



DEPARTAMENTO ESTUDIOS, REFERENCIAS Y SERVICIOS TÉCNICOS

AL-DEST- IEC-052-2019

INFORME DE: PROYECTO DE LEY

**“AUTORIZACIÓN EMISIÓN DE TÍTULOS VALORES EN EL MERCADO
INTERNACIONAL Y CONTRATACIÓN DE LÍNEAS DE CRÉDITO”**

EXPEDIENTE N.º 21.201

INFORME ECONÓMICO

ELABORADO POR:

**SUSANA ZUÑIGA VAN DER LAAT
ASESORA PARLAMENTARIA**

SUPERVISADO POR:

**MAURICIO PORRAS LEÓN
JEFE DE ÁREA**

REVISIÓN FINAL Y AUTORIZACIÓN POR:

**FERNANDO CAMPOS MARTÍNEZ
DIRECTOR A.I.**

23 DE ABRIL DE 2019

CONTENIDO

I.- RESUMEN DEL PROYECTO	3
II.- ASPECTOS GENERALES SOBRE LA DEUDA PÚBLICA	5
2.1 SOBRE LA SITUACIÓN FINANCIERA DEL GOBIERNO CENTRAL.....	5
2.2 COMPORTAMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA	8
2.3 PRINCIPALES CARACTERÍSTICAS DE LA DEUDA PÚBLICA DEL GOBIERNO CENTRAL	11
a) Moneda	14
b) Tasa de interés	15
c) Plazo de vencimiento	16
d) Tenencia de la Deuda	17
2.4 SERVICIO DE LA DEUDA	19
2.5 GESTIÓN DE DEUDA	22
2.6 PERSPECTIVAS SOBRE EL RIESGO-PAÍS	31
2.7 CARACTERÍSTICAS DEL MERCADO INTERNACIONAL Y LOCAL	36
a) Ventajas y desventajas del mercado interno de Deuda Pública	36
b) Ventajas y desventajas del mercado externo de Deuda Pública	39
III.- SOBRE LAS REFORMAS PROPUESTAS.....	41
3.1 AUTORIZACIÓN PARA EMITIR TÍTULOS VALORES EN EL MERCADO INTERNACIONAL (ARTÍCULO 1)	42
3.2 SOBRE EL MONTO AUTORIZADO (ARTÍCULO 2).....	45
3.3 AUTORIZACIÓN PARA REESTRUCTURAR LAS COLOCACIONES DE TÍTULOS VALORES (ARTÍCULO 3)	52
3.4 TASAS DE INTERÉS Y PLAZOS DE VENCIMIENTO (ARTÍCULO 4 Y 8)	53
3.5 AUTORIZACIONES PARA EL PROCESO DE COLOCACIÓN (ARTÍCULOS 5, 6 Y 7)	58
3.6 SOBRE LA UTILIZACIÓN DE LOS RECURSOS (ARTÍCULO 9).....	59
3.7 SOBRE LAS LÍNEAS DE CRÉDITO (ARTÍCULO 13)	59
IV. PRINCIPALES RESULTADOS DE LA COLOCACIÓN DEL EUROBONO 2012-2015	65
V.- ANEXOS	70



**AL-DEST-IEC-052-2019
INFORME ECONÓMICO¹**

**“AUTORIZACIÓN EMISIÓN DE TÍTULOS VALORES EN EL MERCADO
INTERNACIONAL Y CONTRATACIÓN DE LÍNEAS DE CRÉDITO”**

EXPEDIENTE N° 21.201

I.- RESUMEN DEL PROYECTO

El proyecto de ley en estudio pretende mejorar la gestión integral de la deuda pública, permitiéndole al Poder Ejecutivo por medio del Ministerio de Hacienda la utilización de mecanismos de financiamientos, que consisten en la emisión de títulos valores y el acceso a líneas de créditos en el mercado internacional, con la posibilidad de disminuir los costos de la deuda pública y la presión sobre las tasas de interés en el mercado local.

En términos generales, con la aprobación de este proyecto se estaría habilitando al Poder Ejecutivo para realizar dos tipos operaciones financieras, una consistente en la autorización para que el Ministerio de Hacienda emita títulos de deuda por un monto de seis mil millones de dólares durante un plazo de seis años, y en razón de un máximo anual de mil quinientos millones para los dos primeros años y de mil millones para los siguientes, con el fin de convertir deuda bonificada interna en externa y/o cancelar deuda externa. Una segunda autorización para que ese ministerio pueda contratar líneas de crédito internacionales hasta por ochocientos millones de dólares a corto plazo en casos extraordinarios de escasa liquidez local y dificultades temporales en el flujo de caja, sin necesidad de requerir aprobaciones o autorizaciones institucionales.

La iniciativa consta de 13 artículos, en los artículos 1 y 2 se establece la autorización, monto y plazo de la emisión de títulos de deuda y en el artículo 3 una autorización adicional para que el Poder Ejecutivo pueda reestructurar las colocaciones de títulos valores realizados en el mercado internacional, así como contratar instrumentos de derivados financieros.

En el artículo 4 se establecen las condiciones financieras de los títulos autorizados en el artículo 1 y de las operaciones del artículo 3. Se establece que el rendimiento de los títulos (artículo 1) no podrá ser mayor al rendimiento de mercado de los bonos del Tesoro de los Estados Unidos de un plazo similar al plazo de la colocación, más 725 puntos base o su tasa equivalente en relación con la moneda de emisión, rendimiento que deberá incluir todos los costos asociados

¹ Elaborado por Susana Zúñiga Van Der Laat, asesora parlamentaria, revisado por Mauricio Porras, Jefe de Área Económica. Revisión y autorización Fernando Campos, Director a.i. Departamento de Servicios Técnicos

a la emisión. Los plazos de vencimiento de los bonos podrán ubicarse en un mínimo de cinco años.

En los artículos 5 y 6 se autoriza al Ministerio de Hacienda para que realice todas la formalización de las operaciones de financiamiento internacionales (contratos, los convenios, las garantías y otros documentos) y los contratos necesarios para la colocación de títulos valores, y se establece que las respectivas contrataciones no estarán sujetas a la Ley de Contratación Administrativa, Ley N.º 90702 sino a los “principios” constitucionales en la materia. Además, se definen unos parámetros mínimos que deberá contener el concurso internacional para designar o escoger la institución bancaria que lidere el proceso de colocación en el mercado internacional.

El artículo 7 es otra autorización genérica para todos los contratos requeridos y relacionados que son necesarios para la colocación de títulos (artículos 1 y 2) en el mercado internacional según la práctica internacional y las operaciones autorizadas en el artículo 3 del proyecto de ley. Igualmente serán contrataciones directas no sujetas a los procedimientos de la legislación común en contratación administrativa.

En el artículo 8 se establece la obligación de Hacienda para presentar informes de las operaciones de financiamiento a la Comisión para el Control del Ingreso y el Gasto Públicos de la Asamblea Legislativa y a la Contraloría General de la República.

El artículo 9 contiene una norma que obliga al Poder Ejecutivo, en el caso de producirse una sustitución de emisión de deuda interna por la que se obtenga de la colocación internacional, a sustituir la fuente de ingresos establecida en el presupuesto nacional “por decreto” sin modificar su destino.

Los artículos 10 y 11 contienen las exoneraciones relativas a colocación internacional y una autorización genérica para suscribir garantías externas adicionales, si de ellas se desprende un beneficio, igualmente la autorización comprende la exclusión de los procedimientos de contratación administrativa ordinarios.

Para ejecutar la segunda colocación y siguientes, el artículo 12 establece como condición el cumplimiento de la “regla fiscal” en materia de crecimiento del gasto corriente, aprobada recientemente en la ley de Fortalecimiento de las Finanzas Públicas, Ley 96353.

² Ley N.º 9070 publicada en la Gaceta N.º 173, Alcance N.º 126 de 07 de setiembre de 2012.

³ Ley N.º 9635, Ley de Fortalecimiento de las Finanzas Públicas que en su Capítulo II, Título IV incorpora una regla fiscal para el Sector Público.

Finalmente el artículo 13, contiene la segunda de las operaciones que busca autorizar el proyecto, es decir, la contratación de líneas de crédito de corto plazo hasta por US \$800 millones, para atender problemas de liquidez y dificultades temporales en el flujo, autorización que se concede al Ministerio de Hacienda e impone restricciones relacionadas con las condiciones financieras de las líneas de crédito a contratar que limitan este tipo de operaciones. Asimismo, establece que dicho monto no se encuentra comprendido dentro del máximo autorizado por año indicado en el artículo 2 de esta ley.

II.- ASPECTOS GENERALES SOBRE LA DEUDA PÚBLICA

2.1 Sobre la Situación Financiera del Gobierno Central

De acuerdo con la información incluida en el Programa Macroeconómico 2019-2020 del BCCR, se estima que para finales del 2018 el déficit financiero del Gobierno Central ascenderá a un 6,2% del PIB⁴ (6,1% en 2017) y la deuda del Gobierno Central alcanzaría el 53,6% del PIB (48,7% en 2017), situación, que de acuerdo con el Banco, resultaría insostenible en el mediano plazo para la economía costarricense.

Por su parte, el déficit primario (que excluye el gasto en intereses) se estima en 2,4% del PIB a finales del 2018, lo cual implica una reducción si se compara con el 3,0% alcanzado en el 2017. Este resultado es reflejo del efecto de las medidas de contención del gasto adoptadas por el Ministerio de Hacienda, y de los resultados obtenidos con la amnistía tributaria contemplada en la reforma fiscal, Ley 9635, aprobada en diciembre de 2018. A pesar de ello, la razón de la deuda del Gobierno a PIB creció en 4.9 puntos porcentuales respecto al PIB.

En cuanto a la situación financiera del Gobierno Central para el período 2019, el Banco Central proyecta un déficit financiero de un 6,2% del PIB y 5,8% en el año 2020. Además, se prevé que el déficit primario continuaría con una tendencia a la disminución, tal como sucedió en el 2018 al pasar a 2.1% del PIB en el 2019 y 1.2% del PIB en el 2020. Por su parte, la deuda del Gobierno Central alcanzaría el 57,7% del PIB en el 2019 y 60,4% para el 2020. En el siguiente cuadro se pueden observar las estimaciones para el año 2018 y las proyecciones para 2019-2020.

⁴ Programa Macroeconómico 2019-2020

Cuadro N°1
Banco Central
Programa Macroeconómico 2019-2020
Proyecciones macroeconómicas*/

	Promedio 2012-2017	2017	2018	2019	2020
PIB (miles de millones de ₡)		33.015	34.691	37.441	39.755
Crecimiento real (%)					
PIB	3,6	3,4	2,7	3,2	3,0
Sector Público Global Reducido (% PIB) ^{1/}					
Resultado Financiero	-5,2	-5,3	-4,9	-5,5	-5,2
Gobierno Central	-5,5	-6,1	-6,0	-6,2	-5,8
Resultado primario	-2,8	-3,0	-2,4	-2,1	-1,2
Resto SPNF	1,0	1,2	1,5	1,0	1,0
BCCR	-0,7	-0,4	-0,4	-0,3	-0,4
Deuda Gobierno Central (% PIB) ^{2/}	40,6	48,7	53,6	57,7	60,4

*/ Estimaciones 2018 y proyecciones 2019 -2020

1/ Estimaciones del Banco Central de Costa Rica y Ministerio de Hacienda.

2/ Estimación Modelo de Sostenibilidad Fiscal, Banco Central de Costa Rica.

Fuente: Banco Central de Costa Rica, Ministerio de Hacienda e Instituto Nacional de Estadística y Censos

Debe indicarse que, en las proyecciones anteriores el Banco toma en consideración los efectos de la Ley N° 9635 aprobada el 3 de diciembre del 2018. Asimismo, suponen que el Gobierno tendría la posibilidad de **colocar bonos de deuda en los mercados internacionales**, en el bienio 2019-2020, hasta por \$1.500 millones, cada año.

Tómese en consideración que, de acuerdo con el análisis que realizó Banco Central, la aprobación de la Ley de Fortalecimiento de las Finanzas Públicas N°9635 del 3 de diciembre del 2018 generará un rendimiento del 3,7% del PIB al 2022, siendo que el impacto sería mayor aún en años subsiguientes⁵. Con esos rendimientos, el Gobierno lograría reducir rápidamente su déficit primario, hasta alcanzar un superávit a partir del año 2022. La razón de deuda de Gobierno a PIB alcanzaría su punto máximo hacia el 2023 (alrededor de 65% del PIB) y empezaría a descender a partir del 2024⁶.

Por su parte, en el Marco Fiscal Presupuestario de Mediano Plazo 2018-2022 elaborado por el Ministerio de Hacienda, en agosto del 2018 (previo a la aprobación del plan fiscal), se señala que la existencia de faltantes primarios recurrentes imposibilitan el rompimiento de la espiral ascendente en la

⁵ La estimación considera: (i) los rendimientos estimados por el Ministerio de Hacienda en IVA e impuesto sobre la renta; (ii) una recaudación por amnistía similar a la resultante en 2003; (iii) los efectos positivos del IVA sobre la recaudación del impuesto sobre la renta; y (iv) el impacto de la aplicación estricta de la regla fiscal.

⁶ Supone que la tasa de interés implícita se mantiene en relación con el crecimiento económico.

acumulación de deuda, con el consiguiente incremento en la carga de intereses para el Gobierno Central.

Aún bajo condiciones donde el desbalance primario se reduce en el tiempo, el incremento en los intereses es sustantivo y por tanto, su impacto es determinante sobre el gasto total, pese a que, el resto de las erogaciones corrientes muestran una desaceleración, razón por la cual el resultado financiero muestra un deterioro sostenido y se mantiene sobre el 6,0% del PIB hasta alcanzar en 2022 un -7,7%, un nivel sumamente peligroso para el manejo adecuado de las finanzas públicas.

En el citado documento se señala que los resultados evidencian que, en ausencia de recursos frescos para la hacienda pública, los esfuerzos de contención del gasto, incluso considerando incumplimientos de destinos legales y constitucionales como en el caso de educación, son insuficientes para revertir los desbalances primarios que empujan la deuda y los intereses al alza. El incremento del saldo de la deuda y del gasto por intereses, conlleva a que hoy en día el servicio de la deuda represente cerca de una tercera parte del presupuesto nacional.

Múltiples son las razones del déficit fiscal que enfrenta el país, algunas son de carácter histórico, político y coyuntural, otras obedecen a elementos estructurales de la política fiscal. Entre las principales causas del déficit fiscal en Costa Rica, que han señalado, tanto la Contraloría General de la República como el Ministerio de Hacienda, se citan las siguientes:

- a) Destinos constitucionales y/o legales de los recursos del Presupuesto Nacional: educación (8% del PIB), Poder Judicial (6% de los ingresos corrientes), PANI (7 % de lo recaudado en renta), entre otros. A lo anterior se agrega la rigidez del Presupuesto Nacional por la existencia de egresos tales como, pago de remuneraciones, transferencias, la atención del servicio de la deuda y el pago de pensiones con cargo al Presupuesto.
- b) Carga tributaria baja, de aproximadamente un 13,4% del PIB, debido entre otros aspectos al alto nivel de evasión y elusión fiscal, la apertura comercial relacionada con la reducción de aranceles, la existencia de importantes exoneraciones; además del cambio en la estructura productiva del país, sobre todo en relación con el crecimiento de los servicios, los cuales no están sujetos a impuestos.
- c) Crecimiento desordenado de la institucionalidad (desconcentración) sin que ello mejore la eficiencia, además de un crecimiento acelerado de los salarios del Sector Público por la implementación de la política de percentil 50 provista en 2008-2010, que junto con los incentivos creó una brecha importante entre los salarios de sectores con ocupaciones similares.

- d) Aprobación de Leyes sin considerar el financiamiento requerido para atender los nuevos compromisos y promulgación de impuestos cuyo costo administrativo es similar a su recaudación, implicando gran complejidad (alto costo administrativo) y poco rendimiento.
- e) Escasa actualización informática por parte de la administración tributaria lo que ha limitado la aplicación de controles cruzados, así como dificultades para que los contribuyentes utilicen medios electrónicos para pagar impuestos.
- f) Circulo vicioso déficit – deuda pública. El financiamiento del déficit fiscal en los últimos años generó un conjunto de egresos por amortizaciones e intereses de la deuda pública, que a su vez implica un mayor endeudamiento para hacerle frente.

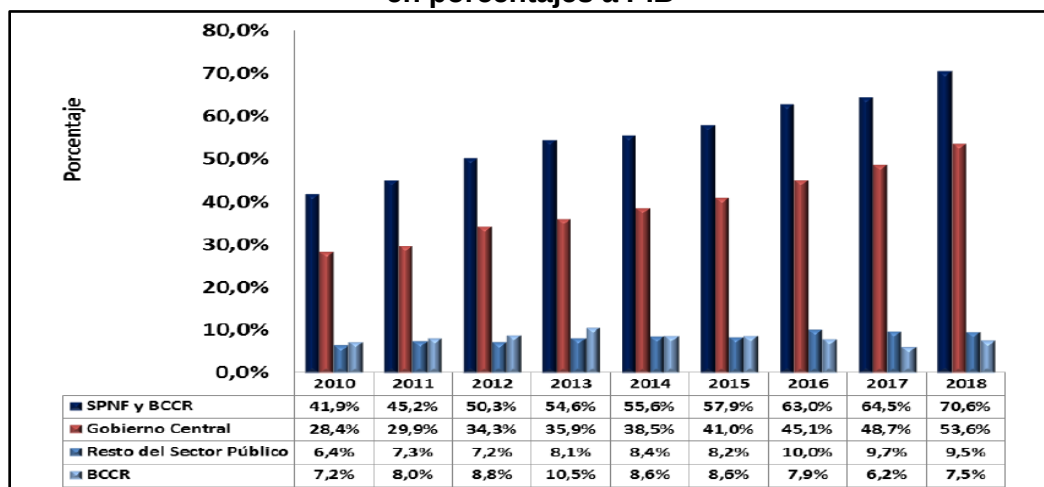
Los persistentes déficits fiscales y el aumento de la deuda pública, hacen a la economía vulnerable a cambios bruscos en las condiciones del mercado financiero y a la confianza de los inversionistas.

2.2 Comportamiento de la Deuda Pública

De acuerdo con las cifras del “Informe anual sobre el Estado y Evolución de la Deuda Pública Interna y Externa”, elaborado por la Dirección de Crédito Público del Ministerio de Hacienda, el saldo de la Deuda Pública⁷ al 31 de diciembre del 2018 alcanza los ₡24.485.453,06 millones, mientras que a diciembre del 2017 alcanzó la suma de ₡21.284.707,57 millones de colones, con lo cual su crecimiento fue de 15,04% con respecto al 2017, lo que se originó principalmente por los resultados fiscales del Gobierno Central. En el siguiente gráfico se muestra la composición de la deuda por sector desde el año 2010 al 2018.

⁷ Comprende la Deuda del Sector Público No Financiero y Banco Central de Costa Rica (SPNF y BCCR)

Gráfico N°1
Deuda Pública del SPNF y BCCR, por sector 2010-2018
-en porcentajes a PIB -



Fuente: Dirección de Crédito Público, Ministerio de Hacienda.

En el año 2018 el saldo de la **deuda pública bruta** representó el 70,6% **del PIB**, que, como se aprecia, presenta una tendencia creciente, siendo que para el año 2010 esta fue de 41,9% (en nueve años incrementó su relación deuda a PIB en aproximadamente 28,7 puntos porcentuales).

Por su parte, la **deuda interna total** crece un 13,26% en el 2018 con respecto al año anterior, siendo 3,17 puntos porcentuales mayor que en el año 2017, debido principalmente al crecimiento de la deuda interna del Gobierno Central (16,85% respecto al año anterior). El **Banco Central** alcanza una disminución del 1,49% en el endeudamiento. Por su parte el Resto del Sector Público No Financiero crece un 3,63%, en comparación con el saldo reportado durante el 2018.

En cuanto a la **deuda externa**, ésta creció un 20,95%, debido al endeudamiento externo del **Gobierno Central**, en razón de los desembolsos de los préstamos en ejecución, entre otros: a) préstamo “Programa de Infraestructura de Transporte BID 3071/OC-CR” ingresaron 120 millones de dólares en diciembre, b) préstamo BIRF 85930 del Programa del Seguro Universal, entre noviembre y diciembre ingresaron 120 millones de dólares.

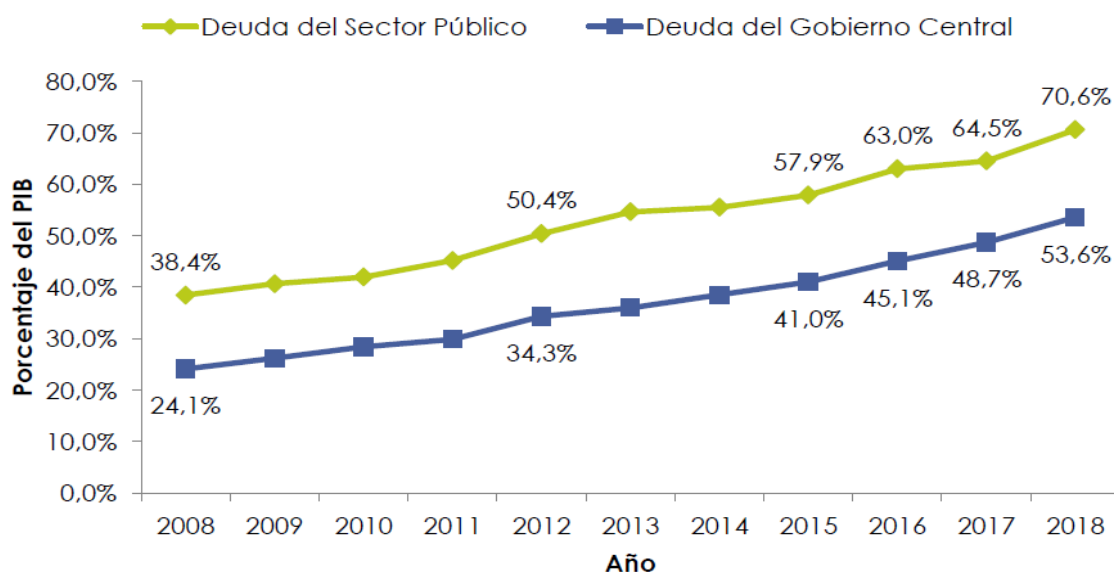
Además, señala el informe de cita que, el saldo de la deuda del Banco Central fue de ₡616,994.91 millones, lo cual representa una variación del 7738.17% con respecto al período anterior producto del préstamo por 1.000,00 millones con el Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR), cuyo desembolso ingresó el 9 de marzo del 2018.

El Resto del Sector Público No Financiero (RSPNF) presenta un saldo de deuda por ₡1,596,959.48 millones, representando una variación de 3,29% debido a los

préstamos de agencias bilateral principalmente por los desembolsos recibidos para el préstamo “Proyecto Geotérmico Las Pailas II (CR-P5)”.

Sobre el tema de la deuda pública y específicamente la deuda del Gobierno Central, la Contraloría General de la República, en su reciente informe “Presupuestos Públicos 2019: Situación y Perspectivas” nuevamente llama la atención sobre los niveles de endeudamiento que presenta el Gobierno Central, siendo que la proporción de la deuda/PIB del Gobierno en los últimos 10 años ha pasado de 24,1% en el 2008 a 53,6% en el 2018. El siguiente gráfico muestra la evolución de la deuda del Sector Público y del Gobierno Central para los años 2008 – 2018.

Gráfico N°2
Sector Público
Deuda como porcentaje del PIB, 2008-2018
-porcentajes-



Fuente: CGR con datos del SIPP, el SIGAF y el BCCR.

El alto endeudamiento del Gobierno Central que se evidencia en el gráfico anterior, se traduce en un incremento en la carga financiera y en una presión para su financiamiento. Esta situación se torna aún más difícil para el Gobierno en el marco del cumplimiento de la regla fiscal, aprobada en diciembre del 2018 (Ley 9635)⁸, lo que requerirá un esfuerzo mayor de contención del gasto en otros

⁸ Ley N° 9635, Ley de Fortalecimiento de la Finanzas Públicas que en su Capítulo II ,Título IV incorpora una regla fiscal para el Sector Público, que comprende 4 posibles escenarios en función del nivel de endeudamiento del Gobierno Central y el crecimiento del PIB, los cuales determinarán el porcentaje máximo de crecimiento del gasto corriente. Dicha regla regirá a partir del presupuesto del 2020, el cual inicia su fase de formulación en 2019.

rubros (como salarios, capacitaciones, programas sociales, educación, transferencias, entre otros), en aras de alcanzar la sostenibilidad de la deuda.

