. No obstante, esa acción también tiene sus problemas indudablemente, no quiero dar la sensación de que yo estoy favoreciendo la dolarización en Centroamérica; debo decir, sin embargo, que al observar a Centroamérica uno se pregunta por qué no se dolarizaron antes, porque ciertamente ningún país devalúa su moneda, es decir, no hay una voluntad de utilizar la tasa de cambio como instrumento de política. Entonces, creo que es un tema para discutir, es una posible solución, con todos los aspectos negativos que también pueda tener.

Por otra parte, hay otras políticas que yo encuentro dudosas. Una de ellas, de la cual se está hablando mucho actualmente, es el control a la entrada de capitales. El argumento es: si los movimientos adversos en los capitales extranjeros son la causa de problemas, ¿por qué no simplemente controlarlos? Sobre este punto solo diré que, paradójicamente, el control a la entrada de capitales no controla la salida de capitales, que al final de cuentas es lo que más daño causa.

Los que proponen medidas como ésta a menudo ponen el ejemplo de Chile. Pero lo que no se dice es que ese país, que mantuvo una política de control de capitales, experimentó quizás el frenazo más grande en América Latina. Lo que pasa es que se hace un análisis, para mi gusto incorrecto, de lo que sucedió con ese país. Indudablemente le fue bien a

Chile, a pesar de que tuvo problemas serios a partir de 1998 como resultado de ese subibaja mundial que mostraba el Gráfico 5.1; pero no está tan claro si ese éxito se debió a la imposición de controles a la entrada de capital o a una serie de políticas macroeconómicas muy saludables, entre las que están (i) el hecho de no tener deuda pública, –y menos dólares– y (ii) tener una economía muy abierta y que se sigue abriendo, por lo que tuvo capacidad de salir a flote con un fuerte aumento de las exportaciones mientras estuvo en crisis. Cuando uno observa todo esto, se da cuenta de que a Chile le fue relativamente bien, no por el control a la entrada de capitales, sino porque hizo muchas otras cosas.

Otra política dudosa son los regímenes de tipo de cambio flotante. Luego de la crisis asiática, en particular, se puso de moda empezar a decir que la tasa de cambio fija era parte del problema; no digo que una tasa de cambio fija insostenible no lo sea, pero lamentablemente una tasa de cambio fluctuante para algunos países no es parte de la solución. Especialmente en aquellas economías que tienen un alto endeudamiento en dólares constituye, de hecho, un problema.

Miren el caso, por ejemplo, de Bolivia. Ese país tiene el 80 por ciento del sistema bancario en dólares. Es cierto que si dejara mover libremente la tasa de cambio y, de repente, hay una mala noticia o tienen algunos de los problemas políticos que han tenido recientemente, lo primero que va a saltar es la tasa de cambio. Pero no se trata solo de un problema cambiario; inmediatamente después de que la tasa de cambio reaccione, va a surgir un problema financiero: la gente que está endeudada en dólares no puede pagar sus obligaciones, se hace necesario imponer un “corralito” y lo que inicialmente era un problema económico se complica, transformándose en un problema político, como lo vimos en el caso de Argentina. Así que el tipo de cambio fluctuante funciona para algunos países, para Chile, para Brasil relativamente, para México parece estar funcionando, pero se trata de economías que no están tan dolarizadas.

