



## PROGRAMA ESTADO DE LA NACIÓN

### NOVENO INFORME ESTADO DE LA NACIÓN EN DESARROLLO HUMANO SOSTENIBLE (2002)

#### Situación actual y perspectivas de los Fondos de Ahorro Colectivo en Costa Rica

*José Angulo*



## ÍNDICE

I. Antecedentes.....	3
II. Principales inversionistas institucionales en Costa Rica .....	5
III. El tamaño de los Fondos de Ahorro Colectivo .....	6
3.1 Los Fondos Institucionales Regulados.....	6
3.1.1 Los Fondos de Inversión .....	7
3.1.2 Los Fondos de Pensiones.....	8
3.2 Los fondos “no regulados” .....	11
IV. Control y supervisión en materia de fondos colectivos .....	13
V. Determinantes del dinamismo de los fondos de ahorro colectivo en Costa Rica	
17	
5.1 Mayor número de ahorrantes e incremento en el ahorro promedio.....	19
5.2 Reforma al Tercer Pilar y su efecto en el Mercado .....	23
5.3 Equilibrio actuarial del Régimen de Invalidez, Vejez y Muerte .....	24
5.4 Decisiones sobre la magnitud de las Reservas del INS .....	24
VI. Retos para profundizar el Mercado.....	25
6.1 No confundir los objetivos del fondo colectivo con objetivos de tipo social	
25	
6.2 Conveniencia de invertir en el exterior .....	26
6.3 No menospreciar a los emisores privados .....	27
6.4 Normalización y estandarización del mercado .....	30
6.5 Universalización del Modelo de Supervisión de Riesgos .....	30
6.6 Creación de una Entidad Encargada de la Administración del Sistema	
Previsional .....	31
6.7 Vacíos legales en productos que combinan seguros con previsión .....	32
6.8 Educación en cuanto a manejo de riesgos.....	32
6.9 Baja sofisticación del mercado.....	33
VII. Principales Lecciones Aprendidas de la Experiencia Internacional .....	33
7.1 Riesgo de concentración del portafolio .....	33
7.2 Urgencia de Regular el Conflicto de Interés entre Grupos Relacionados	34
7.3 Acciones para minimizar el riesgo operacional .....	34
7.4 Educación como clave para la sostenibilidad de los sistemas	
previsionales .....	34
VIII. La Agenda pendiente.....	35
Bibliografía.....	36
NOTAS .....	37

Nota: Algunos datos y cifras de las Ponencias pueden no coincidir con los consignados por el Noveno Informe sobre el Estado de la Nación en el tema respectivo, debido a revisiones posteriores. En caso de encontrarse diferencia entre ambas fuentes, prevalecen los publicados en el IX Informe.

## **I. Antecedentes**

La literatura sobre el desarrollo económico y la evidencia empírica es concluyente en señalar el estrecho vínculo que existe entre la capacidad de ahorro de una sociedad y la magnitud de su inversión productiva, así como de la dependencia que tienen las pequeñas economías deficitarias de la inversión extranjera en sus diversas modalidades.

Siempre que se aborda el tema de la escasa inversión productiva resulta imperativa la referencia al grado de desarrollo del sector financiero local, en especial al del mercado de capitales, que ha probado ser el mecanismo por el cual se moviliza el ahorro hacia los inversionistas, por naturaleza deficitarios frente a sus proyectos.

Los diagnósticos sobre el grado de desarrollo del mercado de capitales en Costa Rica resultan históricamente desesperanzadores al igual que la gran cantidad de argumentos explicativos utilizados: el costarricense es cortoplacista y va a resultar muy difícil cambiar esa mentalidad; el recurrente desequilibrio fiscal y la presión que ejerce el gobierno sobre las tasas de interés propician la concentración del ahorro en instrumentos de corto plazo, dejando poco espacio para el financiamiento de los proyectos de inversión; la economía es pequeña y de bajos ingresos y por tanto no es posible ubicar recursos suficientes para financiar los grandes proyectos de inversión; el desarrollo del mercado accionario es casi impensable, y no hay ni siquiera productos estandarizados y titularizados que propicien el traslado de fondos al sector privado; entre otros argumentos más.

Motivados por comprender el verdadero potencial del mercado de capitales en Costa Rica, a inicios de la década de los noventa, FEDEPRICAP patrocinó un estudio que pretendía identificar los fondos de ahorro institucional y cuantificar su magnitud (Angulo, 1991). En esa oportunidad se determinó que la masa de fondos de mediano y largo plazo era del orden del 8.1% en términos del PIB, concentrada en los regímenes de pensiones públicas (los fondos de pensiones privados eran incipientes en esa época), en el Régimen de Enfermedad y Maternidad de la CCSS, en las inversiones del Instituto Nacional de Seguros, en los fondos administrados por las asociaciones solidaristas y en el sector bursátil, específicamente en un instrumento que en aquella época se denominaba Fondo de Custodia Libre.

Existe poca conciencia en la sociedad costarricense acerca de las importantes transformaciones que han venido ocurriendo en el país a lo largo de la última década, primero con la promulgación de la Ley del Banco Central en 1995, luego con la Ley Reguladora del Mercado de Valores y la creación de la Superintendencia General de Valores (SUGEVAL) en 1998 que vino a regular una

gran cantidad de mecanismos que utiliza el mercado para captar y colocar el ahorro del público, como los Fondos de Inversión, los Fondos Inmobiliarios, los Fideicomisos y demás instrumentos que requieren oferta pública; y finalmente con la promulgación de la Ley de Protección al Trabajador en el 2000, que creó la Superintendencia General de Pensiones (SUPEN) y las Operadoras de Pensiones Complementarias (OPC's), a las cuales se les encargó la tarea de administrar una parte importante del ahorro de largo plazo de los costarricenses.

Evidentemente el potencial de crecimiento de estos inversionistas institucionales ha crecido en comparación con una década atrás, especialmente con el surgimiento de las OPC's y con el desarrollo de los Fondos de Inversión, sin embargo, el mercado privado de capitales costarricense todavía sigue actuando como si dichos fondos no existieran y las inversiones se continúan concentrando en títulos de deuda del sector público y en plazos relativamente cortos.

Cuando se hace referencia al desarrollo de mercado de capitales en Costa Rica, buena parte de las limitaciones provienen del lado de la demanda. En el pasado, los grandes inversionistas institucionales (CCSS, INS, Magisterio e instituciones autónomas) perdieron la perspectiva de la obligatoriedad que la sociedad les confió para reproducir los fondos y reservas con criterios de seguridad y rentabilidad y colocaron buena parte de sus recursos en títulos del Estado o en préstamos hipotecarios sin preocuparse por la rentabilidad real de las inversiones, aparte de que los esquemas de capitalización colectiva o los mismos sistemas de reparto en las pensiones, terminaban por esconder o trasladar el problema de rentabilidad al Estado.

Ahora las cosas han cambiado, el Gobierno ha dejado la práctica de ofrecer tasas reales negativas y los administradores de los sistemas de pensiones (más los privados que los públicos) les resulta imperativo ofrecer el mayor rendimiento posible bajo la prudencia que significa la estructuración del portafolio de inversiones. No obstante el cambio, el mercado local de capitales no ha sido capaz de articular las necesidades de los inversionistas institucionales con las demandas del sector productivo nacional. Tampoco ha logrado constituirse en una salida para resolver las grandes dificultades que tiene el Estado para financiar obras de infraestructura en un contexto de restricción fiscal.

Bajo dichas circunstancias, la preocupación nacional no es sólo de regulación, supervisión y control de las entidades que se les ha encomendado la administración y reproducción de estas importantes masas de recursos, sino también la de propiciar adecuados instrumentos de inversión, seguros y rentables que se transformen en inversión productiva.

El presente documento pretende valorar el crecimiento actual y potencial de los fondos administrados por los inversionistas institucionales; evaluar la capacidad que tiene el sistema para canalizar los recursos de ahorro hacia proyectos de

inversión; y valorar los diferentes retos y obstáculos que es necesario resolver para lograr que estas importantes masas de fondos se conviertan en inversión productiva y rentable; así como extraer algunas lecciones aprendidas de la experiencia internacional.

## II. Principales inversionistas institucionales en Costa Rica

En Costa Rica los fondos de ahorro institucional se encuentran vinculados primordialmente a los sistemas de previsión y seguridad social y a los seguros, y en años más recientes al surgimiento y profundización del mercado de bursátil y de valores. En ellos es posible distinguir dos categorías bien delimitadas, los fondos de ahorro institucional que rinden cuentas a una entidad que regula al sector, -los que reportan a SUGEVAL, SUPEN y SUGEF- y los autorregulados, ya sea que están bajo jurisdicción de la Contraloría General de la República como en el caso del INS y la Caja Costarricense del Seguro Social en lo que se refiere a Enfermedad y Maternidad, o los que no reportan del todo, como la Sociedad de Seguros del Magisterio Nacional, las Asociaciones Solidaristas<sup>1</sup>, cajas de ahorro y préstamo que todavía operan en ciertas instituciones y algunos fondos que ofrecen a los inversionistas altas rentabilidades, pero sin ninguna regulación.

### Principales inversionistas institucionales, según categoría de regulación

Regulados <sup>a/</sup>	Autoregulados <sup>b/</sup>	No regulados <sup>c/</sup>
<b>Mercado de valores</b> Fondos de inversión (Mercado dinero, renta, crecimiento, inmobiliarios, accionarios, etc)  Carteras de puestos de bolsa  Fideicomisos  <b>Sistema de Pensiones</b> OPC (Operadoras de Pensiones Complementarias)	<b>Seguros</b> Instituto Nacional de Seguros  <b>Salud</b> IVM y RNC (CCSS)  <b>Pensiones</b> Regímenes básicos: Magisterio Nacional, Poder Judicial, Cuerpo de Bomberos  Regímenes Complementarios Bcos Estatales, ICE, INVU, RECOPE, ICT, Fondo Empleados CCSS, etc.  Regímenes especiales Lotería, Notarios  No contributivas (cargo a presupuesto)  <b>Fideicomisos públicos</b> (Control externo por parte de la CGR)	<b>Seguros</b> Sociedad de Seguros de Vida del Magisterio  <b>Fondos solidaristas</b> Sólo las captaciones están reguladas por SUGEF  <b>Otros fondos</b> Cajas de Ahorro y Préstamo  Fondos especiales (Bananeros, Cafetaleros, Cañeros, etc)  Fondos Privados sin regulación

a/ Regulación plena ejercida por una institución especializada

b/ La regulación la realiza la propia entidad pública. Para el caso de los fondos de pensiones la autoridad reguladora está limitada en sus potestades. El control de la Contraloría es limitado y no se especializa en materia de inversiones.

c/ No hay regulación ni supervisión de una entidad pública

Dicha dualidad de regulación es motivo de preocupación y genera dificultades importantes cuando se trata de armonizar criterios de control y supervisión. A lo interno de los sistemas de pensiones existen diferencias, dado que mientras las pensiones complementarias privadas son supervisadas con criterios de tipo prudencial y utilizando instrumentos tecnológicos sofisticados, en el caso de los regímenes especiales complementarios o el de IVM la acción de la SUPEN es más limitada. Desde la óptica de la SUGEVAL y SUGEF también existen el mercado vacíos de supervisión y control, específicamente en el caso de los fondos de inversión con menos de 50 inversionistas y en aquellos productos donde se traslapa el campo de acción de dichas superintendencias.

### **III. El tamaño de los Fondos de Ahorro Colectivo**

Uno de los objetivos del presente estudio es precisamente valorar la magnitud y crecimiento de los fondos de ahorro colectivo en Costa Rica, a partir de la información que acopian los principales entes supervisores del mercado. La tarea se dificulta con aquellos fondos que están fuera de la jurisdicción de los entes reguladores, por problemas de apertura y calidad de la información o porque del todo no se tiene idea del tamaño de mercado ni se conocen sus actividades, como en el caso de empresas como The Vault, The Brothers, entre otras.

