



Informe

Proceso de Emisión y Colocación de Títulos Valores en el Mercado Internacional Ley N°10.332

Dirección de Crédito Público

Departamento de Política de Endeudamiento Público

Mayo, 2023

Introducción	2
I. Procesos de Contratación	5
Contratación del Asesor Legal Internacional	7
1. Definición de criterios y procedimiento de evaluación	7
2. Oferta Técnica	7
3. Oferta económica	9
4. Ponderación para evaluación	9
5. Del proceso de selección del asesor legal internacional	10
Contratación del Banco o Bancos Colocadores	15
1. Definición de criterios y procedimiento de evaluación	16
2. Etapa de Selección	20
3. Evaluación	22
4. Preselección y Selección final de los Bancos Colocadores	22
Calificación de Riesgo	26
Otras contrataciones	27
Costo de las contrataciones realizadas	30
II. Proceso de Emisión	31
1. Preparación de Documentación y Debida diligencia	31
2. Cláusulas de Acción Colectiva	32
3. Definición de la fecha de salida al mercado	32
4. Determinación del monto a colocar	39
5. Plazo de la Colocación	41
6. Determinación del precio	42
III. Resultados de la colocación	49
1. Distribución geográfica	51
2. Distribución por tipo de inversionista	53
3. Impacto en el Mercado Doméstico	54
4. Revaloración de la curva de rendimiento internacional	55
5. Beneficios fiscales	58
6. Sobre las operaciones de pasivos en el mercado internacional	61
7. Sobre la presencia de Costa Rica en los mercados internacionales	62
8. La percepción de especialistas locales	65
IV. Lecciones aprendidas proceso de colocación	66
V. Conclusiones	69

INTRODUCCIÓN

Mediante la Ley N° 10.332, publicada en la Gaceta N° 230 del 1 de diciembre del 2022, denominada “Autorización para emitir títulos valores en el mercado”, (en adelante la Ley), se autoriza al Poder Ejecutivo a través del Ministerio de Hacienda para emitir títulos valores en el mercado internacional hasta por un monto total de \$5.000.0 millones, programa a desarrollarse de la siguiente manera:

- a) US\$ 1.500 millones en el I semestre del 2023;
- b) US\$ 1.500 millones en el II semestre del 2023;
- c) US\$1.000 millones en el 2024;
- d) US\$1.000 millones en el 2025.

La aprobación de la emisión, constituyó parte de la estrategia de endeudamiento de mediano plazo del Gobierno Central, con la que se busca reducir la presión sobre el mercado doméstico de capitales, diversificar las fuentes de financiamiento, cancelar vencimientos de deuda próximos, mejorar las tasas de interés, alargar los plazos, así como aprovechar las condiciones favorables en los mercados internacionales y disminuir el peso del servicio de la deuda sobre el presupuesto nacional.

Después de la última emisión que se realizó en el 2019, transcurrieron 3 años para que Costa Rica participara nuevamente en el mercado internacional. En abril 2023, se concretó una nueva emisión de títulos valores en mercados internacionales por US\$1.500 millones con un vencimiento a marzo del 2034, a una tasa cupón de 6.55% muy similar al rendimiento otorgado a países inclusive con grados de inversión.

El país encontró un ambiente favorable por parte de los inversionistas quienes ofertaron hasta \$7.300 millones, es decir, 4,8 veces más el monto puesto a la venta. La alta demanda de los títulos valores costarricenses provocó alcanzar el objetivo planteado de ejercer una menor presión sobre las tasas de interés en el mercado interno, extender el perfil de vencimiento de la deuda y mejorar la liquidez. Por otra parte, aunque la Ley

faculta al Ejecutivo a realizar operaciones de pasivos, en esta oportunidad no se consideró adoptar esa acción por razones que se explican más adelante.

