

Comportamiento de los Fondos de Inversión en dólares en Costa Rica 2000 al 2005

Oscar Ramírez Ruíz¹

Crisis
Fondos
Riesgo

Crisis
Funds
Risk

RESUMEN

El comportamiento de los fondos de inversión en dólares inscritos en Costa Rica ha dado mucho de que hablar en el último año, razón de lo anterior por la crisis sufrida de este instrumento financiero entre marzo y mayo del 2004 lo cual provocó rentabilidades negativas a los clientes. Es importante conocer cuales fueron los factores que influyeron para que se diera la crisis y cuales fueron los efectos que generó la misma en el mercado financiero del país, sin embargo, para ello es importante hacer una análisis del comportamiento de los Fondos de Inversión de los tres períodos vividos, antes de la crisis del 2004, la época de crisis y el comportamiento posterior a la misma.

ABSTRACT

The behavior of the investment funds in dollars enrolled in Costa Rica has given much of which to in the last speak year, reason of previous by the undergone crisis of the this financial instrument between March and May of the 2004 which it caused negative yields to the clients. It is important to know as they were the factors that influenced so that the crisis occurred and as they were the effects that the same one generated in the financial market of the country, nevertheless, for it is important to make an analysis of the behavior of the Investment funds of the three periods lived, before the crisis of the 2004, the time of crisis and the later behavior to the same

¹ Licenciado en Recursos Humanos. Candidato a master en administración de empresas con énfasis en finanzas ULACIT, correo electrónico: orr538@costarricense.cr

I. Introducción

Los Fondos de Inversión en Costa Rica son un instrumento financiero que hasta marzo del 2004 gozaron de una gran aceptación en el mercado por sus atractivas tasas de interés y poco riesgo. Sin embargo, ante la caída de las tasas de interés de los títulos en que se invertían estos fondos provocaron una coyuntura en el mercado financiero costarricense que estimuló la salida de una gran cantidad de clientes de este producto, los cuales hasta el día de hoy se encuentran temerosos de volver a invertir en ellos.

El presente documento pretende hacer un análisis del comportamiento de los Fondos de Inversión en dólares, abiertos de corto plazo y de crecimiento del año 2000 al 2005 en Costa Rica, haciendo un estudio de tres períodos: antes de la crisis del 2004, la época de crisis (causas y efectos) y el comportamiento de los inversionistas posterior a la misma.

II. ¿Qué son los fondos de inversión?

Los fondos de inversión son mecanismos cuyos rendimientos se generan a partir de la administración de una cartera de valores, adquirida con la finalidad de cumplir con los objetivos planteados por el fondo. Cada cartera de inversión responde, por lo tanto, a un horizonte de inversión y a una estrategia que busca ser consistente a lo largo del tiempo, que busca lograr un rendimiento razonable que esté acorde con los riesgos propios de la cartera, los objetivos definidos y el perfil de riesgo aceptable para el inversionista al cual va dirigido el fondo.

La definición de este instrumento financiero en la página de SUGEVAL <http://www.sugeval.fi.cr> es que **“Un fondo de inversión es un patrimonio formado por el ahorro de muchos inversionistas, que es administrado en nombre de ellos por un grupo de profesionales en materia de inversiones. A diferencia de lo que ocurre cuando uno “mete” su dinero en una cuenta corriente, al invertir en un fondo de inversión el inversionista pasa a ser copropietario de todos los valores en que está invertido el fondo. Por esa razón, su inversión, depende de lo que ocurra con el precio de los títulos que en su nombre ha comprado el fondo de inversión”**.

III. Características de los Fondos de Inversión

Según la Ley Reguladora del Mercado de Valores en su Artículo 62, **“los fondos de inversión serán patrimonios separados pertenecientes a una pluralidad de inversionistas. Con el concurso de una entidad de custodia, serán administrados por las sociedades administradoras reguladas y se destinarán**

a ser invertidos en la forma prevista en el respectivo prospecto, dentro del marco permitido por esta Ley y los reglamentos de la Superintendencia. El derecho de propiedad del fondo deberá representarse mediante certificados de participación. Para todo efecto legal, al ejercer los actos de disposición y administración de un fondo de inversión se entenderá que la sociedad administradora actúa a nombre de los inversionistas del respectivo fondo y por cuenta de ellos”.

