

Temas de Fondo

Análisis de mercado

Evolución Reciente de Fondos de Inversión

Se confirma la conducta cíclica de gran afluencia a fondos líquidos durante el primer trimestre del año

Al cierre del primer trimestre del 2012 la industria de fondos de inversión costarricense, mostró un importante aumento en su volumen de activos y cantidad de cuenta-clientes. En el caso de los activos totales de la industria de fondos de inversión, el crecimiento fue de 4,3%, al pasar de US\$2.694 millones al cierre de 2011 a US\$2.963 millones a finales de marzo 2012. Como alternativas preferidas por el inversionista se mantienen los Fondos de Mercado de Dinero, que se adueñan del 50% de todos los activos de la industria, seguido por los Inmobiliarios con un 32%.

Si se suman todos los activos de los fondos abiertos, estos llegan a US\$1.575 millones, mientras que en los cerrados ascienden a US\$1.387,7 millones, es decir casi un 13% de mayor volumen de los abiertos sobre los cerrados. La balanza que inclinó este resultado fue el fuerte crecimiento de los Fondos Mercado Dinero, que en solo un trimestre aumentó un 22,8% (US\$275 millones).

Los fondos que más decrecieron en activos fueron los Fondos de Ingreso Abierto (US\$5 millones de reducción) y los Fondos Inmobiliarios (US\$3 millones de reducción). Lo anterior hace pensar que se presentó una inyección de nuevos clientes y aportes, y no tanto una migración o cambios de preferencia entre tipos de fondos.

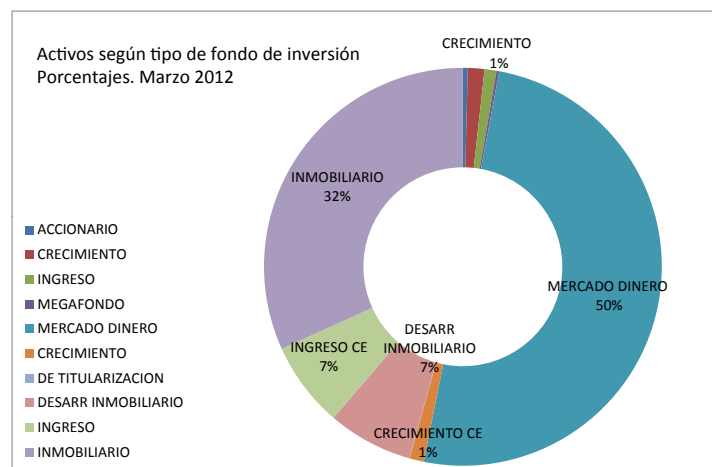
Aumento en cantidad de inversionistas

El comparativo diciembre 2011-marzo 2012 también

destaca un aumento del 3,5% en la cantidad de inversionistas de la industria, que equivalen a la apertura de 1.419 cuentas, al pasar de 40.053 a 41.472 en el término de un trimestre. Esta cifra es aún más importante si recordamos que durante el año 2011 la industria tuvo un incremento de cuenta clientes de un 16,8%.

Estos datos implican también una conducta cíclica en la industria, pues ha sido notoria la inversión de ahorrantes físicos y jurídicos, que durante el primer trimestre del año, invierten los saldos de sus actividades comerciales y personales, luego de finalizada la actividad comercial típica del fin de año previo.

Lo anterior, a pesar de una reducción ligera en la cantidad de fondos, que se ubican en 104, desde los 106 de hace apenas tres meses.



Preferencia según moneda del fondo

En cuanto a la distribución de activos según se trate de tipos de fondos en dólares, colones o euros, el proceso de migración observado en los últimos años parece haberse detenido. Cuatro o cinco años atrás, cerca del 80% de los fondos tenían sus activos expresados en dólares, cerca de un 19% en colones costarricenses y un 1% en euros. Con el proceso de apreciación del colón observado en los últimos tres años, la relación pasó a 66,3% dólares y 33,4% colones. Los fondos en euros representan apenas un 0,3% de los activos de la industria. Se esperaría que esa relación se mantenga durante el resto del 2012 en proporciones muy cercanas a las indicadas.