#### **3.1 Los Fondos Institucionales Regulados<sup>2</sup>**

De acuerdo con información de SUGEVAL y SUPEN, los fondos de ahorro regulados por estas dos entidades crecieron de manera importante entre 1998 y el 2002, en promedio un 19.2% anual en colones y un 11.4% anual en dólares, desempeño nada despreciable que propició una mayor movilización de recursos del orden de 5.5% en términos del PIB, dado que la masa de fondos pasó de representar un 12.5% en términos del PIB a casi un 18% cinco años después.

Dicho crecimiento se debe fundamentalmente al dinamismo mostrado por los fondos de pensión administrados por las OPC's que crecieron cinco puntos porcentuales en términos del PIB, durante el período bajo análisis. Si bien es cierto los fondos de inversión representan la mayor parte de esta inversión colectiva, su crecimiento obedece al desmantelamiento de las de figuras no reguladas que operaban en el mercado antes de la Ley Reguladora del Mercado de Valores, específicamente fideicomisos, comisiones de confianza y carteras de los puestos de bolsa.

**Inversión colectiva: saldo de activos por tipo de modalidad. 1998-2002**

	Saldo a diciembre					Estructura		Crecimiento	Saldo / PIB	
	(en millones de colones)									
	1998	1999	2000	2001	2002	1998	2002	1998-2002	1998	2002
Fondos de inversión	49.119	129.094	291.851	552.513	730.686	10,9	67,3	96,4	1,4	12,1
Carteras puesto de bolsa	160.876		72.131	69.075	25.216	35,6	2,3	-37,1	4,4	0,4
Fondos de pensión	17.526	47.372	84.323	216.016	324.957	3,9	29,9	107,5	0,5	5,4
Fideicomisos <sup>cl</sup>	224.661	18.804	12.134	4.097	5.107	49,7	0,5	-61,2	6,2	0,1
Total	452.182		460.440	841.702	1.085.966	100,0	100,0	24,5	12,5	17,9

Fuente: SUPEN

En términos de estructura porcentual, los fondos de inversión representan en el 2002 un 67.4% de total de la inversión colectiva, en tanto que los recursos que manejan las operadoras son responsables de un 30% de dicho total. Es importante no perder de vista que el crecimiento reportado por las OPC's obedece en buena parte a un traslado de recursos desde fuentes ya existentes (INA, BPDC, aporte patronal) por lo que no todo es incremento neto, con excepción del régimen voluntario. Por tanto, una buena parte de dicha movilización necesariamente tiene una contrapartida de reducción en los fondos que anteriormente administraba la CCSS. De no ser así, el mercado local tendría mucho más dificultades para encontrar oportunidades de inversión de las que actualmente presenta.

### 3.1.1 Los Fondos de Inversión

En cuanto a la composición por tipo de fondo, en los últimos años se observa un importante desplazamiento desde los instrumentos de corto plazo y de mercado de dinero hacia los denominados fondos de crecimiento, que pasaron de un 35.5% del total en el 2000 a un 54% en el 2002. Conviene llamar la atención sobre la presencia en el mercado de fondos de inversión de tipo inmobiliario, cuya participación relativa pasó de 3.8% en el 2000 a 8% en el 2002, así como también de la presencia de nuevos productos como la titularización de hipotecas a partir del primer trimestre del 2002, que alcanzaron 0.5% de la cartera en ese año y que pueden crecer de manera importante en el futuro cercano.

### Composición de los Fondos de Inversión

	<b>Dic 2000</b>	<b>%</b>	<b>Dic 2001</b>	<b>%</b>	<b>Dic 2002</b>	<b>%</b>
Mdo Dinero	77,068	26.4	23,978	4.3	63,687	8.7
Corto Plazo	33,273	11.4	244,293	44.2	33,977	4.7
Ingreso	63,430	21.7	122,434	22.2	174,792	23.9
Crecimiento	103,726	35.5	120,967	21.9	393,874	53.9
Accionario	3,321	1.1	3,048	0.6	2,204	0.3
Inmobiliario	11,033	3.8	37,793	6.8	58,743	8.0
Titularización					3,408	0.5
<b>Total</b>	<b>291,851</b>	<b>100</b>	<b>552,513</b>	<b>100</b>	<b>730,686</b>	<b>100</b>

### Estructura de la Cartera por tipo de Emisor

	<b>%</b>	<b>Acum.</b>	<b>%</b>	<b>Acum.</b>	<b>%</b>	<b>Acum.</b>
Hacienda y BCCF	84.98	84.98	86.37	86.37	87.86	87.86
Bancos Estatales	4.93	89.91	7.06	93.43	6.93	94.79
S. Privado Local	7.92	97.83	4.3	97.73	4.04	98.83
Exterior	2.17	100.00	2.27	100.00	1.17	100.00

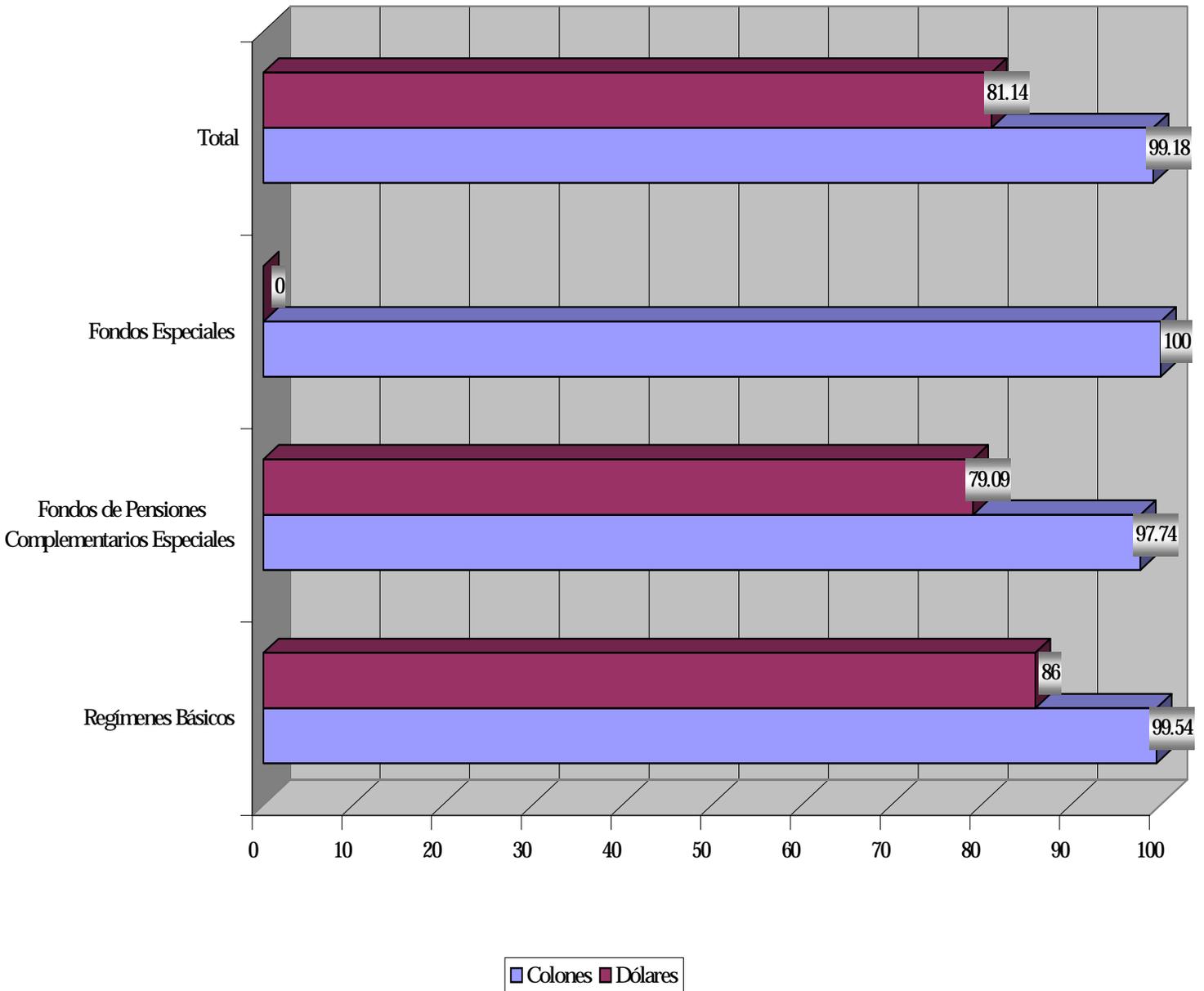
Fuente: SUGEVAL Y SUPEN

En lo que se refiere a riesgo por categoría de emisor, los fondos de inversión presentan, al igual que el resto del mercado, una elevada concentración del riesgo, donde los emisores públicos han incrementado su participación relativa de un 89.9% en el 2000 a un 94.8% en el 2002, en contraposición con los emisores del sector privado, tanto locales como extranjeros.

### 3.1.2 Los Fondos de Pensiones

Por su parte, en lo que se refiere a pensiones, tanto las que administran las OPC's como el resto de regímenes, las concentraciones en emisores estatales, especialmente en el Ministerio de Hacienda son aún mayores que en los fondos de inversión, como se aprecia en el siguiente gráfico, tanto para portafolios en colones como en dólares. Este es un patrón de inversión que se manifiesta en forma recurrente en la mayor parte de los inversionistas institucionales en Costa Rica y tiene su origen en la percepción de que el Estado es un menor riesgo relativo. Incluso, la Junta Directiva de la CCSS como consecuencia de lo acontecido con el Banco Anglo, tomó la determinación de no permitir inversiones en el sector privado. No obstante, la SUPEN por la vía reglamentaria ha instruido a las OPC's a ir reduciendo paulatinamente dicha concentración hasta lograr la meta de un máximo 50% en Hacienda y Banco Central en el 2015. Con los regímenes que tienen mayor independencia el resultado final va a depender de políticas internas y las necesidades fiscales del Gobierno.

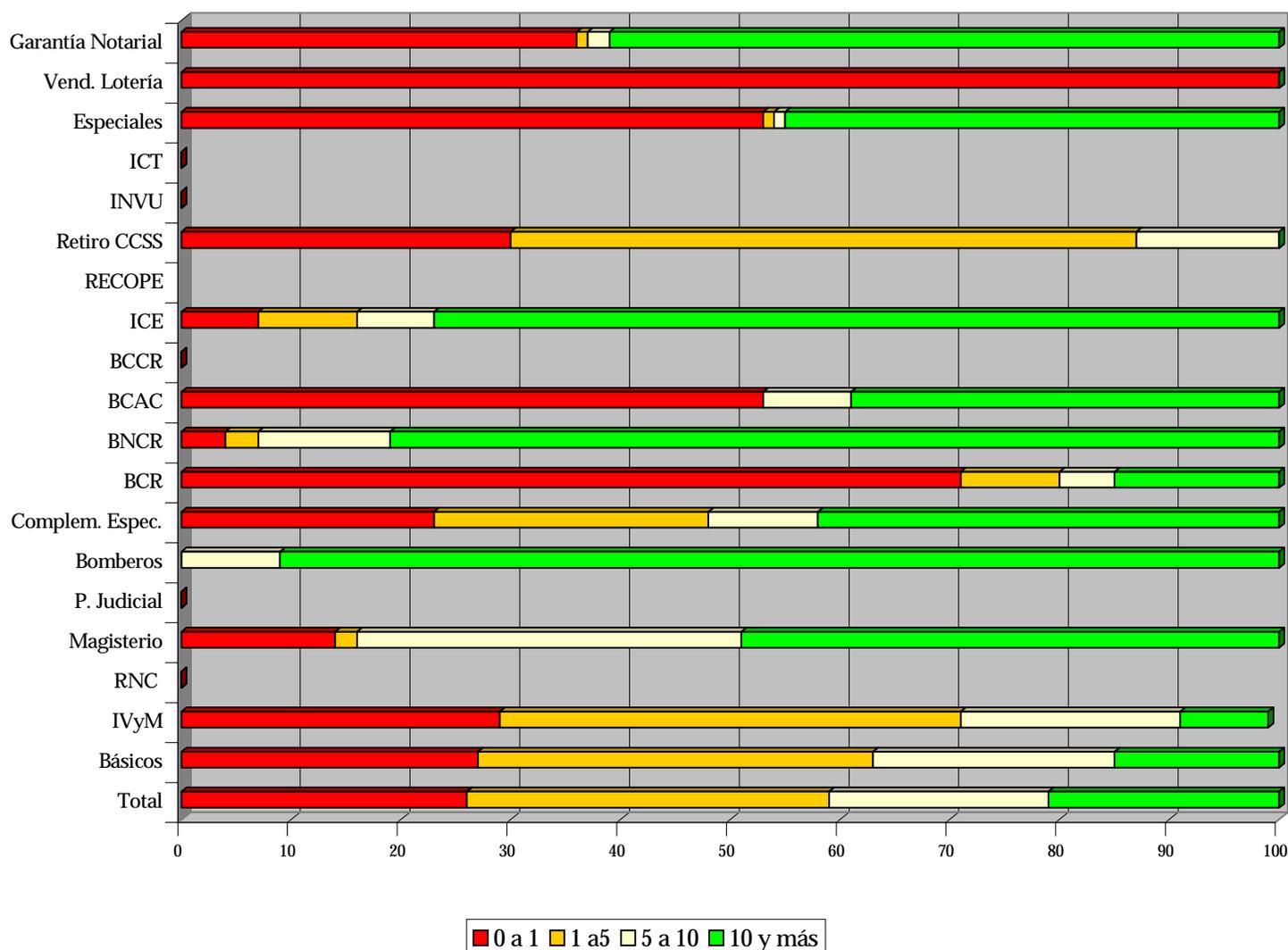
### Concentración de Cartera en Títulos del Sector Público Diciembre 2002