3.1 Tipos de Inversión

Existirán los siguientes tipos de fondos de inversión en dólares o colones:

- 3.1.1 Fondos de inversión abiertos: aquellos cuyo patrimonio es variable e ilimitado, las participaciones colocadas entre el público son redimibles directamente por el fondo y su plazo de duración es indefinido. En estos casos, las participaciones no podrán ser objeto de operaciones distintas de las de reembolso.
- 3.1.2 Fondos de inversión cerrados: aquellos cuyo patrimonio es fijo, las participaciones colocadas entre el público no son redimibles directamente por el fondo, salvo en las circunstancias y procedimientos previstos en la Ley.
- 3.1.3 Fondos de inversión financieros abiertos o cerrados: son aquellos que tienen la totalidad de su activo invertido en valores o en otros instrumentos financieros representativos de activos financieros.
- 3.1.4 Fondos de inversión no financieros abiertos o cerrados: aquellos cuyo objeto principal es la inversión en activos de índole no financiera.
- 3.1.5 Megafondos de inversión: aquellos cuyo activo se encuentra invertido, exclusivamente, en participaciones de otros fondos de inversión. La Superintendencia emitirá, por reglamento, las condiciones de funcionamiento de estos fondos, el tipo de fondos en que se puedan invertir, así como sus normas de diversificación, valoración e imputación de las comisiones y los gastos de los fondos en los que se invierta. Asimismo, podrá emitir normas sobre cualquier situación no contemplada en la Ley en relación con los megafondos.

3.2 Riesgos Asociados a los Fondos

- 3.2.1 **Riesgo de precio.** Consiste en el riesgo de que disminuya el precio de los títulos valores en que invierte el fondo y que el cliente pierda parte de sus ahorros. Se puede presentar si suben las tasas de interés del mercado y si la valoración se hace a precios de mercado.
- 3.2.2 **Riesgo de tipo de cambio.** Es el riesgo de que la moneda en que están realizadas las inversiones del fondo se deprecie frente a otras monedas y el cliente pierda parte de sus ahorros expresados en esas otras monedas.
- 3.2.3 **Riesgo de Solvencia del Emisor.** Es el riesgo de que uno de los emisores de los títulos valores en que invierte el fondo no pueda hacer frente a sus obligaciones, con lo cual habría una reducción del patrimonio del fondo y el cliente perdería parte de sus ahorros.
- 3.2.4 **Riesgo de liquidez.** Es el riesgo de que sus inversiones en el fondo no puedan ser retiradas en el momento en que el cliente lo desea, y tenga que esperar algún tiempo antes de recuperar su efectivo.
- 3.2.5 **Riesgo de administración.** Es el riesgo de que el cliente se vea perjudicado por culpa, dolo o negligencia de la sociedad administradora del fondo de inversión o de algunos de sus empleados.

IV. Comportamiento de los fondos de inversión previo a la crisis del 2004.

Se considera importante rescatar que, el proceso de expansión de los fondos no fue parejo en términos de moneda porque los dólares presentaron un mayor dinamismo que los colones, ya que a setiembre del 2001 mostraban magnitudes similares, pero a setiembre del 2003 la cartera en dólares representaba el 70% del total.

El crecimiento tampoco fue similar en los diferentes fondos de inversión, por ejemplo en la primera etapa hasta enero del 2003, los preferidos fueron los fondos de corto plazo, los cuales perdieron después importancia por razones de regulación, ganando relevancia los fondos de crecimiento, por ejemplo a diciembre del 2001 la cartera administrada para los fondos de corto plazo era de 162.113.415 (miles de colones) y a diciembre del 2003 la cartera administrada era de 63.581.405 (miles de colones); caso contrario paso con los fondos de crecimiento en dólares los cuales presentaron un efecto contrario, ya que a

diciembre del 2001 la cartera administrada era de 67.084.653 (miles de colones) y a diciembre del 2003 era de 480.624.691 (miles de colones), tal como se observará en el cuadro y gráfico #1.