2.3 Principales características de la Deuda Pública del Gobierno Central

La Deuda Pública del Gobierno Central al 31 de diciembre del 2018 es de ₡18,577,940.95 millones, de los cuales ₡14,831,813.15 millones corresponden a deuda interna y ₡3,746,127.79 millones a deuda externa. Respecto a diciembre 2017, la deuda presenta un aumento de ₡2,511,377.67 millones de colones equivalente a un 15.6%; este aumento se origina principalmente en la deuda interna. En el siguiente cuadro se muestran las cifras correspondientes:

Cuadro N°2
Saldo Deuda Pública del Gobierno Central
Por Tipo de Deuda
Diciembre 2017 -Enero 2019
Millones de colones y dólares

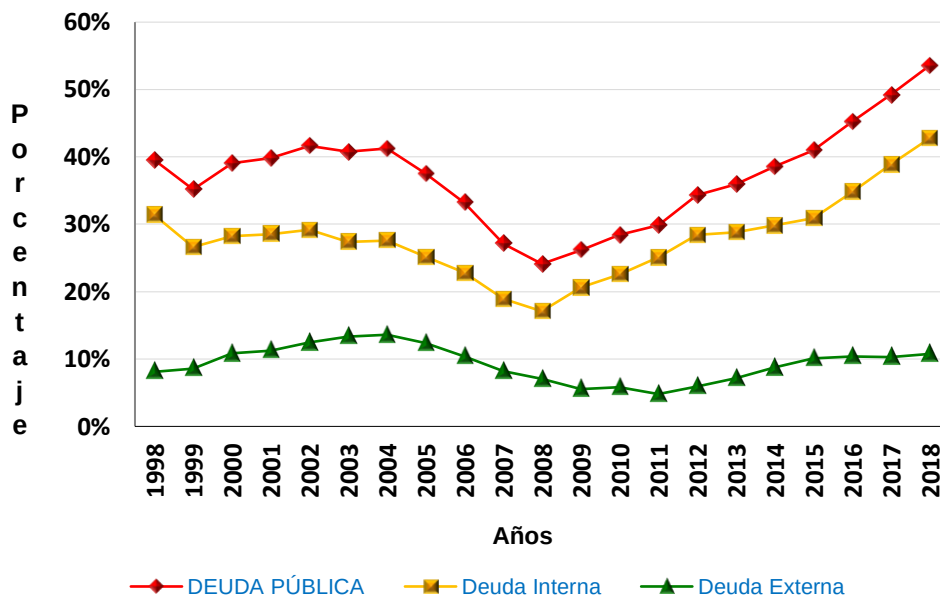
	Al 31/12/2017		Al 31/12/2018		Al 31/01/2019	
	Colones	Dólares	Colones	Dólares	Colones	Dólares
Deuda Interna	12,692,640.18	22.248,66	14,831,813.15	24,319.63	14,992,095.12	24,466.50
Deuda Externa	3,373,923.10	5.914,08	3,746,127.79	6,142.50	3,769,759.73	6,152.10
Total Deuda Pública	16,066,563.28	28.162,74	18,577,940.95	30,462.13	18,761,854.86	30,618.60

Fuente: Ministerio de Hacienda. Dirección de Crédito Público con base en la página:

https://view.officeapps.live.com/op/view.aspx?src=https://www.hacienda.go.cr/docs/5c77f9239b8e6_Historico%20saldo%20de%20deuda.xlsx, pág. consultada el 1 abril de 2019

A continuación se muestra la evolución de la deuda total del Gobierno Central, de la deuda interna y externa como porcentaje del PIB para los últimos 21 años, en donde se observa el importante crecimiento que se genera a partir del año 2009.

Gráfico N°3
Gobierno Central de Costa Rica
Deuda Pública como Proporción del PIB
(1998-2018 al 31 de Enero 2019)



Fuente: Ministerio de Hacienda. Dirección de Crédito Público

En el cuadro siguiente se presenta un detalle de las características de la deuda del Gobierno Central⁹, su perfil por tipo de moneda, tipo de instrumentos y plazos de colocación, entre otros aspectos, los cuales se proceden a comentar.

Cuadro N°3
Perfil de la Deuda Pública del Gobierno Central de Costa Rica
en millones de colones

	Diciembre 2015		Diciembre 2016		Diciembre 2017		Diciembre 2018	
	Nominal	Relativo	Nominal	Relativo	Nominal	Relativo	Nominal	Relativo
DEUDA PÚBLICA	12,000,835.04	100.0%	14,034,679.02	100.0%	16,066,563.28	100.0%	18,577,940.95	100.0%
MONEDA								
Deuda ₡	7,567,074.19	63.1%	8,727,534.92	62.2%	9,635,267.39	60.0%	10,892,057.86	58.6%
% PIB	25.8%		28.1%		29.5%		31.4%	
Deuda US\$	4,385,210.52	36.5%	5,215,470.36	37.2%	6,328,865.62	39.4%	7,574,922.93	40.8%
% PIB	15.0%		16.8%		19.4%		21.8%	
Deuda otras monedas	48,550.34	0.4%	91,673.74	0.7%	102,430.27	0.6%	110,960.16	0.6%
% PIB	0.2%		0.3%		0.3%		0.3%	
TIPO DE INSTRUMENTO								
Deuda Ajustable	1,348,517.91	11.2%	2,096,174.22	14.9%	3,391,560.41	21.1%	4,100,201.96	22.1%

⁹Con base en datos consultados en la página web el día 1 de abril 2019
[https://view.officeapps.live.com/op/view.aspx?src=https://www.hacienda.go.cr/docs/5c7ebc9472ce0_5c799f69131f2_HISTORICO%20PERFIL%20%20Dic2018%20\(2\).xlsx](https://view.officeapps.live.com/op/view.aspx?src=https://www.hacienda.go.cr/docs/5c7ebc9472ce0_5c799f69131f2_HISTORICO%20PERFIL%20%20Dic2018%20(2).xlsx)

% PIB	4.6%	-	6.8%	-	10.4%	-	11.8%	-
Deuda Fija	9,173,918.65	76.4%	10,702,412.82	76.3%	11,433,896.84	71.2%	13,283,255.76	71.5%
% PIB	31.3%	-	34.5%	-	35.0%	-	38.3%	-
Deuda Indexada	1,478,398.49	12.3%	1,236,091.98	8.8%	1,241,106.03	7.7%	1,194,483.23	6.4%
% PIB	5.0%	-	4.0%	-	3.8%	-	3.4%	-
VENCIMIENTO								
Deuda < 1 año	1,827,133.46	15.2%	1,678,635.22	12.0%	2,343,294.69	14.6%	2,415,277.48	13.0%
% PIB	6.2%	-	5.4%	-	7.2%	-	7.0%	-
Deuda > 1 y < 5 años	3,662,899.58	30.5%	4,494,993.05	32.0%	5,114,189.36	31.8%	7,397,782.33	39.8%
% PIB	12.5%	-	14.5%	-	15.7%	-	21.3%	-
Deuda > 5 años	6,510,802.01	54.3%	7,861,050.75	56.0%	8,609,079.24	53.6%	8,764,881.14	47.2%
% PIB	22.2%	-	25.3%	-	26.4%	-	25.3%	-
ATR								
	7.10 años		6.65 años		5.83 años		5.30 años	
DEUDA PÚBLICA	12,000,835.04	100.0%	14,034,679.02	200.0%	16,066,563.28	300.0%	18,577,940.95	100.0%
% PIB	41.0%	-	45.2%	-	49.2%	-	53.6%	-
% Exportaciones	240.0%	-	246.2%	-	274.9%	-	266.0%	-
% Ingresos Corrientes	285.7%	-	307.7%	-	339.3%	-	377.2%	-
% Ingresos Tributarios	308.7%	-	336.7%	-	366.0%	-	406.8%	-
% Gastos Totales	193.7%	-	226.3%	-	237.5%	-	265.6%	-
Deuda Interna								
	9,039,699.82	75.3%	10,809,706.65	77.0%	12,692,640.18	79.0%	14,831,813.15	79.8%
% PIB	30.9%	-	34.8%	-	38.9%	-	42.8%	-
% Ingresos Corrientes	215.2%	-	237.0%	-	268.0%	-	301.1%	-
% Ingresos Tributarios	232.5%	-	259.4%	-	289.1%	-	324.8%	-
% Gastos Totales	145.9%	-	174.3%	-	187.6%	-	212.0%	-
Deuda Externa								
	2,961,135.22	24.7%	3,224,972.37	23.0%	3,373,923.10	21.0%	3,746,127.79	20.2%
% PIB	10.1%	-	10.4%	-	10.3%	-	10.8%	-
% Exportaciones	59.2%	-	56.6%	-	57.7%	-	53.6%	-
% Ingresos Corrientes	70.5%	-	70.7%	-	71.2%	-	76.1%	-
% Ingresos Tributarios	76.2%	-	77.4%	-	76.9%	-	82.0%	-
% Gastos Totales	47.8%	-	52.0%	-	49.9%	-	53.6%	-
PIB Corriente								
	29,281,361.82		31,044,148.16		32,668,769.18		34,691,057.20	
Variación real	3.50%		4.30%		3.20%		2.70%	
Exportaciones	4,999,961.63		5,699,614.92		5,843,529.07		6,985,450.98	
Ingresos Corrientes	4,199,967.00		4,561,222.90		4,735,623.95		4,925,246.29	
Ingresos Tributarios	3,887,872.00		4,167,739.80		4,390,059.37		4,567,131.64	
Gastos Totales	6,195,659.89		6,201,021.94		6,764,020.35		6,995,166.99	
TC								
	537.81		556.44		570.49		609.87	

Nota:

Se actualizan a partir del 2008 los datos de los ingresos totales, ingresos tributarios y gastos totales con el cuadro de Ingreso, Gasto y Financiamiento Preliminar de la STAP

Se modifica el PIB Corriente a partir del 2012, tomando como referencia Año Base 2012 de BCCR.

Dato del PIB al 01/02/2018

Fuente: Ministerio de Hacienda. Dirección de Crédito Público con base en la página:

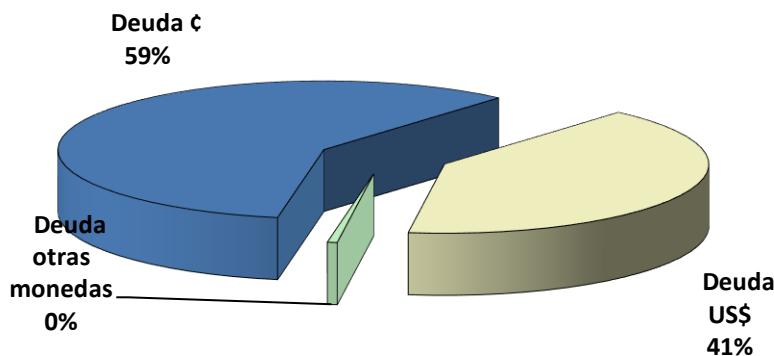
[https://view.officeapps.live.com/op/view.aspx?src=https://www.hacienda.go.cr/docs/5c7ebc9472ce0_5c799f69131f2_HISTORICO%20PERFIL%20%20Dic2018%20\(2\).xlsx](https://view.officeapps.live.com/op/view.aspx?src=https://www.hacienda.go.cr/docs/5c7ebc9472ce0_5c799f69131f2_HISTORICO%20PERFIL%20%20Dic2018%20(2).xlsx)

a) Moneda

El perfil de la deuda total del Gobierno Central en el período 2015-2018 se caracterizó por el predominio de la deuda interna (79,8%), con una mayor participación de la deuda en colones¹⁰, aunque en los últimos años se observa un aumento en la deuda denominada en moneda extranjera, siendo que aproximadamente el 40% de la deuda del Gobierno Central está emitida en otra moneda diferente al colón y prioritariamente en dólares.

A diciembre del 2018 el 41% de la deuda se encontraba en monedas diferentes al colón, mientras que en 2015 ese porcentaje es 36.9% con lo que la exposición al riesgo cambiario aumentó en ese período en 4.1p.p como resultado del incremento en las colocaciones en moneda extranjera. En el siguiente gráfico se apreciar la estructura correspondiente.

Gráfico N°4
Deuda Pública del Gobierno Central de Costa Rica
Estructura del Saldo por Moneda
diciembre 2018



Fuente: Ministerio de Hacienda. Dirección de Crédito Público

El hecho de que un alto componente de la deuda esté denominada en dólares, implica que, ante un deterioro en el tipo de cambio se acrecienta el saldo de la deuda total, con lo cual se estaría aumentando el riesgo por diferencial cambiario. En este sentido, una variable que afectó el costo de la deuda interna, especialmente la denominada en dólares fue el incremento en el tipo de cambio, el cual al cierre del año 2018 aumentó ₡39,38 colones con respecto al del cierre del 2017, lo cual también impacta en el costo del financiamiento pactado en dólares.

¹⁰ Desde hace más de una década se presenta esa tendencia

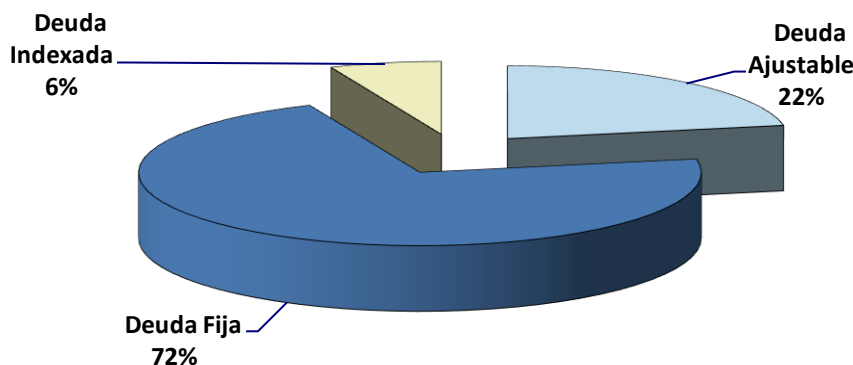
b) Tasa de interés

Como indicador para evaluar el riesgo de tasa de interés frecuentemente se ha utilizado la estructura de la cartera de deuda, diferenciando entre instrumentos de deuda con tasa fija, los cuales reducen la exposición al riesgo de tasa de interés y los instrumentos con tasa de interés variable.

La deuda del Gobierno Central está colocada principalmente en instrumentos con tasa de interés fija. A diciembre 2018 la deuda con tasa fija representó el 71.5% del total de la deuda, siendo su participación en los años anteriores mayor con porcentajes del 76.47% y 76,3% en 2015 y 2016 respectivamente.

Por el contrario, la deuda con tasa de interés variable¹¹, representa un porcentaje menor, siendo que a diciembre 2018 dicho indicador alcanzó un 22.1%, presentando un aumento de 10.9 p.p. con respecto al 2015, lo que obedece principalmente a la colocación de títulos denominados Título de Propiedad Real Ajustable Soberano (TPRAS) instrumento que salió al mercado en noviembre 2016¹². La Dirección de Crédito Público (DCP) señala en relación con el 2017 que *“es la primera vez en los últimos 10 años que el indicador de concentración de títulos a tasa variable supera el umbral del 20%, con el agravante de que la naturaleza de los instrumentos variables que se colocan hoy es muy diferente a la de los instrumentos tasa básica que formaban parte de las estrategia en el pasado”*.

Gráfico N°5
Deuda Pública del Gobierno Central de Costa Rica
Estructura del Saldo por Tipo de Instrumento
diciembre 2018



¹¹ Títulos tasa básica y TPRAS

¹² Este título está ligado al costo de la curva soberana usualmente, a medianos o largos plazos, es decir a la indexación de los cupones a los rendimientos netos de la Curva Soberana calculada por el Banco Central de Costa Rica, lo que se traduce en un menor riesgo para los inversionistas, debido a que los precios se ajustan a las condiciones vigentes en el mercado, pero una mayor incertidumbre para el emisor ante incrementos en las tasas de interés, por lo que además de suponer una mayor exposición el riesgo de tasa de interés, dejando el riesgo de tasa del lado del emisor, presupone también costos mayores a los de los instrumentos ligados a la tasa básica.

Fuente: Ministerio de Hacienda. Dirección de Crédito Público

Con respecto a los títulos indexados con la inflación, su peso relativo ha tendido a disminuir, especialmente a lo largo del último quinquenio de un 12.3% en el 2015 a 6.40% en diciembre 2018.

Durante el 2018, la tasa promedio pondera de la **deuda interna** que representa el costo de la deuda interna del Gobierno Central fue de un 9,59%, mientras que en el 2017 fue de 7,9%. Este efecto con respecto al año anterior, responde principalmente al aumento en las tasas de interés durante el 2018 y a un incremento en colocaciones en nemotécnicos¹³ de tasa variable durante el 2018.

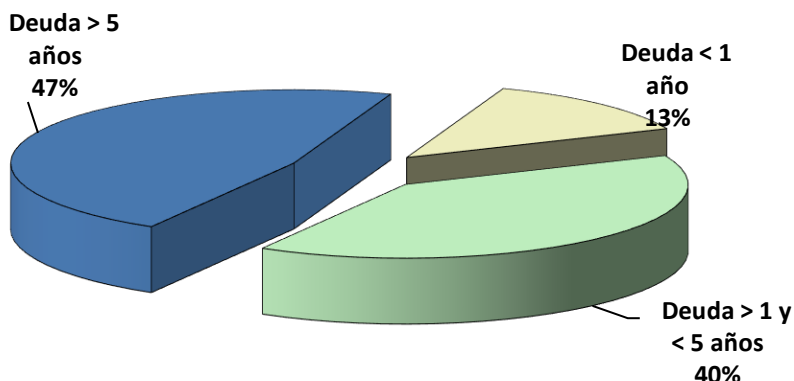
c) Plazo de vencimiento

En cuanto a los plazos de colocación, si se toma como referencia el período desde el 2004 al 2016 se comprueba que para ese momento existe un importante cambio en la estructura de la deuda por plazos de vencimiento, siendo que, la deuda de corto plazo (menos de 1 año) disminuye, y la de largo plazo (vencimientos mayores a 5 años) tiende a aumentar.

No obstante, en el 2017 se presenta un incremento en la colocación de instrumentos de corto plazo en el mercado doméstico tanto en colones como en dólares, que de acuerdo con la Dirección de Crédito Público, propició el incremento en la exposición del riesgo de refinanciamiento del portafolio total de deuda del Gobierno Central medido como el porcentaje de vencimientos a menos de un año. Obsérvese que, la composición de deuda del corto plazo se incrementó en 8.8 p.p. a diciembre 2018 con respecto al 2016. Esta preferencia por este tipo de instrumentos y la disminución en la participación de instrumentos de mediano y largo plazo, refleja la percepción de los inversionistas de futuros aumentos en la tasa de interés y el mayor deterioro de los resultados fiscales del gobierno. Pese a lo anterior, se observa que, las obligaciones a más de un año plazo representan más del 80% del total, principalmente, por las obligaciones con un plazo superior a los cinco años.

¹³ Nemotécnico: Código de identificación usado en los sistemas transaccionales bursátiles, que permite diferenciar los títulos valores que pueden ser negociados.

Gráfico N°6
Deuda Pública del Gobierno Central de Costa Rica
Estructura del Saldo por Plazo de Vencimiento
Diciembre 2018



Fuente: Ministerio de Hacienda. Dirección de Crédito Público

En el mercado local se colocan instrumentos de tasa fija, indexada o variable, en moneda nacional en plazos de 3, 5, 7, 15 y 30 años, Unidades de Desarrollo para plazos de 10, 15 y 30 años y en dólares existen plazos de 3, 5, 7, 10, 20 años, sin embargo, advierte la DCP en su informe sobre la evolución de la deuda que, en los últimos meses no se han logrado realizar colocaciones de dólares a plazos mayores a 3 ó 5 años, los inversionistas locales ante la incertidumbre y los problemas de liquidez que se presentaron en el segundo semestre del 2018, cada vez solicitan mayores rendimientos para las emisiones del Gobierno, independientemente del plazo o instrumento que se esté colocando. En criterio de la DCP esta situación podría evidenciar la limitada cantidad de recursos del mercado local, razón por la cual resultaría relevante el uso de fuentes alternativas para hacer frente a las necesidades del Gobierno que para el 2019 rondan el 12,3% del PIB.

El **plazo promedio de madurez de la deuda** se reduce de forma importante al pasar de 8,5 años en el 2015 a 7,45 años a setiembre del 2018. En esto influyen las operaciones de deuda externa, ya que el porcentaje de vencimientos en los próximos 3 años aumenta producto del vencimiento del Eurobono 2020 también influye el mayor apetito de los inversionistas por títulos a menor plazo, producto de la incertidumbre generada por la situación fiscal. Por las razones apuntadas, también se incrementa la tasa promedio ponderada de la **deuda pública** que pasa de 6,9% en el 2016 a 10.19% a diciembre del 2018.

d) Tenencia de la Deuda

En términos generales, la deuda pública puede clasificarse según el acreedor ya sea de origen extranjero o residente. Como se aprecia en el cuadro siguiente, la deuda del Gobierno Central es principalmente de origen interno y se encuentra principalmente en manos de residentes.

**Cuadro N° 4
Tenencia Deuda del Gobierno Central
Setiembre 2018**

Deuda	Peso %
Deuda Interna	
Residentes	
Sistema Financiero	37.02%
Otras Sociedades de depósito bancario	29.00%
<i>Banco Central</i>	0.00%
<i>Bancos Públicos</i>	67.52%
<i>Bancos Privados</i>	32.48%
Otras Sociedades de depósito No bancario	4.72%
<i>Cooperativas</i>	70.16%
<i>Financieras</i>	6.65%
<i>Mutuales</i>	23.20%
Otras Sociedades financieras	66.28%
<i>Fondos de inversión</i>	5.41%
<i>Fondos de Pensiones</i>	66.93%
<i>Aseguradoras ¹</i>	27.65%
Sector Financiero No Bancario	10.16%
Sector Público No Financiero	17.04%
Resto del Sector Público ²	10.40%
Sector Privado	12.31%
No Residentes	4.38%
Total Deuda Interna	80.98%
Deuda Externa	
Residentes	3%
Sistema Financiero	
<i>Otras Sociedades de depósito bancario</i>	27%
<i>Otras Sociedades financieras</i>	73%
No Residentes	97%
Sector Privado	71%
Acreeedores externos bilaterales	3%
Acreeedores externos multilaterales	26%
-	
Total Deuda Externa	19.02%
Total Deuda del Gobierno Central	100.00%

Notas:

1- No incluye el INS.

2- Incluye instituciones descentralizadas no empresariales y empresas públicas no financieras nacionales

3-La información se prepara con cortes trimestrales.

Fuente: Ministerio de Hacienda. Dirección de Crédito Público con datos del Banco Central de Costa Rica

https://view.officeapps.live.com/op/view.aspx?src=https://www.hacienda.go.cr/docs/5c12c3ae150fd_Historico%20Tenencia%20de%20la%20deuda%20del%20Gobierno%20Central%20para%20publicar%20Setiembre-18.xlsx pág. consultada el 1 abril de 2019

A setiembre del 2018 el Sistema Financiero posee el **37.02%** de la deuda interna y dentro de éste los principales tenedores corresponden a las otras sociedades financieras (Fondos de Inversión, Fondos de Pensión y Aseguradoras) con un 66,28%.

Por su parte, los no residentes concentran el 97% de la tenencia de la deuda externa, ubicándose principalmente en el sector privado con un 71%, seguido por acreedores externos multilaterales con un 26% y acreedores externos bilaterales con un 3%.

2.4 Servicio de la Deuda

El servicio de la deuda comprende el pago de la amortización, los intereses y las comisiones.

De acuerdo con la información incluida en el Presupuesto de la República 2019 (actualizado a febrero¹⁴), a partir de los requerimientos presupuestarios¹⁵, se estima que el monto del Servicio de la Deuda para ese año ascenderá a ₡4.723.754,9 millones lo que significaría un incremento de 58.33%, si se compara con la Ley actualizada de Presupuesto del Ejercicio Económico 2018. Este rubro es el que tiene la mayor participación dentro del presupuesto nacional, la amortización corresponde a ₡3.051.531,9 millones que equivale al 64,5% del total de los recursos del servicio de la deuda y un 7,8% del PIB; el restante 35,4% se destina para el pago de intereses y comisiones por un monto de ₡1.672.223,0 millones que representa un 4,5% del PIB.

Cuadro N°5
Costa Rica. Vencimientos de la Deuda del Gobierno Central para el 2019*
-en millones de colones-

Partida		Deuda estimada 2019		
		Deuda Contratada (1)**	Nueva Deuda (2) ***	Total (1+2)
3	Intereses y Comisiones sobre otros gastos	1,397,755,172,688.1	274,467,827,311.8	1,672,223,000,000.0
3	Intereses	1,389,199,172,688.1	274,467,827,311.8	1,663,667,000,000.0
30101	Intereses Títulos Valores Deuda Interna Corto Plazo	43,285,321,491.00	96,479,678,509.00	139,765,000,000.00

¹⁴ Según Información actualizada por la DCP y suministrada vía correo electrónico el 15/03/2019 por Leticia Chaves.

¹⁵ Debe tomarse en consideración que, los pagos por amortización que se generen por operaciones realizadas en el mismo año no son presupuestarias, por tanto este dato siempre es menor al compararlo con la amortización estimada a partir de las necesidades de flujo de caja. El gasto por intereses y comisiones sí son presupuestarios en su totalidad.

