

DI-2007-01

**APLICACIÓN DEL ARTÍCULO 62 DE LA
LEY DE PROTECCIÓN AL TRABAJADOR**

**Ana Cecilia Castro Chacón
Tomás Soley Pérez**

Abril del 2007

Clasificación JEL: G23, G28

Clave: Pensiones, Sistemas de Capitalización Individual

Las ideas representadas en este documento son responsabilidad del autor y no necesariamente representan la opinión de la Superintendencia de Pensiones.

TABLA DE CONTENIDOS

Resumen Ejecutivo	3
I. Marco Normativo	2
II. Inversión en emisores del exterior	3
III. Evolución de los rendimientos	4
1. Mercado local	4
2. Rentabilidad de los fondos de pensión	7
3. Spread de los bonos soberanos	8
IV. Análisis de rentabilidad interna y externa	10
1. Metodología	10
2. Datos	10
3. Escenarios de análisis	11
4. Emisiones en colones del mercado local	11
5. Emisiones en el mercado internacional	13
V. Oferta local de valores	13
1. Emisores del sector público	13
2. Emisores del sector privado	14
VI. Demanda de valores	14
VII. Conclusiones y recomendaciones	17
1. Conclusiones	17
2. Recomendaciones	18

Resumen Ejecutivo

La Ley de Protección al Trabajador establece los parámetros para el diseño del régimen de inversión del sistema de pensiones y define los criterios prudenciales que deben ser desarrollados a efecto de proteger los intereses del afiliado.

Los activos administrados en los regímenes de pensiones y capitalización laboral aumentaron un 17,0% durante el 2006, para representar un 20,7% del Producto Interno Bruto (PIB) estimado para ese año. Los Regímenes Colectivos crecieron un 14,5%, mientras que los de Capitalización Individual aumentaron en un 21,7% en ese periodo.

Por su lado, la oferta de valores nacional ha sido insuficiente para atender la creciente demanda de instrumentos financieros por parte de los fondos de pensión en un contexto de diversificación. El número de emisores privados se ha reducido, al tiempo que la colocación neta de deuda se encuentra estancada. Además, la variación en el régimen cambiario y un desempeño fiscal favorable, ha incidido en una menor colocación neta de deuda pública en el mercado.

Aunado a lo anterior, la coyuntura de reducción de tasas de interés, congruentes con una reducción en las expectativas inflacionarias y un cambio en la estrategia de captación del Banco Central, ha generado un escenario de retornos a la inversión financiera contradictorio. Se ha observado en el último trimestre que la rentabilidad de instrumentos de alta calidad crediticia de emisores del exterior permiten generar rendimientos mayores que las alternativas locales de inversión, sin controlar por un riesgo de crédito y mercado menor.

Este conjunto de hallazgos permite señalar que las condiciones establecidas en el artículo 62 de la Ley de Protección al Trabajador, relacionado con el incremento del límite de inversiones en emisores extranjeros, se han observado durante el primer trimestre del año 2007.

I. Marco Normativo

Mediante Ley 7983, “Ley de Protección al Trabajador”, el legislador dispuso los lineamientos para definir el régimen de inversiones de los fondos administrados por las entidades regulada por la Superintendencia de Pensiones (SUPEN).

Los principios rectores de las inversiones establecidos en el Artículo 60 señalan:

Las entidades autorizadas y reguladas por la Superintendencia se regirán por los siguientes principios:

- a) *Los recursos de los fondos no estarán sujetos a las disposiciones de regulación del Banco Central de Costa Rica.*
- b) *Deberán ser invertidos para el provecho de los afiliados, procurando el equilibrio necesario entre seguridad, rentabilidad y liquidez, de acuerdo con su finalidad y respetando los límites fijados por la ley y las normas reglamentarias que la Superintendencia dicte sobre el particular.*
- c) *Los recursos de los fondos solo podrán ser invertidos en valores inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios o en valores emitidos por entidades financieras supervisadas por la Superintendencia General de Entidades Financieras.*
- d) *Deberán estar calificados, conforme a las disposiciones legales vigentes y las regulaciones emitidas por el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero.*
- e) *Deberán negociarse mediante los mercados autorizados con base en la Ley Reguladora del Mercado de Valores o directamente en las entidades financieras debidamente autorizadas.*
- f) *La Superintendencia deberá procurar que las operadoras, sin menoscabo del principio expuesto en el inciso b) de este Artículo, inviertan los recursos de los fondos en instrumentos que permitan a los afiliados participar directamente de las rentas derivadas de la propiedad de los factores de producción. Adicionalmente, la Superintendencia procurará una estructura de cartera orientada a fortalecer el financiamiento de viviendas para la clase trabajadora.*
- g) *La Superintendencia de Pensiones podrá excluir la adquisición de determinados valores, en función de la calificación de riesgo. ...”*

Por otro lado, en materia de inversión en emisores extranjeros la legislación señala, en el artículo 62, un límite máximo de inversión un 25% del fondo administrado, pudiendo este incrementarse hasta un 50% en determinadas condiciones de mercado. Así las cosas, la norma señala:

*La Superintendencia podrá autorizar la inversión hasta de un veinticinco por ciento (25%) del activo del fondo en valores de emisiones extranjeras que se negocien en mercados de valores organizados en el territorio nacional o el extranjero. No obstante, **si el rendimiento real de las inversiones del régimen de pensiones complementarias en valores nacionales es igual o menor que los rendimientos internacionales**, el Consejo Nacional*

de Supervisión del Sistema Financiero, podrá autorizar la ampliación del límite hasta el cincuenta por ciento (50%), de acuerdo con las disposiciones reglamentarias que emitirá.

Si bien el límite definido para inversiones en emisores externos establece una restricción para alcanzar portafolios eficientes, en los términos de la teoría moderna del portafolio, resulta interesante analizar los condicionantes para incrementar dicho límite. La norma señala que es necesario encontrar rentabilidades reales más elevadas en el emisor foráneo que en el local. Este supuesto, en vista de que el país ostenta una calificación BB en el mercado internacional, exigiría que la prima por riesgo de los valores locales fuera nula e incluso negativa. Dicho supuesto es teóricamente imposible ante la presencia de mercados eficientes y sin restricciones. Sin embargo, el mercado local dista mucho de ese parámetro. Como se verá adelante, el exceso de demanda por valores locales ha provocado una reducción de la rentabilidad que ha permitido alcanzar el parámetro del artículo 62.