## 5.2 TEMAS DE CENTROAMÉRICA

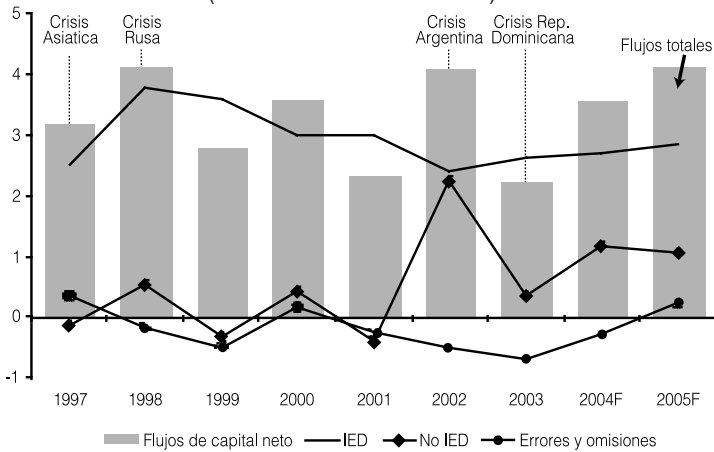
Ahora paso al tema de Centroamérica; voy a referirme especialmente al tema de la estabilidad. Centroamérica ha sido una región que ha gozado de mucha estabilidad desde el punto de vista financiero. Obvia-

te ha habido un problema financiero serio recientemente en la República Dominicana, pero como región Centroamérica ha sido muy estable durante los noventa. Sin embargo, yo quiero llamar la atención acerca de que esa paz no necesariamente va a mantenerse inalterada en el futuro. Primero porque estamos notando un mayor endeudamiento de los bancos en el exterior –lo cual es muy peligroso–, y los gobiernos están emitiendo cada vez más deuda pública en mercados internacionales (con lo cual, obviamente, no hay nada malo, pero sí es algo que cada vez es más notorio). Esa mayor facilidad para tener acceso a los mercados internacionales de capitales es una buena noticia. De lo que hay que estar consciente, sin embargo, es que el mayor acceso viene acompañado de riesgos, como el que representa la posibilidad de que se produzca un “frenazo”. Entonces uno tiene que estar preparado para ese tipo de situaciones, sobre todo en momentos en que se observan alzas en las tasas de interés de corto plazo en Estados Unidos, a lo que se ha sumado cierta confusión en el mercado de capitales. Semanas atrás, por ejemplo, Alan Greenspan hizo una presentación en el Congreso donde dijo que estaba confundido al ver que las tasas de interés de largo plazo no habían subido a pesar del alza de las tasas de corto plazo. La mala noticia es que no sabemos qué pasa y cuando el que maneja la economía mundial en dólares reconoce que tampoco sabe, hay que empezar a preocuparse.

El Gráfico 5.3 (barras grises), muestra la evolución de los flujos de capital hacia Centroamérica (incluyendo a República Dominicana y Panamá). Lo primero que salta a la vista es que, el efecto de la crisis rusa (ocurrida en el período 1997-1998) no se observa en Centroamérica. También queda claro que el componente más importante sigue siendo la inversión directa externa, que también se comporta de manera muy estable, aunque se observa que los capitales de cartera están empezando a subir. Pese a que los flujos han presentado alguna variabilidad, el panorama es de todas maneras un mar de paz comparado con lo que ocurrió después de 1998 en el resto de los países emergentes.



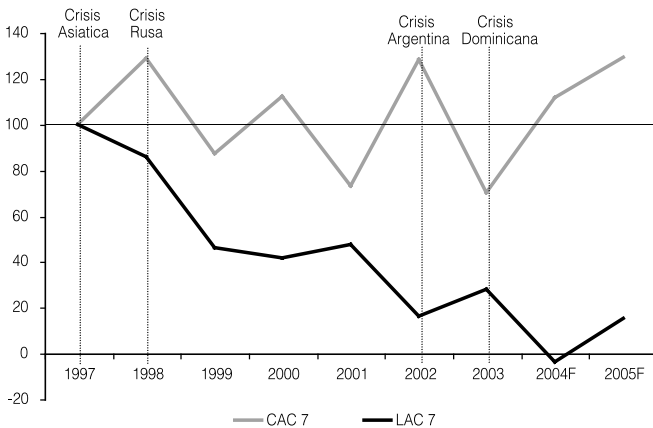
**GRÁFICO 5.3**  
**FLUJOS DE CAPITALES, CAC-7**  
 (Miles de millones de dólares)



CAC-7 incluye a Costa Rica, República Dominicana, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua y Panamá

FUENTE: *World Economic Outlook* (Sep 2004). Incluye errores y omisiones.