Consideraciones finales

Si bien el primer trimestre del 2012 observó un engrosamiento de los fondos mercado dinero, es posible que el destino final de estos aportes sean fondos del

mediano a largo plazo, tanto abiertos como cerrados. Si bien el entorno de crisis internacional aún no ha sido superado, y el ahorrante muestra preferencia por estrategias de inversión cuidadosas, es previsible que la demanda por activos de mediano y largo plazo (que fue observada ya durante el 2011), esté supeditada por las señales de que Estados Unidos y Europa avancen en su salida de la crisis financiera que las agobia; y que en el plano local se tenga más claridad sobre el rumbo de la economía costarricense.

Si se mantiene la percepción de que el déficit fiscal no se resolverá con un castigo drástico en los rendimientos financieros, como el que se pretendía en el proyecto de Solidaridad Tributaria (ya prácticamente descartado), es previsible que el ahorrante tenga mayores intenciones de volver a los fondos de mediano y largo plazo, e incluso a los de cartera no financiera e internacional. Esto podría llevar a una mejor distribución y diversificación del ahorro entre los diferentes mercados, monedas, productos y alternativas existentes.

Activos y Cuenta Clientes de Fondos de Inversión. Diciembre 2011 y Marzo 2012						
	Diciembre 2011			Marzo 2012		
	Activo	Clientes	% Cliente	Activo	Clientes	% Cliente
	Mill. \$			Mill. \$		
ABIERTO	1.303	30.192	75,4%	1.575,0	31.665	76,4%
ACCIONARIO	10	1.744	4,4%	11,6	1.896	4,6%
CRECIMIENTO	38	2.030	5,1%	40,1	2.170	5,2%
INGRESO	34	1.049	2,6%	28,6	927	2,2%
MEGAFONDO	7	138	0,3%	6,5	124	0,3%
MERCADO DINERO	1.213	25.231	63,0%	1.488,2	26.548	64,0%
CERRADO	1.391	9.861	24,6%	1.387,7	9.807	23,6%
CRECIMIENTO	34	721	1,8%	34,3	685	1,7%
DE TITULARIZACION	1	63	0,2%	0,9	63	0,2
DESARR INMOBILIARIO	205	438	1,1%	205,0	436	1,1%
INGRESO	206	1.628	4,1%	205,9	1.592	3,8%
INMOBILIARIO	945	7.011	17,5%	941,5	7.031	17,0%
TOTAL	2.694	40.053	100,0%	2.962,6	41.472	100,0%

Fuente: Elaboración propia con datos tomados de la SUGEVAL.

Implicaciones de que Regulados paguen el presupuesto del Regulador

Como parte del plan alternativo para mejorar las cuentas fiscales del Estado, se ha planteado que los participantes del sector financiero asuman todo el presupuesto de las superintendencias. De inmediato surgen varias inquietudes:

1. Los regulados pagan la factura, pero sin darles potestad para exigir o influir en racionalidad en el gasto. En otras palabras, los reguladores tendrían un incentivo perverso para aumentar sus presupuestos ilimitadamente. Es decir, quien paga la fiesta, no manda en el baile.

2. El aumento para los operadores es de un 400% respecto al pago actual, lo que se une a un sistema financiero que ya se ha comprobado ser excesivamente caro. Con este panorama, se acrecentará la reducción de operadores en el sistema y por tanto la competitividad e informalidad.

3. El cálculo del aporte puede resultar discriminatorio, pues se realiza en función de ingresos brutos del operador, de manera que en algunos participantes, la proporción que el aporte significa de sus utilidades, es mucho mayor que en otros.