Fuente: SUPEN

En cuanto a estructura por plazos hay diferencias importantes entre regímenes de pensiones, principalmente entre los que son administrados por las instituciones del Estado. De acuerdo con la SUPEN, el régimen de IVM de la CCSS, que es uno de los más grandes, concentra alrededor de un 70% de sus fondos en plazos de 0 a 5 años, en contraposición con regímenes como el del Magisterio o el del ICE donde la concentración en ese plazo se ubica en el orden del 15% del total de fondos, muy similar al 18% que presentan las OPC's.

### Regímenes de Pensión Básicos y Complementarios Especiales Estructura por plazos, Dic. 2002



Fuente: SUPEN

### **3.2 Los fondos “no regulados”**

Como se dijo anteriormente, entre los objetivos que pretende esta investigación está valorar, aunque sea de manera aproximada, la magnitud de los fondos “no regulados, los cuales afortunadamente son ahora de menor importancia relativa en comparación con una década atrás, cuando no existía la SUGEVAL ni la SUPEN.

La CCSS con su Seguro de Enfermedad y Maternidad (SEM) es uno de estos inversionistas institucionales autorregulados, cuyas inversiones y reservas se ubicaron a diciembre del 2002 en el orden de los 39,248 millones de colones. Es importante señalar que esta cifra contrasta con la magnitud del régimen de IVM (que forma parte de los fondos “regulados”), dado que el SEM es un sistema de reparto que se alimenta de las cuotas obrero patronales y se destina a financiar el gasto hospitalario y administrativo de la entidad. El rendimiento promedio real reportado por el SEM fue de 4.42% para el último año, inferior al logrado por el IVM, como consecuencia de una mayor concentración de las inversiones en plazos cortos. De hecho, el rendimiento de las inversiones del SEM se ubicó ligeramente por debajo de 4%, mientras que sus reservas, de plazo más largo, lograron una rentabilidad real del 5.05%. Dichos dineros se encuentran invertidos predominantemente en títulos del Ministerio de Hacienda, donde la concentración del SEM en dicho emisor alcanzó en el 2002 casi un 91% y un 75% para el caso del fondo de reserva. Por su parte, la liquidez ha sido históricamente mantenida en los Bancos del Estado, sin embargo para el último año se observa una drástica reducción en la importancia relativa de este tipo de inversiones, como resultado de un cambio en las políticas de inversión de la CCSS.

### Inversiones del Seguro de Enfermedad y Maternidad Cifras en millones de colones

	1999	2000	2001	2002
Fondo SEM	51,832	56,235	50,597	22,732
% Hacienda	75.05	78.2	68.04	90.7
Reserva	11,773	13,668	15,979	16,516
% Hacienda	82.31	79.2	88.8	74.9
% Más de 1 Año	66.4	52.1	55.1	90.7
<b>Total</b>	<b>63,605</b>	<b>69,903</b>	<b>66,576</b>	<b>39,249</b>

### Inversiones del Régimen de Invalidez Vejez y Muerte

	1999	2000	2001	2002
Fondo IVM	218,925	269,941	363,330	315,583
% Hacienda	69.23	72.11	86.71	82.25
% Bco Estatal	14.14	14.31	14.55	3.01
% Hipotecario	9.78	10.18	9.39	9.09
% Más de 1 Año	63.14	59.6	81.3	73.26
<b>SEM + IVM</b>	<b>282,530</b>	<b>339,845</b>	<b>429,906</b>	<b>354,831</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de los Informes Anuales de la División de Inversiones

El Instituto Nacional de Seguros es otro inversionista institucional relevante y del grupo de los “no regulados”. En el balance a diciembre 2002 se registran inversiones en valores por un monto de 4.420,9 millones de colones, que corresponden en su mayoría a las reservas de seguros. No vamos a entrar en esta investigación a cuestionar la magnitud de dichas reservas, que en el caso de riesgos del trabajo se argumenta que son de cuantía muy elevada, alrededor de tres veces en relación con el nivel internacional, como consecuencia de un sistema orientado a la reparación y no a la prevención. Lo que sí interesa es tener idea de la composición de dichas inversiones por emisor y por plazo para el 2002. La Sociedad de Seguros del Magisterio Nacional tiene como único emisor al Gobierno de Costa Rica; el 52,5% son inversiones de corto plazo (menos de 360 días) y el restante 47,5% de largo plazo. El rendimiento promedio es de 18,02%.

Las asociaciones solidaristas corresponden a otra categoría de inversionista institucional “no regulado”, cuyas inversiones se canalizan a través de los puestos de bolsa, en la forma de fondos de inversión o fideicomisos, o a través de las mismas OPC’s, en la forma de contratos de pensión complementaria. Al no existir una entidad especializada que supervise a las asociaciones solidaristas no fue

posible estimar<sup>3</sup> dicha masa de fondos. Afortunadamente, una parte importante de los recursos que administran las asociaciones solidaristas ya están cuantificados en la masa de recursos del sistema “regulado”.

Existe como parte de los fondos no regulados un mercado cuyo tamaño se desconoce y el cual no debiera ser despreciado, que opera a través de firmas privadas que captan fondos locales ofreciendo atractivas rentabilidades y donde las potestades de control y supervisión no llegan, sea porque así lo establece la Ley Reguladora del Mercado de Valores o porque evaden la supervisión.

#### **IV. Control y supervisión en materia de fondos colectivos**

Con la promulgación de la Ley Reguladora del Mercado de Valores y la creación de la SUGEVAL en 1998, el país logró un importante avance, dado que se corrigieron importantes vacíos legales, se ordenó todo lo referente a la oferta pública de títulos valores y se crearon importantes figuras que no existían en el mercado regulado. Mucho se ha avanzado en materia desarrollo de la regulación y la supervisión, en la cantidad y calidad de la información suplida al mercado y en el desarrollo de instrumentos de gestión de riesgo, lo cual se materializa en una mayor seguridad jurídica de las inversiones y el importante dinamismo de los fondos de inversión, en sus distintas modalidades.

No obstante los esfuerzos en materia de mercado de valores y la preocupación por proteger al inversionista, que es la parte más vulnerable de una transacción financiera, todavía existen vacíos de regulación. Las preocupaciones son tres. Primero que todo, lo que tiene que ver con aquellos operadores, no poco importantes, que captan recursos del público y que por su tamaño de cartera (menos de 50 clientes) no son objeto de la supervisión de la SUGEVAL, por ejemplo The Vault, The Brothers, entre otros; segundo, las áreas de traslape en donde se cruza la supervisión de SUGEF y SUGEVAL, no por falta de legislación, sino por la costumbre a una supervisión a la entidad y no al tipo de producto financiero (cosa que ha ido cambiando) y por limitaciones presupuestarias que se enfrentan los entes reguladores; y tercero, todo lo que tiene que ver con el control y supervisión de los asesores de inversión, que incluso captan fondos del mercado local y canalizan inversiones hacia el mercado extranjero, que actualmente no son regulados como si ocurre en otros mercados.

Los seguros representan en Costa Rica uno de los vacíos más importantes en términos de control y supervisión prudencial, donde todavía no se cuenta con una entidad reguladora especializada. También existen algunos vacíos de control y supervisión en otras áreas, como en el caso de algunas cajas de ahorro y

préstamo que todavía funcionan fuera de la jurisdicción de la SUGEF, sin embargo, la magnitud de los fondos expuestos contrasta con los regulados.

Afortunadamente, el tema de la sostenibilidad del sistema de pensiones ha ido adquiriendo mayor relevancia, a partir de las reformas a los diferentes regímenes y con la promulgación de la Ley de Protección al Trabajador que creó las OPC's, no obstante, se requieren grandes esfuerzos para homogenizar las funciones de regulación, supervisión y sanción que ejerce la SUPEN sobre los diferentes operadores.

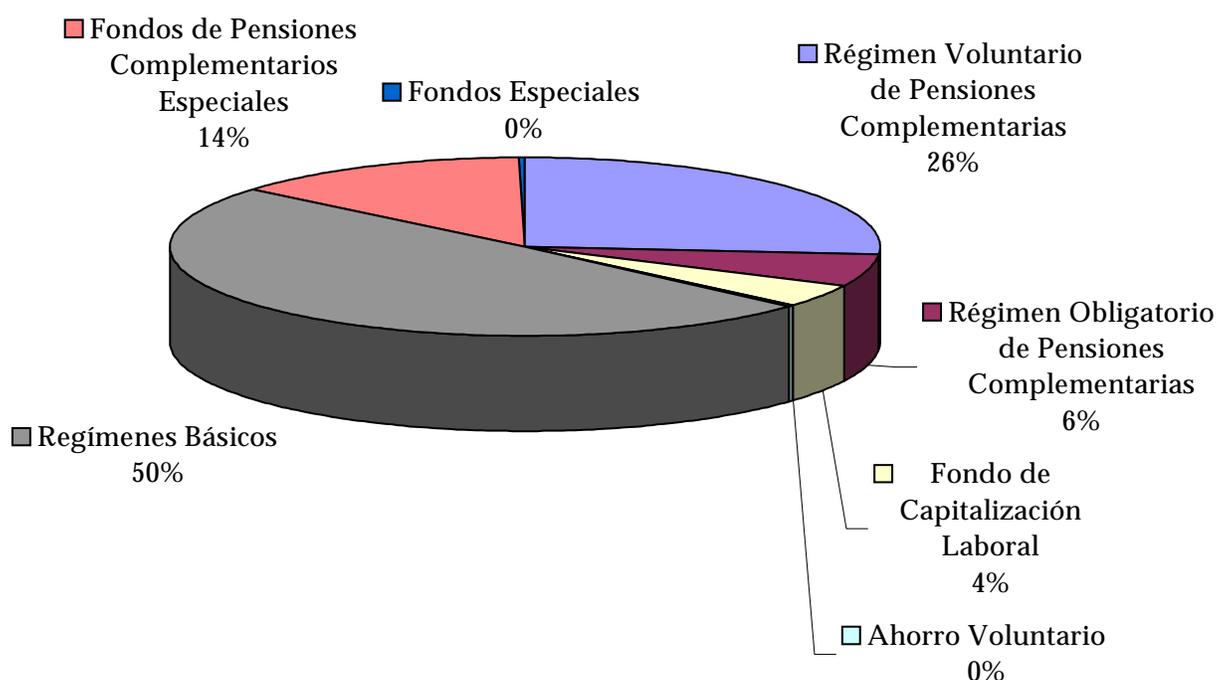
**Fondos de Pensiones**  
**cifras en miles de colones**