30102	Intereses Títulos Valores Deuda Interna Largo Plazo	1,116,221,851,197.1	177,988,148,802.8	1,294,210,000,000.0
30104	Intereses Títulos Valores Deuda Externa	184,400,000,000.0	-	184,400,000,000.0
30208	Intereses sobre préstamos Deuda Externa	37,667,000,000.0	-	37,667,000,000.0
30399	Intereses sobre Otras Obligaciones	7,625,000,000.0	-	7,625,000,000.0
304	Comisiones sobre otros gastos	8,556,000,000.00	-	8,556,000,000.00
30401	Comisiones y Otros Gastos sobre Títulos Valores Internos	426,000,000.00	-	426,000,000.00
30402	Comisiones Deuda Externa sobre Títulos Valores Externos	1,065,000,000.00	-	1,065,000,000.00
30404	Comisiones Deuda Externa sobre Préstamos	7,065,000,000.0	-	7,065,000,000.0
8	Amortización	2,519,570,790,381.8	531,961,147,902.1	3,051,531,938,284.0
80101	Amortización Deuda Interna Corto Plazo	1,097,371,054,878.7	292,550,945,121.2	1,389,922,000,000.0
80101	Amortización Deuda Interna Corto Plazo CU	-	100,000,000,000.0	100,000,000,000.00
80102	Amortización Deuda Interna Largo Plazo	1,198,884,335,503.1	139,410,202,780.8	1,338,294,538,284.0
80102	Amortización Deuda Interna Largo Plazo CCSS	157,115,400,000.0	-	157,115,400,000.0
80104	Amortización títulos valores Deuda Externa	-	-	-
802	Amortización Préstamos Deuda Externa	55,700,000,000.0	-	55,700,000,000.0
80301	Amortización de Otras Obligaciones	10,500,000,000.00	-	10,500,000,000.0
Total		3,917,325,963,070.0	806,428,975,213.9	4,723,754,938,284.0

Notas:

* Información actualizada por la DCP y suministrada el 15/03/2019

**Deuda contraída en el segundo semestre 2018 (stock de deuda)

*** Deuda estimada para el año 2019.

Fuente: Dirección de Crédito Público

Por su parte, el servicio de la deuda pública del Gobierno Central (a partir de los requerimientos de flujo de caja¹⁶) muestra un crecimiento acelerado en los últimos años. A diciembre del 2018 asciende a ₡9,611,366.14 millones presentando una variación con respecto al 2017 de 37.5%. Este crecimiento se debe principalmente al aumento en el servicio de la deuda interna realizado durante el año 2018, el cual aumentó un 38.78% con respecto al año 2017, ya que pasó de ₡6.736.107,87 a ₡9.348.383,32 millones de colones.

Con respecto al servicio de la deuda externa (amortización, intereses y comisiones) del Gobierno Central, en el año 2017 fue por \$442,64 millones (₡251,608.62 millones) y para el 2018 fue por \$456,03 millones (equivalente a ₡262,982.82 millones), presentando un incremento de 3,02% (en colones 4.52%)¹⁷. Este incremento se dio principalmente en el rubro de intereses el cual pasó de \$341,76 millones (₡194,220.38 millones) a \$355,37 millones (₡204,872.41 millones). En el cuadro siguiente se muestra el detalle correspondiente del servicio de la deuda del Gobierno Central como flujo de caja:

¹⁶ Incluye los pagos por amortización que se generen por operaciones realizadas en el mismo año

¹⁷ Tipo de cambio del dólar ₡568.4 colones por dólar para el año 2017 y ₡576.68 por dólar para 2018

Cuadro N°6
Servicio de la Deuda Interna y externa del Gobierno Central
en millones de colones
-al 31 de diciembre-

Deuda interna	2017	2018	Variación
Cancelaciones	5,907,580.83	8,321,432.62	40.86%
Intereses	828,101.63	1,023,828.08	23.64%
Comisiones	425.41	3,122.63	634.03%
Total	6,736,107.87	9,348,383.32	38.78%

Deuda externa (denominada en dólares) convertida a colones	2017	2018	Variación
Amortización	54,664.03	55,959.36	2.37%
Intereses	194,220.38	204,872.41	5.48%
Comisiones	2,724.21	2,151.05	-21.04%
Total	251,608.62	262,982.82	4.52%

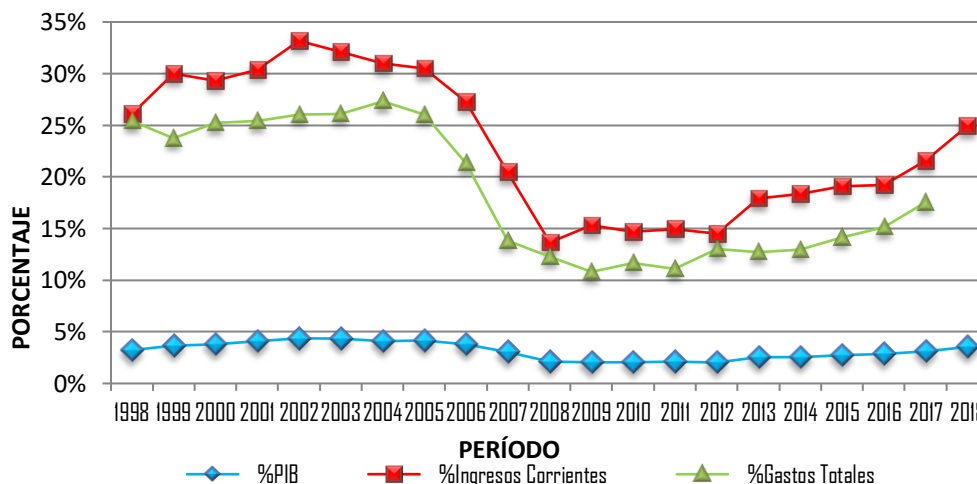
TOTAL			
Servicio total interna y externa	6,987,716.49	9,611,366.14	37.5%

Tipo de cambio	¢568	¢576.68
----------------	------	---------

Fuente: "Informe anual sobre el Estado y Evolución de la Deuda Pública Interna y Externa". Dirección de Crédito Público del Ministerio de Hacienda. Marzo 2019 y página web del Ministerio de Hacienda.

En el siguiente gráfico se observa el comportamiento del gasto en intereses de la deuda, rubro que representa un porcentaje cada vez mayor del gasto total y de los ingresos corrientes del Gobierno Central.

Gráfico N° 7
Gobierno Central de Costa Rica
Gasto de Intereses de la Deuda Pública
con respecto al PIB, Ingresos Corrientes y Gastos Totales
(1998-2018 al 31 de Marzo 2019)



Fuente: Ministerio de Hacienda,
https://view.officeapps.live.com/op/view.aspx?src=https://www.hacienda.go.cr/docs/5cb643fb5204b_Marzo%202019%20Perfil%20Deuda%20GC.xlsx

El incremento en el gasto de intereses, en especial sobre la deuda interna, es consecuencia del deterioro en las finanzas públicas y de la tendencia creciente de la deuda pública durante los últimos 10 años, además de la presión que sobre las tasas de interés locales ha tenido ese mismo deterioro fiscal.

2.5 Gestión de Deuda

El manejo de la deuda pública enfrenta diferentes tipos de riesgos, entre los que destacan los relacionados con el riesgo de mercado, que comprende el riesgo de las tasas de interés y el riesgo cambiario. Otros son, el riesgo de refinanciación, el riesgo de liquidez, el riesgo crediticio y el riesgo operativo.

La exposición al riesgo de un portafolio de deuda pública está determinada por la composición del mismo, incluido el porcentaje de la deuda a corto y largo plazo, la deuda con tasa de interés variable en relación con la de tasa de interés fija, y la deuda denominada en moneda extranjera¹⁸.

En el recuadro siguiente se detallan cada uno de los conceptos.

Recuadro N°1
Riesgos en la gestión de la deuda pública

Riesgo	Descripción
Riesgo de mercado	Es el riesgo vinculado con el aumento del costo de la deuda debido a cambios en las variables del mercado, como son las tasas de interés y las tasas de cambio. Los tipos de riesgo de mercado más comunes son el riesgo de las tasas de interés y el riesgo cambiario
Riesgo de las tasas de interés	Es el riesgo vinculado con el aumento del costo de la deuda debido a variaciones de las tasas de interés. Ya sea que se trate de deuda en moneda nacional o en moneda extranjera, la variación de las tasas de interés afecta al costo del servicio de la deuda de las nuevas emisiones cuando se refinancian deudas con tasas fijas, y de las deudas nuevas y existentes con tasas variables en las fechas de modificación de la tasa. Por lo tanto, la deuda a corto plazo o con tasa de interés variable se considera generalmente más riesgosa que la deuda a largo plazo con tasa de interés fija. Los indicadores usuales del riesgo de tasas de interés incluyen la duración, el tiempo medio hasta volver a fijar la tasa de interés, y el porcentaje de la deuda con tasa de interés variable en relación con el total de la deuda.
Riesgo cambiario	Es el riesgo vinculado con el aumento del costo de la deuda debido a variaciones de los tipos de cambio. La deuda denominada en, o indexada a, divisas añade volatilidad a los costos de su servicio calculados en moneda nacional debido a las fluctuaciones cambiarias. Los indicadores del riesgo cambiario incluyen el porcentaje de la deuda en moneda nacional con respecto al total de la deuda, y la relación entre la deuda externa a corto plazo y las reservas internacionales.
Riesgo de refinanciación	Es el riesgo a que la deuda deba refinanciarse a un costo inusualmente alto o, en casos

¹⁸ Banco Mundial y Fondo Monetario Internacional, Directrices revisadas para la gestión de la deuda pública. abril 2014.

refinanciación.	extremos, no se pueda refinanciar. En la medida en que el riesgo de refinanciación se limite a la posibilidad de que la deuda se refinance a tasas de interés más altas, incluida la variación de los diferenciales crediticios, este puede considerarse como un tipo de riesgo de tasas de interés. A menudo este riesgo se considera por separado debido a que la incapacidad de refinanciar deuda por vencer o el aumento excepcional de los costos de financiamiento del gobierno, o ambas cosas, pueden causar o exacerbar una crisis de la deuda. Entre los indicadores pertinentes cabe señalar el tiempo medio hasta el vencimiento, el porcentaje de deuda pendiente de repago en 12, 24 y 36 meses, y el perfil de vencimientos.
Riesgo de liquidez	Este riesgo se refiere a una situación en que el volumen de activos líquidos se reduce rápidamente como resultado de obligaciones imprevistas de flujo de caja, o de posibles dificultades para obtener efectivo mediante endeudamiento en un breve período de tiempo, o ambas cosas.
Riesgo crediticio	Es el riesgo de incumplimiento con respecto a préstamos u otros activos financieros por parte de los prestatarios, o de incumplimiento de contratos financieros por una contraparte. Este riesgo es particularmente importante en los casos en que la gestión de la deuda comprende la gestión de activos líquidos.
Riesgo de liquidación	Es el riesgo que una contraparte no entregue un valor conforme a lo convenido en un contrato, una vez que el país (otra contraparte) ha efectuado el pago de conformidad.
Riesgo operativo	Este riesgo se refiere a una gama de diferentes tipos de riesgo, incluidos los errores de transacción en las diversas etapas de la ejecución y el registro de las transacciones, debilidades o fallas en los controles internos o en los sistemas y servicios; el riesgo de reputación, el riesgo jurídico, brecha en la seguridad, o desastres naturales que afecten la capacidad del gestor de la deuda de llevar a cabo las actividades necesarias para cumplir los objetivos de gestión de la misma.

Fuente: Banco Mundial y Fondo Monetario Internacional (2014)

El Banco Mundial (BM) y el Fondo Monetario Internacional (FMI) han señalado que *“La gestión de la deuda pública consiste en establecer y aplicar una estrategia para administrar la deuda del gobierno con el objeto de conseguir el monto de financiamiento necesario al menor costo posible en el mediano a largo plazo, en consonancia con un nivel de riesgo prudente. También debe satisfacer cualquier otra meta de la gestión de la deuda pública que se haya propuesto el gobierno, como desarrollar y mantener un mercado eficiente para los títulos del gobierno”*¹⁹.

Estos organismos internacionales desde el año 2001, han desarrollado una serie de directrices que periódicamente revisan con el objetivo de apoyar a los gobiernos en una mejor gestión de su deuda²⁰. No obstante, el objetivo general se ha mantenido y continúa enfocado en obtener el fondeo necesario al menor costo posible, dentro de un nivel determinado de tolerancia al riesgo. Las revisiones recientes reconocen la importancia de que la deuda de mediano a largo plazo, esté en consonancia con un nivel de riesgo prudente, por lo que, se plantea una disyuntiva entre el costo de la deuda y los riesgos asociados a su gestión, que debe ser evaluada por cada gobierno de acuerdo con sus condiciones particulares.

¹⁹ Banco Mundial y Fondo Monetario Internacional. Directrices revisadas para la gestión de la deuda pública. abril 2014

²⁰ Directrices para la gestión de la deuda pública The World Bank, International Monetary Fund, 2001.

Las directrices del BM y el FMI no plantean indicadores o rangos de variación de los mismos, considerando que un nivel de riesgo prudente o aceptable es algo que debe definir cada gobierno. Al respecto, debe considerarse que los portafolios de deuda mal estructurados en términos de vencimientos, monedas o tasas de interés han sido factores importantes que han inducido o propagado crisis económicas en muchos países a lo largo de la historia. Por ello, los gestores de deuda deben evaluar cuidadosamente los riesgos asociados a la deuda, sobre todo si es en moneda extranjera, de corto plazo o con tasas de interés variable. Los riesgos deben mitigarse en la medida de lo posible tomando en cuenta el costo que ello represente.

En materia de gestión de la deuda, la Ley de Administración Financiera de la República y Presupuestos Públicos, Ley N° 8131, del 18 de setiembre del 2001, establece en su Título VII la conformación del Subsistema de Crédito Público, cuya Rectoría de la Gestión de la Deuda Pública recae en la Dirección de Crédito Público del Ministerio de Hacienda (artículo 80). Dentro de sus competencias como órgano rector se menciona *“proponer a la Autoridad Presupuestaria la política de endeudamiento público, de mediano y largo plazo, considerando, entre otros, la capacidad de endeudamiento del país”, “disponer los procedimientos para la negociación, el trámite y la contratación del crédito público por parte de la Administración Centra”,* entre otras.

Asimismo, el artículo 83 de esa normativa, se refiere a las políticas de endeudamiento y establece que la aprobación de éstas y la reducción de la deuda pública compete al Presidente de la República, a propuesta de la Autoridad Presupuestaria, la cual debe considerar la programación macroeconómica establecida en el título III de la Ley 8131. Cabe resaltar que, en el artículo 88 se establece como requisito, la autorización legislativa para que el Gobierno de la República pueda realizar una emisión de títulos de deuda pública.

Es importante destacar que por medio del Decreto N° 35270-H del 21 de mayo del 2009, el Poder Ejecutivo aprobó una Política de Endeudamiento Público a propuesta de la Dirección de Crédito Público. Por su parte, según se indica en la presentación del proyecto de Ley de Presupuesto Ordinario y Extraordinario de la República para el ejercicio económico 2019, la citada Dirección, presentó ante la Autoridad Presupuestaria una nueva propuesta de actualización de la Política, la cual incluye lineamientos generales enfocadas a la gestión de riesgos, sostenibilidad de la deuda, gestión del portafolio del Gobierno Central, transparencia, rendición de cuentas, criterios para la asignación de créditos externos y participación en los mercados internacionales. Posterior a la revisión por parte de la Autoridad Presupuestaria, esta política deberá ser aprobada y firmada por el Presidente de la República, así como publicada mediante decreto ejecutivo, conforme lo establece la Ley 8131.

Adicional a la Política de Endeudamiento, para efectos de la gestión existen otras herramientas que buscan disminuir la exposición a los distintos riesgos fiscales, entre ella se encuentran la Estrategia de Endeudamiento de Mediano y Largo Plazo, el Plan Anual de Endeudamiento y el Plan Semestral de endeudamiento que se presenta al mercado de valores, mediante el cual se informa sobre las necesidades de financiamiento para los siguientes 6 meses, los instrumentos de financiación a utilizar, así como la rendición de cuentas sobre los resultados de la implementación de la estrategia del semestre anterior.

Valga indicar que la Política de Endeudamiento Público permite establecer los lineamientos de gestión de deuda, mientras que la Estrategia de Mediano Plazo traza la ruta. Sin embargo, es el Plan Anual de Endeudamiento y el Plan Semestral de Endeudamiento los mecanismos por medio de los cuales es posible implementar la Estrategia de Mediano Plazo. Debe señalarse que estos planes de endeudamiento se ven reflejados en el presupuesto anual del servicio de la deuda del Gobierno Central.

De acuerdo con la información suministrada por el Ministerio, con ocasión del trámite del expediente N°20.535 “Ley para el uso de mecanismos de financiamiento en el mercado internacional”, a continuación se exponen los principales elementos de estrategia en la gestión de la deuda en el período 2015-2017, aspectos a considerar a la hora de valorar los cambios que se pretenden introducir con esta iniciativa:

Recuadro N°2
ELEMENTOS DE LA ESTRATEGIA E INSTRUMENTOS DE GESTIÓN DE DEUDA

Elementos o instrumentos de la estrategia	Características
Emisión y colocación de deuda estandarizada	Con el objetivo de favorecer la formación de precios, el desarrollo del mercado de valores de deuda pública y la optimización de los costos financieros, el Ministerio de Hacienda fomenta la emisión y colocación de deuda estandarizada, objeto de negociación en el mercado secundario de valores. Al 31 de diciembre del 2017, el Gobierno Central cuenta con un saldo de la deuda interna estandarizada de ¢11.423.698,03 millones , lo cual representa el 90% del saldo total de la deuda pública interna.
Concentración del saldo de la deuda interna en títulos de cupón fijo	De manera similar a lo que ocurre con los inversionistas en relación con su objetivo de diversificar sus carteras de inversión, el MH debe velar por diversificar sus pasivos emitiendo títulos valores que ofrezcan diferentes características en el flujo del servicio de la deuda, por ejemplo, instrumentos de cupón fijo, de tasa de interés variable o indexados a la inflación. La política de endeudamiento interno de los últimos años centra los esfuerzos del MH para que el peso relativo de sus pasivos a cupón fijo sea mayor respecto del total de pasivos del Gobierno Central, con el fin de disponer un costo de servicio de la deuda estable y predecible en el tiempo; con ello, se reduce el riesgo de variación de tasa de interés. Al 31 de diciembre del 2017, la composición de la deuda pública interna del Gobierno Central por tipo de instrumento tasa fija fue

	del 70% del saldo total de la deuda interna. Sin embargo, la participación de los valores a tasa fija ha experimentado un descenso, al pasar del 75,7% al 70,2% durante el periodo 2015-2017, debido a preferencias de los inversionistas del mercado de valores nacional hacia instrumentos tasa variable, que le permitan la cobertura ante variaciones en tasas de interés.
Alargamiento del plazo al vencimiento de la deuda	El MH se concentran en promover las colocaciones de títulos valores del Gobierno Central hacia los mayores plazos de vencimiento posible, con el propósito de reducir los riesgos de refinanciamiento , el cual consiste en el riesgo que surge cuando un vencimiento de deuda por principal e intereses debe renovarse a un costo sumamente alto o, en caso extremo, este no pueda renovarse. El dato de Maduración Promedio en años de la cartera de Deuda Pública Interna del Gobierno Central, refleja el plazo promedio al vencimiento de la deuda emitida y para diciembre del 2017 fue de 6,26 años. Lo anterior evidencia el esfuerzo del MH por lograr el financiamiento vía colocación de deuda en condiciones de mayor plazo, con el fin de reducir el riesgo de refinanciamiento en el corto plazo. Estos resultados se logran debido a la consolidación de la estrategia de colocación de la deuda en las emisiones de referencia (benchmark) de 3, 5, 7, 10 y 15 años.
Fomento operaciones de gestión de pasivos	Los canjes de deuda^{1/} y las subastas inversas^{2/} son alternativas que ofrece el MH a los inversionistas tenedores de los títulos para sustituirlos por nuevos títulos en nuevas condiciones financieras o, bien, disponer del efectivo, como es el caso de la subasta inversa. A su vez, ambos mecanismos de gestión de pasivos permiten al Ministerio reducir el riesgo de refinanciamiento de la deuda y el de alargar los plazos de vencimiento de la misma. El indicador de canje y subastas inversas permite medir la gestión de deuda en cuanto a la implementación de operaciones que reestructuran el perfil de vencimientos de la deuda interna del Gobierno, con el objetivo de reducir presiones de financiamiento futuro y de tasas de interés. El indicador relaciona el monto canjeado y recomprado, mediante subasta inversa, de títulos con vencimiento en el 2017 con respecto al monto total de vencimientos para el mismo año. El resultado alcanzado al 31 de diciembre, es de 59% es decir que, de 100 colones que vencerían en el 2017, el MH logró recomprar pasivos de previo a su fecha de vencimiento por 59 colones. Estos resultados han permitido consolidar entre los inversionistas y el mercado en general, la realización de operaciones de gestión de pasivos, logrando reducir el riesgo de refinanciamiento de la deuda y el alargamiento del perfil de vencimientos de la deuda interna del Gobierno, así como, ha permitido a los inversionistas reestructurar y diversificar su portafolio de inversiones, lo que brinda una mayor liquidez y valor a las inversiones.
Introducción de nuevos instrumentos de colocación	La Tesorería Nacional con miras a fomentar la colocación de títulos de deuda interna promueve la creación de nuevos instrumentos que le permitan solventar las necesidades de financiamiento público, y la conformación de un portafolio de deuda pública interna sostenible a fin de promover el desarrollo del mercado de valores costarricense. Para el 2016, el MH crea Título de Propiedad Rendimiento Ajustable Soberano (TPRAS) como un nuevo instrumento de colocación de valores con una tasa cupón ajustable periódicamente e indexado a los rendimientos netos de la curva soberana calculada por el BCCR, de forma tal que se cuenten con mayores opciones de inversión que motiven al mercado

	a participar en la adquisición de valores emitidos por el Estado. Durante el periodo 2016-2017, la Tesorería Nacional ha colocado cerca de ¢1.052.261 millones de colones en los TPRAS, contribuyendo con el financiamiento total del Gobierno para el mismo periodo.
Desarrollo de nuevos mecanismos de colocación de la deuda pública interna	El Reglamento de Oferta Pública (ROP) emitido por SUGEVAL, en el artículo 42 de cita, faculta a los emisores de deuda para que puedan colocar valores mediante tres mecanismos: directa, subastas y contratos de colocación. La Tesorería Nacional en uso de las facultades otorgadas en la Ley de la Administración Financiera de la República y Presupuestos Públicos, Ley N°8131 en sus artículos 58, 59 inc. e), 61 inc. j) y 89 define los procedimientos de emisión y colocación de deuda interna; utilizando los mecanismos que estime conveniente. Para el 2016, Tesorería Nacional introduce la plataforma de Tesoro Directo cuya finalidad es de proveer al MH de un mecanismo alternativo, ágil y automatizado para la colocación de su deuda tanto estandarizada como individualizada, con capacidad de participar con una mayor cantidad de entidades públicas y privadas, sin enfrentar costos operativos ni de intermediación y favoreciendo la liquidez del Gobierno, en procura del mayor beneficio de las finanzas públicas. Más recientemente, para finales del 2017 el MH anuncia la introducción del mecanismo de contratos de colocación dentro de los procesos de captación de recursos del Gobierno Central como emisor. Los contratos es uno de los mecanismos de colocación de valores mediante el cual el emisor coloca sus valores de deuda a través de un intermediario autorizado, quien presta los servicios de colocación y distribución de valores. La utilización de los contratos de colocación como mecanismo de colocación de la deuda pública interna a cargo de la Tesorería Nacional, se ajusta a lo dispuesto en la legislación nacional; en el caso particular de su participación en el Mercado de Valores atiende la Ley Reguladora del Mercado de Valores, Ley N°7732, ley de carácter especial, cuyo artículo 2, refiere a los reglamentos que emita la SUGEVAL, para la regulación del mercado.
Ampliar la base de inversionistas de la deuda pública interna	La estrategia de gestión de la deuda pública interna del Gobierno Central ha orientado recientemente esfuerzos por diversificar la base de inversionistas que adquieren y participan en las colocaciones de la deuda interna. Particularmente, Tesorería Nacional promueve los canales de comunicación e información con inversionistas institucionales provenientes de los sectores de operadoras de pensión, fondos de inversión, bancos, asociaciones solidaristas, cooperativas, mutuales de ahorro y préstamo, universidades, de seguros, del sector privado, etc.
Transparencia y rendición de cuentas.	El MH divulga sus acciones y estrategias de gestión de la deuda interna desde el año 2005 hasta la fecha, mediante la presentación del Plan Semestral de Endeudamiento Interno del Gobierno , con la participación de los sectores financiero, bursátil, bancario y público, en general. El Plan expone los resultados alcanzados al cierre de cada periodo de gestión, además de las metas y la estrategia de endeudamiento del MH para el próximo semestre, en términos de monto máximo de colocación, calendario de subasta, composición porcentual de la colocación por tipo de instrumento, emisión y colocación de series nuevas, propuestas de canjes y subastas, proyectos de gestión, entre otros. Al respecto, el FMI y BM aducen que las operaciones de gestión de deuda son más eficaces,

	porque “pueden contribuir a que los emisores reduzcan sus costos de transacción y alcancen sus objetivos de cartera. Puede que también reduzcan la incertidumbre entre los inversores, disminuyan sus costos de transacción, alienten la mayor participación de los inversores y, con el paso del tiempo, ayuden a que los gobiernos reduzcan el costo del servicio de la deuda” (FMI & BM, 2001, pp. 14), además de promover el desarrollo del mercado de valores para la deuda interna y, por ende, la formación de precios de los títulos del Gobierno Central.
--	---

Notas:

1/ Los canjes de deuda consisten en un intercambio de deuda en circulación con vencimiento en el corto plazo por nueva deuda con plazos al vencimiento superior, de mediano y largo plazo.