4. Se elimina el límite máximo de aporte por participante, lo que podría llevar a que en algunos casos, la carga a pagar pueda ser confiscatoria o desproporcionada. Sería una nueva invitación a reducir la oferta de operadores y afectar la competitividad.

5. No queda claro, si el propio Estado, a través del Ministerio de Hacienda o del Banco Central, contribuirán proporcionalmente en su calidad de emisores de valores. Lo que es bueno para el ganso,

debería ser bueno para la gansa. No hacerlo, o no hacerlo en forma proporcional, sería discriminatorio.

6. El planteamiento no alinea objetivos entre el presupuesto y el desarrollo del mercado financiero. Si el sistema aumenta en participantes, emisores de valores, fondos de inversión, administradoras, etc., el presupuesto se debería ver favorecido, pero si sucede lo contrario, igual debería contraerse. Si el sistema aumenta en eficiencia, esto debería tener eco en el presupuesto. Pero, si los operadores ven deprimida su actividad, el presupuesto del regulador no podría seguir una tendencia diferente, pues de lo contrario aumentará la tendencia recesiva del mercado.

Si bien el espacio no permite ahondar en más aspectos, los anteriores deben analizarse a la luz de la realidad de un mercado que ha venido observando una angustiosa reducción de operadores y productos. Si esto se ha ocasionado principalmente por el excesivo aumento en los costos de la regulación, es prudente medir el impacto de esta nueva medida, al menos para buscar compensaciones en costos para los participantes del sistema. Durante los últimos cuatro años, los operadores han tenido que someter sus estructuras a rígidas medidas de ahorro, para sostenerse en el mercado. Se ha tenido incluso que tocar rubros salariales, cantidad de personal, revisar procedimientos, etc. Esta nueva medida exigirá, aún más, procurar ahorros, donde ya se habían practicado todos los recortes posibles. En esta hora, también en el Estado, y en los Entes Reguladores, el mecanismo de presupuesto y financiación que se adopte, debe conllevar a estas mismas exigencias.

Vistazo a los Mercados Internacionales

▪ Asia

El pasado mes, China registró un superávit comercial de US\$5.350 millones, propiciado por la caída en importaciones, las cuales se desaceleraron desde un máximo de 13 meses, pues aumentaron un 5.3% en marzo. Las exportaciones se incrementaron en 8.9%, ambas cifras con respecto al mismo mes de marzo del 2011. De esta manera, las dos cifras produjeron un superávit comercial en la balanza, revertiendo el déficit de US\$31.500 millones mostrado en febrero 2012.

La noticia es positiva, pero se trata de una leve recuperación. Aún el lento crecimiento de las exportaciones chinas mantiene las preocupaciones de



Fotografía con fines ilustrativos

analistas e inversionistas, quienes temen ante la situación en Europa y sus posibles efectos en el crecimiento de la segunda mayor economía del mundo.

▪ Estados Unidos

Los hechos son más optimistas en Estados Unidos, pues el número de trabajadores estadounidenses desempleados por cada nueva vacante de trabajo, tocó en el mes de febrero sus niveles mínimos desde fines del 2008.

Según datos del Departamento de Trabajo de Estados Unidos, el número de nuevos empleos en espera de ser ocupados subió en 21.000 en el mes de febrero, para alcanzar los 3.498 millones de puestos.

De esta manera, el mercado laboral estadounidense da señales claras de recuperación.

También ha sido positiva la noticia del vicepresidente de la Reserva Federal (Fed), Janet Yellen, y el presidente del Banco de Nueva York, William C. Dudley, de que es probable que los costos de endeudamiento se mantengan bajos hasta el 2014. En esta misma línea, Estados Unidos sigue dando signos de avance, pues su déficit comercial se redujo en febrero un 12%, a US\$46 mil millones, el menor nivel desde octubre 2011,

desde una cifra revisada de US\$52.5 mil millones en enero 2012, según el Departamento de Comercio. Las exportaciones aumentaron un 0.1%, a US\$181.2 mil millones, impulsadas por las ventas de bienes de capital, como aviones comerciales y máquinas industriales, mientras que el valor de las importaciones se redujo a US\$227.2 mil millones, causada por la menor compra de petróleo, bienes de consumo, como juguetes y ropa, y automóviles.