La norma legal ha sido desarrollada en detalle a nivel reglamentario. El Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero mediante Artículo 6, de la Sesión 355-2003, celebrada el 11 de febrero de 2003 aprobó el Reglamento de Inversiones de las Entidades Autorizadas¹.

II. Inversión en emisores del exterior

El mercado de valores local se ha caracterizado por su poca profundidad, al contar con pocos emisores privados y emisiones de baja cuantía, lo cual afecta el desempeño de los inversionistas institucionales. Más aún, la escasez de papeles ha generado presiones hacia el alza de los precios de instrumentos transados en la bolsa. Tal situación ha motivado a las entidades reguladas, en especial las Operadoras de Pensión Complementaria, a buscar otras posibilidades de inversión en los mercados internacionales.²

De las inversiones en el exterior el 54,5% estaba colocado en instrumentos del Tesoro de los Estados Unidos, Agencias del Gobierno de los Estados Unidos y bonos de la empresa General Electric. Por su parte, de las inversiones en Bonos del Tesoro de los Estados Unidos, un 59,8% correspondió a instrumentos con plazos inferiores a un año, alcanzando un monto de US\$38,5 millones. A pesar de que la inversión en el extranjero se ha concentrado en Bonos del Tesoro, las operadoras de pensión han diversificado sus carteras y cuentan con instrumentos de deuda soberana de Canadá, bonos corporativos de Toyota Motors, European Investment Bank, Bank of Scotland, Procter & Gamble, entre otros, así como en instrumentos de entidades bancarias europeas, norteamericanas y australianas.

En cuanto a la composición de las inversiones cuanto a las calificaciones crediticias de los instrumentos del mercado internacional según calificación crediticia, las inversiones se encuentran principalmente en instrumentos AAA y AA-, con una participación del orden del 70% y 20%, respectivamente.

Resulta pertinente anotar que, de las entidades con inversiones de emisores extranjeros, algunos regímenes se encuentran muy cerca del límite máximo permitido, mientras otros regímenes podrían toparlo en corto tiempo.

¹ Publicado en el Diario Oficial La Gaceta, No. 36, de 20 de febrero de 2003.

² La inversión en emisores extranjeros ha sido realizada por las operadoras BN Vital, Interfin Banex, BAC San José y recientemente, Popular Pensiones. Al 30 de marzo de 2007 tenían invertido en el exterior US\$169,7 millones, lo que representó 3,9 veces lo colocado en el exterior al finalizar el 2005.

CUADRO 1
REGIMEN DE CAPITALIZACIÓN INDIVIDUAL
INVERSIONES EN VALORES DE EMISIORES EXTRANJEROS
31 DE MARZO DEL 2007

	BN-VITAL	POPULAR	IBP	BAC SJ PEN.
Inversión Exterior Por Régimen (Mill.US\$)				
Régimen Voluntario Dólares	9.6	0.0	15.7	0.9
Régimen Voluntario Colones	12.9	1.0	8.4	0.2
Régimen Obligatorio Pensiones	67.2	19.0	21.7	11.9
Fondo de Capitalización Laboral	7.6	0.0	2.3	1.5
Total	97.4	20.0	48.1	14.5
% Valores Extranjeros / Saldo Administrado por Régimen				
Régimen Voluntario Dólares	19.4%	0.0%	23.5%	19.2%
Régimen Voluntario Colones	12.1%	1.2%	9.5%	5.8%
Régimen Obligatorio Pensiones	19.1%	5.6%	16.0%	17.3%
Fondo de Capitalización Laboral	14.3%	0.0%	10.3%	11.1%
Total	17.4%	4.4%	15.3%	16.1%

Fuente: SUPEN

III. Evolución de los rendimientos

1. Mercado local

Durante el año 2006 se observó una reducción generalizada en las tasas de interés en colones. Entre otros aspectos, la evolución positiva de los principales indicadores económicos, la liquidez y la disponibilidad de instrumentos en el mercado, son elementos que explican esta realidad.

- **Mejora en la situación fiscal:** producto de la mayor recaudación de los tributos de aduanas y ventas internas, y la contención el gasto público. Por otra parte, el financiamiento a través de negociaciones directas a las instituciones públicas través de Pagarés, le permitió al Ministerio de Hacienda reducir sus necesidades de captación en la subasta conjunta. Esto ha reducido la presión sobre las tasas de interés y a su vez permitió asignar ofertas en subasta conjunta a tasas de interés cada vez más bajas.
- **Cambio de la tasa de política monetaria:** con el propósito de reducir el premio por invertir en instrumentos del BCCR en colones a plazos muy cortos; avanzar en la construcción de un “corredor” de tasas de interés; e incentivar las preferencias de los inversionistas por plazos más largos. Lo anterior provocó un ajuste de la estructura de tasas de interés. Además, se instauró una facilidad de depósito a un día en el Sistema de Inversiones de Corto Plazo del Banco Central, variable que funcionará como tasa de política monetaria en lugar de la referencia a 30 días. A la vez, esta medida permitirá fijar un piso a la Tasa de interés en el Mercado Interbancario de Dinero.
- **Apertura de Central Directo:** a partir de setiembre 2006 se permite a los inversionistas realizar depósitos en plazos desde un día hasta un año por Internet. Dicha figura ha permitido establecer nuevas tasas de referencia en los plazos inferiores a 360 días, como una

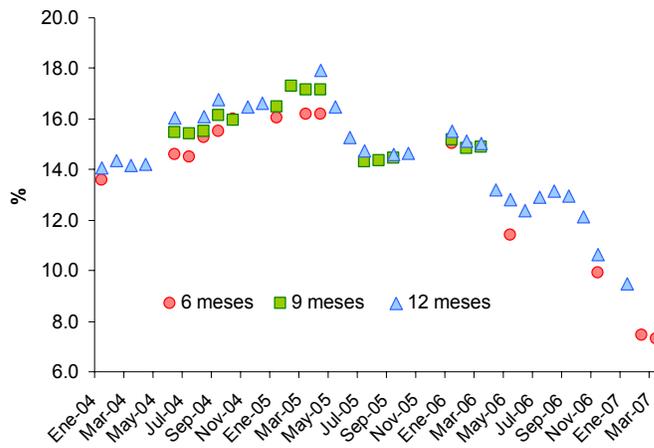
alternativa a los depósitos bancarios a plazo. Desde su aparición, las tasas del Central Directo han mantenido una tendencia decreciente, en respuesta a un ajuste con el resto de las tasas de captación del BCCR en el SICP y en los BEM.