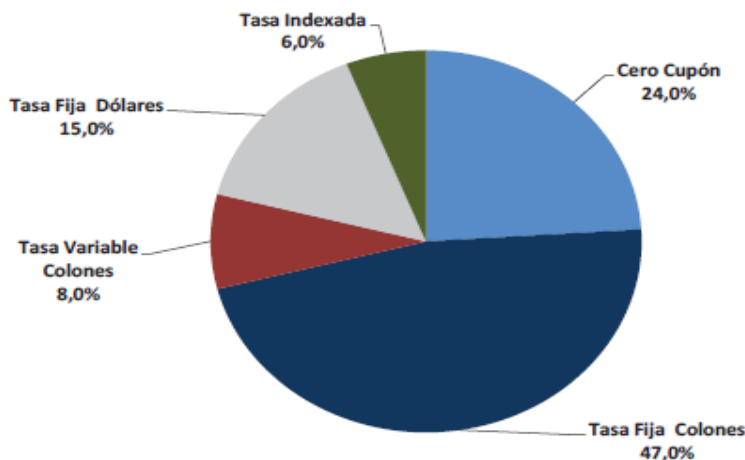
2/ La subasta inversa corresponde a una compra, por medio de oferta pública, de valores en circulación. Esto le permite a la Tesorería Nacional pagar anticipadamente parte de la deuda que está pronta a vencer y disminuir la presión sobre el flujo de caja.

Fuente: Ministerio de Hacienda, Tesorería Nacional según Oficio TN-294-2018

Para el año 2019 el gobierno propone una estrategia **de corto plazo** que se plasma en la exposición de motivos del Presupuesto Ordinario 2019²¹ y pretende un mayor equilibrio entre el comportamiento del mercado, la orientación de los inversionistas; por su parte, **la estrategia de mediano y largo plazo** (EDMP) está contenida en el Informe anual sobre el Estado y Evolución de la Deuda Pública Interna y Externa, que se comentará más adelante.

Con respecto a la **estrategia de corto plazo** que se utiliza para la estimación del ejercicio presupuestario. Dicha estrategia toma en consideración las obligaciones financieras del gobierno central, y una adecuada administración y estructuración de la deuda en términos de vencimiento, moneda o tasas de interés entre otros aspectos. En el gráfico siguiente se muestra el porcentaje de la colocación según instrumento como resultado de la estrategia propuesta.

Gráfico N° 8
Costa Rica: Estrategia de colocación 2019
-como porcentaje del total de colocación-



²¹ https://www.hacienda.go.cr/docs/5b88a623ddd2a_Exp_Mot_2019.pdf, Pág 87.

Fuente: Dirección de Crédito Público, Ministerio de Hacienda

En razón de lo anterior, en adelante se facilitan algunas cifras relativas a las modificaciones en el perfil de la deuda pública del Gobierno Central para los años 2018 y 2019, actualizadas a marzo de 2019 por la Dirección de Crédito Público del Ministerio de Hacienda.

El Ministerio de Hacienda estima que con la estrategia propuesta se presentaría una mejora en la composición de la deuda por tipo de moneda, ya que al comparar los resultados del cierre estimado para diciembre 2018 con los estimados al cierre de diciembre 2019, se observa una leve reducción en la exposición del riesgo cambiario, por cuanto se aumenta el saldo de la deuda contraída en colones en 0.18 puntos porcentuales, y se da la correspondiente reducción en la participación de la deuda en dólares.

Cuadro N°7
Costa Rica: Perfil de la deuda pública del Gobierno Central
-como porcentaje de la colocación por moneda-

Año	Colones	Dólares
2018	58.63%	41.37%
2019	58.81%	41.19%

Nota: Cifras actualizadas, según correo del 15 marzo 2019 de la Dirección de Crédito Público.

Fuente: Dirección de Crédito Público, Ministerio de Hacienda

Asimismo, la exposición al riesgo de tasas exhibiría una leve mejora al aumentar la participación de la deuda en tasa fija en 1.51 puntos porcentuales, en detrimento, de la deuda en tasa variable.

Cuadro N°8
Costa Rica: Perfil de la deuda pública del Gobierno Central estimado
-por tipo de instrumento-

Año	Tasa Fija	Tasa Indexada	Tasa Ajustable
2018	71.50%	6.43%	22.07%
2019	73.01%	6.51%	20.48%

Nota: Cifras actualizadas, según correo del 15 marzo 2019 de la Dirección de Crédito Público.

Fuente: Dirección de Crédito Público, Ministerio de Hacienda

Por otro lado, entre el cierre de 2018 y 2019 se espera que la composición por plazo muestre un aumento de la proporción de deuda de largo plazo (más de 5 años) de 2.73 puntos porcentuales, mientras que, la participación de la deuda de mediano plazo (mayor a 1 año y menor a 5 años) experimentaría una leve disminución de 0.17 puntos porcentuales y la proporción de deuda de corto plazo disminuiría en 2.56 puntos porcentuales.

Cuadro N°9
Costa Rica: Perfil de la deuda pública del Gobierno Central estimado
-por plazo de vencimiento-

Año	Menor a 1 año	Mayor a un año y menor a 5	Mayor A 5 años
2018	13.00%	39.82%	47.18%
2019	10.44%	39.65%	49.91%

Nota: Cifras actualizadas, según correo del 15 marzo 2019 de la Dirección de Crédito Público.

Fuente: Dirección de Crédito Público, Ministerio de Hacienda

En términos de la composición por plazo estimada al cierre 2019, la estrategia utilizada para el corto plazo lograría controlar el crecimiento de las colocaciones a menos de un año.

El siguiente cuadro compila la exposición a distintos riesgos implícitos en la estructura de la deuda del Gobierno Central:

Cuadro N°10
Costa Rica: Riesgos Gobierno Central
Composición del portafolio como porcentaje para cada tipo de riesgo

Tipo de Riesgo	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<u>Re-financiamiento</u>							
Menos de 1 año	13.80%	15.90%	15.20%	12.00%	14.60%	13.00%	10.44%
Mayor de 1 año y menor a 5 años	36.40%	29.50%	30.50%	32.00%	31.80%	39.82%	39.65%
Más de 5 años	49.80%	54.60%	54.30%	56.00%	53.60%	47.18%	49.91%
<u>Tasa de Interés</u>							
Fija	69.90%	71.20%	76.40%	76.30%	71.20%	71.50%	73.01%
Variable	12.90%	13.50%	11.20%	14.90%	21.10%	22.07%	20.48%
Indexada	17.20%	15.30%	12.30%	8.80%	7.70%	6.43%	6.51%
<u>Cambiario</u>							
Colones	69.70%	64.10%	63.50%	62.80%	60.60%	58.63%	58.81%
Dólares	30.30%	35.90%	36.50%	37.20%	39.40%	41.37%	41.19%

Nota: Cifras actualizadas, según correo del 15 marzo 2019 de la Dirección de Crédito Público.

Fuente: Dirección de Crédito Público, Ministerio de Hacienda

Cabe destacar que para el año 2019, la propuesta de estrategia de mediano plazo de la DCP ya incorpora la emisión de títulos en los mercados internacionales aspecto que la diferencia de la estrategia del año anterior. Esta propuesta supone la aprobación del proyecto de ley para emitir hasta por un monto US\$6.000 en tramos máximos de US\$1.500 millones por año, además de la autorización para usar líneas de crédito, las cuales serían contratadas en caso de que ante eventos coyunturales, no sea beneficioso o factible realizar las colocaciones externas. Las líneas de crédito le permitirían además al Gobierno atender las obligaciones inmediatas mientras se realiza la colocación internacional. Este crédito sería de corto plazo por lo que es de esperar que los rendimientos sean inferiores a una emisión de títulos y las mismas serán canceladas con los recursos de la posterior emisión internacional.

2.6 Perspectivas sobre el riesgo-país

Otros conceptos asociados con la valoración de riesgo se relacionan con el riesgo país y el riesgo soberano.

El **riesgo país** es un elemento que viene a definir la oferta y demanda de instrumentos a nivel internacional; el riesgo país es un indicador que sigue los retornos de los instrumentos de deuda de un Estado, y pretende brindar información cuantitativa sobre la evolución del riesgo de incumplimiento que implica una inversión en este tipo de activos²². El riesgo país se utiliza, normalmente, para comparar rendimientos.

Por su parte, el **riesgo soberano** se asocia con la capacidad y predisposición de pago de las deudas estatales de un país. Sin embargo, mientras el spread²³, o diferencial de riesgo país, es medido en puntos básicos, el riesgo soberano (que refleja la capacidad de pago del total de deuda de un país) usa un sistema de calificación cualitativo, basado en letras para facilitar el acceso a los mercados internacionales de capitales²⁴.

En la zona geográfica donde se ubica Costa Rica, las empresas internacionales que se dedican a realizar la evaluación de riesgo para la deuda son: Moody's Investors Services, Standard & Poor's, y Fitch Ratings. En el siguiente recuadro se muestran las particularidades simbólicas de las principales empresas calificadoras:

²² García, S. y Vicéns, J. (2006). Factores condicionantes en la medición del riesgo soberano en los países emergentes. Estudios en economía aplicada, 24, 245-272.

²³ En términos generales, el spread es la diferencia entre el precio de oferta y demanda para un determinado valor. Puede emplearse como indicador de la liquidez de un valor (menores spreads indicarían más liquidez), aunque también es posible que se vea influido por otros factores.

El término '**spread**' es, en sí mismo, enormemente polisémico en el campo de las finanzas. Puede referirse a:

- La diferencia existente entre la demanda (bid) y la oferta (ask) de un mercado.
- También puede referirse al diferencial de rentabilidad entre un producto y otro que le sea comparable (p.e. se habla de spread o diferencial crediticio entre el bono alemán y el español).
- En el mercado de opciones, los spread (call o put spread) se refieren a combinaciones de compra y venta de opciones con distintos precios de ejercicio (strikes) que permiten beneficiarse del movimiento del mercado bien sea a la baja o al alza pero con una prima baja y un beneficio y pérdidas limitados y (normalmente) moderados.
- En el mercado de futuros también se usa el término spread para referirse al diferencial de precios entre contratos de futuros sobre el mismo activo, pero distintos vencimientos (time spread), o bien sobre diferentes activos con la misma fecha de vencimiento (interspread).

En general, por tanto, spread se refiere al diferencial o margen, bien de precios en un mismo producto, bien entre dos productos, o bien entre dos fechas de vencimiento de un producto. Probablemente el spread más conocido sea el que hace referencia al diferencial entre p.e. el bono español a 10 años y el bono alemán a ese mismo plazo más conocido como bund. Este diferencial es un indicador de la confianza/desconfianza en el pago de la deuda soberana española puesto que, al estar ambos bonos denominados en la misma divisa, el diferencial de rentabilidades (spread) indica justamente la prima exigida para invertir en el activo de mayor riesgo frente al considerado más seguro. **Javier Rivas, profesor de finanzas en EAE Business School.** <https://www.eleconomista.es/diccionario-de-economia/spread>. Consultada 20 marzo de 2019

En general, la definición común para todos ellos, es que el **spread** de los **bonos** nace de la existencia de una diferencia entre la tasa que paga un **bono** del tesoro (o **bono** del gobierno) que corresponde a la tasa libre de riesgo y la tasa que pagan **bonos** de empresas, corporaciones u otros gobiernos que emiten títulos de deuda.

²⁴ Rojas Gómez, Eduardo. La Calificación del Riesgo Soberano. TEC Empresaria, Vol2 Ed.2 2008. Pág.21-23.

Recuadro N°3
Definiciones de las Clasificaciones de riesgo

Clasificación	Definición	Grado
AAA	La más alta calidad crediticia. Denota la más baja expectativa de riesgo de crédito. Refleja la capacidad más alta de pagar el capital e intereses en los términos y condiciones pactados.	Inversión
AA	Muy alta calidad crediticia. Indica fuerte capacidad de asumir compromisos de pago, la cual se considera poco vulnerable de eventos infortuitos. Refleja muy alta capacidad de pagar el capital e intereses en los términos y condiciones pactados.	Inversión
A	Alta calidad de crédito. La capacidad de pago es considerada fuerte y sólida, refleja alta capacidad de pagar el capital e intereses en los términos y condiciones pactados. La capacidad de pago es más susceptible a posibles cambios adversos en las condiciones económicas que las categorías superiores.	Inversión
BBB	Buena Calidad de Crédito. Indica que hay una baja expectativa de riesgo de crédito, refleja adecuada capacidad de pagar el capital de interés en los términos y condiciones pactados. Aún cuando la capacidad para asumir compromisos se considera adecuada, puede ser más vulnerable a cambios en las circunstancias o en las condiciones económicas que las clasificaciones anteriores.	Inversión
BB	Grado Especulativo. Hay una posibilidad del desarrollo de un riesgo crediticio al cambiar adversamente las condiciones económicas; no obstante, proporciona un buen “ambiente” para los negocios si existen compromisos de pago. Poseen capacidad de pago del capital e intereses en los términos y condiciones pactados pero ésta es variable y susceptible de debilitarse ante posibles cambios adversos en las condiciones económicas, pudiendo incurrir en incumplimientos.	Especulativo
B	Altamente Especulativo. Indican que existe un significativo riesgo de crédito presente; no obstante los compromisos adquiridos están siendo bien afrontados y permite aún un margen de seguridad. Poseen capacidad de pago del capital e intereses en los términos y condiciones pactados pero ésta es más variable y susceptible de debilitarse ante posibles cambios adversos en las condiciones económicas que la categoría inmediata superior. La capacidad de pago está determinada por las condiciones económicas presentes	Especulativo
CCC,CC,C	Riesgo de Incumplimiento presente. Altamente especulativo e implica incumplimiento muy probable.. Existe riesgo de incumplimiento de pago de capital e intereses en los términos y condiciones pactados aunque tiene algunas cláusulas de protección para los inversionistas.	Especulativo
DDD,DD,D	Incumplimiento. En este caso hay un nivel de pérdida presente en la versión por realizar. En el caso de las corporaciones de Estados Unidos implica una pérdida en el rango de 50% al 90% de la inversión realizada, por cuanto el emisor no ha cumplido con pagar el capital e intereses según los términos pactados.	Especulativo
E	Falta de Información. No se puede clasificar por falta de información suficiente.	Especulativo
S	Suspendida. La clasificación está suspendida porque hay eventos, dudas, cambios de políticas gubernamentales u otros hechos que no permiten asignar una clasificación.	Especulativo

Fuente: <http://www2.standardandpoors.com>

Nota: Las categorías entre “AA” y “CCC” podrán ser modificadas con los signos “+” o “-” para señalar su posición relativa dentro de la respectiva categoría.

Los estándares de análisis de las condiciones de un país con respecto a otro, son similares entre una calificadora de riesgo y otra, la forma de reflejar la calificación puede variar según su presentación, como se puede apreciar en siguiente recuadro donde se comparan las calificaciones asignadas entre Standard & Poors, y Moodys:

Recuadro N°4
Forma de calificar de Moody's y Standard & Poor's

Fuente: www.Bloomberg.com

S&P	MOODY'S	Grado de Inversión
AAA	Aaa	
AA+	Aa1	
AA	Aa2	
A-	Aa3	
A+	A1	
A	A2	
A-	A3	
BBB+	Baa1	
BBB	Baa2	
BBB-	Baa3	
S&P	MOODY'S	Grado de Especulativo
BB+	Ba1	
BB	Ba2	
BB-	Ba3	
B+	B1	
B	B2	
B-	B3	
CCC+	Caa1	
CCC	Caa2	
CCC-	Caa3	
CC	Ca	
C	C	
D	D	

Adicional a la calificación, cada agencia indica la perspectiva (positiva, estable o negativa) es decir la dirección que puede tomar la calificación otorgada dentro de los próximos 24 meses o menos.

Las calificaciones de riesgo son importantes para que el inversionista tome decisiones sobre el riesgo de invertir en determinado país, considerando que ante una calificación baja se requiere de un mayor rendimiento, mientras que una calificación de grado de inversión brinda una mayor seguridad y rentabilidad al inversionista. De acuerdo con el Informe Anual sobre el Estado y Evolución de la Deuda Pública Interna y Externa de marzo 2019²⁵ en relación con la importancia de la calificación señala: *"...Este factor es muy frecuentemente considerado, cuando se pactan operaciones financieras como empréstitos o colocaciones de bonos por parte de los soberanos, dado que este refleja las condiciones de la economía del deudor, según es percibida por parte de los acreedores o inversionistas, y por las empresas internacionales especializadas que se dedican a esta actividad."*

En lo que respecta a Costa Rica, como consecuencia de la situación fiscal del país y el aumento de la deuda pública se han generado rebajas en la calificación del riesgo soberano, lo que implica una mayor percepción del riesgo a nivel internacional.

²⁵ "Informe anual sobre el Estado y Evolución de la Deuda Pública Interna y Externa". Dirección de Crédito Público del Ministerio de Hacienda. Marzo 2019

En informes anteriores del Ministerio de Hacienda sobre el Estado y Evolución de la Deuda Pública Interna y Externa²⁶, se señala que, la agencia Moody's Investor Services otorgó el 9 de setiembre del año 2009 a Costa Rica la calificación de Baa3 (Grado de inversión), con perspectiva estable. Sin embargo, después de repetidas advertencias sobre la necesidad de tomar disposiciones para reducir el déficit fiscal y el crecimiento de la deuda pública, entre otras medidas, realizó una baja gradual en la perspectiva de la calificación. Posteriormente, el 16 de setiembre del año 2014, la calificación bajó a Ba1 (Grado especulativo), con perspectiva estable. Al mantenerse la situación, la perspectiva volvió a bajar a negativa. El 9 de febrero del año 2017 la calificación bajó a Ba2, con perspectiva negativa, que se mantuvo hasta que el 5 de diciembre de 2018 la calificadora bajó la calificación a B1 con perspectiva negativa en ambos tipos de monedas. Lo anterior, pese a que ya se había aprobado el proyecto de Ley, expediente N° 20580, ahora Ley N° 9635, Ley de Fortalecimiento de las Finanzas Públicas.

De acuerdo con el Informe Anual sobre el Estado y Evolución de la Deuda Pública Interna y Externa de marzo 2019²⁷, la empresa Moody's, valoró negativamente el deterioro de la situación del déficit fiscal, el crecimiento del endeudamiento y la existencia de un riesgo de incremento en el costo de los intereses, argumentando que la reforma fiscal realizada en diciembre 2018 resulta insuficiente para subsanar el problema fiscal, además que las restricciones legales que tiene el país para acceder a los mercados internacionales limitan la diversificación de fuentes de financiamiento e impiden mejoras en la gestión de la deuda pública.

Por su parte, la Dirección de Crédito Público señala que la agencia Fitch Ratings bajó la calificación de riesgo de Costa Rica, desde BB+ con perspectiva negativa, que tenía desde el año 2016, a BB con perspectiva estable, el 19 de enero del año 2017. A enero del año 2018 esta calificación se mantuvo en BB pero la perspectiva bajó a negativa. El 15 de enero del año 2019 la empresa Fitch Ratings bajó la calificación de riesgo de Costa Rica, a B+ con una perspectiva de la calificación negativa.

El mismo informe señala las razones que argumenta la empresa Fitch Ratings para la rebaja en la calificación, como son: *“déficits fiscales persistentemente amplios, necesidades de financiamiento a corto plazo debido a un fuerte calendario de amortización y restricciones de financiamiento del presupuesto”*. Agrega que existe incertidumbre sobre la capacidad del país para satisfacer las altas necesidades de financiamiento, debido a que en la actualidad el Gobierno recurre más a financiamiento interno con altas tasas de interés y vencimiento de corto plazo, versus la posibilidad de incursionar en mercados internacionales con mejores condiciones, considerando que esa estrategia de financiamiento es “poco ortodoxa”.

²⁶ Ministerio de Hacienda, Dirección de Crédito Público, marzo 2018

²⁷ “Informe anual sobre el Estado y Evolución de la Deuda Pública Interna y Externa”. Dirección de Crédito Público del Ministerio de Hacienda. Marzo 2019

En el caso de Standard & Poor's, esta agencia bajó las calificaciones soberanas a largo plazo de Costa Rica desde BB a BB- con perspectiva negativa desde el 25 de febrero del 2016. La calificadora de riesgo dejó sin cambio la calificación de riesgo soberano de Costa Rica en BB- y mantuvo la perspectiva negativa, hasta que el 21 de diciembre del 2018, anunció que bajaba las calificaciones soberanas de largo plazo de Costa Rica a B+ y asignó una perspectiva negativa. En esta última ocasión, la agencia valoró los altos niveles del déficit que se mantendrán por los próximos dos años, con consecuencias sobre el nivel de endeudamientos y pago de intereses. Además, señala como negativo la lentitud de las reformas que se realizan en Costa Rica que han llevado al debilitamiento de las finanzas públicas del país.

En el recuadro que se muestra a continuación se resume la posición de las calificaciones de riesgo soberano de Costa Rica, a la fecha de este análisis.

Cuadro N°11
Calificaciones de Riesgo Soberano para Costa Rica.
Datos al 18 de enero del 2019

Calificadora de Riesgo	Moneda Extranjera		Moneda Nacional	
	Largo Plazo	Perspectiva	Largo Plazo	Perspectiva
Fitch	B+	Negativa	B+	Negativa
Moody's	B1	Negativa	B1	Negativa
Standard & Poor's	B+	Negativa	B+	Negativa

Fuente: Dirección de Crédito Público con base en datos de las empresas calificadoras.

Como se muestra en el recuadro, las calificaciones de Costa Rica se ubican en niveles de alto grado especulativo y con perspectiva negativa.

Como se mencionó, una baja calificación de riesgo país de un soberano, conlleva limitaciones para obtener financiamiento en mejores condiciones y dificulta encontrar nuevos inversionistas dispuestos a financiar el país. En tanto que, calificaciones con un grado de inversión, representa un alto nivel de confianza en que el país está en capacidad de pagar todas sus obligaciones de deuda en las condiciones pactadas, facilitando el obtener financiamiento y disminuyendo el costo por el menor riesgo país.

En el cuadro siguiente se comparan las calificaciones de deuda soberana de Costa Rica en relación Centroamérica y República Dominicana.

Cuadro N° 12
Centroamérica y la República Dominicana:
Calificaciones de deuda soberana con relación al universo de calificaciones

Calidad	Moody's	S&P	Fitch
Principal	Aaa	AAA	AAA
Alto grado	Aa1	AA+	AA+
	Aa2	AA	AA
	Aa3	AA-	AA-
Grado medio superior	A1	A+	A+
	A2	A	A
	A3	A-	A-
Grado medio inferior	Baa1	BBB+	BBB+
	Baa2 Panamá	BBB Panamá	BBB Panamá
	Baa3	BBB-	BBB-
Grado de no inversión especulativo	Ba1 Guatemala	BB+	BB+
	Ba2	BB	BB Guatemala
	Ba3 República Dominicana	BB- Honduras, Guatemala, República Dominicana	BB- República Dominicana
Altamente especulativa	B1 Honduras y Costa Rica	B+ Costa Rica	B+ Costa Rica
	B2 Nicaragua	B	B
	B3 El Salvador	B- El Salvador	B- Nicaragua, El Salvador

Fuente: tomado de "Informe anual sobre el Estado y Evolución de la Deuda Pública Interna y Externa". Dirección de Crédito Público del Ministerio de Hacienda. Marzo 2019 basado en www-datos-macro.com/ratings

2.7 Características del Mercado Internacional y Local

A continuación se hace referencia a algunas ventajas y desventajas que presentan los distintos mercados de colocación de deuda, así como sobre los resultados obtenidos con la autorización para la emisión de títulos en el mercado externo bajo la Ley N° 9070²⁸.

a) Ventajas y desventajas del mercado interno de Deuda Pública

De acuerdo con la Dirección de Crédito Público, el mercado interno se caracteriza principalmente por la poca diversidad y la alta concentración en el mercado. Se cuenta apenas con la presencia de dos Emisores soberanos (BCCR y MH) que colocan deuda en plazos semejantes y con bajos niveles de coordinación para la realización de sus programas de emisiones y realización de subastas; que tienen distintos objetivos de gestión de deuda.

De acuerdo con la información suministrada por esa dirección, del total transado en el mercado primario al 31-01-19, el 88% se transó en el sector público, un 35% a un plazo menor a 360 días y un 63% se concentra en MH y BCCR.²⁹

²⁸ Según Oficio TN-294-2018 Tesorería Nacional, Ministerio de Hacienda.