**GRÁFICO 5.4**  
**FLUJOS DE CAPITAL, LAC-7 Y CAC-7**



CAC-7 incluye a Costa Rica, Rep. Dominicana, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua y Panamá.

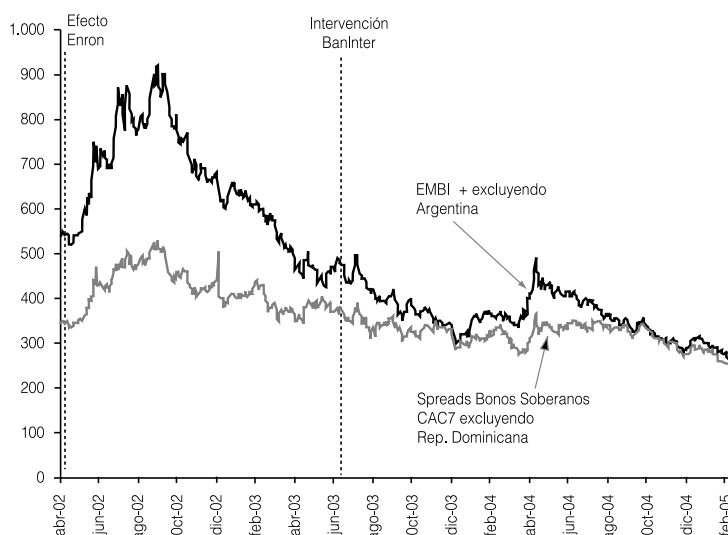
LAC-7 incluye a Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela.

Flujos de capital totales incluyen errores y omisiones.

FUENTE: *World Economic Outlook* (Sep 2004).

El Gráfico 5.4 nos muestra, por otra parte, los flujos de capitales recibidos por las siete economías más grandes de América Latina y por los siete países centroamericanos (entre los dos grupos abarcan casi el 100 por ciento del PIB de cada región). Para Centroamérica, se ve un “subibaja” alrededor de una constante, mientras que en el resto de América Latina, que a partir de 1997 sufre todo el ajuste de las economías emergentes, vemos como los flujos de capitales estaban en 100 y se van a cero. Esos son números que no admiten discusión.

**GRÁFICO 5.5**  
CONDICIÓN FINANCIERA INTERNACIONAL:  
SPREADS SOBRE BONOS DEL TESORO DE EE.UU.  
(Puntos Básicos)



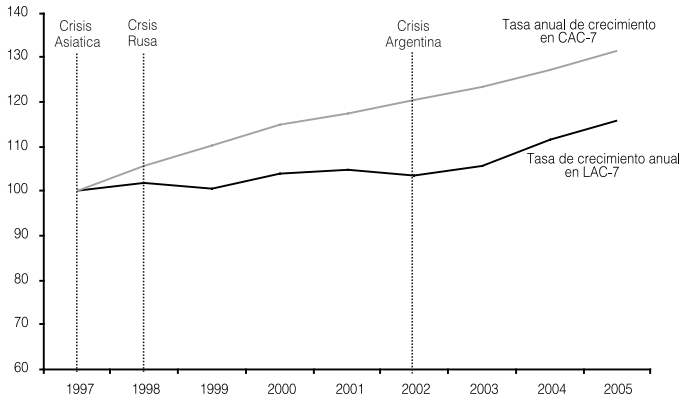
Los *spreads* de CAC7 provienen del Latin Eurobond Index calculado por JP Morgan e incluye a Costa Rica, El Salvador, Guatemala y Panamá. El índice mostrado aquí es un promedio ponderado por stocks colocados.

FUENTE: Bloomberg.

Los efectos de estas diferencias en la volatilidad se hacen notar cuando se compara el EMBI *spread* de las siete mayores economías latinoamericanas y el *spread* de los bonos soberanos centroamericanos –exceptuando a República Dominicana– (Gráfico 5.5). Como se observa, se trata de dos mundos diferentes. También estos efectos se hacen notar en las di-

ferentes tasas de crecimiento que han experimentado estos dos grupos de países, como lo muestra el Gráfico 5.6, donde se observa que el crecimiento en la región centroamericana (línea gris) ha sido más alto que el de las mayores economías latinoamericanas.