El rendimiento obtenido en el eurobono es el resultado de la mejora de las cifras fiscales, los acuerdos pactados con el Fondo Monetario Internacional (FMI), las mejoras de las calificaciones de riesgo y en términos generales por la confianza en el desempeño de la economía de Costa Rica.

A efectos de cumplir con el principio de transparencia y rendición de cuentas, en el presente informe se detalla el proceso sobre la operación de financiamiento realizada, así como los resultados y beneficios obtenidos para el país. De la misma forma este informe da cumplimiento a lo establecido en el artículo 13 de la ley N° 10.332 que indica:

“ARTÍCULO 13- Presentación de informe de las operaciones de financiamiento internacionales

En un plazo no mayor a treinta días naturales, contado a partir de la fecha de presentación de los informes señalados en los artículos 12 y 12 bis, el Ministerio de Hacienda deberá presentar, a la Comisión Permanente Ordinaria de Asuntos Hacendarios de la Asamblea Legislativa, un informe en el que indique:

- a. El proceso de selección, adjudicación y los costos administrativos de las contrataciones señaladas en los artículos 5, 6, 7 y 8 de esta ley.
- b. El monto que se colocó, la fecha de salida al mercado, el plazo de colocación y el precio.
- c. Los resultados de la colocación, desagregados por distribución geográfica y tipo de inversionistas, el impacto en el mercado doméstico, la justificación técnica de la tasa de interés pactada en función de las condiciones financieras prevalecientes en el mercado.
- d. Detalle exhaustivo de todos los costos y gastos adicionales incurridos, aparte de la tasa de interés de los bonos, calculando la tasa efectiva que

incluye todos los costos y gastos, en concordancia con lo dispuesto en el artículo 4.

e. Cuando corresponda, las condiciones financieras de las respectivas colocaciones en términos de tasas de interés, plazo, pago de comisiones y otros gastos asociados, así como los costos, comisiones y otros gastos de los avales previstos en el artículo 8, de forma tal que ese mejoramiento de garantía permita tener acceso a condiciones más favorables, en comparación con la situación en que no se haga uso de dichos instrumentos.

f. Las colocaciones de títulos de deuda interna que fueron sustituidas con los recursos autorizados mediante esta ley.

g. El impacto en el gasto financiero por concepto de pago de intereses con el ajuste en las fuentes de financiamiento de las subpartidas destinadas a la amortización de la deuda.”

Sin embargo, dado que para la primera y segunda emisión no es necesaria la presentación de los reportes referidos en el artículo 12 y 12 bis, la administración ha decidido realizar la presentación de este informe anticipadamente y dar cuanto antes la información oficial de todo el proceso de colocación.

La estructura del informe se subdivide en cinco partes, y presenta información sobre los procesos de contratación de los actores involucrados; la explicación del proceso de emisión, incluyendo las justificaciones técnicas con respecto a la oportunidad en el acceso al mercado y el precio de asignación; los resultados obtenidos; algunas de las lecciones aprendidas, así como las conclusiones de la colocación internacional de bonos.

I. PROCESOS DE CONTRATACIÓN

El pasado 27 de marzo de 2023 se realizó la primera colocación de Eurobonos del 2023, según lo estipulado en la Ley N° 10.332, por un monto de US\$1.500 millones (mil quinientos millones de dólares estadounidenses).

Para cumplir con la emisión internacional, se realizó el establecimiento de un procedimiento, considerando lo indicado en la Ley y en acatamiento con los principios constitucionales. Es importante destacar, que el legislador estableció los procedimientos que el Ministerio de Hacienda debía seguir en relación con la emisión y las contrataciones requeridas para poder llevarla a cabo. Dichas contrataciones no estarían sujetas a los procedimientos ordinarios de contratación establecidos en la Ley N° 7494, Ley de Contratación Administrativa y en la Ley N° 9986, Ley General de Contratación Pública, exceptuando los principios de la actividad contractual del Estado.