²⁹ Según correo del 15 de marzo de 2019 enviado por Leticia Chaves Barboza, Dirección de Crédito Público

La alta competencia por los recursos disponibles en el mercado interno, podría ocasionar un efecto adverso sobre la inversión del sector privado y las necesidades de crédito de éste, aspecto que presionaría las tasas de interés y por ende el costo del financiamiento de los procesos de inversión.

En relación con la colocación de deuda en el mercado interno se mencionan las siguientes particularidades por parte de la Tesorería Nacional del Ministerio de Hacienda³⁰:

**Recuadro N°5
VENTAJAS Y DESVENTAJAS MERCADO INTERNO**

Ventajas
Costo de colocación: Los costos asociados a la colocación de la deuda en los mercados internos resulta mínimo para el MH, debido a que se realiza la gestión de colocación a través de la plataforma facilitada por la Bolsa Nacional de Valores (BNV). De acuerdo con las Reglas del Negocio, los emisores están sujetos a las diversas tarifas por los servicios. Sin embargo, la BNV no cobra estos rubros al MH debido a los volúmenes que se transan por uno de los principales emisores del país. (ver anexo 1).
Desventajas
Alto déficit fiscal: Costa Rica atraviesa una difícil situación fiscal con un déficit fiscal superior al 6% y un déficit primario cercano al 3% con respecto al PIB, generando un alto endeudamiento público que deteriora las calificaciones de riesgo y resta confianza al inversionista.
Capacidad para realizar ajustes estructurales. Al país se le dificulta la toma de decisiones y la ejecución de medidas para realizar ajustes estructurales en la estructura de gastos e ingresos
Ahorro interno: Costa Rica cuenta con una limitada capacidad de ahorro nacional para financiar las necesidades de inversión nacional, esto hace que se dé una competencia entre el mercado financiero con el crédito del sector privado por captar los recursos y poder cubrir las necesidades de financiamiento.
Los fondos de pensiones creados hace más de 10 años han alcanzado una buena dinámica de crecimiento, y la figura de los fondos de inversión son vehículos activos y en desarrollo en la industria pero no lo suficiente para suplir las necesidades del Gobierno y otros actores del mercado.
Poca diversidad y alta concentración en el mercado: Dos Emisores soberanos (BCCR y MH) colocando en plazos semejantes de Deuda y con bajos niveles de coordinación para la realización de sus programas de emisiones y realización de subastas; con distintos objetivos de gestión de deuda. Existe alta concentración de emisiones en dos participantes del mercado. Del total transado en el mercado primario al 31-01-19, el 88% se transó en el sector público, un 35% a un plazo menor a 360 días y un 63% se concentra en MH y BCCR
Limitaciones para los inversionistas: El Mercado nacional presenta limitaciones para los inversionistas locales e internacionales, en especial los institucionales. El MH considera necesaria la apertura al mercado local e internacional a través de la creación de mercados abiertos regulados, donde se promueva el mayor acceso al mercado costarricense y su integración con otros mercados de la región. Hacienda considera de vital importancia concretar un Mercado Integrado Latinoamericano (MILA), donde la SUGEVAL y la BNV de forma rápida y expedita formulen y gestionen los requerimientos legales para permitir el acceso remoto y el reconocimiento de emisores extranjeros. Se requiere ampliar el acceso del inversionista costarricense a los mercados internacionales, y en reciprocidad, el de los inversionistas internacionales al mercado local. Esta ampliación permitiría una mayor

³⁰ Según Oficio TN-294-2018 Tesorería Nacional, Ministerio de Hacienda.

diversificación de la inversión de los inversionistas institucionales de CR y a la vez un mecanismo para incentivar la inversión internacional en las empresas costarricenses.

Existencia de un mercado de capitales poco desarrollado.

El mercado costarricense es muy pequeño, poco profundo y con escasa liquidez, y alta concentración en valores públicos en comparación con mercados internacionales. La profundidad de mercado mide la cantidad de vendedores y compradores de títulos en el mercado

El número de emisores en el mercado bursátil costarricense es de tan solo 43, siendo los principales emisores el Ministerio de Hacienda y el Banco Central de Costa Rica; los emisores privados de acciones son solo 19. El volumen transado en la Bolsa Nacional de Valores de Costa Rica en el 2018, con un volumen de US \$54,513.70 millones, en el cual el mercado accionario representa tan solo 0.09% del total, en tanto el 92.58% del volumen transado corresponde a títulos del sector público. En cuanto a plazos hay una concentración en el corto plazo (57.61% a menos de un año), de los cuales 48.5% son a menos de 180 días (muy corto plazo) y un 8.77% entre 180 y 360 días. Los montos transados son relativamente pequeños, siendo el promedio de transacciones diarios de US \$ 151.43 millones. (en la Bolsa de Valores de Santiago de Chile durante el 2018, se transaron US \$8,890,134.43 millones (tipo cambio: 660.8 Pesos chilenos por US \$), del cual el mercado accionario representa un 5%).

De acuerdo con la Tesorería Nacional, un mercado de capitales desarrollado se caracteriza por la abundancia de oportunidades para los inversionistas de diversificar su portafolio con diferentes tipos de emisiones, términos de plazos, liquidez y riesgo de estas, acomodando las condiciones a las necesidades del mercado; el cual presenta información abundante y transparente sobre precios, sobre los emisores y tiene condiciones altamente competitivas con respecto al sistema financiero en términos de costos financieros y de transacción para el financiamiento de proyectos de mediano y largo plazo. Además, los títulos transados son susceptibles de ser negociados en mercados secundarios; es decir, un mercado en el cual se puedan intercambiar títulos valores, activos o productos que han sido emitidos por empresas y gobiernos y ya han sido adquiridos anteriormente por algún inversionista, lo cual permite a los inversionistas poder vender rápidamente sus acciones y bonos (atractivo de la liquidez). Algunos de los mercados más desarrollados también permiten una interconexión de mercados bursátiles tanto a nivel nacional como internacional, es decir los mercados internacionales presentan ventajas por su tamaño, profundidad y liquidez.

La aprobación del Expediente No.21.201, permitirá a los gestores de la deuda del Ministerio de Hacienda, poder recurrir a fuentes de financiamiento externas, mercados de mayor tamaño, profundidad y liquidez, aprovechar condiciones financieras acordes con el cumplimiento de los objetivos y de las mejores prácticas internacionales de gestión de deuda.

Restricciones legales que limitan la demanda

Estas restricciones limitan la participación de agentes económicos en la adquisición de instrumentos del Ministerio de Hacienda lo que agudiza la el tamaño, profundidad y liquidez del mercado bursátil nacional y el acceso a la liquidez que el gobierno central necesita para financiar los gastos.

La Tesorería señala que reciente la Superintendencia General de Pensiones (SUPEN) ha ampliado los límites establecidos a las inversiones que las operadoras de pensiones pueden realizar en valores del Ministerio de Hacienda y el BCCR, además del esquema de valoración a precios de mercado de estas, sin embargo, el anterior Reglamento de Inversiones de las Entidades Reguladas durante mucho tiempo estableció límites por estos conceptos, lo cual se tradujo en una progresiva menor demanda de títulos de deuda interna del Ministerio de Hacienda y del BCCR, afectando el acceso a los recursos como financiamiento del Gobierno.

Además, la Superintendencia General de Entidades Financieras (SUGEF), ha implementado una serie de

limitantes legales, que impide al sector bancario y financiero realizar mayores inversiones en el Gobierno Central, por el contrario motiva realizar inversiones fuera del país con instituciones financieras que tengan altas calificaciones de riesgo y que se encuentren dentro de las primeras categorías: Suficiencia patrimonial títulos denominados en dólares. (Según SUGEF 03-06 sobre la Suficiencia patrimonial títulos denominados en dólares) y el Índice de Cobertura de Liquidez (ICL), el cual pondera los títulos del Ministerio de Hacienda en un 90% (Acuerdo SUGEF 17-13 y Reglamento sobre Administración de riesgos de liquidez, artículo 16 Fondo de activos líquidos de alta calidad).

Marco legal sobre-regulado, poco articulado y oportuno, frente a las necesidades del mercado, rígido para el cambio, orientado a la oferta pública y a la transacción bursátil como único vehículo, deficiente en la asignación de responsabilidad a los agentes privados (puestos de bolsa, agentes de bolsa, asesores de inversiones, estructuradores y abogados) y sobrecargado en el Supervisor, con regulación orientada al mercado doméstico y no un mercado globalizado.

Las características del mercado:

- El mercado operado por un solo agente del mercado (bolsa y sus comisionistas).
- Actores del mercado señalan que la SUGVAL no tiene como función primordial la promoción del desarrollo del mercado.
- Ausencia de un responsable de la promoción del desarrollo del mercado.
- Un supervisor distanciado de la industria y limitado en sus acciones y una relación débil entre CONASSIF y SUGVAL y una relación distanciada entre la SUGVAL y la BNV.
- Autoridades con aversión al riesgo y por ende a la innovación.
- Inversionistas institucionales y puestos de bolsa con poca exigencia y sofisticación.

Fuente: Ministerio de Hacienda, Tesorería Nacional según Oficios TN-294-2018 y TN-0239-2019

El mercado financiero-bursátil local se caracteriza por contar con grandes participantes, representados por sectores bancarios, inversionistas institucionales, seguros, fondos de inversión y de pensión, entre otros. Estos son proveedores de fondos prestables en un mercado con emisores estatales (MH y BCCR) que cuentan con una cuota de mercado significativa, cercana al 90% del total negociado en el mercado de valores costarricense. Sin embargo, el sector bancario, financieras y pensiones deben cumplir con principios de diversificación, gestión de riesgos, indicadores y límites de inversión que podrían reducir la capacidad del Ministerio de Hacienda de colocar sus títulos valores en el mercado interno para financiar el creciente déficit fiscal.

b) Ventajas y desventajas del mercado externo de Deuda Pública

Si bien el componente interno de la deuda es significativamente mayor, tal y como se indicó, en los últimos años se observa una tendencia creciente del componente externo que se explica por la intención de las autoridades de sustituir deuda interna por deuda externa, aprovechando una coyuntura de tasas de interés relativamente menores en los mercados internacionales.

A partir del 2012 las autoridades aumentaron el endeudamiento externo a través de la emisión de Eurobonos, de manera tal que, en el 2015 la deuda externa representó el 25% de la deuda del Gobierno Central; sin embargo, esta tendencia se revierte levemente en el 2016, debido a que el Ministerio de Hacienda no solicitó a la Asamblea Legislativa la autorización para una nueva emisión de

Eurobonos a ser colocados en los mercados internacionales, por lo que acudió nuevamente al mayor endeudamiento interno.

Algunas de las características de los mercados internacionales en relación con la colocación de títulos valores y los posibles beneficios o desventajas asociados con el endeudamiento público se presentan en el siguiente recuadro:

Recuadro N°6
VENTAJAS Y DESVENTAJAS DEL MERCADO EXTERNO

Ventajas	
<u>Diversificación del portafolio:</u>	Los mercados externos de valores o de capitales se caracterizan por ofrecer mayores oportunidades para los inversionistas de diversificar su portafolio con diferentes tipos de emisiones, términos de plazos, liquidez y riesgo de éstas, acomodando las condiciones a las necesidades del mercado; con información abundante y transparente sobre precios, sobre los emisores y condiciones, competitivas con el sistema financiero en términos de costos financieros y de transacción para el financiamiento de proyectos de mediano y largo plazo.
<u>Intercambio entre mercados:</u>	Los títulos transados en los mercados externos son susceptibles de ser negociados en mercados secundarios ; es decir, se puedan intercambiar títulos valores, activos o productos que han sido emitidos por empresas y gobiernos, y ya han sido adquiridos anteriormente por algún inversionista, lo cual permite a los inversionistas poder vender rápidamente sus acciones y bonos, siendo un atractivo de la liquidez. Algunos de los mercados más desarrollados también permiten una interconexión de mercados bursátiles tanto a nivel nacional como internacional, es decir, los mercados internacionales presentan ventajas por su tamaño, profundidad y liquidez.
Desventajas	
<u>Aumentos en tasas de interés:</u>	Aumentos en tasas de interés y retiro gradual de estímulos monetarios presentan las economías avanzadas. El Riesgo País , es una desventaja cuando las calificadoras de riesgo internacional, emiten criterios negativos , respecto de un país, por cuando sus criterios desfavorables limitan las colocaciones, los inversionistas presionan por un mayor rendimiento para compensar el mayor riesgo, como se indicó. Caso contrario si los calificadores dan una nota positiva a Costa Rica, podría existir una demanda favorable de los títulos nacionales y menor presión por rendimientos altos. A finales del año 2018 y principios del 2019 las tres principales Agencias Calificadores rebajaron las calificaciones crediticias del país porque: persiste el déficit fiscal, hay altas necesidades de financiamiento y poca diversificación de fuentes unido a la incertidumbre que acompaña la aprobación del financiamiento externo.
<u>Costos de colocación:</u>	Los costos de colocación asociados al mercado externo podrían ser mayores que en el interno, debido a la necesaria contratación de bancos colocadores o estructuradores, de asesores legales internacionales, agencias calificadoras, publicaciones internacionales, etc., sin embargo, éstos se compensan con la reducción en los costos de financiamiento del Gobierno. Los honorarios y gastos del proceso de colocación internacional representó en el 2014 un costo de \$1.222.465,74 y \$1.237.751,00 en el 2015, es decir, aproximadamente 12 puntos base (pb) de la emisión y colocación total del eurobono de CR por un monto de \$1.000 millones. (ver anexo N°2)

III.- SOBRE LAS REFORMAS PROPUESTAS

De aprobarse el proyecto de ley, el Poder Ejecutivo por medio del Ministerio de Hacienda estaría facultado a emitir títulos valores en el mercado internacional para financiar las necesidades de recursos del Gobierno Central, así como para contratar líneas de crédito de corto plazo que le permitan administrar sus necesidades de liquidez.

De acuerdo con lo que se indica en la exposición de motivos, la autorización de emisión de bonos en *“el proyecto de ley propuesto no significa de ninguna manera la autorización de nuevo financiamiento”* sino una *“diversificación de las fuentes de fondeo...”*. La autorización no implicaría un mayor endeudamiento en el sentido de un mayor gasto, pero sí constituye una posibilidad para que el Ministerio de Hacienda pueda acceder a una fuente **adicional** de financiamiento (además del mercado interno), lo que posibilitaría un mejoramiento del perfil de la deuda en cuanto a plazo, costo y riesgo, cuyos recursos estaría destinados al pago de la amortización de deuda ya existente.

En ese sentido, se plantea que los recursos que obtenga el país, se utilizarían para pagar deuda contraídas en años anteriores a nivel interno y no generarían un gasto adicional, ya que las nuevas colocaciones que se realizaría en el mercado internacional se utilizarían para hacerle frente a los vencimientos de esa deuda previsto en dólares para los próximos años, con lo anterior la proporción del portafolio denominada en dólares no crecería y más bien se espera que tienda a contraerse en el tiempo en la medida que la colocación en colones sea cada vez mayor. Se estima que las tasas de interés para este tipo de deuda en el extranjero son más favorables que las locales y el endeudamiento sería a mayor plazo debido a las características del mercado internacional.

Los beneficios esperados con la propuesta serían los siguientes:

- Contener la presión sobre las tasas de intereses, incluso se podría mostrar una tendencia a la baja
- El menor crecimiento de la tasa de interés incentivaría proyectos de inversión.
- La emisión permitiría enfrentar a corto plazo los vencimientos de deuda externa.
- Al tener la colocación un menor costo y mayor plazo, permitiría balancear el perfil del riesgo.
- La colocación internacional no significa un mayor nivel de gasto o de deuda al ya proyectado, es un cambio de fuente de financiamiento

- El profundizar el financiamiento varios años, se da un mensaje positivo a los inversionistas.
- Pese a las rebajas en la calificación crediticia del país, a nivel interno no se obtendrían mejores ofertas.

Sobre la autorización al Poder Ejecutivo para emitir títulos y su participación en el mercado internacional, la Tesorería Nacional, ha señalado lo siguiente: *“Un mercado de capitales desarrollado se caracteriza por la abundancia de oportunidades y bondades tanto para los inversionistas como para los emisores, donde pueden diversificar su portafolio con diferentes tipos de emisiones, términos de plazos, liquidez y riesgo, características que adolece el mercado doméstico, el cual es poco desarrollado en términos de tamaño, profundidad y liquidez, particularidades presentes en los mercados más competitivos a nivel internacional, por ello resulta imprescindible acudir a tales mercados, lo que permitirá a los gestores de la deuda del Ministerio de Hacienda, poder recurrir a fuentes de financiamiento competitivas, aumentar la base de inversionistas y aprovechar condiciones financieras acordes con el cumplimiento de los objetivos y de las mejores prácticas internacionales de gestión de deuda”³¹.*

3.1 Autorización para emitir títulos valores en el mercado internacional (artículo 1)

De conformidad con el artículo primero del proyecto de ley, se estaría otorgando una autorización al Poder Ejecutivo, para que por medio del Ministerio de Hacienda se tenga la posibilidad de emitir títulos valores en el mercado internacional³². Además, la misma norma, establece que este nuevo mecanismo de financiamiento tendría como finalidad específica convertir deuda bonificada interna en externa y/o cancelar deuda externa.

Según lo indicado por el Ministerio de Hacienda³³, para el 2018 la Tesorería Nacional propuso una estrategia de gestión de deuda que incluye entre otros aspectos la puesta en marcha de la Ley de Eficiencia en la Administración de los Recursos Públicos, Ley N.º 9173, el empleo del mecanismo de subastas inversas, canjes de deuda, la creación de nuevos títulos valores (como el Título de propiedad rendimiento ajustable soberano TPRAS) y el estudio de fuentes alternativas de fondeo. La estrategia de endeudamiento de Mediano Plazo del Gobierno, desarrollada durante el 2018, perseguía realizar mayoritariamente colocaciones en instrumentos de mediano y largo plazo, principalmente en colones, con el fin de propiciar un alargamiento en la estructura de vencimientos

³¹ Según oficio TN-0239-2019 del 13 de febrero de la Tesorería Nacional suscrito por Mauricio Arroyo Rivera, Subtesorero Nacional

³² La colocación de títulos se puede efectuar en diferentes mercados como Europa, Estados Unidos (Nueva York) y Asia. Cada mercado define sus reglas. La moneda extranjera es variable, puede colocarse en dólares, euros o yenes japoneses.

³³ Según oficio DM-0451-2018 del 6/03/2018 suscrito por Helio Fallas, Ministro de Hacienda y oficio TN-294-2018 del 21/02/2018 suscrito por Mauricio Arroyo Rivera, subtesorero Nacional y exposición de motivos

del portafolio de deuda, con el propósito de reducir la presión en el corto plazo, reducir el riesgo de refinanciamiento y riesgo de moneda.

No obstante lo anterior, la trayectoria creciente de la deuda pública y la incertidumbre sobre la resolución del problema fiscal incidieron de manera directa en la gestión de financiamiento de la Tesorería Nacional, que tuvo que incrementar en los últimos meses del año las tasas de interés ofrecidas para lograr cubrir sus necesidades de financiamiento, ampliar los mecanismos de captación interna, en especial con los contratos de colocación en moneda extranjera, y aplicar un programa de canjes de deuda.

En el Programa Macroeconómico el BCCR 2019-2020 se señala que *“La trayectoria creciente del déficit fiscal, de la deuda pública y de las necesidades de financiamiento del Gobierno en el mercado financiero interno, y la demora en lograr un acuerdo político para resolver el problema fiscal, introdujeron una gran incertidumbre en el 2018, incidieron de manera directa en la prima por riesgo de los bonos soberanos en los distintos mercados de negociación y dificultaron la gestión de la Tesorería Nacional para atender sus requerimientos en el mercado local. Esa tensión se transmitió al mercado cambiario, en la forma de una dolarización parcial de los ahorros por parte de los agentes económicos y una creciente demanda de divisas por parte del Gobierno para atender sus vencimientos de deuda en moneda extranjera.*

Las tensiones financieras en el segundo semestre de 2018 también se reflejaron en un aumento en la percepción sobre el riesgo país de Costa Rica, influido por la incertidumbre sobre la situación fiscal³⁴. La reducción en la calificación de la deuda soberana por parte de Moody's el 5 de diciembre, y de Standard and Poor's el 21 de diciembre, representó un impacto negativo adicional. El margen soberano (diferencial entre el rendimiento de los bonos de deuda costarricense y los bonos del Tesoro de los EUA, medido por el indicador EMBIG) pasó de 367 puntos en 2017 a 540 puntos un año después (134 puntos en el segundo semestre del año).

No obstante lo anterior, la Tesorería Nacional logró atender sus necesidades de financiamiento mediante la colocación neta de bonos deuda interna, la ampliación de los mecanismos de captación interna como lo fue el uso de la figura de “contratos de colocación” en moneda extranjera, y la aplicación de un programa de canjes de deuda interna.

Adicionalmente, y con el fin de procurar una presencia más ordenada del Gobierno en los mercados de deuda y reducir las presiones sobre el sistema financiero interno, el Ministerio de Hacienda solicitó financiamiento al Banco Central mediante la venta de Letras del Tesoro, operación de financiamiento excepcional y

³⁴ Dicha percepción se dispuso en parte luego de la resolución positiva de la Sala Constitucional de la Corte Suprema de Justicia sobre el Proyecto de “Ley de Fortalecimiento de las Finanzas Públicas” y su posterior aprobación en la Asamblea Legislativa

*de corto plazo que fue formalizada el 25 de setiembre por un monto cercano a \$499 mil millones, y cancelada en forma anticipada en el mes de diciembre. Por haber sido éste un financiamiento de corto plazo, su efecto monetario y sobre la inflación fue estimado como inmaterial.*³⁵

Valga destacar que en de setiembre del 2018 el Banco Central (BCCR) acordó comprar letras del tesoro a 90 días por un monto de hasta 860 millones de dólares (1,5% del PIB). Por su parte, al final del 2018 el gobierno reembolsó al BCCR y cumplió con otras necesidades de financiamiento mediante la emisión de bonos por 600 millones de dólares, emitidos locamente y través de colocación privada; a lo cual se agregó la recuperación de activos relacionados con la adquisición de Bancrédito por el Banco de Costa Rica (BCR), los fondos recaudados mediante la amnistía fiscal; y subastas de deuda interna tras la aprobación de la reforma fiscal.

De acuerdo con el “Informe Anual sobre el Estado y Evolución de la Deuda Pública Interna y Externa”³⁶ de marzo del 2019, como elementos a destacar en la gestión de la deuda se señalan:

- La colocación de deuda bajo la nueva modalidad de Contratos de colocación, lo que le permitió al Gobierno el ingreso de \$600 millones; colocados de una forma exitosa.
- La colocación y cancelación anticipada de las Letras del Tesoro al BCCR, por alrededor de \$499 mil millones.
- La amnistía tributaria le permitió al Gobierno recibir ingresos por alrededor del 0,2% del PIB durante diciembre 2018.
- Se recuperaron recursos producto de la Ley N°9605 de Fusión del BCR con el BCAC.

Considerando lo anterior, colocar títulos en el mercado internacional, se plantea como en elemento en la estrategia de endeudamiento que establece una fuente de financiamiento alterna al mercado local, que permitiría aliviar las presiones del mercado interno, la diversificación de las fuentes de fondeo del Gobierno en momentos de baja liquidez, disminuir la presión sobre las tasas de interés³⁷ y así reducir el costo de los recursos en el mercado local, por lo que también incentivaría la producción nacional. Todo ello, pretende mejorar la estructura o

³⁵ Programa Macroeconómico 2019-2020

³⁶ “Informe anual sobre el Estado y Evolución de la Deuda Pública Interna y Externa”. Dirección de Crédito Público del Ministerio de Hacienda. Marzo 2019

³⁷ Los jerarcas del BCCR, BCR, Banco Popular y el INS el lunes 18 de marzo, cuando se manifestaron a favor del proyecto de ley en estudio, explicaron los posibles efectos negativos en tasas de interés, reducción del crédito, aumento en morosidad y desempleo en caso de que el Congreso no aprueba dicha iniciativa, específicamente advirtieron que se prevé un incremento de 2,35 puntos porcentuales (p. p.) en las tasas de interés con base en los niveles actuales, ante la necesidad del Gobierno de captar este año \$1.500 millones. Además, se estima que al menos 8.500 créditos entrarían en morosidad a más de 90 días, este mismo año, en caso de elevarse los intereses. La Nación, 18 marzo 2019

composición de la deuda pública, un calce adecuado con los vencimientos en dólares mitigando la exposición al riesgo cambiario del stock en moneda extranjera, permitiéndole al Ministerio de Hacienda gestionar los riesgos asociados al portafolio; no obstante si la deuda se utiliza para canjear deuda interna en colones, el riesgo cambiario podría aumentar.