- **Flexibilización cambiaria:** a partir del 17 de octubre del 2006 comenzó a operar el esquema de bandas cambiarias. En un inicio la banda será angosta y con el tiempo se irá ampliando, dado que el techo de la banda irá creciendo a un ritmo de 14 céntimos diarios (hábil) mientras que el piso de la banda lo hará a un ritmo de 6 céntimos diarios. Esta regla cambió a finales de enero del 2007 cuando el Banco Central anunció el establecimiento del Tipo de Cambio de Intervención de Compra de \$519,16 y mantenerlo constante en ese nivel.
- **Reducción e la tasa de política monetaria:** como consecuencia del mayor espacio para la operación de la política monetaria y financiera del BCCR que produce el régimen de bandas cambiarias; el exceso de oferta de divisas; la reducción de las tendencias inflacionarias; y el aplanamiento de la curva de rendimiento lo que podría generar una concentración de las inversiones en plazos relativamente cortos.
- **Menores expectativas de variación en el tipo de cambio:** producto del inicio del sistema de bandas cambiarias se incrementó la demanda por los instrumentos denominados en colones. Este comportamiento se reforzó luego del anuncio de fijar el piso de la banda que realizó el Banco Central en enero del 2007.
- **Menores expectativas de inflación:** permitieron continuar reduciendo las tasas de captación del Banco Central y el Ministerio de Hacienda.

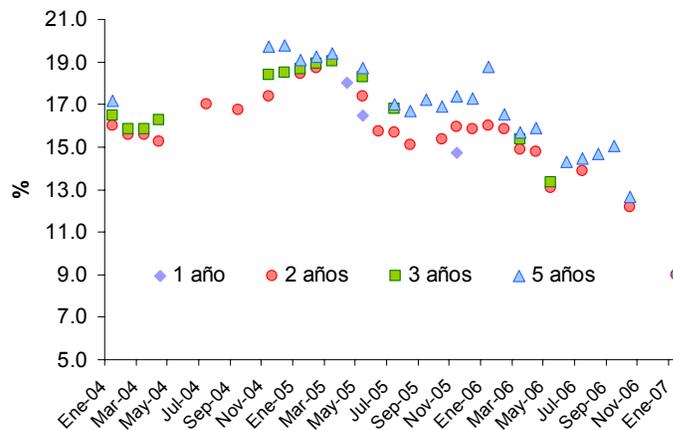
Los factores mencionados favorecieron la reducción, acelerada y persistente, de las tasas de interés en el mercado local sin importar el plazo de colocación. Las tasas de interés equivalentes en la subasta conjunta registran reducciones entre 699 y 948 p.b. para los títulos tasa fija a 2 y 5 años. Asimismo, para los instrumentos cero cupón, la baja fue de 775 y 599 p.b., para 6 y 9 meses, respectivamente; y los instrumentos a tasa variable, las disminuciones fueron de 621 y 78 p.b, para 10 y 15 años. La evolución de estos tres tipos de instrumentos puede observarse en el Gráfico 1.

GRÁFICO 1 TASAS DE INTERÉS DE SUBASTA BANCO CENTRAL Y MINISTERIO DE HACIENDA

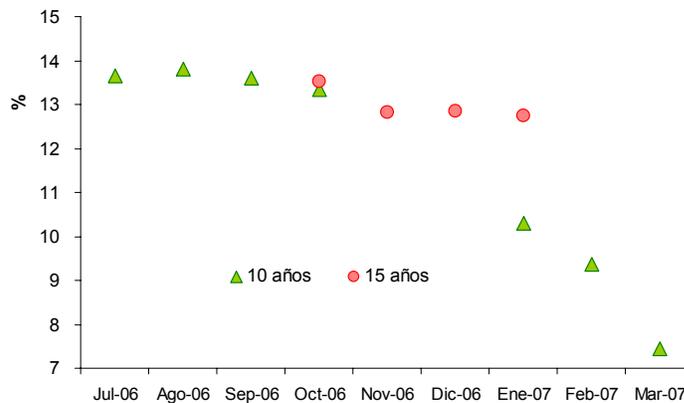
a. Cero Cupón



b. Tasa Fija

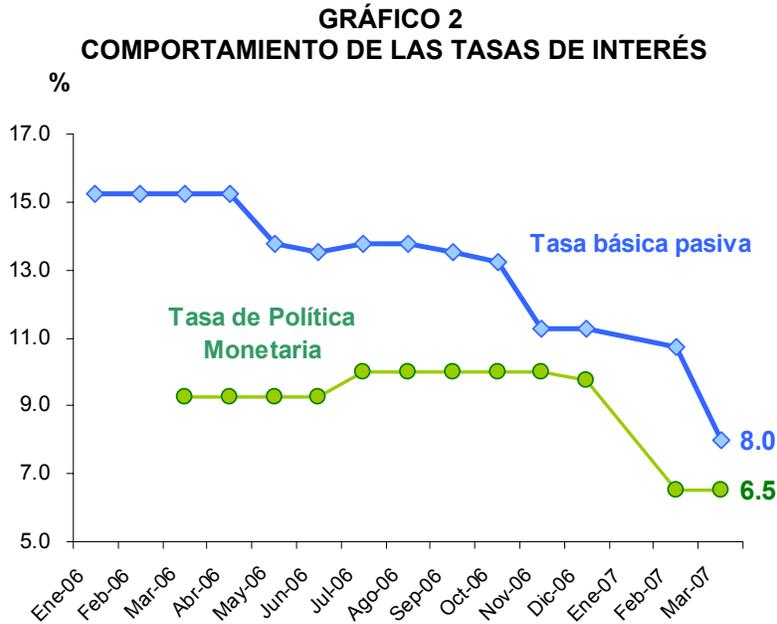


c. Tasa variable



Fuente: Banco Central del Costa Rica

Por su parte, siguiendo el comportamiento de las tasas de los instrumentos de deuda del Banco Central y el Ministerio de Hacienda, las tasas de interés bancarias en moneda nacional han venido mostraron una tendencia decreciente. Este particular se tradujo en una reducción de la tasa básica pasiva de 400 p.b en el año 2006. En lo que va del 2007, esta tasa se ha reducido 325 p.b, de los cuales únicamente en marzo ha disminuido 125 p.b, alcanzando un nivel del 8% (porcentaje similar a la inflación esperada para el 2007). La evolución de esta reducción puede observarse en el Gráfico 2.



Fuente: Banco Central del Costa Rica

2. Rentabilidad de los fondos de pensión

El ajuste a la baja en las tasas de interés del mercado local ha provocado una apreciación de los títulos en colones. Este factor generó rentabilidades extraordinarias producto de la acumulación de ganancias de capital.