Adicionalmente a lo establecido en la Ley, este Ministerio mediante Acuerdo Ministerial N° MH-DM-ACDO-120-2022 y su modificación, dispuso el “Procedimiento para la selección y contratación del banco o bancos colocadores y demás contrataciones requeridas para la emisión de títulos valores en el mercado internacional”, requeridas para la emisión de títulos valores y la valoración de la posibilidad de la operación de gestión de pasivos en el mercado internacional. Dicho Acuerdo desarrolló el procedimiento para la selección y contratación del Banco o Bancos colocadores según el artículo 9 de la Ley N° 10.332 y las demás contrataciones que establece el artículo 7 de la misma.

Asimismo, se formalizó la constitución de la Comisión Ejecutiva de Calificación y Selección (en adelante Comisión Ejecutiva), de conformidad con los artículos 6 y 7 de la Ley citada, conformada por el Ministro de Hacienda, el presidente del Banco Central y el Ministro (a) de Planificación Nacional y Política Económica o quién estos designarán. Esta Comisión fue presidida por el Ministro de Hacienda. Como

secretario de esta Comisión fungió el Director de Crédito Público o, en su ausencia, quién este designara.

Se destacan las funciones de esta comisión:

- a) Establecer los criterios para la selección de la mejor oferta, los criterios deberán tener en cuenta las mejores prácticas del mercado de colocación de bonos a nivel internacional.
- b) Establecer la forma de la evaluación y puntuación que se dará a cada criterio.
- c) Seleccionar las mejores ofertas, respetando los criterios previamente establecidos.
- d) Escoger la (s) oferta (s) con las mejores condiciones del mercado para la emisión de títulos en el mercado internacional y/o operación de gestión de pasivos en el mercado internacional.

Además, se contó con un Comité Técnico Asesor, en las áreas técnico financieras y jurídica. Dentro de las funciones de dicho Comité se encontraba:

- a) Recomendar a la Comisión Ejecutiva de Calificación y Selección los criterios mínimos para la selección de las mejores ofertas para las contrataciones requeridas.
- b) Brindar al Ministro de Hacienda una lista de posibles destinatarios de las invitaciones directas a que se refiere los artículos 7 de la Ley N° 10.332.
- c) Apoyar a la Comisión Ejecutiva de Calificación y Selección en el proceso de calificación de las ofertas recibidas con base en los criterios y parámetros previamente establecidos por ésta.
- d) Brindar asesoría técnica, financiera y jurídica durante todo el proceso de colocación internacional.

Para esta emisión este grupo asesor estuvo conformado por el Tesorero Nacional o, en su ausencia, por el Sub Tesorero Nacional, el Director de Crédito Público o, en su ausencia, quién este designara, la jefatura de Asesoría Legal de la Dirección de Crédito Público o, en su ausencia, un representante de la Asesoría Legal de la

Dirección de Crédito Público y un representante del Banco Central de Costa Rica designado por el Presidente de dicha entidad.

Contratación del Asesor Legal Internacional

Con la finalidad de que el Ministerio de Hacienda en representación del Poder Ejecutivo, pudiese dar inicio al proceso de emisión de títulos valores en el mercado internacional, requirió contratar los servicios profesionales de un asesor legal internacional, para contribuir con el cumplimiento de la normativa internacional en este tipo de procesos y elaborar los documentos legales requeridos. Esta fue la primera contratación realizada, cuyos criterios y procedimientos de evaluación se presentan a continuación:

1. Definición de criterios y procedimiento de evaluación

Conforme lo dispuesto en el artículo 7 de la Ley N° 10.332, correspondió a la Comisión Ejecutiva, con el apoyo técnico de la Comisión Técnica Asesora, establecer las Bases ¹ para la “Selección y Contratación del Asesor Legal Internacional para el proceso de emisión de títulos valores en el mercado internacional” (las cuáles fueron publicadas en la página del Ministerio de Hacienda y del Banco Central de Costa Rica², de forma oportuna en aras de la transparencia y participación de los interesados).