<b>Tipo de Fondo</b>	<b>Monto Administrado</b>	<b>Porcentaje</b>
<b>Regímenes Básicos</b>	<b>437,360,242</b>	<b>49.33</b>
Régimen de Invalidez, Vejez y Muerte (CCSS)	375,255,828	42.33
Régimen no Contributivo (CCSS)	0	0.00
Fondo de Capitalización Colectiva del Magisterio Nacion	60,362,965	6.81
Fondo de Pensiones del Poder Judicial		0.00
Fondo de Pensiones del Benemérito Cuerpo de Bombero:	1,741,449	0.20
<b>Fondos de Pensiones Complementarios Especiales</b>	<b>121,920,881</b>	<b>13.75</b>
Fondo de Garantías y Jubilaciones BCR	17,179,368	1.94
Fondo de Garantías y Jubilaciones BNCR	29,976,404	3.38
Fondo de Garantías y Jubilaciones BCAC	1,549,286	0.17
Fondo de Garantías y Jubilaciones BCCR	245,404	0.03
Fondo de Garantías y Jubilaciones del ICE	32,500,586	3.67
Fondo de Garantías y Jubilaciones de RECOPE	0	0.00
Fondo de Retiro (FRE - CCSS)	39,607,263	4.47
Fondo de Garantías y Jubilaciones del INVU		0.00
Fondo de Garantías y Jubilaciones del ICT	862,570	0.10
<b>Fondos Especiales</b>	<b>2,362,428</b>	<b>0.27</b>
Fondo de Pensiones de los Vendedores de Lotería	623,413	0.07
Fondo de Garantía Notarial	1,739,015	0.20
<b>Fondos Administrados por las OPC's</b>	<b>324,957,158</b>	<b>36.65</b>
Régimen Voluntario de Pensiones Complementarias	233,911,856	26.38
Régimen Obligatorio de Pensiones Complementarias	52,204,447	5.89
Fondo de Capitalización Laboral	36,027,645	4.06
Ahorro Voluntario	2,813,209	0.32
<b>Total General</b>	<b>886,600,709</b>	<b>100.00</b>

Fuente: SUPEN

Como lo evidencia el cuadro anterior, es importante tener en cuenta que a pesar de los esfuerzos que realiza la SUPEN en aras de una supervisión de naturaleza prudencial, casi dos terceras partes del total de fondos administrados por los sistemas de pensiones, que se ubicaron a Diciembre 2002 en el orden de los 886,600 millones de colones, unos \$2,350 millones, corresponden a los regímenes de pensiones del Estado (Regímenes Básicos, Fondos de Pensiones Complementarias Especiales y Fondos Especiales) y aquí las potestades de regulación, supervisión, y sanción por parte de la SUPEN son más restringidas, en comparación con las OPC's.

### Saldos Administrados en por los Regímenes de Pensión Diciembre 2002



Fuente: SUPEN

Como resultado de ello, la acción de la SUPEN es diferenciada dependiendo del régimen de que se trate. Por un lado están las OPC's, entidades de carácter privado que fueron especialmente creadas para administrar las cuentas de capitalización individual del sistema complementario de pensiones, que representan poco más de la tercera parte de los fondos administrados y sobre las cuales la supervisión que ejerce la SUPEN es de naturaleza prudencial y sustentada en un importante desarrollo informático.

Por otro lado están los denominados Fondos de Pensiones Complementarios Especiales que representan un 14% del total de fondos administrados y que operan en algunas de las instituciones más grandes de la administración pública (bancos estatales, ICE, CCSS, RECOPE, ICT, INVU). Son regímenes de capitalización colectiva, no cerrados, donde la contribución patronal es superior<sup>4</sup> a la del resto de las instituciones del Estado. Aquí el carácter de la supervisión que ejerce la SUPEN, aunque pretende ser de tipo prudencial en su enfoque, resulta más restringido y se enfrenta a una administración tradicional, con potestades de autonomía y donde la superintendencia tiene incluso limitaciones para sancionar.

También se encuentran bajo la supervisión de la SUPEN los denominados Regímenes Básicos, que representan la mitad de los fondos administrados y donde se ubican los dos fondos más importantes en magnitud, el régimen de Invalidez, Vejez y Muerte (IVM) de la CCSS y el Fondo de Capitalización Colectiva del Magisterio Nacional, aparte del Fondo no Contributivo de la CCSS, el del Poder Judicial y el del Cuerpo de Bomberos. Dichos regímenes son una mezcla entre capitalización colectiva y reparto, de forma tal que el Estado debe contribuir vía presupuesto con el faltante entre ingresos y gastos. Al igual que en los regímenes complementarios especiales, la supervisión de la SUPEN es limitada e indicativa.

Finalmente, se ubican el sistema de pensiones con cargo al presupuesto, que administra la Dirección Nacional de Pensiones del Ministerio de Trabajo y que fue el resultado de agrupar una gran cantidad de regímenes en donde se ubican las pensiones de Hacienda, las pensiones a los maestros antes de la reforma de sistema de pensiones de Magisterio, las pensiones de CORTEL, MOPT, las pensiones de los diputados, las pensiones de guerra y las de los ciudadanos meritorios, entre otras. Estos fondos son de naturaleza cerrada, en el sentido que no pueden ingresar nuevos beneficiarios, son regímenes de reparto donde el Estado es quién aporta el faltante de fondos y por su naturaleza, no existe un fondo para administrar, dado que las escasas contribuciones ingresan a la caja única del Estado. A pesar de que se encuentran bajo la tutela del Ministerio de Trabajo, la Ley de Contingencia Fiscal le otorgó responsabilidades de supervisión a la SUPEN y éstas se orientan específicamente a la verificación de los beneficios con apego a la Ley.

El cuadro siguiente evidencia el cuidado que se debe tener con el manejo del tema de pensiones, dado que la diferencia entre ingresos y gastos que actualmente es aportada por el Estado, en buena teoría debería provenir del rendimiento de un fondo de naturaleza actuarial que se debió haber conformado con las cuotas y la capitalización de los recursos aportados por los trabajadores que hoy en día están pensionados, más las aportaciones de los nuevos entrantes. Sin embargo, las bajas aportaciones, la no preocupación por la rentabilidad de los recursos administrados, problemas de gestión y el otorgamiento de beneficios sin una base actuarial generaron como resultado una importante carga fiscal que debe ser financiada por la vía de los impuestos y que le está correspondiendo pagar a las actuales generaciones.

**Pensiones a cargo del Presupuesto  
(millones de colones)**

	<b>1999</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>
Gasto	87,205	101,576	124,626	147,411
Ingreso	17,694	18,676	21,151	23,091
Aporte estatal	79,9	81,6	83,0	84,3

Fuente: Contabilidad Nacional

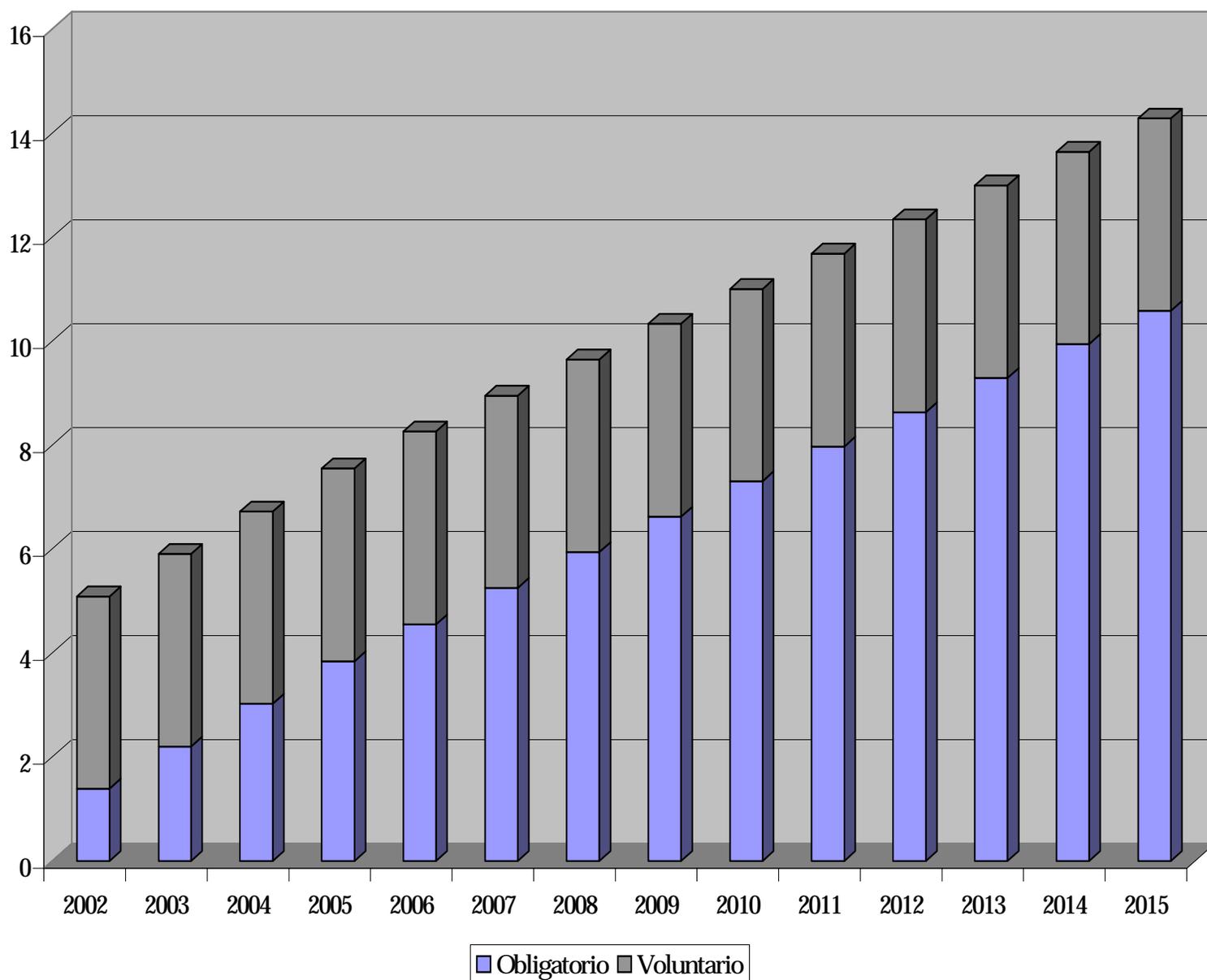
## **V. Determinantes del dinamismo de los fondos de ahorro colectivo en Costa Rica**

El mercado financiero costarricense ha crecido de manera importante, primero como resultado de los esfuerzos de liberalización de tasas de interés y apertura de la cuenta capital y luego como producto de la promulgación de la Ley del Mercado de Valores de 1998, que terminó de normar la operación de un conjunto de productos financieros que estaban al margen de la regulación. Recientemente, la promulgación de Ley de Protección al Trabajador del 2000 que creo los regímenes de pensión complementaria se perfila como otro disparador de dicho crecimiento y todo parece indicar que el mayor crecimiento futuro de los fondos de ahorro colectivo en Costa Rica provendrá del lado de las operadoras de pensiones.