La rentabilidad observada en el primer bimestre del 2007 no necesariamente se presentará en los próximos meses. Tanto los nuevos aportes de los afiliados como los vencimientos de títulos en las carteras deberán ser colocados a la tasa de rendimiento de mercado vigente, la cual ha ido cayendo según se analiza en el aparte previo.

CUADRO 2
RENTABILIDAD ANUAL Y RENTABILIDAD HISTÓRICA SEGÚN RÉGIMEN

Mes	Colones			Dólares
	R. Obligatorio de Pensiones	F. de Capitalización Laboral	R. Voluntario de Pensiones	R. Voluntario de Pensiones
Rentabilidad Anual				
Feb. 2006	18.7	17.9	18.7	7.0
Jun. 2006	19.8	17.9	19.8	6.6
Feb. 2007	22.7	21.2	23.6	6.9
Rentabilidad Histórica				
Dic. 2006	18.6	18.2	19.4	7.3
Ene. 2007	18.6	18.2	19.4	7.3
Feb. 2007	19.0	18.6	19.8	7.3

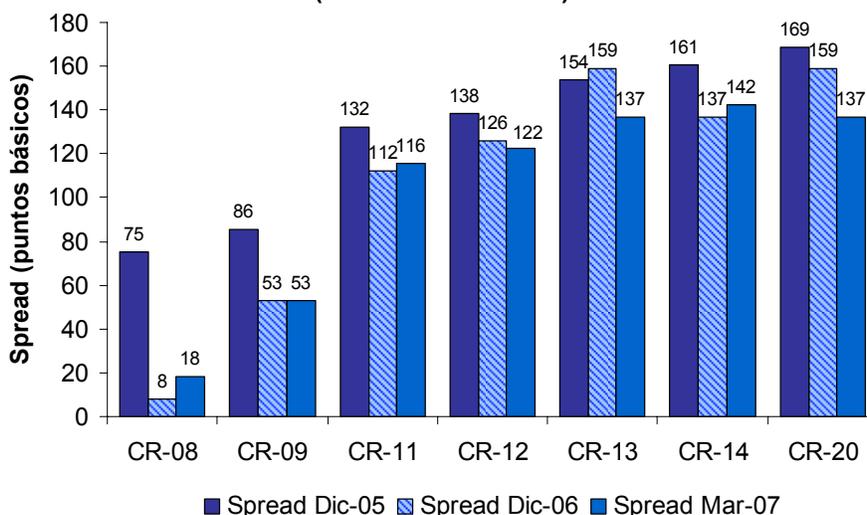
Fuente: SUPEN

3. Spread de los bonos soberanos

Los mercados financieros internacionales permiten conocer el premio por riesgo para las diferentes emisiones. Para el caso de Costa Rica se puede analizar el rendimiento que genera un bono del Tesoro de los Estados Unidos, considerado como un emisor AAA, contra el rendimiento que ofrece un bono emitido por el Gobierno de Costa Rica, calificado como BB. El *spread* de riesgo en relación con el registrado en diciembre 2005 ha mostrado reducciones entre 75 y 118 p.b. Particularmente se observan los casos de los títulos CR-2008 y CR-2020 con las mayores contracciones.³

La reducción en dicho premio se explica por un exceso de liquidez en el mercado local y la consecuente reducción en las tasas de interés internas. Adicionalmente la credibilidad en las políticas del Gobierno, la reducción en la inflación y la devaluación, mejora en la perspectiva de la deuda costarricense.

GRÁFICO 3
SPREAD DE BONOS SOBERANOS
(PUNTOS BÁSICOS)

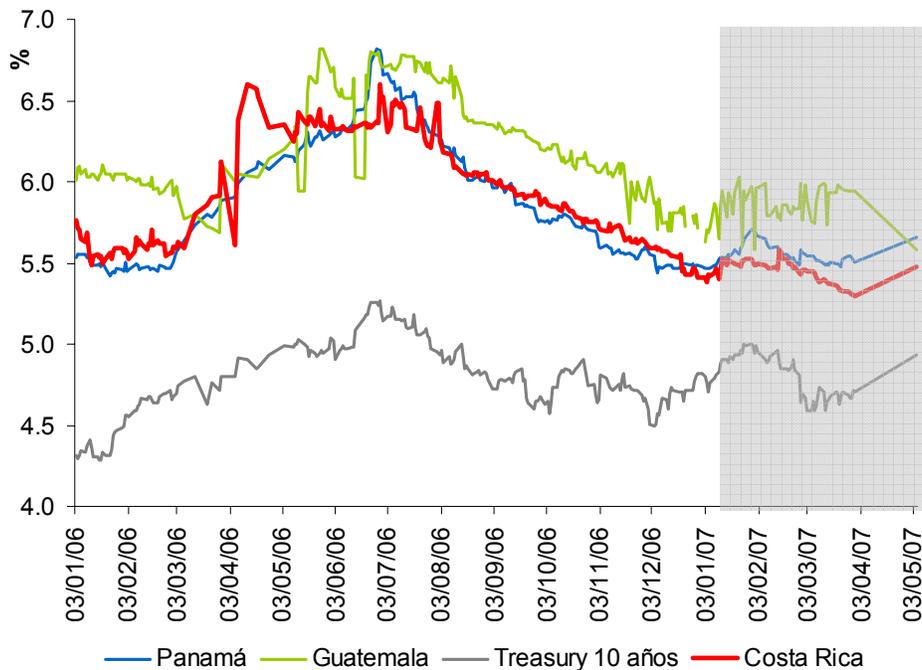


³ Según datos de CEVAL, el porcentaje de colocación de los títulos deuda externa a marzo 2007, fue en promedio 45% para las emisiones bde08, bde09, bde11 y bde13 (en el caso del bde08 superó el 50%), para las restantes este porcentaje fue de un 30%.

Si comparamos el premio Costa Rica con otros dos países latinoamericanos que actualmente tienen calificación crediticia de BB por Standard & Poor's (Panamá y Guatemala)⁴ se observa también, que durante los primeros meses del 2007, el margen soberano que pagan las emisiones costarricenses fue menor que el de esos países.

La explicación de este hallazgo puede explicarse por la tenencia de dicha deuda por parte de los agentes locales. Este particular acentúa aún más la presión de la liquidez interna sobre el precio de estos títulos, desvirtuando los precios de mercado al compararse con emisiones de similar calidad crediticia.