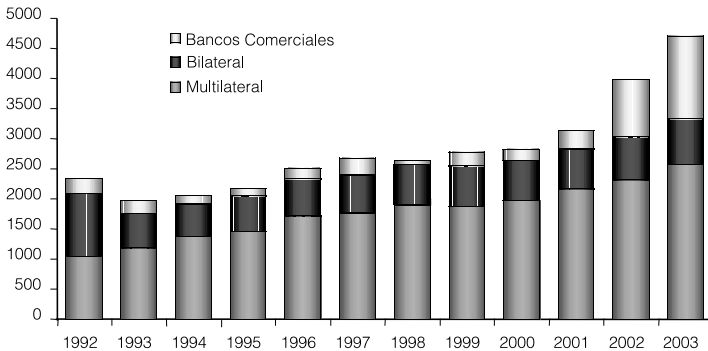
**GRÁFICO 5.6**  
**PIB REAL ANUAL**  
 (Índices base 1997=100, promedios regionales)



CAC-7 incluye a Costa Rica, República Dominicana, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua y Panamá  
 LAC-7 incluye a Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela

FUENTE: *World Economic Outlook* (Sep 2004).

**GRÁFICO 5.7**  
**EL SALVADOR: ESTRUCTURA DE LA DEUDA PÚBLICA POR ACREEDOR**  
 (Gobierno General, millones de USD)



FUENTE: Banco Central de El Salvador.

Pero, pese a ese escenario tan positivo a primera vista, cuando uno observa en detalle a las economías centroamericanas, empieza a ver algunas cosas que merecen un análisis más detallado. Por ejemplo, en El Salvador vemos que la estructura de la deuda pública se ha modificado durante la última década (Gráfico 5.7); llama la atención, por ejemplo, que los préstamos de bancos comerciales al Gobierno, que constituían una parte insignificante del endeudamiento público en 1992, han crecido muy fuertemente.

Aunque existe discusión acerca de las razones por las que esto ha ocurrido, lo cierto es que ese hecho preocupa, pues los bancos son, muchas veces, los primeros en huir cuando sobreviene una crisis. A Latinoamérica le afectó mucho, durante la crisis de 1982, el hecho de que el financiamiento público estuviera constituido principalmente por préstamos bancarios y lo mismo ocurrió en Asia durante la crisis de 1997, porque los bancos comerciales tienen menos paciencia que los tenedores de bonos. No es importante discutir las razones por las que los bancos comerciales actúan así, pero lo cierto es que el excesivo endeudamiento con ese tipo de acreedores constituye un posible peligro. Quiero aclarar que utilizo el caso de El Salvador como ejemplo solamente. Podría perfectamente suceder que esta situación sea sostenible e incluso aumentara este tipo de financiamiento. Sin embargo, a veces en estos asuntos es preferible estar preparado para lo peor.

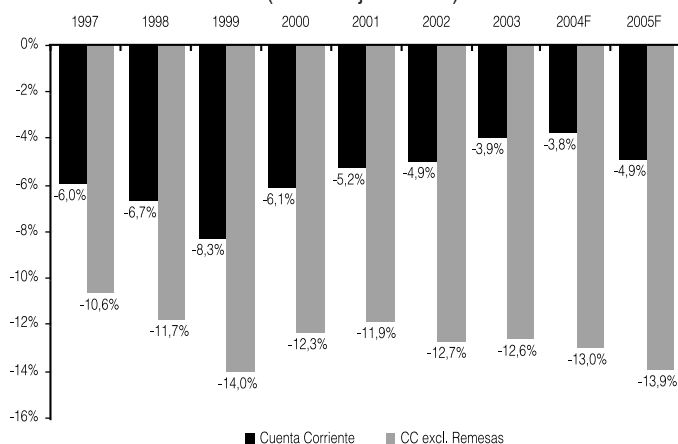
El otro tema es el de las remesas. Uno no puede dejar de preguntarse por qué están creciendo tanto (mucho más que el producto en los países donde residen los emigrantes). En el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) estamos algo desconcertados al respecto. Hay varias hipótesis, una de ellas es que se están registrando más, en parte porque ha bajado el costo de las transferencias; otra hipótesis es que parte de estos fondos podrían provenir del lavado de dinero. Honestamente no lo sé. Pero el hecho es que en América Central esos flujos son importantísimos, exceden los flujos de capital. Por lo tanto, si me preguntan por dónde analizar financieramente a Centroamérica, yo respondería, indudablemente, que por el lado de las remesas.