Estas bases establecían los criterios para la selección y la forma de la evaluación y puntuación tanto de la oferta técnica como la económica, las cuales debían incorporar el siguiente detalle:

2. Oferta Técnica

a) Experiencia de la firma en asesoría a emisores de deuda soberana

¹https://www.hacienda.go.cr/docs/BASES_PARA_LA_CONTRATACION_DEL_ASESOR_LEGAL_INTERNACIONAL_712_2022.pdf

² <https://www.bccr.fi.cr/publicaciones/eurobonos>

Esta experiencia se refería a la asesoría de emisiones de títulos valores soberanos, y operaciones de administración de pasivos (canjes, pagos anticipados o reestructuraciones entre otros) entre enero 2021 y diciembre del 2022, como asesor del Gobierno emisor.

b) Experiencia de la firma asesorando a Bancos Colocadores en emisiones Soberanas.

Se debía proporcionar una lista de las emisiones de títulos valores soberanos y en operaciones de administración de pasivos (canjes, pagos anticipados o reestructuraciones entre otros) en las que ha participado entre enero 2021 y diciembre del 2022, como asesor de los Bancos Colocadores que representaron al Gobierno emisor.

c) Experiencia del equipo que estaría involucrado en la transacción

Consistió en una descripción biográfica de no más de dos páginas, considerando la lista de las transacciones internacionales en las que hubiera participado directamente entre enero 2021 y diciembre del 2022, además se solicitó, descripción de las funciones que cada uno de los profesionales desempeñaría en el proceso de emisión internacional u operación de administración de pasivos.

Se destacó que la información a presentarse es individual, es decir, por cada abogado integrante del equipo que participaría directamente en la transacción.

Se solicitó que la firma se comprometiese a que los abogados propuestos, fueran los que participarían directamente en la transacción, para lo cual, debía dejarlo en manifiesto en su oferta.

3. Oferta económica

Las firmas tuvieron que presentar una oferta detallada de los servicios profesionales de asesoría legal (honorarios) en el proceso de emisión. Se aclara que la Firma debería asumir el costo de los impuestos de ley conforme a la normativa existente, por ello debía indicarlo en su oferta. Con el fin de equiparar todas las ofertas económicas, el monto cotizado sería el monto bruto antes de aplicar los impuestos de ley.

Asimismo, debieron indicar el monto máximo y detalle de gastos relacionados con los servicios profesionales, que requeriría para la prestación de los mismos.

4. Ponderación para evaluación

La ponderación asignada a cada uno de los elementos de la evaluación fue la siguiente:

Oferta técnica

Conforme a las bases de contratación, la oferta técnica tendría una calificación máxima de 70% de la calificación global, y consideraría la valoración y ponderación de los siguientes conceptos:

a) Experiencia de la firma en asesoría a emisores soberanos y en operaciones de administración de pasivos.

La experiencia de la firma como asesora a Gobiernos emisores soberanos, tuvo un valor de 25%. La firma que hubiera realizado la mayor cantidad de asesorías a emisores soberanos tendría un 25% y por relación lineal se asignaría el resto de los puntajes siguiendo la siguiente fórmula: puntaje por experiencia de la firma X = (Transacciones firma X/ Firma con mayor número de transacciones) * 100.

b) Experiencia de la firma asesorando a Bancos Colocadores en emisiones Soberanas y en operaciones de administración de pasivos.