Cuadro # 1

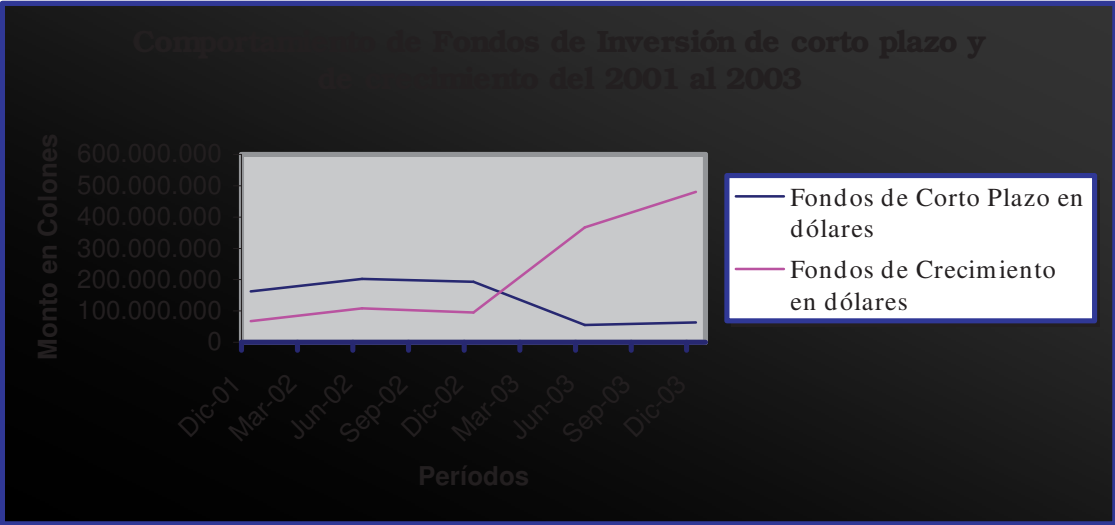
Activos Totales Administrativos
En miles de colones

Del 2001 al 2003

	Dic-01	Jun-02	Dic-02	Jun-03	Dic-03
Fondos de Corto Plazo en dólares	162,113,415	202,318,955	193,499,103	55,603,641	63,581,405
Fondos de Crecimiento en dólares	67,084,653	108,012,703	95,118,551	366,455,895	480,624,691

Fuente: SUGEVAL

Gráfico # 1



Fuente: SUGEVAL

Iguales condiciones se presentaron con el número de clientes de acuerdo al tipo de fondo, por ejemplo a diciembre del 2001 en fondos de corto plazo existían 10.222 clientes y para diciembre del 2003 esa cantidad bajó a 2.436. Por el contrario en los fondos de crecimiento a diciembre del 2001 existían 2.276, pero a diciembre del 2003 esa cantidad se incrementó a 23.902, tal como se detallará en el cuadro y gráfico #2.