GRÁFICO 4
SPREAD DE BONOS SOBERANOS
(PUNTOS BÁSICOS)



⁴ La escogencia de esos países obedece a la similitud de la calificación otorgada por S&P con la de Costa Rica.

IV. Análisis de rentabilidad interna y externa

1. Metodología

Para efectos de la aplicación del criterio establecido en el artículo 62 de la Ley de Protección al Trabajador, se convertirá a colones el rendimiento de emisores internacionales mediante la siguiente ecuación:

$$(1) \quad i_l = (1 + i_{\text{int}})(1 + T\hat{C}) - 1$$

Donde:

i_l es el rendimiento anual en colones

i_{int} es el rendimiento anual del emisor en dólares

$T\hat{C}$ es la depreciación esperada del colón en un año

2. Datos

El ejercicio consiste en comparar los instrumentos emitidos por el Banco Central y el Ministerio de Hacienda en colones más líquidos, con el rendimiento de los bonos del Tesoro de los Estados Unidos para los diferentes plazos. Para este propósito se utilizaron los datos reportados por el vector de precios de la Bolsa Nacional de Valores y el sistema de información Bloomberg. Esta metodología permite contar con la mayor cantidad de precios observados, a efecto de inferir conclusiones a otros instrumentos menos líquidos. La descripción de los valores se muestra en el Cuadro 3.

Cuadro 3
RENDIMIENTOS DE INSTRUMENTOS DEL BANCO CENTRAL Y
MINISTERIO DE HACIENDA
ENERO A MARZO 2007

Instrumento	Fecha de vencimiento	Plazo al vencimiento	Rendimiento		
			Máximo	Promedio	Mínimo
BCCR110707	11/07/2007	3 meses	10.03	7.52	6.22
BCCR101007	10/10/2007	6 meses	7.74	6.61	10.15
BCCR051207	05/12/2007	9 meses	9.94	7.82	6.16
BCCR260308	26/03/2008	1 año	10.07	7.85	6.15
BCCR240908	24/09/2008	2 años	10.16	8.03	6.96
BCCR30092009	30/09/2009	3 años	10.16	7.96	6.73
BCCR290910	29/09/2010	4 años	10.32	8.14	6.94
G210911	21/09/2011	5 años	10.23	8.06	6.96
G260912	26/09/2012	6 años	10.29	8.26	7.20
B022000-TB3.04	09/03/2015	8 años	11.07	9.02	7.15
BCCR220616	22-06-2016	10 años	10.54	9.80	9.25
BCCR220921	22/09/2021	15 años	12.73	11.56	7.25

Fuente: Vector de Precios

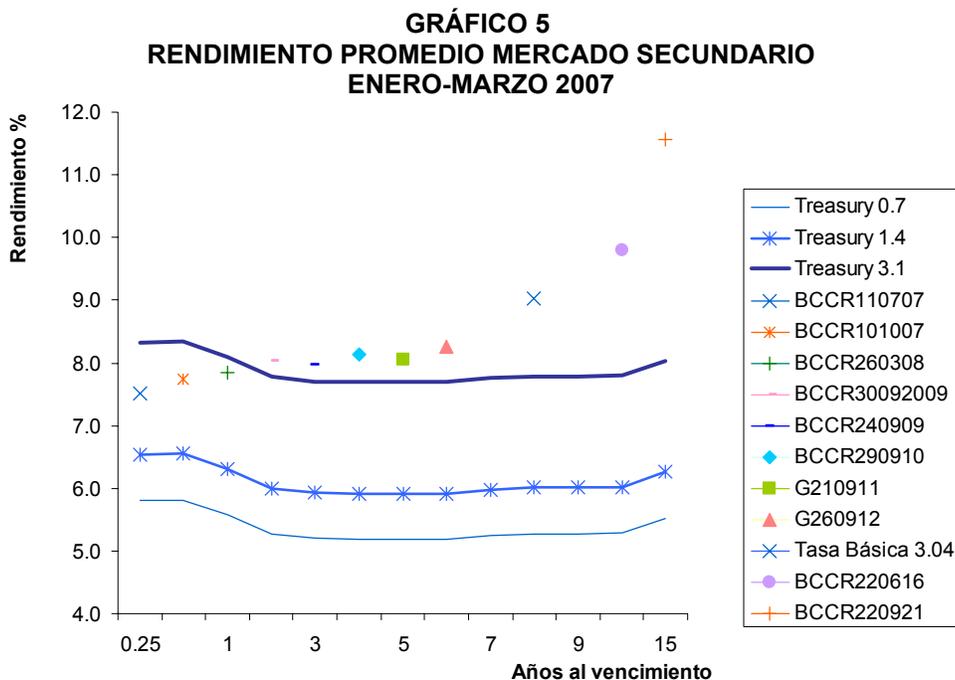
3. Escenarios de análisis

De conformidad con los resultados de la Encuesta Mensual de Expectativas de Inflación y variación del tipo de cambio de marzo 2007, se elaboraron tres escenarios de expectativas de variación del tipo de cambio. El primer escenario supone una expectativa de depreciación del 0,7%, el segundo de 1,4% y el tercero de 3,1%. Esto permite construir tres curvas de rendimiento de los Bonos del Tesoro⁵ “colonizada”.

4. Emisiones en colones del mercado local

Resulta interesante encontrar que, las emisiones locales comparadas con el bono del Tesoro, han ofrecido rentabilidades menores en los plazos cortos de la curva. Se puede observar que el considerar los rendimientos promedio de los últimos tres meses, los instrumentos de mayor plazo al vencimiento tienen rendimientos superiores a los bonos del Tesoro de los Estados Unidos, bajo cualquier escenario de expectativas de depreciación. Esto se explica por la forma invertida que ha venido mostrando la curva de rendimiento de los Estados Unidos y el premio por riesgo país.

Sin embargo, debe considerarse que este análisis resulta parcial en el sentido de que estamos comparando riesgos de diversa naturaleza. A saber, el emisor Costa Rica, calificado como BB, contra el bono de mayor calidad crediticia en el mercado, considerado AAA. Los resultados se presentan en el Gráfico 5.