La experiencia de la firma como asesora a Banco Colocadores en emisiones soberanas, tuvo un valor de 15%. La firma que hubiera realizado la mayor cantidad de asesorías a Banco Colocadores tendría un 15% y por relación lineal se asignaría el resto de los puntajes siguiendo la siguiente fórmula: puntaje por experiencia de la firma $X = (\text{Transacciones firma } X / \text{Firma con mayor número de transacciones}) * 100$.

c) Experiencia del equipo que estaría involucrado en la transacción

Se evaluó la experiencia del equipo asignado directamente al proceso según su participación en asesoría de emisiones de deuda soberana y operaciones de administración de pasivos para un total de 30%. Este puntaje fue distribuido de la siguiente manera: un 20% según la cantidad de los procesos en que cada miembro del equipo participó; el 10% restante asignado con base en la razonabilidad de la propuesta del equipo asignado.

Criterios de valoración de la oferta económica

De conformidad a lo establecido en las Bases, la oferta económica tiene una valoración máxima del 30%. Las ofertas económicas de las firmas se ordenaron del menor al mayor costo; luego de realizar la sumatoria de los montos (costos brutos). El menor costo tendrá la puntuación máxima; para las siguientes firmas se haría una relación lineal inversa respecto de los puntos asignados a la firma de mínimo costo conforme a la siguiente fórmula: puntaje por oferta económica de la firma $X = (\text{Honorarios de la firma de mínimo costo} / \text{Honorarios de la Firma } X) * 100$.

5. Del proceso de selección del asesor legal internacional

Una vez establecidos los criterios mínimos para la selección y su procedimiento de evaluación, de conformidad con lo establecido en el artículo 7 de la Ley N°

10.332, se procedió el día 07 de diciembre del 2022, a realizar el anuncio en el medio electrónico de información internacional Bloomberg (que es el sistema de información internacional que permite a profesionales del mundo financiero acceder al servicio Bloomberg Professional donde se puede consultar y analizar información financiera de los mercados en tiempo real) invitando a todas aquellas firmas legales internacionales interesadas en participar en el concurso, para que éstas accedieran las Bases en la página web del Ministerio de Hacienda y del Banco Central de Costa Rica. Adicionalmente, y en aras de promover la participación se llevaron a cabo invitaciones directas a firmas legales con experiencia en mercados de capitales conforme a la recomendación realizada por la Comisión y que se detallan a continuación.

1. Sullivan and Cromwell
2. Osler Hoskin and Harcourt LLP
3. Cleary Gottlieb Steen and Hamilton
4. Skadden Arps Slate Meagher and Flom LLP
5. Davis Polk and Wardwell
6. Shearman and Sterling LLP
7. Stikeman Elliot
8. Clifford Chance LLP
9. Davies Ward Phillips and Vineberg LLP
10. Linklaters LLP
11. White & case LLP
12. Allen and Overy
13. Arnold and Porter
14. Arnold and Porter Kaye Scholer LLP
15. Dechert

16. Freshfields Bruckhaus Deringer

17. Latam and Watkins

El día 15 de diciembre del 2022, se cerró el plazo para la recepción de ofertas y se inició el proceso de selección y evaluación; presentando sus ofertas en tiempo, las seis firmas legales que a continuación se detallan:

- 1) Cleary Gottlieb Steen & Hamilton LLP
- 2) Hogan Lovells US LLP
- 3) Linklaters LLP
- 4) Arnold & Porter Kaye Scholer LLP
- 5) Clifford Chance US LLP
- 6) Simpson Thacher & Bartlett LLP

Se recibió una oferta extemporánea correspondiente a la firma Skadden, Arps, Slate, Meagher & Flom LLP.

Selección final del Asesor Legal Internacional

De las ofertas antes indicadas, se recibieron en tiempo y según la forma establecida en las Bases de contratación, los atestados de cinco (5) firmas de asesores legales internacionales. Siendo que la firma Cleary Gottlieb Steen & Hamilton LLP no presentó la acreditación de la Personería correspondiente, se resolvió como admisibles las cinco ofertas recibidas en el tiempo y forma establecido.