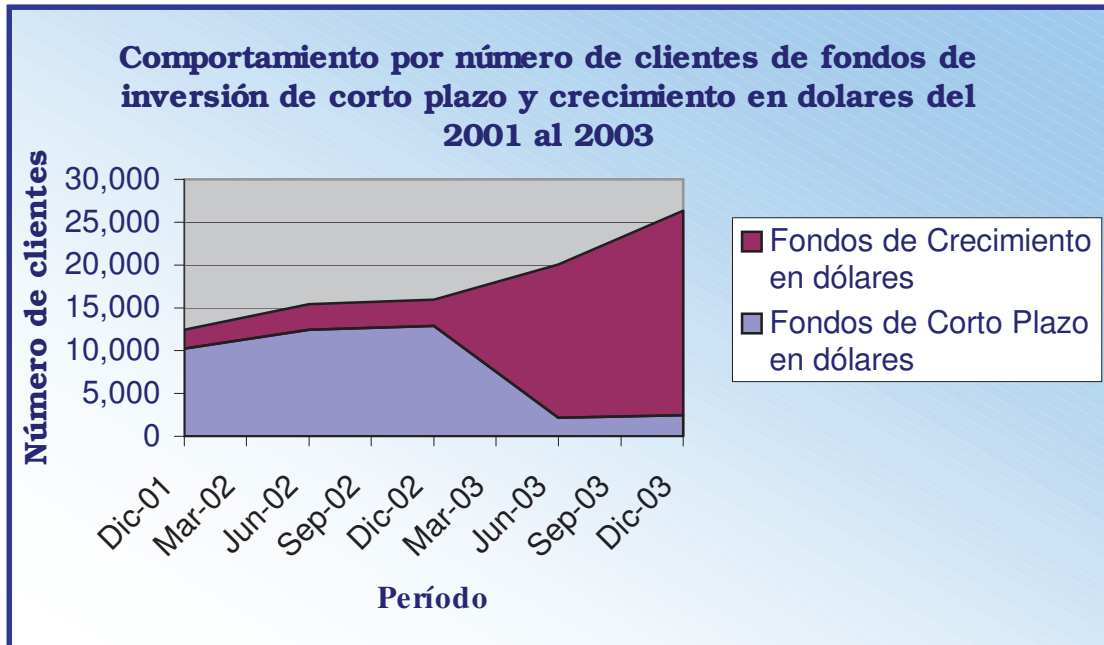
Cuadro #2

Comportamiento por número de clientes
En fondos de Inversión del 2001 al 2003

	Dic-01	Jun-02	Dic-02	Jun-03	Dic-03
Fondos de Corto Plazo en dolares	10,222	12,446	12,917	2,153	2,436
Fondos de Crecimiento en dólares	2,276	2,976	3,024	17,893	23,902

Fuente: SUGEVAL

Gráfico #2



Fuente: SUGEVAL

Durante esta etapa de análisis “Invertir en fondos de inversión se convirtió antes de la crisis en la primera alternativa de ahorro colectivo por la que optó el público a la hora de colocar el dinero, ocasionando que este instrumento financiero administrara ₡730.686 millones durante el 2002 equivalente el 12.03% del producto Interno Bruto (PIB) del país, hasta llegar a los \$3.000 millones en febrero del 2004” (Cabezas, 2003).

La atracción hacia los clientes de este instrumento financiero obedeció a los buenos rendimientos y a la seguridad que ofrecían los portafolios de las sociedades de inversión (SAFI) en ese momento. Por ejemplo en los fondos de corto plazo en dólares el rendimiento anualizado a diciembre del 2001 era de 5.18% la media en 34 fondos y para diciembre del 2003 era del 2.45% en 15 fondos. Para el caso de los fondos de crecimiento para diciembre del 2001 era del 7% de rendimiento en 25 fondos y para diciembre del 2003 del 3.97% en 47 fondos. (SUGEVAL, 2005)

Otras de las ventajas del sistema es que quienes adquieren un fondo de inversión están participando de forma proporcional en todos los títulos que conforman el conjunto, por lo que la inversión es diversificada y con un menor riesgo.

V. Crisis de los fondos de inversión del 2004

La reducción del rendimiento en los fondos de inversión en dólares en el 2004 generaron preocupación entre el público lo que provocó una crisis de estos instrumentos financieros en Costa Rica la cual comienza en marzo y termina en mayo del 2004.

5.1 Causas

Para efectos prácticos es posible considerar que la crisis de los fondos de inversión en Costa Rica se dio a mediados de marzo del 2004 para lo cual se pueden señalar dos eventos:

- Varias negociaciones en la Bolsa Nacional de Valores con títulos en dólares de tasa fija, emitidos por el Banco Central de Costa Rica, a un precio ponderado mucho menor al que marcaba el vector de precios de la bolsa.
- El mercado tomó conciencia de que no solo desaparecieron los temores de una deflación en Estados Unidos, sino que además la economía de ese país se podría estar recuperando más rápido de lo previsto, en cuyo caso se podrían anticipar ajustes de las tasas de interés en el corto plazo, para evitar presiones inflacionarias.

Sin embargo, las bases de la crisis de los fondos de inversión se crearon desde mediados del 2003 y se acentuaron durante el primer trimestre del 2004, existen tres eventos que influyeron:

- a- Un período prolongado e intenso de reducción de las tasas de interés internacionales hasta niveles mínimos en más de cuatro décadas, como estrategia adoptada por la Reserva Federal de Estados Unidos (FED) para estimular la economía de ese país.
- b- Un proceso sistemático del Ministerio de Hacienda en nuestro país por reducir la colocación de bonos en colones como consecuencia de una mejora notable en sus finanzas, junto con el aprovechamiento de las ventajas de la financiación en los mercados internacionales en dólares.
- c- Una marcada apreciación y posterior “sobrevaloración” de los títulos de deuda externa latinoamericana, provocado por la persistente disminución en las tasas, sino por la mejora relativa en sus perfiles de riesgo, fenómeno del cual los bonos costarricenses no escaparon.

5.2 Efectos

La situación descrita anteriormente provocó tasas de rendimiento negativas para los participantes en los Fondos de Inversión, además, provoca una salida eminente de inversionistas como consecuencia del temor que estimula la materialización de las pérdidas de capital, tal como se indicará en el cuadro y gráfico #3.