Estos flujos tan grandes generan ciertas preocupaciones. Una de ellas es que provocan una apreciación de la moneda. Uno de los problemas que yo veo en esto para Centroamérica es que hay una tendencia a man-

tener el tipo de cambio real relativamente constante, lo cual puede llevar a los bancos centrales a tomar políticas de esterilización que aumenten mucho la deuda pública, por ejemplo. El otro temor es que si las remesas son de dudosa procedencia, de repente uno podría tener un “frenazo” más fácilmente.

¿Cuánto significan las remesas? En el Gráfico 5.8 se compara el resultado de la cuenta corriente con (barras negras) y sin (barras grises) remesas; se nota que una parte importante del déficit de la cuenta corriente está siendo financiado por remesas, aunque este resultado, por supuesto, difiere de país a país; así, por ejemplo, para Costa Rica no es importante, pero sí para El Salvador. No obstante, los peligros antes mencionados no tendrían por qué ser ajenos a Costa Rica, porque está empezando a haber mucha más interacción entre los sistemas financieros y, entonces, lo que recibe un país de la región por concepto de remesas puede trasladarse fácilmente a otro país de diferentes maneras.

**GRÁFICO 5.8**  
BALANCE EN CUENTA CORRIENTE Y REMESAS, CAC-7  
(Porcentaje del PBI)

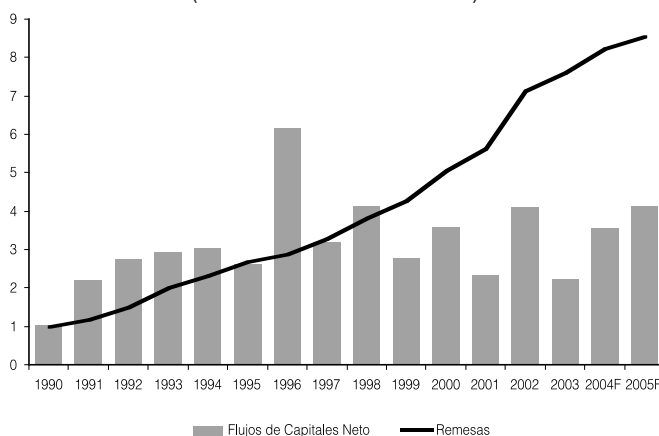


CAC-7 incluye a Costa Rica, República Dominicana, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua y Panamá  
FUENTE: *World Economic Outlook* (Sep 2004) y EIU (Nov-04).

En el Gráfico 5.9, se comparan los flujos de capitales totales y las remesas recibidas. Como se observa, las remesas no sólo exceden por mucho al resto de flujos de capitales, sino que han venido creciendo como si no

hubiera habido ninguna crisis en los últimos diez años. Ahí no se observa el efecto de eventos como la recesión de Estados Unidos, la recesión en el resto del mundo, la guerra de Iraq, la crisis rusa, que han sido muy relevantes para los países emergentes. Los flujos de remesas a la región centroamericana parecen no haber sido afectados por nada, es una línea que va subiendo y que al día de hoy excede ampliamente los flujos de capitales.