3.2 Sobre el monto autorizado (artículo 2)

El artículo 2 del proyecto de ley establece que la emisión de deuda en el mercado internacional autorizada al Poder Ejecutivo es por un monto de hasta US\$6.000 millones, o su equivalente en cualquier otra moneda. Además, el numeral, dispone que dicha emisión podrá efectuarse en un plazo de seis años y anualmente no podrá exceder un máximo de US\$1.500 para los dos primeros años y de US\$1.000 millones los años siguientes.

Dado el peso del servicio de la deuda y tomando en consideración que la razón deuda/PIB mantendrá una tendencia creciente, las necesidades brutas de financiamiento del Gobierno también continuarán siendo altas.

De acuerdo con las proyecciones del Ministerio de Hacienda dichas necesidades de financiamiento para los años 2019 -2020 rondarían el 12.3% y 10.8% del PIB respectivamente. Para los años siguientes, estas necesidades son mayores a excepción del 2023, pese a las mejoras mostradas en el déficit financiero. No obstante, indica el Ministerio de Hacienda que se espera que en un horizonte de más largo plazo estas necesidades tiendan a disminuir particularmente por disminuciones paulatinas en el endeudamiento de gobierno.

En el siguiente cuadro se muestran las proyecciones detalladas de necesidades y fuentes de financiamiento del Gobierno Central. Lo anterior, bajo el supuesto que el Gobierno tendrá acceso a financiamiento externo de fuentes multilaterales y por medio de la colocación de bonos en el mercado internacional, lo que permitiría reducir el monto de financiamiento interno como proporción del PIB.

Cuadro N°13
Necesidades y fuentes de financiamiento del Gobierno Central
-como porcentaje del PIB-

	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
I. Necesidades de Financiamiento (A+B+C)	12.2%	12.3%	10.8%	11.6%	11.2%	9.6%
A. Déficit financiero del GC)	5.9%	5.9%	5.1%	4.9%	4.2%	3.8%
B. Total amortización (incluyendo ST deuda)	6.3%	6.5%	5.6%	6.7%	7.0%	5.8%
i. Total Deuda Interna Amortización	6.2%	6.3%	5.1%	6.5%	6.9%	4.2%
ii. Total Deuda Externa Amortización	0.2%	0.1%	0.5%	0.2%	0.1%	1.6%

C. Otros	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
II. Fuentes de financiamiento (A+B+C)	12.2%	12.3%	10.8%	11.6%	11.2%	9.6%
A. Deuda Interna	11.6%	7.8%	7.1%	8.9%	8.6%	7.4%
i. Valores	11.6%	7.8%	7.1%	8.9%	8.6%	7.4%
ii. Otros	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
B. Deuda Externa	0.5%	4.5%	3.7%	2.6%	2.6%	2.2%
i. Valores	0.0%	2.5%	2.4%	1.5%	1.5%	1.5%
ii. Organismos Multilaterales, bilaterales, otros	0.5%	2.1%	1.3%	1.1%	1.1%	0.7%
Multilaterales	0.5%	1.9%	1.1%	0.8%	0.9%	0.4%
Bilaterales	0.0%	0.1%	0.2%	0.2%	0.1%	0.0%
Por definir (Plan de Inversión)	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.2%	0.2%
C. Uso de activos y otros incluyendo privatización	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

Fuente: Informe anual sobre el Estado y Evolución de la Deuda Pública Interna y Externa". Dirección de Crédito Público, Ministerio de Hacienda. Marzo 2019.

Como se muestra, las necesidades brutas de financiamiento del Gobierno Central han presentado un crecimiento acelerado en los últimos años, de acuerdo con la exposición de motivos del proyecto, casi el 50% de esas necesidades brutas se explican por vencimientos de la deuda del Gobierno Central, los cuales son susceptibles de ser renovados, sin embargo, como se evidencia en el presupuesto para el año 2019 se requiere financiar nuevo endeudamiento.

Como se muestra en el cuadro anterior, el Gobierno pretende financiamiento de diversa fuentes: las emisiones de títulos valores en el mercado local, préstamos externos, emisiones de bonos internacionales y las líneas de crédito.

La fuente de financiamiento ha sido principalmente el mercado interno, tal como se aprecia en el cuadro anterior en el año 2018, de un 12,2% de necesidades a PIB, un 11,6% correspondió a financiamiento local. Situación que ha implicado una competencia por los recursos entre el sector privado y el gobierno generándose una presión en las tasas de interés locales. Es por ello que, se plantea que una disminución de la demanda en el mercado interno podría revertir ese comportamiento en favor de mejores condiciones de financiamiento para el sector privado favoreciendo de esa forma el crecimiento económico nacional.

Por su parte, la fuente de financiamiento por préstamos externos, representaron solamente el 0,5% del PIB, la misma es utilizada principalmente para el desarrollo de proyectos en ejecución para infraestructura nacional. Las proyecciones para los años siguientes, que realiza la Dirección de Crédito Público incorporan además, de los créditos en ejecución, los del plan de inversión pendientes de ser presentados y aprobados por la Asamblea Legislativa.

Con el objetivo de poner en perspectiva la importancia relativa del proyecto en discusión, en el siguiente cuadro se muestran los montos del servicio de la deuda del Gobierno Central y los vencimientos del principal para el periodo 2018-2020:

Cuadro N°14
Servicio de la deuda de Gobierno Central 2018-2020
Con supuestos de emisiones de eurobonos 2019-2020*
- en moneda de pago y cifras en millones-

	Colones			Dólares			Totales	
	2018	2019	2020	2018	2019	2020	Colones	Dólares
Deuda Interna	4,612,001	3,187,123	2,659,260	1,544	1,473	1,229	10,458,384	4,246
Amortización	3,758,614	1,984,971	1,487,165	1,253	1,069	838	7,230,750	3,160
Intereses	853,387	1,202,152	1,172,095	291	404	391	3,227,634	1,086
Deuda Externa	-	-	-	452	460	869	-	1,781
Amortización	-	-	-	97	91	341	-	529
Intereses	-	-	-	355	369	527	-	1,252
Total	4,612,001	3,187,123	2,659,260	1,996	1,932	2,098	10,458,384	6,026
Amortización	3,758,614	1,984,971	1,487,165	1,350	1,159	1,179	7,230,750	3,689
Intereses	853,387	1,202,152	1,172,095	646	773	918	3,227,634	2,338
Total deuda colonizada en 2019 **		3,187,123			1,187,078.76		4,374,201.76	

Notas:

* Información actualizada por la DCP, suministrada el 15/03/2019

**Tipo de cambio de dólares supuestos para el año 2019 es de ₡614.43 (DCP)

No incluye canjes en el 2019

Fuente: Dirección de Crédito Público

Como se observa, el Ministerio de Hacienda deberá hacerle frente en el año 2019 a un monto total colonizado que asciende a ₡4,374,201.76 millones, aproximadamente \$7,119.12 millones, siendo que con el proyecto se estimaría financiar la suma de \$1,500 millones, tómese en cuenta que el servicio de la deuda interna denominada en US\$ en el 2019 alcanzaría los \$1,473 millones, siendo que lo correspondiente a deuda externa correspondería a \$460 millones.

De acuerdo con el Ministerio de Hacienda esta cifra resulta bastante elevada para ser financiada internamente, tomando en consideración que el saldo de la riqueza financiera del sector privado³⁸ a mayo del 2018 crecía a un ritmo de 8,8%, su nivel más bajo en los últimos tres años.

³⁸ Es un conjunto de activos financieros que poseen los agentes económicos. De acuerdo al Manual de Estadísticas Monetarias y Financieras del Fondo Monetario Internacional los activos financieros se definen como "un subconjunto de los activos económicos: entidades sobre las que las unidades institucionales ejercen derechos de propiedad, individual o colectivamente, y de las que sus propietarios pueden obtener beneficios económicos por su posesión o uso durante un período de tiempo". Los activos financieros están compuestos por:

1. Numerario en poder del público (NPP): Es el efectivo en manos del público.

Como se mencionó, uno de los objetivos principales de esta emisión internacional es permitir al país acceder a una fuente alternativa de financiamiento que se utilizarían para sustituir deuda interna por deuda externa, aprovechando condiciones de tasas de interés favorables en el mercado internacional en relación con las internas, lo cual incidiría en una menor presión sobre las tasas de interés que podría ejercer el Ministerio de Hacienda al tratar de financiarse en el mercado local.

De acuerdo con las estimaciones de la DCP las emisiones de títulos en el exterior solventarían cerca del 20% del total de las necesidades el 2019 y 2020 en cada período, mientras que para el período 2021- 2023 cubrirían aproximadamente el 14% de las necesidades brutas de financiamiento. Lo anterior, permitiría mejorar el portafolio de deuda por cuanto se **reduce el riesgo de refinanciamiento** esto porque al disponer de recursos, se disminuye la necesidad del Gobierno por tener que colocar en títulos de corto plazo en el mercado local, tema de discusión de las calificadoras de riesgo, las cuales han señalado como una debilidad el limitado acceso al mercado de capitales internacional que tiene Costa Rica como resultado de las restricciones legales, dado que se mantiene la demanda por inversión financiera en Costa Rica por parte de inversionistas internacionales. Otro beneficio es que se **mejoraría la maduración promedio del portafolio** de deuda al optar con emisiones en el exterior de más largo plazo. Por su parte el **riesgo cambiario se reduce** también, dados los vencimientos en moneda extranjera tanto de la deuda externa como interna.

Tal y como se observa en los siguientes cuadros, entre el año 2019 y 2024 los vencimientos de deuda del Gobierno en moneda extranjera (deuda externa e interna) suman \$6.346,48 millones (cuadros N°15 y N°16), como puede observarse, este monto es similar al solicitado en el artículo 2 del proyecto en estudio para autorizar al Poder Ejecutivo a realizar la emisión de títulos valores y colocar en el mercado internacional, según los tractos establecidos en ese numeral:

Cuadro N°15
Vencimientos de deuda externa
Eurobonos vigentes en dólares

Colocación de Eurobonos	Fecha de emisión	Tasa de interés (%)	Año de vencimiento	Monto de la emisión
-------------------------	------------------	---------------------	--------------------	---------------------

2. Depósitos: Son derechos frente a intermediarios financieros. (Depósitos en cuenta corriente, Depósitos a plazo y certificados de inversión, Depósitos de ahorro a la vista, Depósitos judiciales. Depósitos a plazo vencido, otros valores).

3. Bonos de Estabilización Monetaria (BEM): Son títulos emitidos por el Banco Central, con el objetivo de aumentar o reducir la oferta monetaria. Este rubro incluye los Certificados de Depósito en dólares (CERT\$).

4. Depósitos electrónicos a plazo (DEP): Es una inversión a plazo en colones, cuyo emisor es el Banco Central, que se constituye de forma electrónica exclusivamente desde Central Directo.

5. Bonos fiscales: Valores emitidos por el Ministerio de Hacienda

				(US\$)
USP3699PAA59	24/03/2000	9,9950	01/08/2020	250.000.000
USP3699PGB78	16/11/2012	4,2500	26/01/2023	1.000.000.000
Total vencimientos al año 2024				1.250.000.000
USP3699PGE18	01/02/2013	4,3750	30/04/2025	500.000.000
USP3699PGF82	01/02/2013	5,6250	30/04/2043	500.000.000
USP3699PGH49	01/02/2014	7,0000	04/04/2044	1.000.000.000
USP3699PGJ05	15/01/2015	7,1580	12/03/2045	1.000.000.000
Total deuda				4.250.000.000

Fuente: Dirección de Crédito Público, Ministerio de Hacienda

Cuadro N°16
Perfil de vencimientos de la deuda interna contratada en dólares
al 31 de diciembre del 2018

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Total 2019-2024
Total vencimientos	1.011,03	837,74	1.636,93	1.007,92	192,45	410,40	5.096,47

Fuente: Dirección de Crédito Público, Ministerio de Hacienda

Como referencia, en el capítulo V se detallará la experiencia del Ministerio de Hacienda en operaciones de emisión de títulos valores internacionales en el período 2012-2015 cuando el país realizó cuatro emisiones de deuda externa en títulos denominados Eurobonos por un total de \$4.000 millones, con plazos de vencimiento que rondaron entre 10 y 30 años, todas en el marco de la Ley N° 9070, siendo que, de acuerdo con esa cartera se han alcanzado los objetivos planteados y honrado los vencimientos de los títulos negociados emitidos internacionalmente con ocasión de esa normativa.

Estrategia 160 DCP

Es importante destacar que en el Informe anual sobre el Estado y Evolución de la Deuda Pública Interna y Externa se establece la estrategia de colocación con un horizonte de mediano y largo, en la cual se asume que luego de la aprobación en la Asamblea Legislativa del expediente en estudio, se realizarán colocaciones en los mercados internacionales de hasta US\$1.500 en el bienio 2019-2020 y de US\$ 1.000 millones en cada año del 2021 al 2023.

La Dirección de Crédito Público en dicho informe proporciona los detalles de varias estrategias, entre ellas la Estrategia 160 (Estrategia DCP) que se constituye en la recomendada por esa Dirección a las autoridades del Ministerio de Hacienda. Dicha propuesta busca mantener el adecuado balance entre las diferentes opciones que se presentan en el mercado en cuanto a moneda, tasas, plazo, todo esto en el contexto de expectativas de reducción de presión sobre las tasas de interés a nivel local. Al respecto, se indica que esa estrategia debe ser considerada como la guía para lograr el mejor desempeño de la cartera de deuda,

ya que acota los riesgos asociados al manejo eficiente y responsable de las necesidades del Gobierno.

De acuerdo con el informe, *“esta estrategia busca realizar colocaciones en instrumentos en moneda local a plazos largos y a tasas fijas, además incorpora la emisión de eurobonos en el mercado internacional. Aproximadamente el 20% del total de las necesidades en el 2019 y 2020 en cada periodo, mientras que para los años siguientes (2021, 2022 y 2023) cubrirían aproximadamente el 14% de las necesidades brutas de financiamiento”*.

La propuesta establece una combinación de costo y riesgo, así como, una composición de su cartera con *“...importante concentración en títulos denominados en moneda local a diferentes plazos de aproximadamente el 77%. Además, muestra una concentración en títulos a tasa fija de 81% para los años de análisis. Finalmente se propone realizar mayormente operaciones superiores a 5 años y favorecer la maduración promedio del portafolio.”* En el siguiente cuadro se muestra la estrategia propuesta por la DCP.

Cuadro N°17
Estrategias 160 (Propuesta de DCP)
Composición del portafolio deseada

ESTRATEGIA 160						
Instrumento	Plazo	2019	2020	2021	2022	2023
Descuento colones	1 año	8%	8%	8%	8%	8%
Tasa fija colones	3 años	13%	13%	13%	13%	13%
Tasa fija colones	5 años	14%	14%	14%	14%	14%
Tasa fija colones	7 años	20%	20%	20%	20%	20%
Tasa Básica	12 años	12%	12%	12%	12%	12%
Descuento dólares	1 año	0%	0%	0%	0%	0%
Tasa fija dólares	5 años	0%	0%	0%	0%	0%
Tasa fija dólares	10 años	6%	6%	6%	6%	6%
Eurobonos	10 años	18%	18%	18%	18%	18%
UDES	10 años	5%	5%	5%	5%	5%
UDES	15 años	5%	5%	5%	5%	5%
TOTAL		100%	100%	100%	100%	100%

Fuente: Dirección de Crédito Público, Ministerio de Hacienda

“Este escenario también incorpora colocaciones en instrumentos a un año plazo, esto para buscar el equilibrio dentro del portafolio y aprovechar en alguna medida las tasas bajas que usualmente se concentran en el corto plazo y por tanto, lograr una reducción en el costo del portafolio. Al sumar las colocaciones en y dólares a menos de un año este monto no supera el 8% del total de la estrategia, lo que está acorde a los estándares internacionales y países similares, por lo tanto, se reduce el riesgo de refinanciamiento colones. Con la estrategia propuesta, se logra disminuir los riesgos de tipo de cambio,

ya que a diciembre 2018 la participación de deuda contratada en dólares alcanza el 40,8% para disminuir ese indicador, se propone colocar en moneda extranjera, aproximadamente el 24% de las necesidades de financiamiento anuales, porcentaje acorde con los parámetros aceptables de riesgo. Mantener este indicador controlado es una de las recomendaciones que realizó el FMI³⁹. Adicional al supuesto de colocación de US\$6.000 millones de dólares en mercados internacionales para los siguientes 5 años, también se propone realizar colocaciones en el mercado local en moneda extranjera a plazos largos, esto para no limitar al inversionista local la adquisición de títulos denominados en moneda extranjera y con eso mantener la diversificación de las fuentes de financiamiento.

Esta estrategia 160 no deja de lado la colocación de deuda con tasas variables o indexadas. A pesar de que durante el 2018 las colocaciones en TUDES fueron prácticamente nulas, principalmente por la baja inflación (lo que no propició el interés de los inversionistas) esta estrategia, aunque en proporciones menores, sí incorpora este instrumento como fuente de financiamiento para los siguientes años, ya que cumple uno de los objetivos propuestos, el alargamiento del perfil de vencimientos. Se espera que ante el incremento de la confianza por parte de los agentes económicos, especialmente los institucionales como lo son fondos de pensión, se propicien las colocaciones en este tipo de instrumentos, es importante mantener este tipo de títulos de deuda en la mente de los inversionistas, es por eso que en la propuesta DCP se mantiene como una opción más.⁴⁰

De acuerdo con la DCP, la aplicación de la estrategia "...genera un cargo por intereses más revaluación de la deuda de **¢9.897 millones** acumulados a valor presente en los 5 años de análisis. Este dato es el segundo más bajo que se presenta entre los 5 portafolios que se encuentran en estudio. Esta característica se da como el resultado de la adecuada distribución de la cartera que permite mitigar y administrar los riesgos asociados, este logro se presenta como consecuencia de la incorporación de colocaciones efectuadas en los mercados internacionales, generando una sustitución parcial de dólares con tasas altas en el mercado local por dólares con tasas bajas en el mercado internacional".

Además, el informe también resalta que "...la Estrategia 160 es la que en general mejor soporta los diferentes shocks propuestos para sensibilizar los diferentes escenarios. Esta composición de cartera permite que los diferentes shocks no afecten de forma significativa los indicadores al ser comparados con los otros portafolios propuestos, la distribución entre los diferentes instrumentos permite que los efectos de los shocks se diluyan o minimicen, el incremento del tipo de cambio es uno de los shocks que más lo afectan, pero este efecto es similar para

³⁹ Preparación de un Reporte de Riesgos Fiscales, FMI Junio 2014

⁴⁰ Informe anual sobre el Estado y Evolución de la Deuda Pública Interna y Externa". Dirección de Crédito Público, Ministerio de Hacienda. Marzo 2019

todos los portafolios, es un resultado esperado al incrementar la colocación en moneda extranjera.”⁴¹

3.3 Autorización para reestructurar las colocaciones de títulos valores (artículo 3)

Además, de lo comentado en el punto anterior el proyecto abre otras posibilidades para el uso de las nuevas emisiones autorizadas, otorgándole al Poder Ejecutivo la posibilidad de canjear, consolidar, convertir, renegociar o reestructurar cualquiera de las emisiones del país que aún se encuentren en circulación en el mercado internacional solamente, así como, las nuevas emisiones **autorizadas mediante este proyecto de ley** siempre y cuando esto resulte en un beneficio para la República, el cual podría ser un alargamiento de plazos, disminución en los riesgos financieros a los que se encuentra expuesto el portafolio de pasivos del Gobierno u otros que se generen dentro de la práctica internacional de gestión de la deuda.

Tómese en consideración que esta autorización genérica para reestructurar deuda en el **mercado internacional** se ha establecido antes, ya que es idéntica al artículo del mismo número que contenía la Ley N° 9070 que autorizó la emisión de bonos en el año 2012. A diferencia de la citada norma, en este artículo 3 propuesto se incluye un párrafo final que autoriza al Poder Ejecutivo para la contratación de derivados financieros para gestionar el riesgo financiero.

Adicionalmente, como parte de la gestión de riesgo de las operaciones autorizadas, el proyecto también abre la posibilidad al Poder Ejecutivo de realizar operaciones de derivados financieros mediante el mecanismo de contratación directa, lo que en teoría podría producir una mejora en la gestión de riesgo del portafolio al disminuir la concentración en títulos de corto plazo y en tasa fija, mejorando la exposición a riesgo del portafolio y el perfil de ésta.

En términos generales, un derivado es un instrumento financiero cuyo valor está vinculado al valor de otro activo (bonos, una acción, un producto o mercancía.), de una tasa de interés, de un tipo de cambio, de un índice (de acciones, de precios, u otro), o de cualquier otra variable cuantificable (a la que se llamará variable subyacente)⁴².

Existen diferentes tipos de derivados financieros, entre ellos: Forwards, Futuros, Swaps y Opciones. No obstante, entre ellos se pueden combinar, gracias a lo cual se pueden formar instrumentos más complejos y que atiendan de mejor forma las necesidades financieras de los usuarios:

⁴¹ *Idem*

⁴² Con base en Bancafacil.cl de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras - SBIF (Chile) **SBIF**. <http://www.bancafacil.cl>, consultado el 25 de marzo 2019.

- **Forwards:** Es un contrato entre dos partes, mediante el cual se adquiere un compromiso para intercambiar algo a futuro, a un precio que se determina por anticipado.
- **Futuros:** Un contrato futuro es muy similar a un forward, con la diferencia de que el futuro se negocia con contratos estándares para todas las operaciones que prevean los mismos términos contractuales y la suscripción de éstos se lleva a cabo en bolsas organizadas y no directamente entre dos contrapartes.
- **Swaps:** Un swap es un contrato financiero entre dos partes que acuerdan intercambiar flujos de caja futuros de acuerdo a una fórmula preestablecida. Se trata de contratos hechos "a medida" es decir, con el objetivo de satisfacer necesidades específicas de quienes firman dicho contrato. Debido a esto último, se trata de instrumentos similares a los forward, en el sentido de que no se transan en bolsas organizadas.
- **Opciones:** Se denomina opción a un contrato entre dos partes en que una de ellas tiene el derecho pero no la obligación, de efectuar una operación de compra o de venta de acuerdo a condiciones previamente convenidas.

3.4 Tasas de interés y plazos de vencimiento (artículo 4 y 8)

El numeral 4 del proyecto de ley plantea que la realización de las operaciones financieras, estará supeditado al cumplimiento de ciertas condiciones de rendimiento máximo para las eventuales emisiones de los eurobonos, el cual se establece en 725 puntos por encima de la curva de los bonos del Tesoro de los Estados Unidos de América de un plazo similar al plazo de la colocación, Además, se determina que dicho rendimiento deberán incluir todos los costos asociados a la emisión.

El mismo numeral también establece un plazo mínimo de vencimiento de los bonos el cual no podrá ser inferior de cinco años.

También el artículo dispone condiciones diferenciadas, en el caso de las operaciones de reestructuración de deudas (canjes, consolidación, conversión, entre otras) permitidas en el artículo 3 del proyecto de ley, con lo cual podrían colocarse, por su valor facial, con un premio o descuento sobre éste, cuando las circunstancias así lo ameriten, previo criterio de la DCP.

Además, el proyecto en el artículo 4 establece la previsión, de que en caso de un aumento del total de la deuda pública ante operaciones de reestructuración, la diferencia se deberá reducir del monto autorizado en el artículo 2 del proyecto (\$6.000 millones), con lo cual se asegura, que este tipo de operaciones no generará un mayor endeudamiento.

Sobre los rendimientos de las operaciones para reestructurar deuda, establece que, independientemente de que los títulos se coloquen con prima o descuento, **“el rendimiento al vencimiento con el cual serán vendidos no podrá superar las condiciones máximas de tasas de interés definidas en el proyecto de ley”**.

Adicionalmente, sobre el tema de las tasas de interés el proyecto de ley en su artículo 8 le ordena al Ministerio de Hacienda la presentación de un informe detallado sobre las operaciones de financiamiento internacionales a la Comisión para el Control del Ingreso y el Gasto Públicos en la Asamblea Legislativa y a la Contraloría General de la República en el plazo de un mes posterior a la fecha de cierre de cada transacción, y establece dentro de los requisitos de presentación de ese informe, los siguientes:

- a) detalle del proceso de colocación y/o reestructuración de la deuda*
- b) detalle de los costos asociados*
- c) justificación técnica de la tasa de interés pactada en función de las condiciones prevalecientes del mercado, donde se demuestren los ahorros y otros beneficios obtenidos en dicho proceso*

Sobre el tema de las tasas de interés, la Tesorería Nacional del Ministerio de Hacienda en el criterio externado a la Comisión de Asuntos Económicos⁴³, realiza un análisis para justificar técnicamente el parámetro establecido en el artículo 4, el cual se procede a señalar.

Para la definición de las tasas de interés se parte de las tasas vigentes al 5 de febrero del 2019, señalando la posible variabilidad de las condiciones actuales de mercado, por lo cual se hace un análisis histórico con el fin de considerar la volatilidad de los rendimientos.

En ese sentido, se compara la evolución de los rendimientos de los instrumentos (a 6 meses, 1 año, 2 años, 5 años, 10 años y 30 años) de la Reserva Federal de los Estados Unidos (FED) en cada mes de enero, para el período que va desde el año 2012 hasta enero del 2019.