Es claro que el sistema regulado está creciendo y dicha tendencia continuará hasta tanto los regímenes complementarios de pensiones no completen su etapa de acumulación (por el momento no hay que pagar pensiones, todos están ahorrando). De acuerdo con estimaciones de la SUPEN, los fondos obligatorios administrados por las OPC's crecerán a una tasa geométrica del 16% en dólares, pasando el saldo de \$382 millones en el 2003 a \$2,623 en el año 2015 ( 14.28% del PIB), cifra superior al tamaño global de todos los fondos de pensiones que existen en la actualidad (públicos y privados); esto sin tomar en consideración los fondos del sistema voluntario de pensiones que por su naturaleza son mucho más impredecibles y difíciles de proyectar<sup>5</sup>, pero que sin embargo, para el caso

costarricense son actualmente los de mayor cuantía, alrededor de \$626 millones (3.7% del PIB), dado que la Ley de Protección al Trabajador obligó a los operadores a trasladar los anteriores fondos previsionales privados a dicho régimen. Proyecciones relativamente conservadoras hacen prever que la masa de recursos administrados por las OPC fácilmente puede llegar a superar en magnitud a los fondos de inversión, lo cual haría que los fondos “regulados” en conjunto superen el 25% en términos del PIB para el año 2015.

### Proyección de los Fondos Administrados por las OPC



Fuente: SUPEN

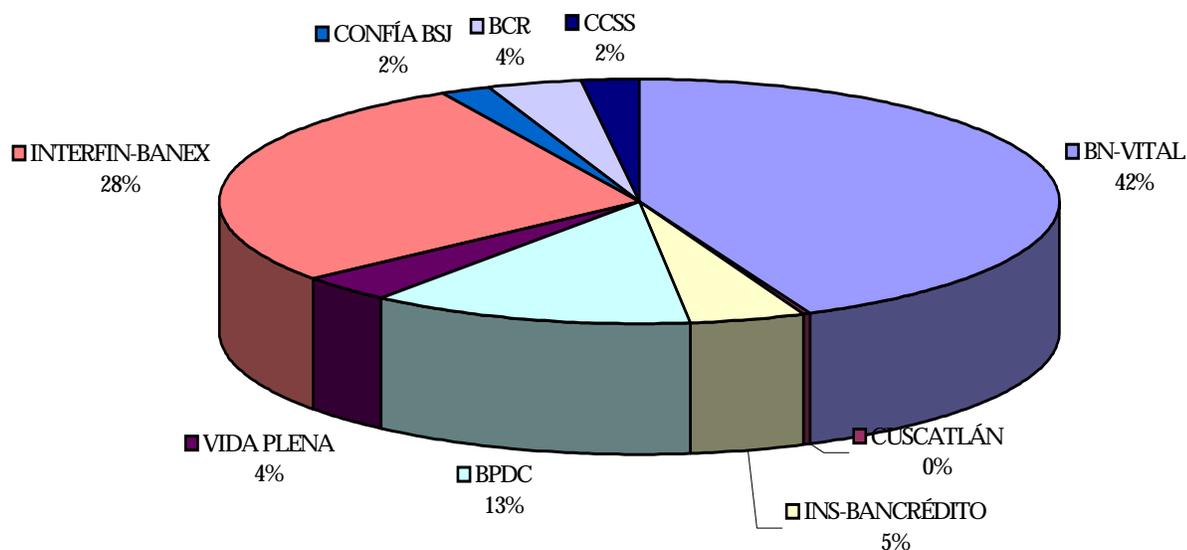
Independientemente de la forma en que el ahorro nacional sea invertido y por tanto la modalidad que éste adopte, fondos de inversión, fideicomisos, fondos de pensiones y hasta acciones en empresas privadas, el crecimiento del mercado en el largo plazo está determinado por tres tipos de condicionantes: atracción de nuevos ahorrantes al mercado; cambios en las decisiones intertemporales de los consumidores, donde éstos deciden posponer una mayor proporción del consumo presente y destinarlo a alimentar sistemas previsionales y de seguros o simplemente esquemas que ofrecen rentabilidades financieras atractivas; o cambios exógenos en el mercado que alteran la conformación de los portafolios o el crecimiento de los mismos, como podría significar una modificación en la magnitud del premio por invertir en colones ante cambios en las tasas de interés; la eliminación de la exención tributaria al tercer pilar ; una modificación actuarial de los regímenes de pensión del primer pilar que obligue a los cotizantes a ahorrar una porción mayor del ingreso; o una reducción en la magnitud de las reservas de los seguros de vida, patrimoniales o de riesgos del trabajo, entre otros.

### **5.1 Mayor número de ahorrantes e incremento en el ahorro promedio**

Cualquier incremento en la masa de ahorro de una economía debe estar sustentado en un crecimiento sostenido en la producción y en cambios en la propensión marginal a ahorrar. Las políticas de liberalización y apertura del mercado financiero, aunque inconclusas todavía, datan de casi dos décadas y han generado importantes frutos que se evidencian en el comportamiento del cuasidinero en sus diferentes formas y más recientemente en el dinamismo de los fondos de inversión, el cual no perdurará por siempre. Cambios en el entorno económico pueden condicionar la estructura y crecimiento de dichos fondos de inversión, por ejemplo, un cambio en la magnitud del premio por invertir en colones. No obstante, ante un cambio en la tasa relativa entre colones y dólares lo más probable de esperar es que se produzca una reconfiguración de los portafolios por moneda y no una salida de capitales hacia otros mercados.

Dadas las actuales condiciones es de esperar que el mayor dinamismo de la masa de ahorro colectivo provenga de los fondos de pensiones complementarias. Importantes esfuerzos han realizado las OPC's para ganar participación de mercado y dentro de esa competencia ya se observa una importante concentración de los fondos administrados en cuatro operadoras, lo cual hace pensar sobre la posibilidad de fusiones o adquisiciones en el corto y mediano plazo, dada la dificultad que tendrían los pequeños operadores de lograr rentabilidad en el largo plazo.

### Saldo Administrado por Operadora a Diciembre 2002



Sin menospreciar el esfuerzo realizado por las OPC's en estos pocos años que han transcurrido desde su creación, el diseño del sistema costarricense basado en tres pilares (uno básico de capitalización colectiva y dos complementarios de capitalización individual, uno obligatorio y otro voluntario) ha propiciado un elevado número de cotizantes, donde las OPC's registran en capitalización individual alrededor de 750,000 cuentas activas<sup>6</sup>, lo que equivale a un 44.2% de la Población Económicamente Activa (PEA). La información disponible todavía no permite sacar conclusiones sobre los montos de ahorro que los costarricenses trasladan por medio de las OPC's, los cuales podrían no ser suficientes para algunos estratos de la población, si la pretensión es asegurar una tasa de reemplazo satisfactoria al final de la vida laboral, del orden del 85%, entendida ésta como la magnitud de la pensión en relación con el promedio de los últimos salarios percibidos. En el Recuadro 1 se muestra un conjunto de indicadores seleccionados para los regímenes de capitalización individual en América Latina, donde se han incorporado algunas estadísticas para Costa Rica.

**Recuadro 1. Regímenes de Capitalización Individual en América Latina**

**Algunos Indicadores Seleccionados**

	<b>Arg.</b>	<b>Bol.</b>	<b>Chi.</b>	<b>C.R.*</b>	<b>Sal.</b>	<b>Mex.</b>	<b>Per.</b>	<b>Uru.</b>
Año inicio de operación	1994	1997	1981	2001	1998	1997	1993	1996
Afiliados (mill.)	9.11	0.76	6.71	1.17	0.99	29.42	2.99	0.62
Menos 45 años	70.9	73.3	77.9	n.d.	87.9	82.1	83.2	86.2
Porc. Mujeres Afiliadas	32.4	33.6	42.9	n.d.	42.0	36.7	34.7	41.6
Afiliados / PEA	55.4	23.1	111.8	69.3	36.7	71.9	27.2	41.4
Afil. Activos / PEA	18.4	10.8	57.0	44.2	17.4	30.0	10.7	18.7
Salario Promedio \$	258	287	430	n.d.	313	476	556	345
Ahorro \$ / Afil. Activo**	296	570	621	n.d.	561	712	374	444
Traslados OPC / Afiliados	4.7	0.0	3.7	0.7	8.5	0.4	0.2	0.1
Fondo Administrado / PIB	11.3	15.5	55.8	0.9	7.4	5.3	8.1	9.3
Concentración en Gob.	76.7	69.1	30.0	90.1	84.7	83.1	13.0	55.5
Concentración en Dólares	13.2	98.5	20.2	0.0	0.0	0.3	46.5	74.7
Inv. Gob / Deuda Gob.	6.9	36.4	63.8	1.3	16.3	16.8	2.8	8.9
Porc. en dos OPC mayores	42.7	100.0	55.0	70.7	99.7	45.0	59.2	74.7
Patrimonio \$ / Afiliados	40.7	21.9	80.6	24.0	37.8	40.0	35.7	26.7

Fuente: Boletín Estadístico AIOS, No 8, Dic. 2002

\* Aún cuando no se tiene el dato de los afiliados activos, dado que como producto de la afiliación masiva un 25% de los afiliados presentan problemas de información, los registros que mes a mes reporta el SICERE a la SUPEN totalizan alrededor de 750,000, lo que equivale aproximadamente a un 44.2% de la PEA.

\*\* Neto del pago a pensionados en los sistemas más maduros.

Los regímenes de capitalización individual en América Latina, en reemplazo parcial o total de los sistemas de reparto, surgieron en diferentes momentos, a partir de 1981, año en que empezaron a operar en Chile. Las diferencias en cuanto a la madurez de los regímenes junto con las diversas características de cada uno de los países hacen difícil la validez de las comparaciones entre países. Estamos por tanto comparando países donde coexisten regímenes públicos de reparto y complementarios alternativos, donde la importancia relativa del sector informal es variable, con diferentes niveles de poder adquisitivo y con diferentes grados relativos de desarrollo del mercado financiero, entre otros.

Hechas estas salvedades, es posible afirmar con la escasa información que se tiene para Costa Rica, que el nivel de cobertura del régimen de capitalización individual es relativamente alto, y se va a asimilar en el futuro al de Chile; que la concentración de las inversiones en títulos valores del Estado es excesiva, incluso superior a la de México y Argentina; que el negocio de las pensiones está altamente concentrado en unos pocos operadores; y que la importancia de las operadoras de pensiones como tenedoras del papel del Estado todavía es baja, lo cual se fundamenta en su reciente constitución.

Sin pretender entrar en una gran descripción acerca de la estructura del sistema de pensiones que definió la Ley de Protección al Trabajador, es importante comprender que su concepción está fundamentada en tres pilares, uno básico de cobertura generalizada y de capitalización colectiva, que cubre a todos los asalariados, donde se ubica el Régimen de Invalidez, Vejez y Muerte de la CCSS; y dos complementos adicionales de capitalización individual, el Régimen Obligatorio de Pensiones ROP y el Régimen Voluntario.

El cuadro siguiente pretende evidenciar la falta de un mayor esfuerzo de ahorro complementario, principalmente para los estratos salariales superiores a los \$400 mensuales, que constituyen una tercera parte del mercado. Dado que la pensión que concede el primer pilar tiene un tope máximo, conforme crece el salario la tasa de reemplazo va disminuyendo y por tanto se requiere un mayor esfuerzo de ahorro voluntario, si la meta es lograr una pensión del orden de 85%.

#### **Tasa de Reemplazo promedio para diferentes estratos salariales**

<b>Nivel de Ingreso</b>	<b>I Pilar IVyM</b>	<b>II Pilar ROP</b>	<b>Sub Total</b>	<b>III Pilar</b>
Menos de \$400	55%	25%	80%	5%
\$400 a \$1000	40%	25%	65%	20%
Más de \$1000	25%	25%	50%	35%

Fuente: SUPEN, datos preliminares

El primer pilar está alimentado por un 7.5% del total de salarios y concede una tasa de reemplazo diferenciada, dependiendo del nivel salarial. Dado que un 25% de tasa de reemplazo es suplida por el 4.25% del segundo pilar (aporte patronal con una reducción de 0.5% del INA y de 1% en Riesgos del Trabajo del INS; 1.5% de la cesantía; 1% del ahorro obligatorio y 0.25% del Banco Popular y de Desarrollo Comunal), si un afiliado perteneciente al tercer estrato de ingreso pretende completar el 35% que le falta para alcanzar el 85% de reemplazo, debe ahorrar de manera voluntaria un 6% adicional de su ingreso a lo largo de toda su vida laboral.