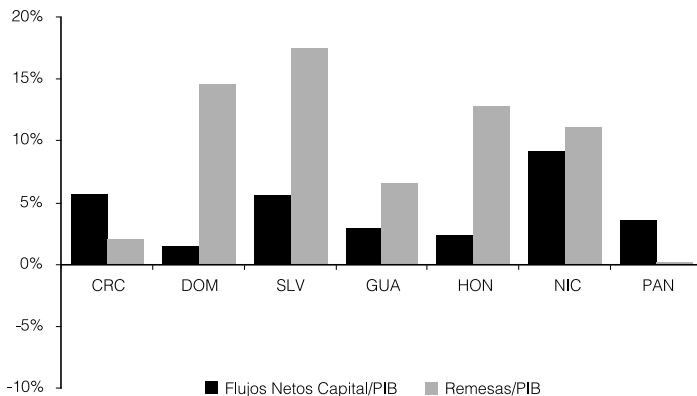
**GRÁFICO 5.9**  
CENTROAMÉRICA: FLUJOS DE CAPITAL Y REMESAS, CAC-7  
(Miles de millones de dólares)



CAC-7 incluye a Costa Rica, República Dominicana, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua y Panamá  
FUENTE: *World Economic Outlook* (Sep 2004) y EIU (Nov-04).

En el Gráfico 5.10 se muestra, por otra parte, la importancia de las remesas (medidas como porcentaje del PIB) comparada con la importancia de otros flujos de capital. Como lo señalé líneas atrás, para Costa Rica los flujos de capitales siguen siendo más importantes que las remesas, pero para el resto de países –en especial para El Salvador– éstas últimas constituyen la fuente más importante de capital extranjero.

**GRÁFICO 5.10**  
**CENTROAMÉRICA: FLUJOS DE CAPITAL Y REMESAS, POR PAÍS**  
 (Porcentaje del PBI, 2004)



CAC-7 incluye a Costa Rica, República Dominicana, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua y Panamá.

FUENTE: *World Economic Outlook* (Sep 2004) y EIU (Nov-04).

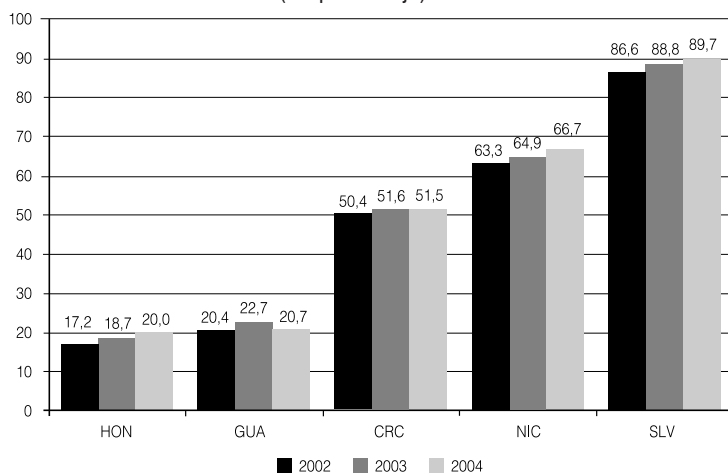
Un tercer tema al que quería referirme especialmente para Centroamérica es el de los sistemas financieros. Analizándolo con las estadísticas que disponemos en el BID, encontramos las siguientes características:

- Una parte importante de las carteras está constituida por deuda pública.
- También, notamos un importante descalce de monedas.
- Los sistemas financieros de la región están más integrados de facto, pero tienen regulaciones diferentes y eso le dificulta al regulador de cada país individual hacer su trabajo, porque los bancos pueden enviar fondos a plazas que tienen diferentes tipos de regulación, lo que hace difícil evaluar los riesgos.

El Gráfico 5.11 ilustra lo que señalé anteriormente. La variable que ahí se muestra es el crédito en moneda extranjera dirigido a sectores no transables, que es una medida del descalce de monedas: cuanto mayor sea esa variable, mayor es el descalce; aunque no es la medida ideal, al menos dice cuánto del crédito en moneda extranjera que hay en el sistema financiero se destina a sectores que producen bienes y servicios no transables, como porcentaje del crédito total privado. Vemos que en

Costa Rica ese indicador es muy alto; cerca del 50 por ciento de los créditos que se están dando en dólares se dirigen a sectores no transables (por ejemplo el sector comercio). En El Salvador, por su parte, es mucho más.