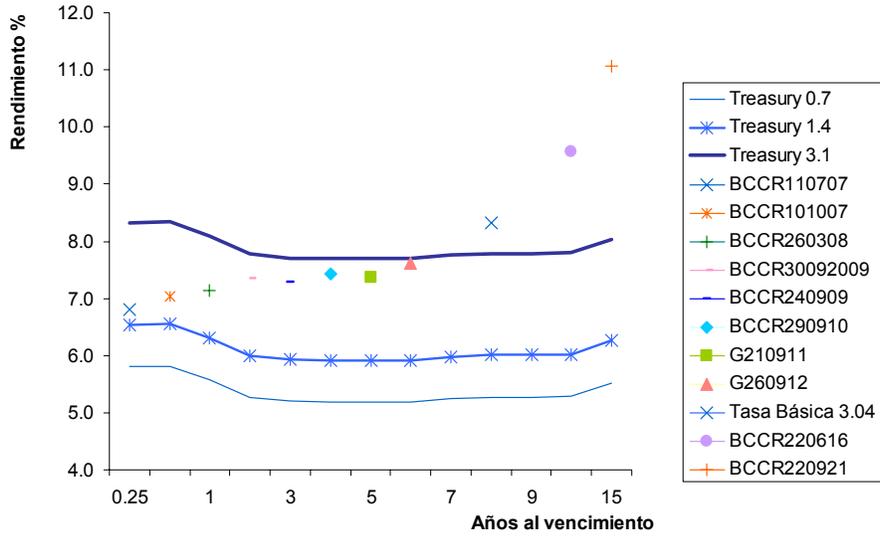


Al corregir la curva del Tesoro con el nivel de “spread” encontrado en el aparte 2 de este documento, se observa que los rendimientos han mostrado una rentabilidad inferior en las emisiones nacionales.

⁵ Para este propósito se utilizó la curva I111 disponible en Bloomberg.

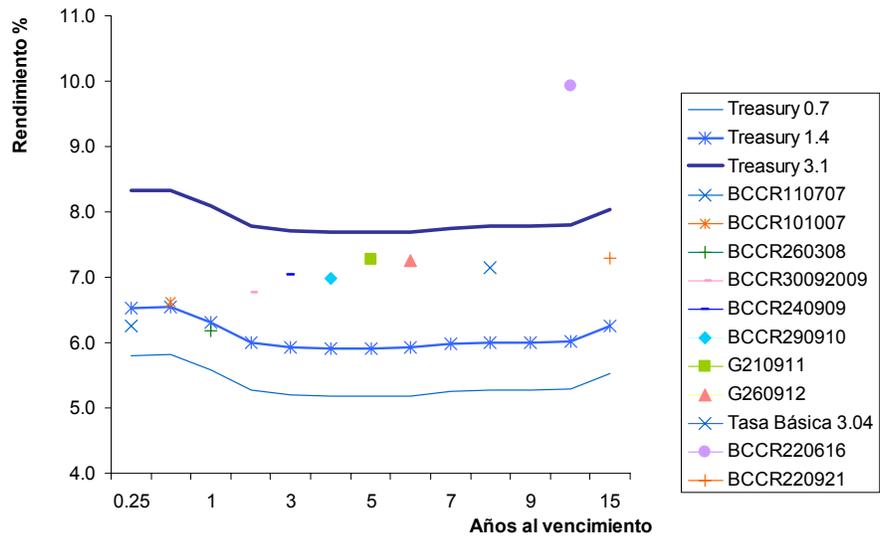
La tendencia que se observa, al realizar el mismo ejercicio con los datos de los últimos dos meses, es clara. En este caso el rendimiento promedio a plazos inferiores a siete años es mayor si se considera una inversión en los bonos del Tesoro. Más aún, si dicha inversión se realiza persiguiendo un premio por riesgo similar al del mercado costarricense la diferencia es aún mayor.

GRÁFICO 6
RENDIMIENTO PROMEDIO MERCADO SECUNDARIO
ENERO-MARZO 2007



En todo caso, aún para los períodos más largos, esta situación varía si se toman datos puntuales del vector de precios. Como referencia véase el cierre de marzo del 2007 representado en el Gráfico 7.

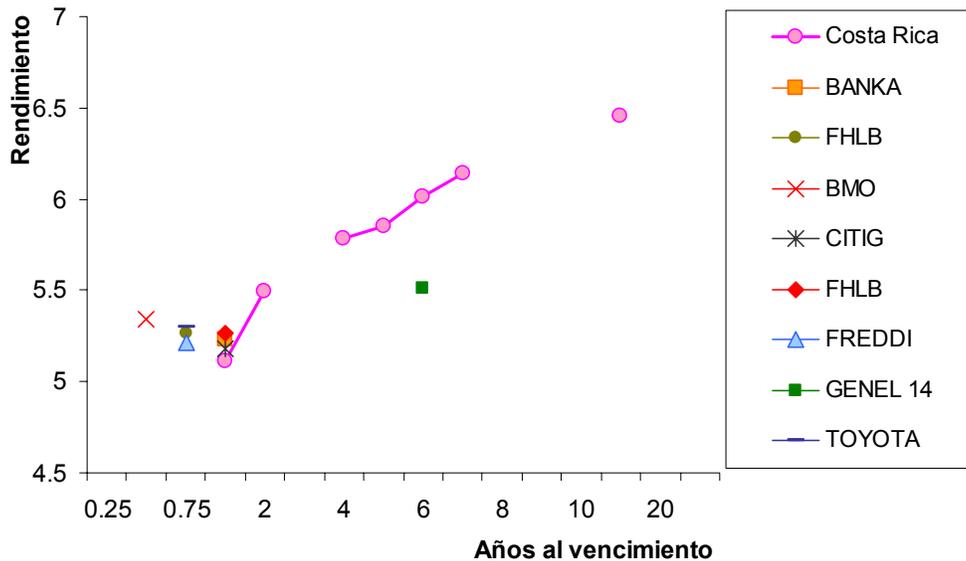
GRÁFICO 7
RENDIMIENTO PROMEDIO MERCADO SECUNDARIO
AL 30 DE MARZO DEL 2007



5. Emisiones en el mercado internacional

Por su parte, si se analizan los rendimientos de los bonos soberanos costarricenses con el rendimiento de algunos de los instrumentos de emisores extranjeros en que actualmente invierten las entidades reguladas, los resultados son similares. En efecto, para la parte corta de la curva (principalmente donde se encuentran concentradas las inversiones), los rendimientos de los instrumentos extranjeros son mayores. Vale mencionar que este estudio no considera los costos operativos y de transacción de invertir en otros activos.

GRÁFICO 8
RENDIMIENTO PROMEDIO DE ENERO A MARZO DEL 2007



V. Oferta local de valores

1. Emisores del sector público

La oferta de instrumentos de los principales emisores de deuda en el mercado local ha venido disminuyendo. La colocación neta del Gobierno, en virtud del aumento en la recaudación tributaria producto de la mejora en la recaudación y la mayor actividad económica, se ha reducido significativamente. Adicionalmente, en el caso del Gobierno, el financiamiento a través de negociaciones directas con las instituciones públicas le permitió reducir sus necesidades de captación en la subasta conjunta. Por su parte, el Banco Central ha variado sus mecanismos de captación mediante figuras como Central Directo.