A continuación, se muestran los resultados obtenidos conforme a la valoración en cada una de las categorías y tanto de la oferta técnica como económica:

Firma Asesora	Experiencia de la firma como asesora a Gobiernos emisores soberanos y en operaciones de administración de pasivos	Experiencia del equipo que se involucraría en la Transacción	Oferta Económica	Calificación Final
Puntaje	40%	30%	30%	100%
Arnold & Porter Kaye Scholer LLP	25,00%	28,00%	15,61%	68,61%
Clifford Chance US LLP	24,21%	14,41%	30,00%	68,62%
Linklaters LLP	25,28%	5,00%	20,86%	51,14%
Simpson Thacher & Bartlett LLP	4,01%	19,10%	11,78%	34,89%
Hogan Lovells US LLP	2,63%	8,64%	16,69%	27,96%

Con respecto a la experiencia de la firma en asesoría a emisores de deuda soberana, se evaluó la cantidad de operaciones realizadas para el período comprendido entre enero 2021 y diciembre del año 2022, en ese sentido, Linklaters LLP resultó con el puntaje más alto en esa categoría. Por el contrario, la firma que obtuvo el puntaje más bajo fue Hogan Lovells US LLP.

En cuanto a la oferta económica, la firma Clifford Chance LLP fue la que obtuvo el mejor puntaje ya que su oferta fue la más baja con \$89.000, en segundo lugar se situó la firma Linklaters LLP con una oferta de \$128.000, en el otro extremo, la oferta de mayor costo fue Simpson Thacher & Bartlett LLP quien presentó una propuesta de \$226.666,67.

Para la categoría de experiencia de la firma asesorando a Bancos Colocadores en emisiones soberanas, se consideraron todas las emisiones de títulos valores soberanos, y operaciones de administración de pasivos (canjes, pagos anticipados o reestructuraciones entre otros) en las que hubieran participado entre enero 2021 y diciembre del 2022, como asesores de los Bancos colocadores que representaron al Gobierno emisor. En ese sentido, la firma legal que obtuvo el porcentaje más alto fue Clifford Chance LLP, dada la experiencia aportada.

Por último, se analizó la experiencia del equipo involucrado en la Transacción, por cuanto los miembros estarían involucrados directamente en la transacción, siendo que posterior a la evaluación se encontró que la firma Arnold & Porter Kaye Scholer LLP, acreditaron mucha más experiencia en transacciones de emisiones soberanas que los demás, adicionalmente presentó una clara descripción de los roles en los que cada uno participaría. Por su parte la firma que obtuvo el porcentaje más bajo en esta categoría fue Linklaters LLP.

Tal como se puede observar en dos de las cuatro categorías evaluadas la firma Clifford Chance LLP, obtuvo el resultado más alto (Oferta Económica y Experiencia de la firma como asesora a Banco Colocadores). Así las cosas, al haber obtenido un puntaje de 68,62%; como calificación final, de conformidad con las Bases del Asesor Legal Internacional, y con base en la recomendación de la Comisión Ejecutiva, el Ministerio de Hacienda adjudicó el concurso a la firma Clifford Chance LLP. Por otra parte cabe señalar que no se recibió ninguna apelación a la adjudicación durante el plazo establecido.

No obstante lo anterior, el día 02 de febrero de 2023, mediante nota dirigida al Ministro de Hacienda, suscrita por el señor Hugo F. Triaca, en calidad de representante de la firma legal Clifford Chance US LLP, se comunicó formalmente la negativa a asumir la representación de Costa Rica en el proceso de emisión, debido a un impedimento que tiene Clifford Chance US LLP para proceder a la formalización de la contratación, el cual se origina en el acatamiento de dicha firma a las normas

del Estado de Nueva York que regulan los procesos de aceptación de nuevos mandatos (i.e., Rule 1.7 (b)(4) of the New York Rules of Professional Conduct (NYRPC) y debido a que, una oficina de Clifford Chance que actualmente representa a un cliente en un asunto no relacionado a la Emisión de Costa Rica, pero donde Costa Rica es la parte demandada del cliente, comunicó la negativa a dar el consentimiento requerido para proceder.