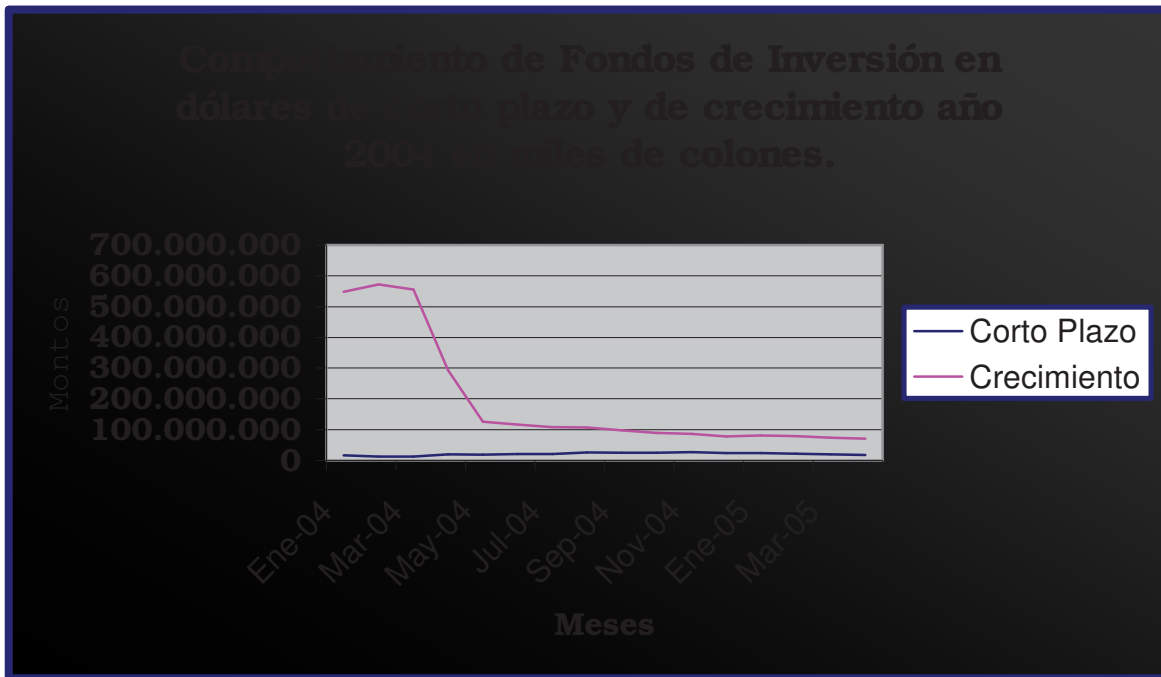
Cuadro #3

Comportamiento de Fondos de Inversión en dólares de corto plazo y de crecimiento
En miles de colones año 2004

	Ene-04	Feb-04	Mar-04	Abr-04	May-04	Jun-04	Jul-04
Corto Plazo	16.916.750	12.082.661	12.396.013	20.133.876	19.187.287	20.484.938	20.742.034
Crecimiento	548.379.802	572.210.874	556.053.170	292.930.512	125.647.569	116.122.105	108.142.252

	Ago-04	Sep-04	Oct-04	Nov-04	Dic-04	Ene-05	Feb-05	Mar-05
Corto Plazo	26.128.998	25.351.700	26.076.062	26.525.852	23.990.165	24.214.161	21.703.135	19.861.403
Crecimiento	106.984.856	97.828.327	89.601.920	86.579.733	78.242.881	81.031.590	79.139.495	73.556.346

Gráfico #3



Fuente: SUGEVAL

La anterior información muestra como los fondos de inversión de corto plazo han crecido levemente durante el año por cuanto a enero del 2004 tenían la administración de un activo total de 16.916.750 (miles de colones) y a mayo del mismo año su saldo es de 19.187.287 (miles de colones), para un crecimiento del 12% por el contrario los fondos de crecimiento son lo que más se han visto afectados producto de la crisis, a enero del 2004 existía un activo total de 548.379.802 (miles de colones) y a mayo del mismo año de 125.647.569 (miles de colones) para un decrecimiento del 77.09%

Efecto similar ocurre con el número de clientes para ambos fondos los cuales se pueden visualizar en el siguiente cuadro y gráfico #4