El Ministerio de Hacienda, según anunció al mercado en enero del 2007, tiene la intención de colocar durante el primer semestre del 2007 hasta un monto de $\text{¢}320.000$ millones. Un 50% de esa captación corresponde a títulos de mediano y largo plazo con cupones en colones, mientras el resto son instrumentos de corto plazo en colones y TUDES. Como máximo el 20% corresponde a instrumentos cero cupón.

El perfil de vencimientos de la deuda pública total señala que el 20,4% vencerá durante el año 2007. Esto alcanza la suma de ¢779.089,7 millones. Sin embargo, dadas las condiciones de captación del primer trimestre, de repetirse dicho patrón la captación neta para el 2007 sería negativa.

Por otro lado, la captación del Banco Central genera expectativas similares. El Programa Macroeconómico 2007-2008 tiene previsto una meta inflacionaria un crecimiento del IPC de 8% en el 2007 y un 6% en el 2008. Los supuestos subyacentes son un menor crecimiento relativo de la actividad económica durante el 2007, la relativa disciplina fiscal, así como un comportamiento decreciente de las expectativas inflacionarias. Además, los esfuerzos por alinear las expectativas de inflación a la meta del Banco Central serán menores, cuanto mayor sea el compromiso de la capitalización parcial de la Autoridad Monetaria por parte del Ministerio de Hacienda.

Adicionalmente, el Gobierno ha aumentado el volumen de los depósitos que mantiene en el Banco Central y de continuar con la disciplina fiscal y concretar un acuerdo de capitalización parcial del BCCR, le permitiría al Ente Emisor un mejor manejo de la política monetaria y que conllevará a una menor participación en el mercado de deuda. En cuanto a la oferta de instrumentos en dólares, vale mencionar que, en virtud de la mayor acumulación de divisas desde el 2005 el Banco Central no realiza nuevas colocaciones de Certificados de Depósito en dólares (en el 2006 no refinanció CERTD\$ por US\$205.1 millones).

2. Emisores del sector privado

El número de emisores privados que acuden a la bolsa a financiarse bajó de 21 a 15. Por su parte, el monto captado al cierre del 2006 no supera los ¢150.000 millones, mientras estas empresas no están refinanciando los vencimientos con nuevas emisiones. Este fenómeno limita aún más el margen de maniobra de los fondos de pensiones. Según datos de SUGEVAL la captación de los emisores privados se redujo un 0,4% durante el 2006 y en lo que va del 2005 se redujo un 0,12%.

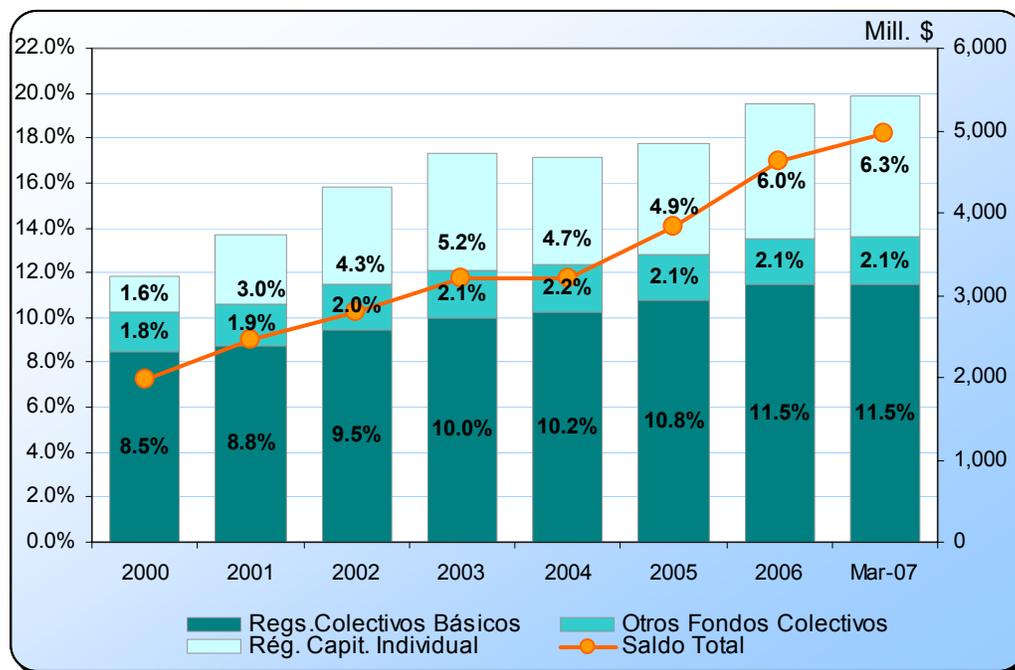
Se estima que sólo en el 2007 se esperan vencimientos por ¢10.600 millones, que de no ser renovados y sin la incorporación de nuevos participantes, dejarán al segmento de emisores corporativos en una situación más débil.

VI. Demanda de valores

Durante el 2006, el crecimiento total de los recursos administrados en el Sistema Nacional de Pensiones fue de un 11%, para alcanzar al 31 de diciembre un saldo equivalente a US\$ 4.607,0 millones. De estos recursos, el 56,6% correspondía a Regímenes Básicos, el 32,8% a los fondos de pensiones complementarios administrados por las operadoras de pensiones y el 10,7% a Otros Fondos Complementarios de Entidades Públicas.

El activo administrado a diciembre del 2006 equivalía al 19,7% del Producto Interno Bruto (PIB) estimado para 2006, lo que significó un incremento de dicha relación de 6 puntos porcentuales en los últimos cinco años, según se muestra en el Gráfico 9.