Si sumamos primero y segundo pilar, el esfuerzo de ahorro en Costa Rica se ubica en el orden del 11.75%, porcentaje que es relativamente bajo si se compara con los países europeos, donde el que menos aporta al sistema de previsión social cotiza entre un 17% y un 20% de la masa de salarios. No obstante lo anterior, en

Costa Rica la tasa de reemplazo para los estratos de ingresos más bajos constituye un logro fundamental del sistema previsional.

## **5.2 Reforma al Tercer Pilar y su efecto en el Mercado**

Es evidente la interrelación de mercado existente entre las diferentes formas de ahorro y de ahí la dificultad a la hora de establecer pronósticos. Cuando se promulgó la Ley de Protección al Trabajador, el efecto esperado era precisamente el crecimiento y profundización de los sistemas de pensiones complementarios en Costa Rica y el ordenamiento de una serie de fondos y fideicomisos que habían surgido a finales de los ochentas y principios de los noventa, concebidos como esquemas de previsión pero que operaban como un fondo de inversión, incluso con la posibilidad de retiro de los recursos en cualquier momento.

Para promover el crecimiento de los fondos de pensiones, la Ley de Protección al Trabajador estableció una exención del impuesto sobre la renta para los recursos movilizados hacia los planes de pensiones complementarios. Sin embargo, ya existían contrato establecidos con legislaciones anteriores y cuyos beneficios fiscales hubo que respetar y ante la flexibilidad de la nueva Ley, los operadores propiciaron el traslado de una parte de recursos invertidos en los fondos de inversión y fideicomisos hacia las OPC's, atraídos por el asunto tributario sin que su móvil fuera precisamente una preocupación de tipo previsional. En la práctica el esquema ha operado como fondos de inversión con exención tributaria y con la posibilidad a mediano plazo, lo cual desnaturaliza la filosofía que está detrás de un verdadero fondo de pensiones. No obstante lo anterior, se han hecho importantes cambios por la vía reglamentaria y cada día es más restringido operar fondos de pensiones como si fueran fondos de inversión.

Lo mismo ocurre con el denominado Fondo de Capitalización Laboral, el cual es alimentado con el 3% de los recursos de la cesantía y donde la Ley posibilita el retiro de un 1.5% más intereses a los cinco años. Dicha práctica constituye un importante elemento para que la estructuración de la cartera de inversiones no se oriente hacia el largo plazo, dado que las operadoras deben manejar alguna liquidez para preveer los retiros, cuando los recursos deberían estar colocados a muy largo plazo, máxime que dichos esquemas de pensiones se encuentran en su etapa de acumulación y no tienen todavía salidas o pagos.

Muy probablemente con la introducción de reformas a las inversiones en las OPC's el mercado tenga que ajustarse y ocurra nuevamente algún traslado, pero en sentido inverso, desde los fondos de pensión complementaria hacia los fondos de inversión.

### **5.3 Equilibrio actuarial del Régimen de Invalidez, Vejez y Muerte**

Por su magnitud la sostenibilidad del Régimen de IVM de la CCSS es determinante en términos del potencial de crecimiento de los fondos de pensiones en Costa Rica, dado que actualmente representa alrededor de una tercera parte del total de fondos administrados. De acuerdo con el último diagnóstico de la situación actuarial del régimen de IVM elaborado a lo interno por la institución, si no se toman medidas urgentes, como aumentar las cotizaciones, regular los beneficios, controlar el número de pensionados por causa de invalidez, que ha aumentado a cifras alarmantes y que sugiere una oportuna revisión, o actuar sobre la evasión y la morosidad, la tasa de cotización del 7.5% se tornaría insuficiente para el 2006 y las reservas se habrán agotado totalmente en unos 20 años.

No es de extrañar que la administración financiera de la CCSS haya empezado a preocuparse por la elevada concentración de las inversiones en el gobierno, donde un 87% se encuentra invertido el Ministerio de Hacienda; por el rendimiento real esperado de las inversiones futuras y por la estructura de cartera por plazos, donde apenas el 72% de las inversiones están colocados a más de tres años. En términos de cambios en las políticas, el retorno obtenido de la cartera del régimen de IVM se comparará en el futuro con el obtenido por las OPC's; se piensa lograr una mayor diversificación y reducir la importancia relativa del Ministerio de Hacienda a un 70% en 5 años y; una mayor disposición de la entidad a invertir en títulos valores indizados.

### **5.4 Decisiones sobre la magnitud de las Reservas del INS**

El Instituto Nacional de Seguros es otro de los grandes inversionistas institucionales y cualquier decisión sobre la magnitud de sus reservas afectaría el tamaño y crecimiento de los fondos de ahorro colectivo en Costa Rica. Mucho se ha argumentado sobre el tamaño relativo de la reserva del seguro de Riesgos del Trabajo, que de acuerdo con estudios actuariales, de principios de la década de los noventa, está sobredimensionada y contrasta con la experiencia internacional, que sugiere tasas de cotización del RT del orden del 1.5%. Igual sucedería con las demás reservas de seguros que ofrece la institución y que se han acumulado por años.

## VI. Retos para profundizar el Mercado

### 6.1 No confundir los objetivos del fondo colectivo con objetivos de tipo social

Una de las mayores tentaciones que se debe evitar es confundir los objetivos del sistema previsional, del sistema de salud o del mercado de seguros con objetivos de naturaleza social. Es importante recordar que alrededor de estos sistemas se generan grandes masas de recursos financieros que demandan una gestión especializada y una celosa política de administración de riesgos, dado que el fin último es precisamente el cumplimiento del mandato que la Ley establece, ya sea por medio del pago de las pensiones, los servicios de enfermedad y maternidad o por el cumplimiento de los contratos de seguro en caso de siniestro; y en el caso de los fondos de inversión, maximizar la rentabilidad para los inversionistas.

#### Deuda Implícita Estimada del Sistema de Reparto

<b>País</b>	<b>Porcentaje del PIB</b>
Brasil	187
Chile	126
Colombia	62
México	142
Perú	37
Uruguay	214
Venezuela	30

Fuente: Informe sobre la seguridad social en América 2002, pág. 79

Las necesidades de los sectores sociales son casi ilimitadas y la historia latinoamericana está llena de experiencias desagradables cuando se ha tratado de utilizar el ahorro institucional para financiar vivienda con tasa de interés subsidiada para sectores de la población que no tienen capacidad de pago; crédito productivo ligado a proyectos agropecuarios de alto riesgo relativo, entre otros, lo cual ha propiciado la descapitalización de los regímenes.

El manejo de los fondos institucionales de ahorro demanda de políticas de inversión prudentes, mecanismos que permitan evaluar el riesgo de las inversiones antes de que una contingencia ocurra y una sana apertura en términos de rendición de cuentas. También es fundamental, cuando se trata de pensiones y seguros, disponer en forma recurrente de auditorías externas de tipo actuarial,

para garantizar transparencia en el análisis y propiciar la sostenibilidad de los sistemas en el largo plazo. Esto es algo que Costa Rica necesita y debe propiciar.

## **6.2 Conveniencia de invertir en el exterior**

Mucho se ha hablado del contrasentido que significa para una economía pequeña y de bajos ingresos exportar el ahorro nacional escaso y propiciar con esos recursos el financiamiento de inversión productiva en el exterior, máxime si los fondos se dirigen a países de mayor desarrollo relativo.

Producto del crecimiento de los fondos de inversión y del surgimiento del sistema complementario de pensiones se han escuchado argumentos en torno a las dificultades de encontrar papel financiero con rendimiento atractivo fuera del Gobierno, producto de la escasez relativa de instrumentos de inversión a nivel local. Ello ha sido utilizado como justificante para una excesiva concentración de riesgo en valores del Ministerio de Hacienda y el Banco Central, en vez de diversificar las carteras con títulos valores del extranjero.

En un contexto de tasas de interés relativamente bajas en el mercado exterior, ya sea como producto de la actual coyuntura internacional o debido al elevado premio por invertir en moneda local, resulta entendible que las empresas de mayor tamaño, que tienen acceso al mercado internacional, traten de satisfacer sus necesidades de crédito en el exterior y que los inversionistas institucionales traten de colocar sus inversiones en el mercado local, donde un elevado déficit fiscal, de tipo crónico garantiza una demanda del Estado por dichos fondos.

Aún cuando los fondos previsionales que administran las instituciones públicas si tienen limitantes para invertir fuera del Estado, CCSS, Bancos Estatales, INS, entre otros, en materia de fondos de inversión las potestades están ampliamente abiertas y en el caso de las OPC's, no se establecen impedimentos a la inversión en instrumentos fuera del Ministerio de Hacienda y más bien por la vía reglamentaria se ha establecido una gradualidad para reducir la concentración y alcanzar un tope máximo de 50% para el 2015. En moneda local, la concentración máxima hoy en día es del 20% la cual podría aumentar hasta el 50% en caso de que las rentabilidades de los títulos valores locales se alteraran y resultasen menores que en el extranjero.

Sin embargo, dichos operadores no salen a buscar papel en el exterior, porque saben que los rendimientos están muy bajos en comparación con las tasas que se pagan localmente. Ello propicia una presión excesiva en el mercado interno, que es relativamente pequeño en comparación con los requerimientos de dichos inversionistas institucionales, fenómeno que en algunas ocasiones se traduce en un exceso de demanda en el mercado y se manifiesta en una negociación de

títulos valores con precios por encima de su valor facial, lo cual termina repercutiendo en la rentabilidad final obtenida por los fondos. El caso de las burbujas inflacionarias en mercados emergentes está ampliamente documentado y sucedió en Chile por muchos años con el valor de las acciones de las empresas privatizadas, que fueron adquiridas por las operadoras de pensiones.

Dicho resultado invita a la reflexión sobre la conveniencia y posibilidad práctica de continuar supliendo las necesidades de los inversionistas institucionales con ahorro local y el papel que podría desempeñar el ahorro externo. Son dos las preocupaciones en este sentido, una tiene que ver con el tamaño relativo del mercado local y su capacidad para suplir las necesidades del sistema (pensiones y fondos de inversión predominantemente); la otra está relacionada con el manejo del riesgo y la estructuración de un portafolio en un contexto donde el mercado interno no cuenta con suficientes instrumentos financieros como para propiciar una adecuada diversificación y donde todos los inversionistas institucionales, si excepción, han concentrado sus inversiones en papel del Estado, con la consecuente exposición excesiva en términos de riesgo país, que podría traer consecuencias con las que se presentaron en Argentina con los fondos de previsión social.

### **6.3 No menospreciar a los emisores privados**

La escasez de papel de emisores privados en el mercado local tiene varios justificantes. En primer lugar, el parque empresarial costarricense es muy limitado en tamaño y las empresas con capacidad para realizar oferta pública son las menos, como lo evidencia el número de empresas históricamente inscrito en la Bolsa Nacional de Valores y el número de agremiados en la Cámara Costarricense de Emisores Privados, recientemente disminuido como producto de la desinscripción de algunos emisores.

El mercado costarricense se caracteriza por una baja cultura financiera y no es de extrañar que las empresas perciban las obligaciones que impone la oferta pública como un costo excesivo para atraer recursos frescos a la empresa, medido dicho costo en recursos para producir los reportes que la entidad supervisora solicita y la obligatoriedad de una empresa pública de suplir información relevante al mercado, cuando otros competidores, no públicos, no lo hacen. De hecho, el alto costo relativo del financiamiento local ha hecho que las empresas grandes, las que pueden ser sujeto de oferta pública local, prefieran acceder a créditos en el exterior, en condiciones muchos más atractivas y de allí el menor interés relativo por el mercado costarricense.

No obstante lo anterior, aún si el Gobierno redujera de manera significativamente la presión sobre las tasas de interés domésticas, ello no propiciaría de manera

automática la aparición de nuevas emisiones privadas. Primero que todo, una parte importante de las empresas locales son consideradas por su tamaño como PYMES y por tanto, no son sujeto para esquemas de oferta pública, como lo aseveró recientemente la empresa Finanzas Corporativas de Centroamérica en conjunto con la Cámara de Emisores Privados y la Cámara de Industrias de Costa Rica, que consideran que para ser objeto del mercado de capitales se requiere por lo menos un nivel de ventas de \$2 millones al año; además de que, los inversionistas institucionales tampoco estarían dispuestos a asumir riesgos en dichas empresas.