Cuadro #4

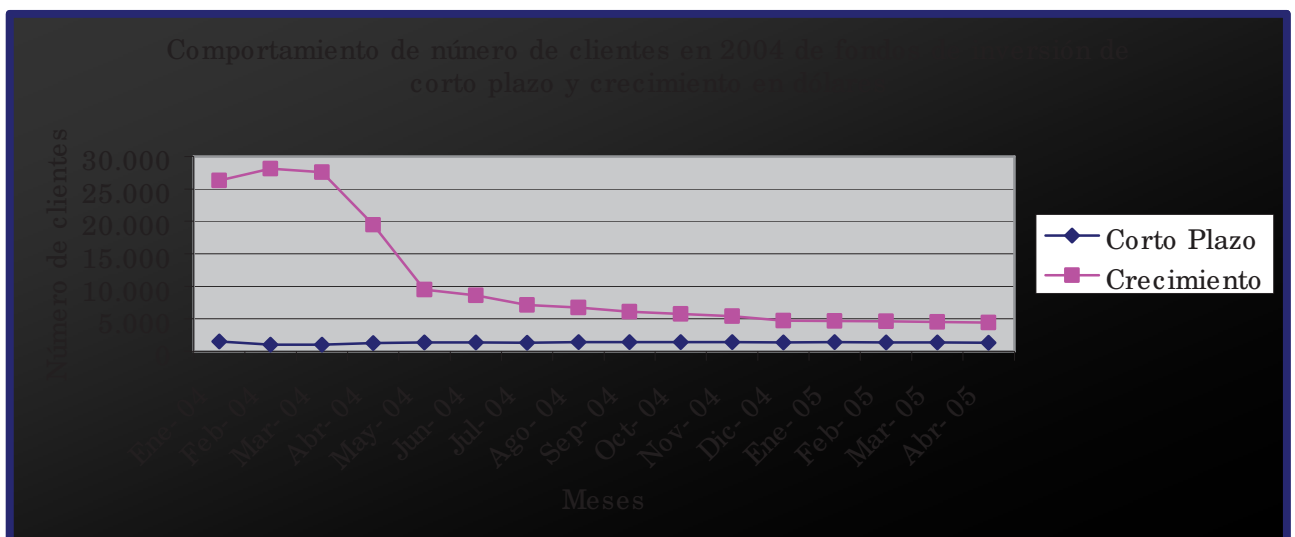
Comportamiento del número de clientes en el 2004
Fondos de Corto Plazo y Crecimiento en dólares

	Ene-04	Feb-04	Mar-04	Abr-04	May-04	Jun-04	Jul-04
Corto Plazo	1,504	1,020	1,049	1,259	1,359	1,388	1,334
Crecimiento	26,229	28,149	27,590	19,489	9,468	8,626	7,133

	Ago-04	Sep-04	Oct-04	Nov-04	Dic-04	Ene-05	Feb-05	Mar-05
Corto Plazo	1,413	1,448	1,408	1,403	1,377	1,419	1,395	1,359
Crecimiento	6,727	6,080	5,746	5,427	4,726	4,691	4,646	4,517

Fuente: SUGEVAL

Gráfico #4



Fuente: SUGEVAL

Los fondos de crecimiento fueron los que más se han visto afectados en número de clientes al igual que en activo administrado. Por ejemplo, a enero del 2004 su cartera estaba compuesta por 26.299 clientes y a diciembre de ese mismo año tenía 4.726 clientes.

Otro efecto de la crisis de los fondos de inversión del 2004 fue la colocación del dinero por parte de los inversionistas en Certificados de Inversión y en Cuentas Corrientes, por lo que el efecto para los Bancos fue la salida de dinero de fondos mancomunados e ingresos a cuentas individuales, por lo que los recursos se mantuvieron en el sistema financiero.

Sin embargo, **“la caída de los fondos golpeó el patrimonio de los bancos, entre marzo y abril del 2004 los tres bancos estatales registraron aumentos en su cartera de títulos valores (pues compraron buena parte de los títulos que estaban vendiendo los fondos de inversión) y a su vez, sufren una caída de su patrimonio, por ejemplo la cartera de títulos valores del Banco Nacional aumentó en ₡104.183 millones (25%), la del Banco de Costa Rica en ₡81.471 millones (30%) y la del Crédito Agrícola de Cartago en ₡7.339 millones (7%)”** (Delgado, 2004).