**GRÁFICO 5.11**  
**CENTROAMÉRICA: CRÉDITO EN MONEDA EXTRANJERA**  
**A SECTORES NO TRANSABLES/CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO\***  
 (En porcentaje)



\* Información a septiembre 2004

Fuente: Estimaciones propias (*Banking System Monitor*).

En el Gráfico 5.12 se muestra otro aspecto que constituye una vulnerabilidad importante de los mercados financieros centroamericanos: la alta tenencia de títulos públicos (de Estados ya de por sí deficitarios y endeudados) por parte del sistema bancario. Las barras en ese gráfico muestran la proporción del total de activos del sector bancario que está colocada en el Sector Público; en otras palabras, qué parte de las carteras bancarias se dirige al Gobierno. En Costa Rica esa proporción es de alrededor del 26 por ciento; en Nicaragua es mayor todavía. Sobre este punto, lo que habría que analizar es cuánto representan esos activos en términos del capital de los bancos; en el BID no hemos hecho el ejercicio para Centroamérica, pero en el caso de Brasil, por ejemplo, que tiene también importantes volúmenes de deuda pública en el sistema financiero, esas deudas representan más de 2,5 veces el capital de los



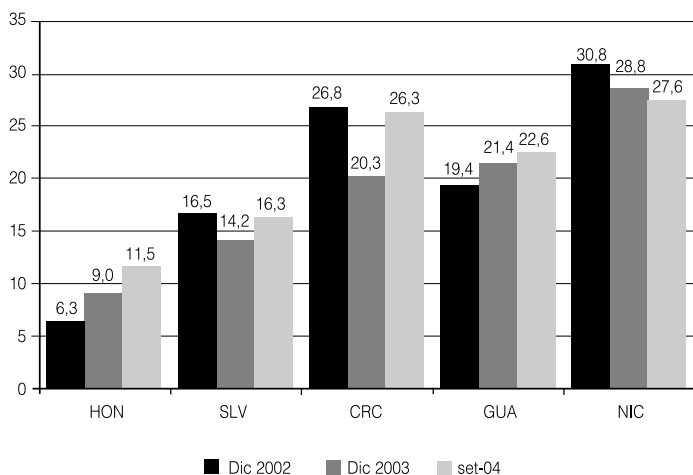
bancos. Eso muestra las posibles complicaciones que podría haber. Vale la pena repetir, sin embargo, que éstos son sólo escenarios posibles, de ninguna manera estoy diciendo que van a suceder.

GRÁFICO 5.12

## BANCA CENTROAMERICANA.

## ACTIVOS SOBRE EL SECTOR PÚBLICO/ACTIVOS TOTALES

(En porcentajes, a diciembre del 2002, diciembre del 2003 y setiembre del 2004)



FUENTE: Estimaciones propias (Banking System Monitor).

Termino haciendo un resumen de los temas preocupantes:

- El crecimiento de las remesas es bueno, al mismo tiempo que preocupante. No entendemos muy bien este fenómeno que puede traer aparejado la apreciación del tipo de cambio real, lo cual puede ser problemático si es mal manejado.
- La alta exposición del sector financiero al sector público, especialmente, cuando el déficit fiscal es elevado y hay varios países que tienen ese problema.
- El persistente déficit fiscal y los costos cuasifiscales de esterilizar. El déficit, que está asociado con el punto anterior, siempre ha sido un problema para Centroamérica; pero puede hacerse peor si siguen ingresando capitales a la región y hay una apreciación importante

del tipo de cambio real. En un intento por evitarla, a menudo se recurre a esterilizar esas entradas de capital, pero, como se sabe, eso nunca se logra del todo y las tasas de inflación empiezan a subir, como ya se está viendo en Centroamérica.