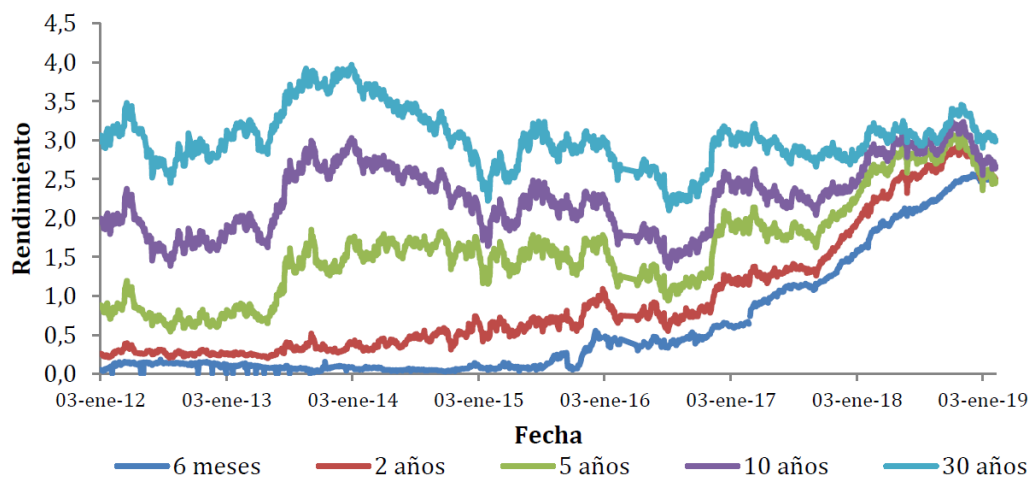
De acuerdo con Tesorería, en el estudio se evidencia que las condiciones de tasas de interés de las últimas emisiones han cambiado considerablemente y que, a partir del año 2016 la FED ha incrementado sus tasas de interés de corto plazo, lo cual ha provocado que la curva de rendimientos de los bonos del tesoro se aplanara.

Con base en lo anterior, la Tesorería concluye que “...las tasas de interés esperadas para cualquier emisión internacional aumenten, y el efecto podría ser

⁴³ Tesorería Nacional según Oficio TN-0239-2019 del 13/02/2019

mayor si adicionalmente el riesgo relativo del emisor se incrementa”. Esta situación se puede apreciar en el siguiente gráfico:

Gráfico N°9
Rendimientos de los instrumentos de la FED
A 6 meses, 1 año, 2 años, 5 años, 10 años y 30 años



Fuente: Tesorería Nacional (oficio TN 0239-2019) con base en datos de Bloomberg.

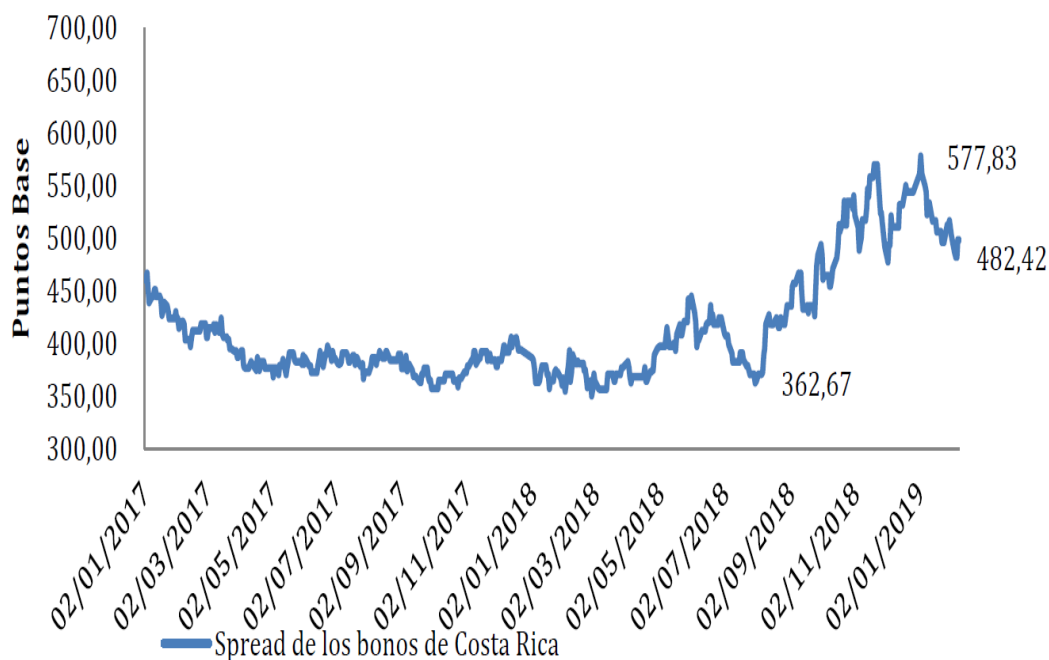
En ese sentido, con ese ejercicio se concluye que en términos generales se esperarí que de efectuarse una nueva emisión de Costa Rica las tasas de colocación sean mayores, debido a dos factores: a) el aumento de las tasas de la FED (Tasa piso libre de riesgo) y b) al deterioro de la calificación de riesgo soberana de Costa Rica.

Por su parte, se analiza el desempeño de los Eurobonos con vencimiento al 2045 de Costa Rica (bde45) con respecto al bono del Tesoro de Estados Unidos con vencimiento al 2046 (bus46)⁴⁴, con lo cual se desprende que el spread de los bonos ha aumentado considerablemente en los últimos meses⁴⁵, lo que implica que, los bonos de Costa Rica han aumentado su rendimiento en una mayor proporción que los de Estados Unidos, y que aumente el spread. Como se muestra en enero del 2019 el spread fue de 482,42 puntos porcentuales por encima de los bonos del Tesoro, tal como se puede apreciar en el Gráfico siguiente.

⁴⁴ Instrumento bus46 que es el título con el plazo más cercano equivalente

⁴⁵ Algunas razones: solicitud del Ministerio de Hacienda al BCCR al final de 2018 por falta de liquidez, incertidumbre por la aprobación del plan fiscal, la huelga de los empleados públicos y reducción de la calificación de riesgo soberano

Gráfico N°10
Spread entre Bono bde45 (Costa Rica)
y bus46 (Estados Unidos) en el mercado

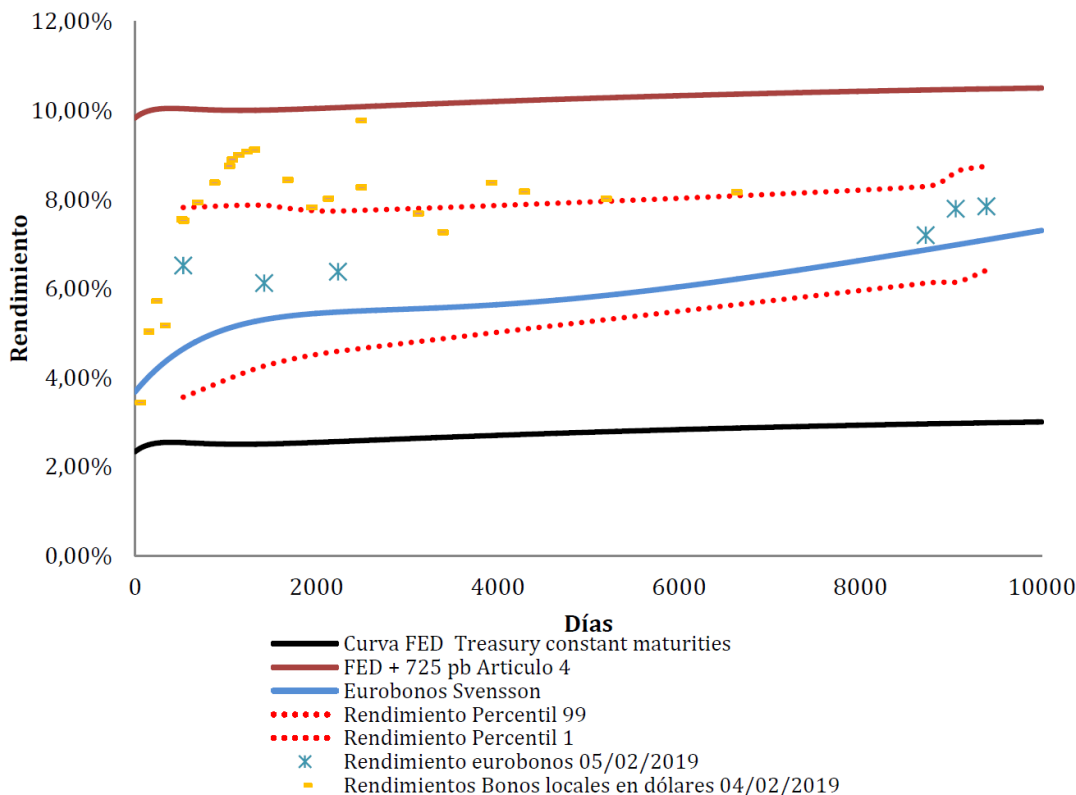


Fuente: Tesorería Nacional (oficio TN 0239-2019) con base en datos de Valmer.

De acuerdo con el análisis realizado por la Tesorería destaca la alta variabilidad en los rendimientos de los bonos de Costa Rica vigentes para los títulos bde20, bde23 y bde25.

En el siguiente cuadro se puede observar la amplitud de los percentiles 1 y 99 (líneas rojas punteadas), además, se muestra el límite planteado en el artículo 4 basado en las condiciones actuales de las tasas de Estados Unidos, que se encuentra en aproximadamente **200 puntos porcentuales** por encima del valor del percentil 99 de los rendimientos de mercado de los eurobonos emitidos.

Gráfico N°11
Límite del artículo 4, curva local en dólares
Rendimientos de mercado promedio y variabilidad (2015-2019)



Fuente: Tesorería Nacional (oficio TN 0239-2019) con base en datos de Bloomberg.

En razón de lo anterior, la Tesorería señala que esa diferencia entre el Percentil 99 de los rendimientos y la curva de la FED vigente, sirve como base para fundamentar el spread que se establece en el artículo 4 y que como mínimo podría definirse en 525⁴⁶ puntos porcentuales. El percentil 99 se encuentra por debajo de los rendimientos de las emisiones de deuda interna en dólares, representadas por los puntos naranjas en el gráfico anterior, y representa un ahorro con respecto a las emisiones locales.

De acuerdo con el criterio de la Tesorería Nacional, es esperable que los rendimientos de los nuevos bonos sean mayores a los existentes, en virtud de la baja en la calificación de riesgo del país, además, se estima que en el proceso de emisión las condiciones de mercado varíen sustancialmente.

⁴⁶ La prima de riesgo país según el trabajo de Damodaran, A. (2019) "Country Risk: determinants, measures and Implications- the 2019 edition"; para la calificación de riesgo de Costa Rica se tiene que el rendimiento adicional por riesgo país para Costa Rica para un bono de 10 años al vencimiento es de 467 puntos base. El cálculo de Damodaran se fundamenta en las primas de riesgo pagadas por los instrumentos financieros Credit Default Swaps.

Ante esta situación, indica la Tesorería que *“El soberano es adverso al riesgo; por lo tanto, no se asume el riesgo de que al realizar la operativa y los contratos para una nueva emisión, las condiciones de mercado cambien. Entonces el margen 725 puntos dada la aversión al riesgo y la volatilidad de los mercados se justifica técnicamente y apoya los objetivos de acceder a mercados internacionales los cuales son: reducir el costo del endeudamiento, liberar la presión sobre el mercado interno, y aumentar la duración del portafolio de deuda (emitir a largo plazo)”*.

En resumen, la Tesorería concluye que *“Dado el comportamiento histórico reciente de las tasas de interés de la FED, los rendimientos de los eurobonos costarricenses emitidos, la reducción en la calificación del riesgo soberano y la aversión al riesgo que debe tener el Soberano, el margen máximo de 725 propuesto en el artículo 4 del proyecto de Ley se considera técnicamente válido.”*

De aprobarse el proyecto de ley y en el caso de que el Poder Ejecutivo por medio del Ministerio de Hacienda cuente con autorización de emitir títulos valores en el mercado internacional, las condiciones para la colocación de deuda en el mercado externo deberán valorarse en función de las condiciones del artículo 4, que establece un máximo de rendimiento para las eventuales emisiones de los títulos valores y atendiendo las mejores prácticas internacionales de gestión de deuda, tal como se menciona en las directrices del FMI y BM.

3.5 Autorizaciones para el proceso de colocación (artículos 5, 6 y 7)

El artículo 5 autoriza al Ministerio de Hacienda para que realice todas las operaciones y contratos necesarios para la colocación de títulos valores en el mercado internacional, así como las acciones requeridas conforme a la práctica internacional, es decir, se refiere a todas las actuaciones necesarias durante el plazo de vigencia de los títulos valores.

Por su parte, el artículo 6 establece una autorización al Ministerio de Hacienda para que contrate la colocación, el servicio de los títulos que la ley autoriza emitir y realice todos los pagos que durante la vigencia de los títulos valores se requieran realizar conforme a la práctica internacional. Dispone además, que estas contrataciones no estarán sujetas a la legislación común de contratación administrativa sino a los “principios” constitucionales en la materia. En este mismo artículo se definen unos parámetros mínimos que deberá contener el concurso internacional para designar o escoger la institución bancaria que lidere el proceso de colocación en el mercado internacional.

El artículo 7 se refiere a otra autorización otorgada al Ministerio de Hacienda para que efectúe las contrataciones según los artículos 1, 2 y las operaciones establecidas en el artículo 3 necesarias para la colocación de deuda en el mercado internacional según la práctica usual. Igualmente serán contrataciones directas no

sujetas a los procedimientos ordinarios de la Ley de Contratación Administrativa, N.º 7494, de 2 de mayo de 1995, y sus reformas, sin embargo, se deberán respetar los principios y parámetros constitucionales que rigen la actividad contractual del Estado.

3.6 Sobre la utilización de los recursos (artículo 9)

El artículo 9 establece que cuando se utilicen los recursos de una emisión para disminuir la emisión de deuda interna autorizada en el presupuesto nacional en el año correspondiente, el cambio podrá realizarse vía decreto ejecutivo, sustituyendo los ingresos sin modificar el destino de los ingresos sustituidos aprobados en la ley de presupuesto del año respectivo, antes de publicar el decreto correspondiente. Tómese en consideración que la disminución deberá hacerse en el mismo monto en que coloque los títulos autorizados por la ley.

En ese sentido, la norma se refiere más bien a la sustitución de recursos autorizados en la correspondiente ley de presupuesto aprobada, únicamente en lo que se refiere a los ingresos, sin modificar el destino de los recursos ni el monto previsto originalmente.

Al respecto, se evidencia que las autorizaciones otorgadas al Poder Ejecutivo en este proyecto de ley no implicarían la autorización de nuevo financiamiento, solo constituyen un mecanismo de financiamiento adicional, para satisfacer las necesidades de financiamiento que anualmente son aprobadas en los presupuestos ordinarios de la República. En ese sentido, la colocación internacional no significaría un mayor nivel de gasto o de deuda al ya proyectado, implicaría un cambio de fuente de financiamiento.

3.7 Sobre las líneas de crédito (artículo 13)

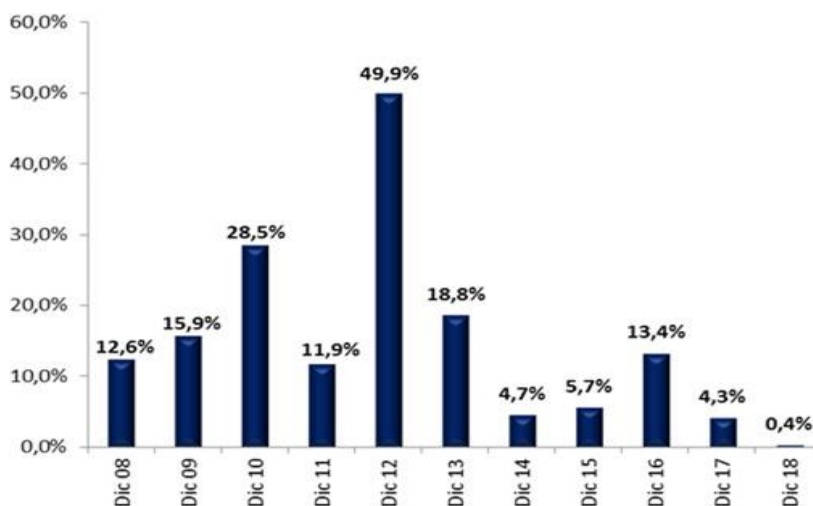
El numeral 13 regula la autorización para contratar líneas de crédito internacionales para ser activadas y canceladas en el muy corto plazo, sin requerir aprobaciones o autorizaciones institucionales, es decir se refiere a la segunda de las operaciones financieras a que se pretende autorizar con la aprobación de este proyecto.

Con la disposición, se facultaría al Poder Ejecutivo, para que en situaciones extraordinarias de escasa liquidez local y dificultades temporales en el flujo de caja, el Ministerio de Hacienda contrate las líneas de crédito internacionales por un monto máximo anual de hasta \$800 millones, en dólares estadounidenses o su equivalente en cualquier otra moneda; monto que no estará incluido dentro del máximo autorizado por año según lo dispone el artículo 2 del proyecto de ley.

En relación con lo anterior, es importante destacar las limitaciones que tiene el Gobierno en cuanto a la disponibilidad de recursos líquidos para hacer frente a los vencimientos de deuda.

En relación con la disposición de liquidez se considera que es usual que los Gobiernos tiendan a mantener un pre fondeo de caja que les permita alcanzar o cubrir una porción importante de los próximos vencimientos de deuda y que en algunos casos los montos de caja en reserva representen casi el año de los próximos vencimientos. Sin embargo, en el caso de Costa Rica los recursos líquidos con que cuenta el Estado costarricense para enfrentar sus obligaciones son bajos. Específicamente, los líquidos al cierre de diciembre del 2018 representaron un 0,4% de los vencimientos de corto plazo, no cubrió un mes completo de los vencimientos de deuda; situación que ha venido ocurriendo desde hace varios años; a excepción del año 2012 no se ha vuelto a tener disposición de recursos líquidos, tal como se muestra en el siguiente gráfico:

Gráfico N°12
Costa Rica: Recursos líquidos a menos de un año
-como porcentaje de los vencimientos-



Fuente: Dirección de Crédito Público, Ministerio de Hacienda

Lo anterior muestra que, el Gobierno no cuenta con un razonable margen de maniobra ante restricciones temporales de liquidez o coyunturas de corto plazo para mitigar el riesgo de financiamiento, a lo cual se une al hecho de que, el mercado de deuda interno tiene una capacidad limitada para absorber las crecientes necesidades de financiamiento del Gobierno Central lo cual puede implicar una eventual insuficiencia del mismo.

Tómese en consideración, como ya se mencionó, que actualmente del total de la deuda pública del Gobierno Central un 79.8% corresponde a la deuda interna y el

restante 20.2% a deuda externa, esta gran concentración de deuda en el mercado interno ejerce una presión por los recursos favoreciendo el alza en las tasas de interés.

Sobre este tema, es importante reiterar que el déficit fiscal representa un gran reto para Costa Rica en términos de sostenibilidad ya que las principales fuentes de financiamiento del presupuesto nacional provienen de los ingresos corrientes y la colocación de títulos de deuda, siendo que, los ingresos que financiarán el gasto del Gobierno Central en el presupuesto 2019 se respaldan en un 46.5% por ingresos del Gobierno, principalmente derivados de la recaudación de impuestos y en un 53.5% producto de colocación de títulos valores.

Para sustentar la autorización que se propone en el artículo 13, el Ministerio de Hacienda ha valorado la coyuntura actual de liquidez del mercado para suplir las necesidades inmediatas de flujo de caja del Gobierno, por lo que el proyecto abre un espacio de oportunidad para que ese Ministerio, pueda acceder a este tipo de operaciones financieras señaladas, bajo la modalidad de corto plazo y bajo línea de crédito en casos calificados de escasa liquidez local y dificultades temporales en el flujo de caja, dispensando sin que tenga que requerir las autorizaciones institucionales que establece la ley actualmente, mientras se restablecen los mecanismos usuales de colocación mediante títulos valores.

Tómese en consideración, que las autorizaciones institucionales a que se refiere este artículo, y que se buscan dispensar son las que establece el subsistema de crédito público, creado en el Título VII (artículos 78 y siguientes) de la Ley N° 8131, Ley de Administración Financiera de la República y Presupuestos Públicos (LAFRPP)⁴⁷, que en su artículo 83 dispone que la aprobación de la política de endeudamiento público corresponde al Presidente de la República “*a propuesta de la Autoridad Presupuestaria*”, además de la aprobación que corresponde al Ministerio de Planificación Nacional y Política Económica, para que cualquier ministerio u organismo público “*inicie trámite para obtener créditos en el exterior*”, según dispone el artículo 10 de su ley Orgánica⁴⁸, y finalmente el dictamen favorable que debe brindar el Banco Central de Costa Rica, “*siempre que el gobierno tenga el propósito de efectuar operaciones de crédito en el extranjero*” según dispone el artículo 106 de su Ley Orgánica.⁴⁹

En este sentido, las líneas de crédito se constituyen en una fuente de financiamiento puente para el gobierno, las cuales serían contratadas en caso de que, ante eventos coyunturales, no sea beneficioso o factible realizar las colocaciones externas y permitiría esperar por mejores condiciones para emitir sus títulos en el mercado internacional, en el caso de coyunturas económicas

⁴⁷ Ley de la Administración Financiera de la República y Presupuestos Públicos, Ley N° 8131 del 18 de setiembre de 2001.

⁴⁸ Ley Nacional de Planificación. Ley N° 5525 del 02 de mayo de 1974.

⁴⁹ Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica, Ley N° 7558 del 03 de noviembre de 1995.

internacionales temporales que no sean favorables. Ante esta situación el uso de las líneas de crédito permitiría atender las obligaciones inmediatas del gobierno mientras se realiza la colocación internacional. Como se mencionó, estas líneas de crédito son de corto plazo, por lo que, es de esperar que los rendimientos sean inferiores a una emisión de títulos y las mismas serán canceladas con los recursos de la posterior emisión internacional.

De acuerdo con el criterio externado por la Tesorería Nacional “... *En caso de que el mercado de capitales interno no sea capaz de suplir las necesidades momentáneas de efectivo, es imperioso contar con ese tipo de herramientas que permitan al Ministerio de Hacienda hacer frente a los compromisos al menor costo y rapidez posible. Siguiendo ejemplos de otros países y las mejores prácticas emitidas por los organismos internacionales, un instrumento que puede colaborar en fechas focales de pago o de poca liquidez en el mercado lo constituye las “Líneas de Crédito, herramienta que es ofrecida por organismos internacionales y banco de presencia internacional.”* ⁵⁰

Debe tomarse en consideración que la Ley de presupuesto contiene una proyección de los ingresos y gastos en un período presupuestario determinado, en razón de lo cual no refleja los flujos de efectivo reales, por tanto las necesidades de efectivo pueden resultar superiores a los ingresos de caja y ocasionar descalces en el flujo de caja para afrontar las obligaciones del gobierno por lo que resulta un instrumento viable para colaborar con la liquidez. En ese sentido, la Tesorería señala que en “... *este instrumento se tiene como un recurso equiparable a casos de emergencia, por lo que debe establecerse con más rigurosidad la contratación de esta herramienta mediante decreto ejecutivo.*” Asimismo, considera necesaria la aprobación del proyecto de Ley en estudio ya “... *que permitirá a los gestores de la deuda del Ministerio de Hacienda, poder recurrir a fuentes de financiamiento externas, mercados de mayor tamaño, profundidad y liquidez, aprovechar condiciones financieras acordes con el cumplimiento de los objetivos y de las mejores prácticas internacionales de gestión de deuda.*”

La situación fiscal del país aunada a la discusión sobre el proyecto de reforma fiscal durante el 2018, provocó altos niveles de incertidumbre entre los inversionistas y con ello escasez de recursos para que el Ministerio de Hacienda accediera a éstos, elementos que explican la presión sobre las tasas de interés en el mercado de capitales, y que obligó a ese ministerio a recurrir a la emisión y colocación de las Letras del Tesoro con el Banco Central de Costa Rica (BCCR), que como se mencionó fueron canceladas en diciembre del 2018.

En estos casos, en que el mercado de capitales no sea capaz de suplir dichas necesidades momentáneas de efectivo, resulta de importancia que Ministerio de

⁵⁰ Según oficio TN-0239-2019 del 13 de febrero del 2019

Hacienda cuenta con alternativas de financiamiento para atender sus requerimientos al menor costo posible. De acuerdo con la Tesorería, dentro de “... las mejores prácticas emitidas por los organismos internacionales sobre la gestión de la deuda, un instrumento que pueda colaborar en fechas focales de pago o de poca liquidez son la Líneas de Crédito, herramienta que es ofrecida por organismos internacionales como el Fondo Monetario Internacional (FMI), Banco Centroamericano de Integración Económica (BCIE), Banco de Desarrollo de América Latina (CFA) y bancos con presencia internacional, elemento que ha sido adoptado en varios países de Latinoamérica como México, Colombia, Uruguay, República Dominicana y Nicaragua.”