**GRAFICO 9
SISTEMA NACIONAL DE PENSIONES
SALDO ADMINISTRADO Y RELACIÓN CON EL
PRODUCTO INTERNO BRUTO**

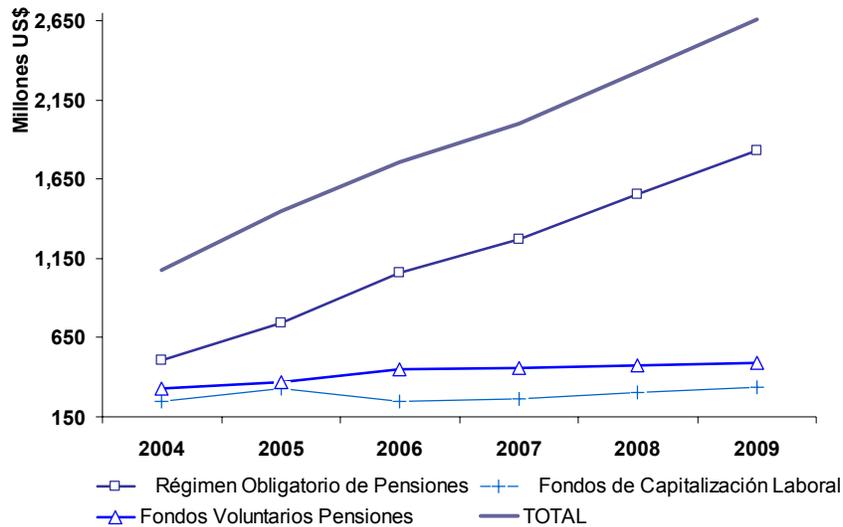


Por su parte, el saldo del Fondo de Capitalización Laboral (FCL) se ubicó en US\$250,7 millones al finalizar el 2006, lo cual significó una disminución en el año de un 23,4%, baja explicada fundamentalmente por el ejercicio por parte de los afiliados de su derecho al retiro quinquenal del acumulado en el Fondo.

El crecimiento constante de estos fondos, así como la presión de otros inversionistas institucionales como son el resto de fondos de pensión, los fondos de inversión, las entidades públicas y los intermediarios financieros, arroja un preocupante desafío para el sector.

Considerando que los fondos administrados por las operadoras de pensión complementaria crecen a una tasa constante, resulta preocupante observar las proyecciones para los próximos años (ver Gráfico 10)

GRÁFICO 10
EVOLUCIÓN DE LOS RECURSOS ADMINISTRADOS POR RÉGIMEN
Y PROYECCIONES 2007-2009



Para los años 2007 y 2008 se proyecta un incremento anual del saldo administrado por las Operadoras de Pensiones Complementarias de US\$327 millones y US\$329 millones, respectivamente.

Adicionalmente, considerando un crecimiento real del 1% anual para los regímenes básicos de pensión, muy inferior a la que se viene presentando, la demanda por nuevas emisiones de este sector alcanzaría US\$273 millones para el año 2007, mientras que para el año 2008 el incremento sería de US\$224 millones.⁶

Así las cosas, el sector pensiones requeriría para los próximos dos años emisiones de valores por un monto de US\$600 y US\$553. Esta proyección contrasta fuertemente con las realizadas para el Gobierno Central en el Programa Macroeconómico del Banco Central. Según las cifras oficiales el requerimiento financiero del Gobierno Central será de un 2,3% del PIB, equivalente a US\$520 y US\$540 millones para cada año. La colocación neta de bonos que financiará ese déficit resulta una incógnita para los efectos de este estudio, pero aún en el escenario más positivo no alcanzaría para cubrir las necesidades de inversiones de los fondos de pensión.

⁶ Supone el peor escenario esperado de depreciación según la encuesta mensual de expectativas. Para el año 2008 se supone el mismo escenario proyectándose una depreciación del 3.1%.

VII. Conclusiones y recomendaciones

1. Conclusiones

Del análisis expuesto se pueden extraer las siguientes conclusiones:

a) Rentabilidad del mercado local

Se observa una reducción generalizada y sostenida de la rentabilidad del mercado local. Dicha evolución es consistente con un escenario de inflación de un dígito según lo plantea el Programa Macroeconómico.

El exceso de liquidez ha producido un incremento importante en los precios de los valores, con la consecuente reducción en los premios por invertir en el mercado local.

b) Rentabilidad de emisores externos

Durante el primer trimestre del 2007, la rentabilidad promedio de la curva del Tesoro de los Estados Unidos y los instrumentos de mayor liquidez local reporta, para los instrumentos foráneos, mayores rendimientos a plazos menores a un año. Al realizar el ejercicio con los datos de febrero y marzo la rentabilidad de los bonos del Tesoro resulta superior también para plazos no mayores a siete años. En algunos casos puntuales del período esta situación se evidencia para todos los plazos.

Una vez corregida la curva del Tesoro con los premios de riesgo de crédito, se observa nuevamente que los rendimientos de emisores del exterior es mayor a los valores locales para todos los plazos.

Por otro lado, al comparar los rendimientos de los bonos soberanos de Costa Rica con las inversiones de emisores del exterior, existentes en el portafolio, se encuentra nuevamente un premio a invertir en dichos emisores foráneos.

c) Oferta local de valores:

La disciplina fiscal observada, junto con la reducción de costos financieros producto de la reducción de tasas locales, ha provocado una disminución evidente en la oferta de títulos públicos.

La oferta de títulos privados se ha contraído ante la salida de emisores y la no renovación de emisiones vencidas.

d) Demanda local de valores:

Los fondos de pensiones, en especial aquellos creados con la Ley de Protección al Trabajador, presentan crecimientos anuales muy acelerados. Esta dinámica ha provocado un aumento en la demanda de valores muy superior a la oferta que el mercado local puede entregar. El exceso de demanda ha generado una presión inadecuada en los precios con la consecuente disminución en la rentabilidad.

Se observa que las necesidades de colocación neta del Gobierno Central, para los próximos dos años, no permitirán suplir las necesidades de instrumentos que demandan inversionistas institucionales, en especial los fondos de pensión.

e) Síntesis

Del análisis entregado se concluye que el desempeño de los rendimientos del mercado local ha cumplido con la premisa establecida en el artículo 62 de la Ley de Protección al Trabajador. Esto es, para los diferentes plazos de colocación, la rentabilidad de los instrumentos de emisores externos de calidad crediticia comparable ofrece rendimientos mayores.

De manera complementaria, la situación puede agravarse en tanto el crecimiento de la oferta de valores del mercado local, tanto de emisores públicos y privados, no es congruente con el crecimiento de los fondos administrados por los fondos de pensiones.

Una mayor apertura en la inversión en emisores extranjeros permitirá mayores oportunidades para administrar los portafolios. Además, mejorará la calidad crediticia de los activos del fondo y potenciará, ante el acceso de mercados líquidos, una menor volatilidad de precios que la observada localmente.

2. Recomendaciones

Por las razones expuestas se recomienda autorizar el incremento de la inversión en emisores extranjeros, según los alcances establecidos en el artículo 62 de la Ley de Protección al Trabajador.