VI. Comportamiento después de la Crisis de los Fondos de Inversión de Corto plazo y Crecimiento en dólares.

El comportamiento de los fondos de inversión de corto plazo en dólares después de la crisis del 2004 (mediados de marzo a mayo) hasta abril del 2005 ha sido estable (Grafico #3 y #4). Por ejemplo, a mayo del 2004 la cartera total administrada para los fondos de inversión de corto plazo de dólares era de 19.187.287 (miles de colones) con 1.334 clientes y para marzo del 2005 el total de la cartera era de 19.861.403 (miles de colones) con 1.359 clientes.

Por el contrario, existe una tendencia hacia la baja para los fondos de crecimiento en dólares, por ejemplo la cartera total administrada en mayo del 2004 era de 125.647.569 (miles de colones) con 9.468 clientes y para marzo del 2005 el total de la cartera administrada es de 73.556.346 (miles de colones) con 4.517 clientes.

La salida de clientes después de la crisis de los fondos de inversión ante la caída de las tasas de interés de este instrumento financiero lo que demostró es que no estaban acostumbrados a resultados negativos y que no tenían claro que la rentabilidad de la inversión se busca en largo plazo y no en el corto.

Aunque hace un año se presentó la crisis de este instrumento financiero, la misma está presente en la retina de los clientes lo cuales perdieron la confianza en él, especialmente los de crecimiento que de acuerdo a estadísticas de la SUGEVAL sigue perdiendo clientes y disminuyendo el capital administrado, la tendencia hacia la baja.

VII. Conclusiones

1. Los Fondos de Inversión fueron atractivos desde un punto de vista de rendimiento de una cuenta de manejo de efectivo como la corriente o de ahorro hasta marzo del 2004, después de la crisis el efecto es contrario, los clientes que han salido de los fondos de inversión han colocado su dinero en Certificados de Inversión y cuentas corrientes.
2. Además del retorno de la inversión y el nivel de riesgo asociado, existen otros elementos que deben ser tomados en cuenta a la hora de elegir en cuál cartera mancomunada colocar el dinero, tales como: la comisión de administración y el respaldo que, ante una eventualidad, puede brindar la sociedad administradora.
3. Es importante que los inversionistas antes de tomar decisiones de inversión en este tipo de instrumento financiero, consideren que los fondos de crecimiento son instrumentos de largo plazo y es en ese horizonte de tiempo que deben visualizar la rentabilidad y no en el corto plazo.
4. La corrida que se dio a finales de abril del 2004 demostró que el público costarricense no estaba acostumbrado a que las rentabilidades del fondo de inversión cayera tan rápido, incluso que en algunas ocasiones se vieran resultados negativos, considero que las mismas fueron porque el cliente no estaba claro en cuanto a que lo importante de invertir en estos instrumentos financieros es la busca de la rentabilidad media (anual) y no la rentabilidad del período, por lo tanto esas salidas fueron injustificadas lo que acrecentó la crisis.
5. La enseñanza que deja esta crisis es que los fondos de inversión deben ser diseñados de forma tal que orienten, eduquen y aporten valor al cliente, por ejemplo en un fondo de corto plazo, los requisitos de liquidación debieran ser mínimos porque la cartera es de muy baja duración, mientras que en los de largo plazo deberían tener mayores limitaciones para el retiro, amplios períodos de permanencia mínimos y duraciones más prolongadas.

6. Lo sucedido en la rentabilidad de los fondos de inversión en el 2004 fue causa de que las Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión (SAFI) compraron grandes cantidades de bonos del estado, y al bajar los precios de esos títulos valores, se afectó de forma directa la rentabilidad de los fondos que habían comprado estos títulos, lo que a su vez se trasladó al inversionista.
7. Las sociedades de los fondos de inversión deben realizarse un auto-análisis para determinar si las causas de la crisis del 2004 obedecieron a una inadecuada diversificación de la cartera administrada, o si por el contrario fue efecto de un perfil inadecuado del inversionista congruente con la estructura del fondo y la falta de comunicación.
8. Después de los hechos del 2004, queda de manifiesto que ahora tanto los gestores de cartera como los ahorristas permanecerán más atentos al impacto que puedan provocar las variaciones en las tasas de interés sobre los activos financieros, lo que hace que deban tener un mejor conocimiento sobre los negocios e inversiones, siendo fundamental para ello una información transparente y correcta asesoría por parte del corredor de bolsa.
9. Existen criterios encontrados en lo que respecta a la crisis del 2004 en los fondos de inversión, por ejemplo, los clientes manifiestan que el error de las SAFI fue el no asesoramiento adecuado a los clientes, mientras que los analistas hablan de que el perfil de los clientes no eran acordes con el instrumento financiero.
10. La enseñanza que nos deja es que la seguridad que percibimos como clientes de concentrar las inversiones en valores públicos solo nos debe tranquilizar en términos de la probable recuperación del capital al vencimiento.
11. Finalmente los inversionistas no deben juzgar la calidad de un gestor de fondos solo por la rentabilidad que este le genere, es preferible que un fondo que hoy genere una rentabilidad menor, pero que presente variaciones pequeñas en el largo del tiempo es más seguro que uno que presenta variaciones altas en el tiempo.