Fotografía con fines ilustrativos

▪ Europa

Esta región sigue reuniendo las mayores preocupaciones, principalmente tras la publicación de noticias nada optimistas provenientes de España, que anunció nuevos recortes presupuestarios por un total de 10.000 millones de euros por parte del gobierno de España.

Pese a la lluvia de millones repartidos por el Banco Central Europeo (BCE), el nerviosismo continúa en los mercados financieros, pues lo anterior aun no se materializa en una recuperación económica clara en la zona euro. Tras un sólido primer trimestre, las Bolsas europeas han registrado fuertes caídas en lo que va de mes. En una semana, París ha perdido 6%, Madrid 7% y Milán 9,5%.

Las tensiones han vuelto al mercado de la deuda donde los inversores piden un rendimiento muy alto para comprar deuda de países considerados poco fiables como España, que tiene que pagar unos intereses de 5,97% por los bonos a diez años. Y su prima de riesgo – el diferencial con el bono alemán a 10 años de



Fotografía con fines ilustrativos

referencia- se encaramaba a los 433 puntos, un 7,78% más que la víspera. La prima de riesgo de Italia también está en 404 puntos. “En el primer trimestre hubo un exceso de euforia que estamos pagando caro ahora. Nos hemos esperado demasiado de las operaciones del Banco Central Europeo”, alega Gilles Moec, economista jefe del Deutsche Bank.

El BCE prestó un billón de euros a los bancos de la zona euro en diciembre y en febrero a un interés del 1%. Pero estos apenas han invertido en las deudas de los Estados, prefiriendo consagrar una gran parte de este dinero fresco a desendeudarse.

▪ Latinoamérica

En la región, el hecho de mayor importancia es la fuerte baja en el superávit comercial de Brasil, que en el pasado mes pasó de US\$2.020 millones (marzo) a US\$818 millones (abril), y que se explica en una caída en las exportaciones. Si bien era previsible una reducción de las exportaciones, debido a la debilidad de los países industrializados, y a la baja en precios de los commodities, la caída superó las expectativas. A lo anterior se agrega el anuncio de que el Banco Central brasileño reducirá las tasas de interés como forma de alentar la economía, lo que ha generado una importante devaluación del real brasileiro.



Fotografía con fines ilustrativos

Fuentes: AFP, Reuters, Bloomberg

De Plan Fiscal y de Déficit Fiscal

A riesgo de que este comentario quede rezagado con las noticias que puedan salir en la prensa del día de mañana, quiero compartir algunos escenarios.

Los últimos acontecimientos

La Sala Constitucional había rechazado la “acción de inconstitucionalidad” presentado por el diputado Luis Fishman, quien alegaba que el artículo 208 bis del Reglamento de la Asamblea Legislativa, era inconstitucional. La Sala lo rechazó indicando que el artículo en sí, NO es inconstitucional. En fecha posterior, un grupo de diputados elevan una “consulta de inconstitucionalidad” (nótese que “acción” es diferente a “consulta”), indicando que el artículo 208 bis, si bien NO es inconstitucional, en esta ocasión se aplicó indebidamente, es decir se aplicó inconstitucionalmente. En este caso, la sala lo acogió, señalando que el problema estuvo en: 1. Haber extendido el plazo de la comisión especial sin haber mediado un acuerdo de la Asamblea y, 2. No publicar la nueva versión del proyecto con las modificaciones que ya tenía acumuladas.