- La mayor globalización financiera y el mayor endeudamiento con los bancos en el exterior debe ser monitoreada atentamente. Ese fue el caso, por ejemplo, en Tailandia, durante la crisis asiática (aunque los ejemplos a nivel mundial son numerosos). Este país tenía préstamos de los japoneses en el sistema financiero para construcciones; de repente, los japoneses no quisieron renovar los préstamos y así fue como se originó el problema. Recordemos que los bancos tienden a presionar más fuertemente que los tenedores de bonos.
- Un tema menor, pero que vale la pena mencionar, es el de las provisiones de los bancos. Otra vez destaco que, afortunadamente, en Centroamérica no han habido crisis de la magnitud de otras latitudes, y ojalá esta paz centroamericana dure por mucho tiempo; pero yo miraría muy de cerca el tema de las provisiones bancarias, en particular por el hecho de que hay un descalce importante entre activos y pasivos en dólares y moneda local. Hay que procurar que las provisiones sean adecuadas y, si hay que subirlas, hacerlo ahora y no esperar, como ha ocurrido en algunos países, que sobrevengan las crisis para subirlas, cuando, más bien, ese es el momento en que hay que bajarlas.
- Finalmente, la otra gran tarea que debe ser emprendida –sobre la que he escuchado hablar a Eduardo Lizano– es lograr una supervisión efectiva a nivel regional. Considero que ese es un tema al que habría que prestarle mucha atención.

### 5.3 CONCLUSIONES

Actualmente los países emergentes tienen una oportunidad de tener acceso a los mercados de capitales como no la tuvieron en el pasado; se han creado mercados. Veo a Centroamérica con capacidad de participar en esos mercados; es una zona a la que –sobre todo si se adopta el CAFTA y empieza a funcionar bien– se espera que entren más recursos.

Pero agregaría que hay que tener cuidado de actuar complacientemente. Los capitales, aunque buenos, son siempre peligrosos. Incluso a la inversión directa externa (IED) hay que prestarle atención, porque aunque normalmente se cree que los flujos de ese tipo no pueden traer problemas, hay algunos ejemplos que muestran lo contrario. Perú, en 1998, sufrió una crisis inesperada, que en mucho se debió a que las autoridades no tomaron las acciones correctivas apropiadas, confiados en que la mayor parte de los capitales que recibían era IED y que, por lo tanto, no podrían causar dificultades; pero en un determinado momento los flujos de IED cesaron y, de todas formas, la economía sufrió un ajuste en la cuenta corriente, lo cual trajo toda una serie de otros problemas.

El tema de la dolarización es relevante. Sospecho que se trata de un aspecto que sigue preocupando en Costa Rica; si se quiere disminuir esa vulnerabilidad deberán tomarse las medidas correspondientes, pero lo lamentable es que no existe una solución sencilla. Como dije, en el BID estamos pensando cómo ayudar, de alguna manera, al desarrollo de mercados de capitales locales, ya sea que el BID (una institución que en principio tiene una calificación de riesgo de grado AAA) entre directamente a participar (captando en moneda local y colocando esos recursos dentro del país) o diseñando alguna otra regla o mecanismo.

En fin, se trata de temas que hay que seguir discutiendo. Por lo demás no veo, de ninguna manera, problemas inmediatos en Centroamérica. He hablado de posibles problemas pues era mi objetivo subrayar que, mirando hacia delante, uno debe tomar en cuenta, en la medida de lo posible, la experiencia de los vecinos que sí los tuvieron. La propia historia es siempre relevante pero en este caso podría llevar a una complacencia indebida, dado que Centroamérica, al haber estado relativamente desligada de los mercados de capitales, no ha sufrido los embates del mismo.

#### REFERENCIAS

- Calvo, G., A. Izquierdo y L. Mejía (2004). *On The Empirics of Sudden Stops: The Relevance of Balance-Sheet Effects*, NBER Working Paper No. 10520.
- FMI (2004). *World Economic Outlook*. Setiembre, 2004. Washington: Fondo Monetario Internacional.
- Reinhart, C., K. Rogoff y M. Savastano y Rogoff (2003). *Addicted to dollars*, Working Paper No. 10015.