Ello condiciona a que las emisiones locales del sector privado, atractivas para los inversionistas institucionales necesariamente, deben de provenir de la titularización de las carteras hipotecarias de vivienda o de los escasos proyectos de infraestructura, esto es, de emisiones respaldadas con flujos financieros predecibles y de baja volatilidad, donde los riesgos pueden ser cuantificables y manejables. No obstante los esfuerzos, el tamaño relativo del Estado como emisor resulta totalmente desproporcionado, como lo evidencia el siguiente cuadro, que compara para diferentes categoría de emisores la evolución del saldo de captación en mercado primario entre 1998 y el 2002 y donde se aprecia que a pesar de que el sector privado no financiero casi duplicó su participación, esta apenas llega a 1.3%.

**Mercado Primario de Deuda**  
**Saldo de Captaciones según Emisor**  
**(millones de colones)**

EMISOR	Dic-98		Dic-02	
	Monto	% del PIB	Monto	% del PIB
Sector público no financiero (1)	1,006,241	27.8%	2,419,737	39.8%
Sector financiero público (2)	464,116	12.8%	762,208	12.5%
Sector financiero privado	222,065	6.1%	408,018	6.7%
Sector no financiero	23,891	0.7%	80,852	1.3%
<b>Total</b>	<b>1,716,313</b>	<b>47.40%</b>	<b>3,670,815</b>	<b>60.3%</b>

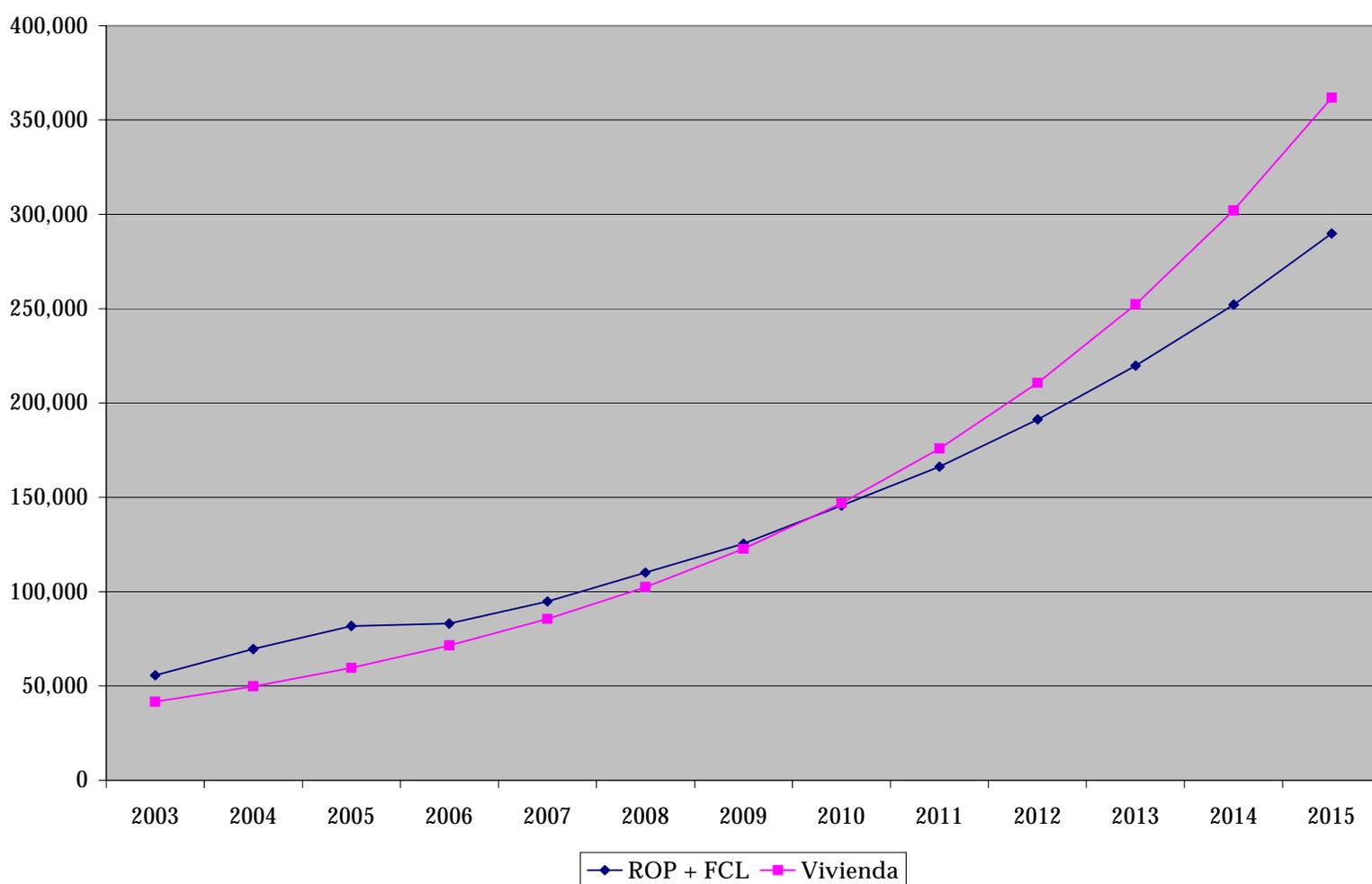
Fuente: Ministerio de Hacienda, BCCR y SUGEVAL

(1) Incluye Ministerio de Hacienda (solo deuda en títulos) y BCCR.

(2) Incluye al Banco Popular y de Desarrollo Comunal.

Sin embargo, cuando se compara el incremento anual proyectado del saldo de cartera administrado por las OPC's en los regímenes obligatorio (ROP) y de capitalización individual (FCL), ambos sumados, con el incremento anual proyectado<sup>7</sup> en el crédito para vivienda, la cifra no resulta nada despreciable, y es un indicador del esfuerzo especial que se debe hacer en Costa Rica para ordenar el mercado hipotecario de vivienda y lograr esquemas de titularización. No hay que perder de vista que a pesar de que toda la cartera de vivienda no es titularizable, esta asciende a 210,346.9 millones de colones a diciembre del 2002.

### Cambio en el saldo administrado en el ROP y FCL en relación con las nuevas colocaciones en vivienda



Fuente: Elaboración propia con datos de SUPEN y BCCR

#### **6.4 Normalización y estandarización del mercado**

En un mercado como el costarricense donde no existe cultura financiera por parte de las empresas como para abrir su capital y donde el mercado accionario todavía no es relevante, las emisiones titularizadas constituyen uno de los vehículos fundamentales para articular las necesidades de los oferentes y demandantes de fondos institucionales, dado que estas emisiones tienen la virtud de asegurar al inversionista institucional un flujo de ingresos sin necesidad de que éste se involucre en la administración u operación del proyecto productivo (titularización de cartera hipotecaria, fideicomiso Peñas Blancas para la construcción de una planta hidroeléctrica, fondeo de un proyecto de concesión de obra pública, entre otros) y para los proyectos productivos una forma adecuada para balancear su estructura de capital a un costo razonable. Sin embargo, para que ello resulte posible es requisito fundamental una mayor profundización y eficiencia en el mercado y sobre todo propiciar la estandarización<sup>8</sup>.

Específicamente en lo que a mercado hipotecario se refiere, la estructuración de emisiones titularizadas demanda de una masa crítica de hipotecas, todas concebidas con un mínimo de estandarización. La experiencia en Costa Rica ha demostrado que una parte importante de las hipotecas de vivienda existentes fueron pensadas como vehículos legales para garantizar el crédito y nunca como instrumentos financieros que servirían para respaldar una nueva emisión titularizada. Ello pone una restricción importante a su potencial crecimiento, aún cuando las entidades bancarias estén deseosas de darle liquidez a los recursos inmovilizados en préstamos hipotecarios y los inversionistas institucionales se encuentren igualmente ansiosos por identificar nuevas oportunidades de inversión, atractivas en términos de rendimiento y riesgo.

#### **6.5 Universalización del Modelo de Supervisión de Riesgos**

La experiencia acumulada y las tendencias mundiales de supervisión hacen énfasis en las bondades del modelo de supervisión prudencial, “ex ante”, en contraposición con el modelo tradicional tipo auditoría, donde los entes reguladores siempre llegan después que el evento ocurrió, con las consecuencias que dicha falta de oportunidad representa para las entidades involucradas y los sistemas supervisados, donde al final lo que resta es buscar culpables e imponer restricciones para que el evento pasado no vuelva a ocurrir.

Las distintas superintendencias que existen en Costa Rica hacen importantes esfuerzos en aras de la supervisión prudencial, sin embargo, como en toda transición o cambio de modelo existen dificultades que se deben de ir resolviendo en el camino. En materia de mercado financiero y de valores los avances son mayores, así como en el caso del régimen complementario de pensiones, sin

embargo, todavía falta mucho por hacer. Coexisten subsectores a los cuales la supervisión no llega o llega de forma parcial, como en el caso de los operadores que conforman portafolios de inversión sin ninguna regulación, bajo el incentivo de ofrecer elevados rendimientos a sus ahorrantes; los seguros; las asociaciones solidaristas, algunas cajas de ahorro y préstamo; así como en los diferentes regímenes de pensiones administrados por instituciones del Estado, donde la SUPEN tiene restricciones para sancionar.

La tarea no es sólo de imponer un modelo y generar los controles. Las instituciones supervisadas deben asimilar el nuevo enfoque de supervisión y para ello se requiere disposición, compromiso y recursos. El primer paso en la dirección correcta necesariamente tiene que ser un adecuado entendimiento de la tarea que la sociedad les confirió con la administración de los recursos y que de su buena gestión depende la calidad de vida muchos costarricenses en el futuro. De allí la importancia de mejoras significativas en el modelo de gestión que las entidades administradoras utilizan y en la formación del recurso humano idóneo para realizar la tarea.

## **6.6 Creación de una Entidad Encargada de la Administración del Sistema Previsional**

En materia de administración de las pensiones es necesario concentrar y consolidar esfuerzos y dicha tarea es muy difícil sino se cuenta con una institución centralizada que se encargue de velar por el sistema previsional como un todo. En la actualidad las pensiones del Estado las administra la Dirección Nacional de Pensiones del Ministerio de Trabajo, los regímenes complementarios especiales los administran las instituciones interesadas como en el caso de los Bancos Estatales, el ICE, la CCSS, etc y las pensiones complementarias son administradas por las Operadoras de Pensiones Complementarias.

El sistema demanda una administración especializada y visión de conjunto. En estos momentos la CCSS, que es una institución especializada en temas de salud, administra las pensiones de sus funcionarios, es la encargada junto con el BPDC de velar por todos aquellos cotizantes que no escogieron OPC y además, administra el mecanismo de pagos por el cual las cotizaciones de empresarios y trabajadores confluyen hacia las distintas operadoras, utilizando instancias administrativas que no cuentan con la jerarquía institucional que demanda una tarea tan delicada como ésta. El sistema de pagos es manejado por el SICERE, con grandes restricciones tecnológicas y de presupuesto, lo cual plantea serias interrogantes sobre su capacidad para proveer los servicios que demanda un modelo de supervisión prudencial, que se fundamenta en una plataforma tecnológica altamente eficiente y en constante renovación.

## **6.7 Vacíos legales en productos que combinan seguros con previsión**

El tema de la supervisión en materia de seguros representa uno de los principales vacíos de control y supervisión del mercado de fondos institucionales en Costa Rica, dado que el Instituto Nacional de Seguros y en un mercado más pequeño la Sociedad de Seguros del Magisterio Nacional, operan el mercado de seguros sin que exista una entidad o superintendencia a la cual reportar.