Bibliografía

- 1- Cabezas, Silvia. (2003, mayo). Ranking de Sociedades de Fondos de Inversión, Actualidad Económica, Revista 280.
- 2- Cabezas, Silvia, y Amenábar, Ana. (2004, Febrero). 2004 año de oportunidades y retos, Actualidad Económica, Revista 294.
- 3- Cabezas, Silvia. (2004, 31 de mayo). Inversionistas tocaron fondo, hora de autoexamen, Actualidad Económica, Revista 299.
- 4- Chacón, Víctor. (2001, marzo). Fondos de Inversión, mayor creatividad para el 2001, Actualidad Económica, Revista 239.
- 5- Chacón, Víctor. (2004, 31 de mayo). Causas y perspectivas: volatilidad en rendimientos de mercado de valores, Actualidad Económica, Revista 299.
- 6- Costa Rica. Leyes y Decretos. Ley Reguladora del Mercado de Valores de Costa Rica # 7732. San José 1997, Imprenta Nacional.
- 7- Delgado Montoya, Edgar. (2004, 31 de mayo). Caída de los fondos golpeó patrimonio de los bancos. El Financiero, p. 22
- 8- Leal, David. (2004, 21 de mayo). SUPEN llama a la calma. La Nación, p. 20 A.
- 9- Méndez, Pamela, y Santamaría, Viviana. (2000, junio). Fondos de Inversión, concentrados pero atractivos, Actualidad Económica, Revista 223.
- 10-Méndez, Pamela. (2000, noviembre). Fondos de Inversión, cambios a la vista, Actualidad Económica, Revista 232.
- 11-Méndez, Pamela. (2001, junio). Los más apetecidos, Fondos de Inversión, Actualidad Económica, Revista 244.
- 12-Méndez, Pamela. (2003, mayo). Existen 140 fondos disponibles, ¿Dónde Invertir?, Actualidad Económica, Revista 280.
- 13-Montero, Danilo. (2004, 31 de mayo). Los fondos de inversión en Costa Rica: ¿víctimas de su propio éxito?, Actualidad Económica, Revista 299.

- 14-Montero, Danilo. (2004, 8 de octubre). Crisis de los fondos de inversión, Actualidad Económica, Revista 306.
- 15- Página Web de la Superintendencia General de Valores. Recuperado el 05 de mayo del 2005 de [http:// www.sugeval.fi.cr](http://www.sugeval.fi.cr)
- 16-Quesada Céspedes, Wilberth. (2004, 3 de mayo). Rentabilidad de los fondos no es gratuita. El Financiero, p. 20
- 17-Segura, William. (2004, 15 de mayo). Recompra de deuda busca reducir caída del precio. La República, p. 6
- 18-Segura, William. (2004, 18 de mayo). Subasta da liquidez a Fondos de Inversión. La República, p. 6
- 19-Segura, William. (2004, 19 de mayo). Central saca jugo a inyección de liquidez. La República, p. 6
- 20-Segura, William. (2004, 20 de mayo). Culpas llueven por Fondos de Inversión. La República, p. 6
- 21-Segura, William. (2004, 22 de mayo). Deuda Tica muestra repunte. La República, p. 6
- 22-Segura, William. (2004, 25 de mayo). Fondos de corto plazo ganan liquidez. La República, p. 6
- 23-Segura, William. (2004, 26 de mayo). Fondos en dólares intentan sobrevivir. La República, p. 6
- 24-Viquez, Manfred. (2004, 3 de mayo). Bueno, bonito y barato. El Financiero, p. 33