Implicaciones de la sentencia constitucional

En esencia, el proyecto no debe volver a cero, sino a enmendar la aplicación del 208 bis en los dos puntos antes citados: que la Asamblea vote la ampliación de la comisión (para ello el Gobierno tendría que amarrar 38 votos, cosa que en teoría no tiene). Si la votación resultara positiva, la comisión vuelve a revisar y aprobar todas las mociones que se le presenten (podrían ser miles nuevamente); volver a publicar el proyecto modificado, y finalmente, darle primero y segundo debate al



Foto con fines ilustrativos

proyecto. Nótese que aún en este caso, entre el primero y segundo debate, podrían presentarse nuevas consultas de inconstitucionalidad por parte de los diputados.

Si bien el Gobierno teóricamente podría aferrarse al proyecto bajo la aplicación del 208 bis, pero subsanando los dos errores apuntados por la Sala, lo cierto es que el apoyo de los diputados que favorecieron el plan fiscal se redujo. Por el contrario, quienes adversaban al proyecto desde un inicio, más bien se robustecieron con los diputados que migraron del apoyo al plan, a su rechazo. La tarea del Gobierno por resquebrajar este grupo de oposición parece ahora más difícil.

Escenarios alternativos

Partamos del escenario de que el proyecto de Solidaridad Tributaria se deseche. Ante esto, el Gobierno tendrá que abocarse en cuatro posibles frentes, todos en paralelo:

1. **Un plan de contingencia fiscal, para atraer algunos tributos de menor cuantía y por un tiempo corto (ya se hizo en el Gobierno de Don Abel Pacheco).** Este plan, al ser muy sencillo, puntual y transitorio, sería, en teoría, de consenso y rápida aprobación en la Asamblea.

2. **Un mayor esfuerzo para cobrar bien los impuestos actuales y reencauzar los destinos de algunos impuestos vigentes.** Esto implica combatir la evasión generalizada y rampante que al parecer ronda en muchos, o casi todos los estratos sociales.

3. **Racionalizar el gasto en el sector público. Esta es la medida que todo Gobierno evita, por los enfrentamientos sociales y el desgaste político que implica, pero que en este caso el Poder Ejecutivo actual tendrá que confrontar sin dilación.** A final de cuentas, el déficit surge en los disparadores de gasto del Sector Público, que se descontrolaron en los últimos años. Y es mejor hacerlo ahora, aunque provoque algún malestar, y no dejarlo para cuando llegue al nivel de los acontecimientos que hemos sido testigos en Grecia (y en menor medida en España y Portugal).

Las medidas aquí fueron dolorosas, pero aún así inevitables y radicales.

4. **Apoyar las necesidades de recursos financieros con nuevas captaciones de valores de deuda, principalmente de mercados internacionales, para aprovechar las bajas tasas de interés de los mercados extranjeros.** La captación en el mercado local, aunque posible, debería hacerse en mejor proporción para no afectar las tasas locales, más allá de lo que ya se han incrementado.

Las medidas y proyectos anunciados en los últimos días, parece que van en esta dirección, aunque a nuestro juicio en la parte de eficiencia en el gasto, se queda en la superficie. Quizás estas cuatro medidas debieron haber constituido desde un inicio, la estrategia para enfrentar el déficit fiscal. Aún cuando la última resolución de la sala cuarta hubiese resuelto a favor del proyecto tributario, las estimaciones del propio Ministerio de Hacienda, eran que el proyecto apenas captaría lo suficiente para bajar el déficit en un 1,5% (en la práctica, o en un escenario menos optimista, podría rondar el 1%).

Las cuatro medidas citadas tienen a su favor que corrigen aspectos estructurales, o al menos empezamos a ordenarlos, y no introducen frenos a la actividad económica, a la generación de empleo y riqueza. También hace justicia con los trabajadores, agentes y productos que por su naturaleza no evaden o no pueden evadir impuestos (asalariados y consumidores, por ejemplo), pues al final de cuentas serían las mismas espaldas que soportarían las nuevas cargas tributarias que planteaba el proyecto de solidaridad tributaria.