El desarrollo del mercado financiero y el surgimiento de productos novedosos hace cada vez más difícil trazar la línea divisoria entre lo que es puramente financiero y lo que son seguros, igual como sucede con el tema de lo bancario y lo bursátil y que llevó al legislador a tomar la decisión de establecer dos superintendencias bien diferenciadas como en el caso costarricense, o a manejar ambos negocios bajo un único ente supervisor como en otros países.

Independiente del tipo de decisión que se tome en Costa Rica, resulta evidente el vacío de regulación que existe en materia de seguros y las dificultades que se le presentan a las demás superintendencias cuando se enfrentan a productos híbridos, donde por un lado son mecanismos de tipo previsional como en el caso de las pensiones y al mismo tiempo introducen elementos de protección, con objetivos actuariales totalmente diferentes. Este tipo de vacíos permiten la coexistencia de mercados duales, donde una parte del negocio se regula y la otra no, con los consabidos efectos en términos de transparencia y cuantificación de riesgos, fundamentales en este tipo de mercados.

## **6.8 Educación en cuanto a manejo de riesgos**

En términos generales es válido argumentar que el costarricense es poco previsor y tiene una escasa cultura en cuanto a manejo de riesgos. Tal vez el riesgo financiero es el que mejor se domina, aún cuando el mismo es opacado por la denominada garantía del Estado o la percepción errónea de que la Bolsa de Valores o la SUGEF garantizan las captaciones que realizan los intermediarios financieros privados. El costarricense entiende de riesgo cambiario cuando prefiere ahorrar en dólares pero olvida el concepto cuando decide contraer deudas en moneda extranjera sin percibir ingresos en dólares.

Todos los sistemas de tipo previsional, están sustentados en el la eventualidad del riesgo, sea por enfermedad, invalidez o muerte y esa es una realidad que muchas veces el costarricense parece obviar. Se requiere mucho esfuerzo para convencer a las personas para que se acojan a un sistema de pensiones voluntario y si lo hacen deciden ahorrar poco en comparación con sus pretensiones de pensión. Con los seguros de enfermedad y maternidad o con los seguros a los bienes

inmuebles (vehículo, incendio, robo) ocurre igual, lo cual se manifiesta en evasión o morosidad. Una interrogante fundamental es determinar si esta necesidad corresponde ser tratada como un bien público y determinar así a quién le corresponde suplirla.

## **6.9 Baja sofisticación del mercado**

Para propiciar un mayor desarrollo del mercado de capitales y lograr articular los requerimientos de los inversionistas institucionales, que demandan rentabilidad y seguridad para los fondos que custodian, con las necesidades de los proyectos de inversión productiva, que demandan financiamiento a costo competitivo, es requisito fundamental que todos los actores que conforman el mercado estén concientes de la existencia y funcionamiento de los diferentes mecanismos de canalización de recursos que provee un mercado de capitales.

En un mercado que apenas está emergiendo dicho conocimiento y experiencia no se da por generación espontánea, se requiere esfuerzo, capacitación e información a todos los niveles, desde los miembros que conforman las juntas directivas o los comités de inversiones en las instituciones que administran los fondos institucionales, hasta los emprendedores de proyectos productivos, pasando por funcionarios del sistema financiero, académicos, formadores y hasta por agentes mucho más especializados como estructuradores de emisiones, originadores y demás participantes del mercado bursátil y de valores. Campañas de divulgación y concientización son fundamentales de emprender, sin embargo, su financiación debe ser una tarea del sistema como un todo.

## **VII. Principales Lecciones Aprendidas de la Experiencia Internacional**

### **7.1 Riesgo de concentración del portafolio**

La reciente experiencia de Argentina es reveladora y contundente acerca de la importancia, no siempre comprendida, de los riesgos de concentrar la cartera de inversiones en pocos emisores, aún cuando el emisor principal sea el Estado. Las pérdidas en la valoración a mercado de las carteras de los fondos previsionales argentinos han llegado a significar alrededor del 40% del valor antes de la crisis, con las consecuencias que ello significa para la población cotizante.

Siempre se ha recomendado excesiva prudencia en la administración de los fondos colectivos de ahorro y muchas veces se sacrifica rendimiento por seguridad. En Costa Rica, la concentración en el Ministerio de Hacienda y Banco

Central ha sido históricamente muy elevada y la misma ha aumentado aún más en los últimos años, como consecuencia de rendimientos locales mucho más atractivos en comparación con los que rendirían inversiones en mercados del exterior, lo cual es un contrasentido en términos de la regla prudencial señalada.

## **7.2 Urgencia de Regular el Conflicto de Interés entre Grupos Relacionados**

Nuevamente los recientes acontecimientos en Chile con el Grupo Financiero CORFO pone de manifiesto los cuidados que se deben tener en el manejo del conflicto de interés que surge a lo interno de los grupos financieros relacionados, cuando no se regulan de una manera integral las transacciones financieras. Dicha necesidad no es ajena al mercado costarricense, donde existen operadores multinegocio que operan un puesto de bolsa, una sociedad administradora de fondos de inversión y una operadora de pensiones, entre otras compañías relacionadas. En ausencia de regulación o con una regulación permisiva, perfectamente fondos de inversión y operadoras de pensiones pueden intercambiar títulos valores a través del puesto de bolsa, en procura de una mayor rentabilidad y conveniencia para el grupo financiero y naturalmente en detrimento de la rentabilidad del afiliado.

## **7.3 Acciones para minimizar el riesgo operacional**

Como resultado de la experiencia acumulada, cada día se insiste más en que la supervisión prudencial debe enfatizar en el riesgo operacional y por tanto la preocupación de cómo trabaja la entidad supervisada a lo interno, con el objeto de garantizar el cumplimiento de los procedimientos, forzar una contabilidad al día y evitar problemas de registro o fraudes como consecuencia de procesos de tipo manual. Poco se logra supervisando el fondo si los problemas están dentro de la institución encargada de ejecutar las operaciones.

## **7.4 Educación como clave para la sostenibilidad de los sistemas previsionales**

La experiencia ha demostrado que una de las mayores limitaciones para garantizar el crecimiento y la sostenibilidad de los sistemas previsionales es la calidad de la educación previsional, la cual debe ser compartida por toda la sociedad.

Este aspecto es tan importante que ha llegado a ser considerado un bien público y por tanto la necesidad de que el Estado participe de una forma más concreta y decidida. En Chile el tema de los sistemas previsionales se trata con los niños desde la educación primaria y es parte de los contenidos curriculares de la asignatura de educación cívica o ciudadana.

## **VIII. La Agenda pendiente**

- Regulación del conflicto de interés en grupos financieros relacionados y profundizar los mecanismos de regulación, supervisión y sanción.
- Regulación para restringir el descalce de plazos en intermediarios financieros, para despertar el interés por papel de plazo largo y así alimentar el mercado de capitales.
- Profundización del mercado de deuda pública para asegurar la liquidez de los títulos y propiciar el surgimiento de la curva de rendimiento de deuda soberana, que es la base para la estructuración del resto de las tasas domésticas.
- Creación de un mercado mayorista que permita a los grandes intermediarios financieros administrar sus flujos de fondos sin necesidad de pasar por bolsa y no permitir a pequeños intermediarios aprovecharse de los precios que brinda dicho mercado.
- Regulación del mercado de seguros y mayor transparencia en la política de inversiones en el INS
- Reforma al CONASSIF para asegurar un mejor balance entre las preocupaciones de protección al inversionista y las de naturaleza prudencial. Ello debería verse reflejado en mayor presupuesto para labores de supervisión prudencial.
- Creación de una entidad especializada que se encargue de la administración del sistema previsional.
- Reforma del régimen de IVM para dar sostenibilidad al primer pilar. Es necesario reducir el exceso de solidaridad estatal en los regímenes básicos y complementarios especiales y propiciar una mayor concordancia entre esfuerzo de ahorro y beneficios esperados.
- Simplificación del tratamiento fiscal para los regímenes de pensiones voluntarias

- Profundización de la supervisión basada en riesgo en materia de pensiones y flexibilizar las políticas de inversión.

## **Bibliografía**

Asociación Internacional de Organismos de Supervisión de Fondos de Pensiones (AIOS). 2002. Los Regímenes de Capitalización Individual en América Latina, Boletín Estadístico 8, diciembre.

CCSS. Varios años. Informe de las Inversiones del Régimen de Invalidez, Vejez y Muerte.

CCSS. Varios años. Informe de las Inversiones del Régimen de Salud y sus Reservas.

Ministerio de Hacienda, Contabilidad Nacional. Estadísticas sobre ingresos y gastos en pensiones no contributivas.

Diagnóstico de la Situación Actuarial del Régimen de Invalidez, Vejez y Muerte de la CCSS

Foro sobre las Inversiones del Régimen de Invalidez, Vejez y Muerte de la CCSS.

Informe sobre la Seguridad Social en América 2002

Proyecto de Ley para la Creación del Instituto Nacional de Pensiones, INPE, Asamblea Legislativa, abril 2003

Rodríguez, Adolfo. 2003. Cambolsa, Foro sobre las Reformas a la Ley Reguladora del Mercado de Valores y el Futuro del Mercado, ponencia de Adolfo Rodríguez, mayo 2003.

SUPEN. Varios años. Memoria Anual.

SUGEVAL. Varios años. Memoria Anual.

## **Entrevistas:**

Arias, José Manuel. BANEX INTERFIN Pensiones. Gerente. Comunicación personal.

Brenes, José Rafael. 2003. Banco Central de Costa Rica, Gerente. Comunicación personal.

Cascante, Javier. 2003. SUPEN. Superintendente General de Pensiones. Comunicación personal.

Durán, Fabio. 2003. Sanigest. Ex Director Actuarial de la CCSS. Comunicación personal.

Rodríguez, Adolfo. 2003. SUGEVAL. Superintendente General de Valores. Comunicación personal.

Ulate, Damaris. Cámara Nacional de Emisores Privados. Directora Ejecutiva. Comunicación personal.

## **NOTAS**

---

<sup>1</sup> Con la excepción del fondo de reserva que representa un 10% de las captaciones y aportes del trabajador y que la SUGEVAL supervisa.

<sup>2</sup> Se entiende regulación como la obligación que tiene la entidad de reportar a una entidad supervisora encargada de velar por la buena marcha del sector de actividad. En este sentido, regímenes como Enfermedad y Maternidad de la CCSS o el mismo Instituto Nacional de Seguros caen en la categoría de autoregulados, aunque reporten estados financieros a la Contraloría General de la República.

<sup>3</sup> No fue posible determinar el saldo administrado por las Asociaciones Solidaristas, sin embargo el Movimiento Solidarista reportó una reducción del 25% en número de afiliados en el último año, lo que hace suponer una menor movilización de fondos.

<sup>4</sup> La sociedad costarricense va a tener que revisar la conveniencia de que el Estado continúe aportando de manera diferenciada en pensiones complementarias, máxime que se trata de fondos abiertos, donde el esfuerzo financiero relativo contrasta con el número de beneficiarios. Además, no está muy claro para el afiliado si su esfuerzo de ahorro le brindará beneficios superiores en contraposición a lo que percibiría invirtiera dichos fondos en una cuenta de capitalización individual en una OPC.

<sup>5</sup> Para efectos de proyección se supone que los fondos voluntarios crecerán con el dinamismo de la economía, por lo que su importancia en relación al PIB se mantiene constante. Ello no toma en consideración incrementos en el número de nuevos cotizantes que ingresen al sistema.

<sup>6</sup> La SUPEN registra el total de cuentas y no mantiene un registro por número de cédula, dados los problemas operativos con SICERE.

<sup>7</sup> La tasa de crecimiento nominal de la cartera de crédito entre el período 1996-2002 fue de casi 40%. Para efectos de proyección se supone, de manera conservadora, una tasa de crecimiento de la cartera de crédito del orden del 20%.

<sup>8</sup> Algunos esfuerzos en materia de estandarización de hipotecas con propósitos de titularización ha emprendido el BNCR y más reciente el BANHVI con la iniciativa para promulgar una directriz de aplicación obligatoria para las entidades que conforman el Sistema Financiero Nacional para la Vivienda.