Con respecto al financiamiento con instituciones como el Banco Interamericano de Desarrollo (BID), el Banco Mundial (BM) y el Banco Centroamericano de Integración Económica (BECIE), el Ministerio de Hacienda⁵¹ señala que el financiamiento con esas instituciones financieras “...está siendo gestionado en este momento, y es parte fundamental de la estrategia de diversificación de la deuda pública. No obstante, los ingresos que obtengamos por medio de esta fuente no serían suficientes para cubrir el total de necesidades establecidas en el Presupuesto Nacional.”

No obstante, las líneas de crédito a que hace referencia el artículo 13 del proyecto de ley son de índole comercial⁵², no se trata de líneas de crédito provistas por organismos multilaterales, principalmente por las características propias del instrumento financiero, que se trata de una línea de crédito de muy corto plazo (menos de un año) y que se utilizará, como se indicó, únicamente de manera contingente en caso de que otros mecanismos de financiamiento no estén disponibles o no sea el momento oportuno para utilizarlos.

Algunos ejemplos de créditos similares en Costa Rica, son las líneas contratadas por instituciones públicas como la Refinadora Costarricense de Petróleo (RECOPE) o el Instituto Costarricense de Electricidad (ICE) utilizadas para el financiamiento de corto plazo como capital de trabajo, las cuales son provistas por Bancos de inversión internacional como HSBC, JP Morgan, Citibank, Credit Swiss y BN Paribas entre otros.

Adicionalmente, es importante resaltar que este artículo impone restricciones relacionadas con las condiciones financieras de las líneas de crédito a contratar que limitan este tipo de operaciones. Por lo cual establece que no podrá contratarse líneas de crédito en las siguientes situaciones:

⁵¹ Según oficio DM-0186-2019 del 18 de febrero del 2019 suscrito por Rocio Aguilar Montoya, Ministra de Hacienda.

⁵² Según correo electrónico del señor Melvin Quiros Romero, Director de Crédito Público, del 3 de abril de 2019.

- a) Los intereses pactados sobre los saldos deudores diarios de la línea de crédito son a una tasa de interés en dólares superior a la Tasa Libor (o la referencia que se calcule en sustitución) a 6 meses más un margen del 4,0%, o su equivalente en otras monedas diferentes del dólar o en tasa fija.
- b) Los intereses moratorios sean superiores en un treinta por ciento (30%) de la tasa pactada para los intereses corrientes.
- c) Las comisiones por pagar, semestralmente, son superiores a lo que resulte de aplicar el dos por ciento (2%) del monto del financiamiento.

A manera de ilustración, en el siguiente cuadro se resumen las características financieras de líneas de crédito que se han autorizado a RECOPE, las cuales son provistas por varios bancos de inversión⁵³. Se observa que en este caso particular, las tasas de interés están referenciadas principalmente a la tasa Libor más un margen o comisión dependiendo del banco comercial que se trate, el plazo máximo en todos los casos es de 180 días, siendo que, la garantía está constituida por un pagaré o una letra de cambio. Por su parte, las formas de pago son diversas y generalmente los bancos no aplican comisiones.

Cuadro N° 18
Condiciones financieras de líneas de crédito aplicables a operaciones realizadas por RECOPE

Banco	Tasa de Interés	Plazo Máxim días	Tasa de interés Moratoria	Tipo de Garantía	Prepago	Formas de Pago	Comisiones
BN Paribas	Tasa Libor más comisión	180	No Indica	Pagaré	Si	Principal e intereses al vencimiento	No aplica
BICSA, Miami	Tasa Libor *a 6 meses + 3% anual	180	No Indica	Letra de Cambio	No	Principal al vencimiento e intereses mensuales	Negociables en cada operación
Daviyenda, S.A.	Tasa Libor más margen fijo	180	Tasa de interés corriente más 2,00%	Letra de Cambio	No	Hasta 6 meses - Principal e intereses al vencimiento. Superiores. Hasta 12 meses - cuotas mensuales de capital e intereses por mes vencido	No aplica
BLADEX	Tasa Libor más comisión	180	No Indica	Pagaré	Sí	Principal e intereses al vencimiento	No aplica
Scotiabank	Tasa Libor más comisión	180	Tasa de Interés corriente más 2,00%	Pagaré	Sí	Intereses mensuales y principal al vencimiento	No aplica

*Tasa Libor al 5 de abril a 6 meses: 2,64463%

Fuente: Dirección de Crédito Público, Ministerio de Hacienda

⁵³ Según correo electrónico del señor Melvin Quiros Romero, Dirección de Crédito Público, del 4 de abril de 2019.

IV. PRINCIPALES RESULTADOS DE LA COLOCACIÓN DEL EUROBONO 2012-2015 ⁵⁴

En términos generales, captar recursos en el mercado internacional tiene como objetivo principal para el país el reducir la presión sobre el mercado doméstico de capitales, diversificar las fuentes de financiamiento y aprovechar las condiciones internacionales de costo de los recursos.

Con este propósito en el período 2012-2015 el país realizó 4 emisiones de deuda externa en títulos denominados Eurobonos por un total de \$4.000 millones, con plazos de vencimiento que rondaron entre 10 y 30 años, todas en el marco de la Ley N° 9070. Esta colocación se realizó con el propósito de aprovechar las condiciones favorables de bajas tasas de interés que se presentaban en el mercado internacional.

De acuerdo con el Ministerio de Hacienda la emisión realizada al amparo de la ley N° 9070 constituyó el retorno de Costa Rica a los mercados internacionales. En ese marco el Gobierno se trazó una estrategia enfocada al alargamiento de plazos. La primer colocación se realizó a 10 años para volver a ganar la confianza del inversionista, para la siguiente se dividió la emisión en dos plazos, logrando colocar \$500 millones a 10 años y \$500 millones a 30 años; fue en esta emisión donde se comenzó a buscar el alargamiento de plazos. En la tercera y cuarta emisión realizadas en el 2014 y en el 2015 se logró colocar \$1000 millones a 30 años plazos, logrando el alargamiento de plazos que se había propuesto el Gobierno de acuerdo con la estrategia.

Cuadro N°19
Emisión de Eurobonos, periodo 2012-2015

Colocación de Eurobonos	Emisión (US\$)	Plazo (años)	Tasa de interés (%)	Prima de riesgo (pb)	Año de vencimiento
2012 (CR23)	1.000	10	4,25	268	2023
2013 (CR25)	500	10	4,38	267	2025
2013 (CR43)	500	30	5,63	272	2043
2014 (CR44)	1.000	30	7,00	340	2044
2015 (CR45)	1.000	30	7,16	445	2045

1/ La Ley 9070 "Emisión de títulos valores en el Mercado Internacional" previo el endeudamiento por un máximo de \$ 4.000 millones.
Fuente: "Gestión y riesgos de la deuda pública de Costa Rica". Academia de Centroamérica⁵⁵

⁵⁴ Con base en Ministerio de Hacienda. Informes de Proceso de Emisión y Colocación de Títulos Valores en el Mercado Internacional, 2014 y 2015. Ley No. 9070.

Disponible en http://www.hacienda.go.cr/docs/5537ee50dc6fb_Informe%20colocacion%20Eurobonos%202015.pdf y "Gestión y riesgos de la deuda pública de Costa Rica". Academia de Centroamérica.

⁵⁵ Loria, Miguel y Martínez, Josué (2017). "Gestión y riesgos de la deuda pública de Costa Rica". Academia de Centroamérica, Serie Programa Visión, PV-03-17, Agosto 2017, pág:11. Disponible en <https://www.academiaca.or.cr/programa-vision/gestion-riesgos-la-deuda-publica-costa-rica/>.

Con respecto a las rendimientos de las diferentes colocaciones se aprecia un aumento de las tasas durante el proceso de las colocaciones, debido en parte al deterioro de las finanzas públicas que provocó que las calificadoras de riesgo degradaran la nota y las perspectivas que le habían otorgado a Costa Rica; y en parte al aumento que presentaron las tasas de interés utilizadas como referencia internacional.

De conformidad con los informes (2012-2015) relacionados con el Proceso de Emisión y Colocación de Títulos Valores en el Mercado Internacional⁵⁶, con las colocaciones internacionales realizadas en noviembre 2012, abril 2013 y abril 2014 se observó una baja en las tasas de interés, particularmente después de la primera emisión y una estabilidad de las mismas tasas, durante la segunda y tercera emisión. Durante el período citado, los informes consignan una reducción significativa y sostenida en la tasa básica pasiva y consecuente estabilización durante el 2013 y el I trimestre del 2014, sin embargo, se indica que, a partir del segundo trimestre del 2014 los inversionistas empezaron a generar presión por un incremento en las tasas domésticas.

De acuerdo con el Ministerio de Hacienda, el momento en que se efectuaron las colocaciones fue el adecuado, ya que las emisiones se realizaron en años donde las tasas de interés estaban por debajo de sus promedios históricos. Tres de las emisiones se llevaron a cabo contando con una calificación de grado de inversión, que permitió acceder a tasas menores y mayores plazos, evitando presiones sobre las tasas de interés del mercado doméstico y brindando recursos suficientes para financiar el funcionamiento del aparato estatal.

La última colocación de eurobono se realizó el 5 de marzo del 2015 con lo cual se completaron los \$4.000 millones que contemplaba la Ley N°9070. Hacienda manifiesta que varios factores se valoraron para realizar la colocación en ese momento, entre otros, las expectativas de aumento de las tasas de interés por parte de la Reserva Federal (RF) y las mejoras de la economía estadounidense al inicio del 2015, ya que se corría el riesgo de enfrentarse a un aumento de las tasas de interés de hasta 0.55% (un aumento de la tasa de la RF de 0.25% a 0.80%), por lo que debido a esta circunstancia, el país aprovechó la oportunidad de las tasas de interés que se encontraban aún bajas para realizar la colocación. La tasa de colocación de los US\$1.000,0 millones fue de **7.158% a 30 años** la cual reflejaba la situación actual de la economía, las expectativas de incremento en las tasas de interés y específicamente la pérdida del grado de inversión por parte de la calificadora de riesgo Moody's hacia Costa Rica.

En criterio de Hacienda, la colocación en mercados internacionales fue la alternativa menos costosa, ya que generaba un ahorro al evitar presionar hacia el

⁵⁶ Ministerio de Hacienda. Informes de Proceso de Emisión y Colocación de Títulos Valores en el Mercado Internacional, 2014 y 2015. Ley No. 9070. Disponible en http://www.hacienda.go.cr/docs/5537ee50dc6fb_Informe%20colocacion%20Eurobonos%202015.pdf

alza las tasas internas. En caso de que, el Gobierno hubiese tenido que salir al mercado interno a captar la misma cantidad de recursos, la tasa de interés local sería mucho mayor. Como referencia, se indica que, de títulos de largo plazo en el mercado local la serie **G210335** con vencimiento en el 2035 en sus últimas negociaciones alcanzó tasas cercanas al **11.27%**. Una colocación de esa magnitud en el mercado interno, habría producido una presión al alza sobre las tasas de interés internas, en moneda nacional y extranjera y, limitado en extremo el acceso a recursos financieros por parte de los restantes actores de la economía del país. De acuerdo con el Ministerio de Hacienda en la práctica no habría sido posible hacerlo exclusivamente en dólares y en un plazo tan breve.

Las colocaciones tuvieron un efecto positivo en el portafolio de deuda ya que se incrementó el plazo de la deuda externa bonificada y se redujeron los intereses que se deben pagar por la misma. Para octubre del 2012 la tasa promedio ponderada de la deuda fue 8,19%, luego de la primera colocación de noviembre se colocó en enero en 5,94%, en abril del 2013 se situó en 5,35%, luego de la colocación del título en abril 2014 la tasa promedio ponderada se situó en 5.77%; precisamente este último dato refleja la variación de las expectativas de las tasas, que generó una tasa mayor de colocación para las emisiones que se realizaron luego del cambio de política monetaria en Estados Unidos.

Después de la colocación realizada en marzo del 2015, la tasa promedio ponderada de la deuda externa bonificada se situó en 6.10%, debido al aumento en la maduración promedio de la deuda, es decir, al alargamiento del perfil de vencimientos lo cual conlleva un aumento en las tasas de interés pero una disminución en el riesgo de refinanciamiento. También es reflejo del aumento en el "spread" por riesgo crediticio de las emisiones de Costa Rica, situación generalizada también en países emergentes dado que, debido a la recuperación de la economía de los Estados Unidos, los capitales comienzan a exigir un mayor rendimiento para inversiones en esos países.

En el proceso de colocación se observó un porcentaje elevado de participación y asignación de Administradoras de Fondos, con un perfil de largo plazo y por lo tanto, más orientados a la compra y tenencia de los valores a su vencimiento, evitando con esto los movimientos excesivos de valores por razones especulativas. El Gobierno mantuvo la estrategia de asignar parte de las emisiones a Fondos de Cobertura y Bancos, los cuales tienen una orientación más de corto plazo y de una gestión más activa de su cartera de inversiones, la razón primordial era buscar que mediante el mercado secundario se diera una adecuada formación de precios que sirva de referencia para futuras emisiones. La asignación a inversionistas de Gestores de Fondos y Fondos de Cobertura, alcanzó un 81.8% y 10% respectivamente. El restante 18.8%, se asignó a Bancos, Aseguradoras- Fondos de Pensión e inversionistas individuales.

Adicionalmente, con la emisión se recobró el interés de inversionistas por la participación en mercados que no son típicos para emisores como Costa Rica (agentes del mercado asiático y latinoamericano); al ampliar el grupo de potenciales inversionistas se incrementa de forma significativa la demanda por posibles emisiones futuras lo que repercute en forma positiva en la formación de precios de referencia y los costos asociados a la colocación de emisiones.

De acuerdo con el Ministerio de Hacienda, la colocación de los eurobonos en marzo 2015, trajo consigo una serie de beneficios fiscales, entre los que se pueden destacar la disminución del costo financiero de la deuda del país. No obstante, como se indicó, posterior a la colocación del bono con vencimiento al año 2045, el costo financiero se sitúa en **6.10%**, tasa superior al costo ponderado de la deuda después de la colocación de **abril 2014**, en donde alcanzó **5.77%**. Indica Hacienda que, dicho incremento, es producto de mantener la extensión de plazos a 30 años y la prima por el riesgo del inversionista para invertir en el país, en razón del desmejoramiento de los índices de endeudamiento desde al año 2009, y las dificultades del país para aprobar la legislación tendiente a reducir el déficit fiscal y limitar el incremento de la carga de la deuda.

Finalmente, con base en la experiencia del Ministerio de Hacienda en relación con la emisión y colocación de títulos valores en el mercado internacional, se señalan una serie de “lecciones aprendidas” a considerar para futuros procesos⁵⁷:

- a) Es necesario disponer del personal y la capacidad técnica adecuadas para llevar a cabo procesos de esa naturaleza, así como contar con una mayor flexibilidad por parte de la Administración para la contratación de servicios.
- b) Los anuncios sobre los procesos de contratación que establece la ley anticipaban la salida al mercado de las emisiones y ponían en riesgo la operación, lo cual la hacía más vulnerable a la manipulación de precios.
- c) Los procedimientos autorizados en la Ley deben adecuarse a las mejores prácticas internacionales, por lo que el Ministerio de Hacienda debe constituir registros de elegibles de los oferentes de servicios y poder elegir discrecionalmente entre ellos, con base en las ofertas presentadas, y evitar la práctica de los concursos para las contrataciones.
- d) Las publicaciones internacionales tienen un efecto muy reducido sobre la participación de oferentes, por lo que se debería prescindir de ellas.
- e) Es recomendable que todos los servicios asociados a la colocación internacional estén exentos de impuestos, ya que los proveedores incrementan sus cotizaciones para cubrirse de los impuestos aplicables y

⁵⁷ Idem

no es una práctica internacional la retención de impuestos sobre los servicios internacionales.

- f) Las operaciones del mercado internacional no deberían limitarse a un monto global ni a un monto máximo de cada colocación. En razón de que se anticipa el fin de las colocaciones, lo que causan mayores presiones en el mercado doméstico al conocer que el Gobierno deja de tener acceso al mercado internacional. Asimismo, se desaprovechan oportunidades en el mercado, al no poder realizar colocaciones mayores. Se sugiere que la autorización de colocación esté asociada a una proporción de las necesidades de financiamiento anual del presupuesto nacional y que no existan topes de colocación máxima.
- g) Se debe contar con flexibilidad para acompañar las colocaciones con operaciones de pasivos que permitan ir realizando administración de las emisiones anteriores, reestructurando el portafolio y reduciendo el riesgo de refinanciamiento, sin que, los posibles aumentos en la deuda resultante de estas operaciones requieran autorizaciones adicionales.
- h) Toda la información de los procesos de colocación, debe ser confidencial hasta que se finalice la operación. Cualquier información previa puede llevar al Gobierno a tener que pagar mayores rendimientos si la información es utilizada por especuladores o se manipula el precio antes de la transacción.

V.- ANEXOS

ANEXO 1

Tarifas por servicios aplicadas a los emisores en el mercado interno*/

TARIFAS POR SERVICIOS DE CÓMPUTO				
TIPO	CONCEPTO	FRECUENCIA	MONTO	INFORMACIÓN ADICIONAL
Acceso a Internet	ACCESO DE USUARIOS A INTERNET	MENSUAL	\$50.00	Si con este servicio se solicita a su vez el acceso a casillero de correo electrónico, este último servicio no tiene costo adicional.
Acceso a Sistemas VPN	ACCESO DE USUARIOS POR VPN	MENSUAL	\$50.00	
Conexión de acceso a sistemas	ACCESO DE ENTIDADES A SIOPEL	MENSUAL	\$ 300.00	Pagadero por mes vencido, durante los primeros 10 días hábiles del mes siguiente. Tarifa da derecho hasta a 4 usuarios .
	ACCESO DE LIQUIDADORES A PATRON CLEAR	MENSUAL	\$ 500.00	Para entidades liquidadoras que no ostenten la condición de Puesto de Bolsa, pagadero por mes vencido, durante los primeros diez días del mes siguiente. Da derecho hasta a 4 usuarios.
	USUARIOS ADICIONALES ENTIDADES A PATRON CLEAR	MENSUAL	\$70.00	Pagadero por mes vencido, durante los primeros 10 días hábiles del mes siguiente.
	USUARIOS ADICIONALES ENTIDADES A SIOPEL	MENSUAL	\$70.00	Pagadero por mes vencido, durante los primeros 10 días hábiles del mes siguiente.
	USUARIOS ADICIONALES PUESTOS A SIOPEL	MENSUAL	\$50.00	Pagadero por mes vencido, durante los primeros 10 días hábiles del mes siguiente.
Acceso a Mercado Primario por medio del DMA	MANTENIMIENTO DE LA INFRAESTRUCTURA DE TELECOMUNICACIONES	MENSUAL	\$ 740.00	Cobro por mes adelantado por DTR u Hoja de Liquidación según corresponda. Incluye: Enlace telecomunicaciones, equipo de telecomunicaciones, MCs Siopel y soporte técnico del servicio.
	USUARIOS SOLICITADOS	MENSUAL	\$ 300.00	Paquete de 4 usuarios, con un costo por usuario adicional de US\$70
	INSTALACIÓN DE INFRAESTRUCTURA DE TELECOMUNICACIONES	UNA SÓLA VEZ	\$ 740.00	Costo de instalación de US\$740 en caso de requerirse, de acuerdo a estudio previo de CAM-X
Sitios Alternos de Procesamiento	Alquiler de espacio físico privado tipo oficina ideal para sitio alternativo de operaciones.	MENSUAL	Según requerimientos	-Servicio incluye: espacio físico, teléfonos, seguridad, conectividad (internet, líneas de comunicación privadas a oficinas del clientes, conexión directa a plataformas de la BNV e Interclar), otros servicios según necesidades del cliente. Gestión de contratación del servicio a través de la Mesa de Ayuda de la BNV y formalización vía contrato entre CAM-X y el cliente.
	Uso de las instalaciones de BNV como sitio alternativo sin tener contrato	POR EVENTO	\$ 1,000.00	Cobro administrativo por el uso de las instalaciones de la Bolsa Nacional de Valores como sitio alternativo sin tener contrato.
Ingreso a Ruedas Transaccionales fuera de horario normal	SESIONES FUERA DE HORARIO SIOPEL*/	POR HORA	\$50.00	Cobro por cada usuario por hora sin considerar fracciones. Coordinar al menos con un día de anticipación.
Instalación de Sistemas de Bolsa	ACCESO PUESTOS DE BOLSA A SIOPEL A PARTIR SEGUNDA VEZ	MENSUAL	\$50.00	Gratuito la primera vez. Si se requiere instalaciones adicionales por causas no imputable a la Bolsa se cobra por cada una de estas.

*/ Las tarifas indicadas en las Reglas de Negocio de la Bolsa Nacional de Valores son en dólares de los Estados Unidos

**/SIOPEL Sistema de operaciones electrónicas es una Plataforma transaccional de la Bolsa Nacional de Valores

Fuente: Reglas del Negocio, de la Bolsa Nacional de Valores, actualizado el 27/3/2019

TARIFAS POR SERVICIOS BURSÁTILES				
TIPO	CONCEPTO	FRECUENCIA	MONTO	INFORMACIÓN ADICIONAL (aplican también para bonos verdes)
Comisiones Mercado Operaciones a 30 días o menos	OPERACIONES DE MERCADO A 30 DÍAS O MENOS	POR EVENTO	0.00097368	Tarifa anualizada sobre valor transado con un mínimo de US\$0.69 cobrado en la misma moneda de la operación con base en T.C. diario de referencia vigente. Si es Mercado Primario aplica únicamente a la parte compradora, en Secundario a ambas partes. Si es colocación por ventanilla cobro de US\$2,00 por cuenta de registro sobre el valor facial en sistema de entregas previas de INTERCLEAR
Comisiones Mercado Operaciones más 30 días	OPERACIONES DE MERCADO A MÁS DE 30 DÍAS	POR EVENTO	0.00008114	Tarifa flat sobre valor transado con un mínimo de US\$0.69 cobrado en la misma moneda de la operación con base en T.C. diario de referencia vigente. Si es Mercado Primario aplica únicamente a la parte compradora, en Secundario a ambas partes. Si es colocación por ventanilla cobro de US\$2,00 por cuenta de registro sobre el valor facial en sistema de entregas previas de INTERCLEAR
Cuota de Mantenimiento Puestos de Bolsa	CUOTA DE MANTENIMIENTO PUESTOS DE BOLSA	MENSUAL	\$500.00	
Tarifa por boleta de Operación	COSTO POR BOLETA DE OPERACIÓN	POR EVENTO	\$0.50	Aplica para liquidaciones en Merc. Primario y Secundario. Si la operación es en colones se cobra en esa moneda con base al tipo de cambio diario de referencia vigente.
Tarifa por Llamadas a Margen	COSTOS UNITARIO POR LLAMADA A MARGEN	POR EVENTO	\$15.00	
Tarifa por participación en Subastas	ACCESO DE ENTIDADES DE BOLSA A SUBASTAS	MENSUAL	\$500.00	Para todas la entidades que no ostenten la condición de Puestos de Bolsa
Uso de facilidades para colocación en Mercado Primario	ACCESO DE EMISORES A RUEDAS DE PRIMARIO	MENSUAL	\$150.00	Cobro aplica por la inclusión de ofertas en cualquiera de las ruedas de negociación habilitadas para este mercado.
Valoración de Aportes de Valores	VALORACIÓN DE APORTES EN VALORES	POR EVENTO	\$20.00	Para cada una de las valoraciones que se realicen
Tarifa por Activación en Sistemas Transaccionales de Entrega Previa	ACTIVACIÓN EN SISTEMAS TRANSACCIONALES ENTREGA PREVIA	POR EVENTO	\$50.00	
Tarifa por Acceso de Emisiones al Mercado	EMISIONES ESTANDARIZADAS	POR EVENTO	\$500.00	Cobro por emisión. Para Bonos Verdes \$250
	EMISIONES DEL ARTÍCULO 10	POR EVENTO	\$50.00	Sea que se genere en Rueda VELP o ingrese directamente a la custodia.

Fuente: Reglas del Negocio, de la Bolsa Nacional de Valores, actualizado el 27/3/2019

ANEXO 2
Honorarios y costos asociados al Proceso de Emisión Internacional de eurobonos
2014 y 2015

Desglose de gastos	Monto del gasto 2014	Monto del gasto 2015
Banco estructuradores 5.25 pb y 5 pb sobre la colocación en 2014 y 2015	\$ 525.000,00	\$500.000,00
Asesor Legal Internacional	\$120.000,00	\$150.000,00
Agencias calificadoras	\$562.500,00	\$572.500,00
Agente de Registro	-	\$8.500,00
Publicaciones Internacionales	\$14.965,74	\$6.751,22
Total costos	\$1.222.465,74	\$1.237.751,00

Fuente: Proceso de Emisión y Colocación de Títulos Valores en el Mercado Internacional, Abril 2014 y Marzo 2015. Informe del Ministerio de Hacienda.

Elaborado por: szv
/*lsch// 23-4-2019
cc. Archivo