En virtud de lo señalado, el Ministerio de Hacienda atendiendo a los principios de integridad, eficacia y eficiencia, se vio compelido a dictar la declaratoria insubsistencia de la adjudicación realizada mediante la Res. N° MH-DM-RES-1502-2022 de las catorce horas cincuenta y dos minutos del veinte de diciembre de dos mil veintidós.

Siendo lo anterior, es que se procede con la readjudicación a la segunda firma con mayor porcentaje de evaluación, ya que el Ministerio de Hacienda se ve en la imperante necesidad de seleccionar a otro adjudicatario para la Contratación de un Asesor Legal Internacional, por lo que según el orden de calificación corresponde readjudicar la Contratación de un Asesor Legal Internacional según el orden de calificación a la firma Arnold & Porter Kaye Scholer LLP quien obtuvo un 68,61%.

La contratación del Asesor Legal internacional, se da por finalizada conforme resolución MH-DM-RES-1502-2022 con fecha 16 de febrero del 2023, emitida por el señor Nogui Acosta Jaén, Ministro de Hacienda.

Contratación del Banco o Bancos Colocadores

De conformidad con lo establecido en el artículo 6 de la Ley N° 10.332, en donde se autoriza al Ministerio de Hacienda para que, en representación del Poder Ejecutivo, contrate la colocación y/o el servicio de los títulos que esta ley autoriza emitir y para que realice todos los pagos que durante la vigencia de los títulos valores se requieran, la Comisión Ejecutiva, con el apoyo técnico de la Comisión

Técnica estableció los criterios para la selección de la mejor oferta, su ponderación y forma de evaluación, todo lo anterior conforme a las mejores prácticas del mercado a nivel internacional, la experiencia de procesos anteriores y la experiencia de otros países de la región. Estos criterios se plasman en el documento denominado *“Bases para la selección y contratación del Banco o Bancos colocadores y asesor financiero para el proceso de emisión de títulos valores y Operación de Administración de Pasivos en el mercado internacional”*³.

1. Definición de criterios y procedimiento de evaluación

Conforme a lo dispuesto en el artículo 6 inciso de la Ley N°10.332 y Acuerdos Ministeriales el proceso de contratación del banco para las colocaciones que se realicen al amparo de la ley que se cita, debía realizarse en dos etapas; a saber, una primer etapa de preselección en donde se preseleccionaban las mejores ofertas respetando criterios previamente establecidos y posteriormente, la etapa de selección en donde se escogía de entre los preseleccionados las ofertas técnicas y económicas con las mejores condiciones.

Siendo así la Comisión Ejecutiva procedió a definir, para el proceso de contratación del Banco o Banco Colocadores, los criterios estipulados en las Bases para la selección y contratación del banco colocador para el proceso de emisión de títulos valores y gestión de pasivos en el mercado internacional.

Etapa de Preselección

Los criterios de la preselección se muestran a continuación:

³ https://www.hacienda.go.cr/docs/BasesConcursoBancoColocador_12012023.pdf
https://www.bccr.fi.cr/publicaciones/Eurobonos/Consultas_y_respuestas_a_las_Bases_Seleccion_Banco_Colocador_2023.pdf

a) Participación en emisiones de bonos

Se requirió que los bancos detallaran para el período comprendido entre enero del 2021 y el 31 de diciembre del 2022, el número de emisiones de bonos y administración de pasivos (en todo tipo de moneda) y el monto total en dólares, para los títulos registrados en los Estados Unidos, ofrecidos por medio de la Regla 144A y Regulación S, excluyendo bonos convertibles y bonos respaldados por hipotecas u otro tipo de activos; y para los cuales hayan prestado servicios únicamente como Lead Manager o Joint-Lead Manager en las siguientes categorías⁴:

- Total general de bonos⁵.
- Total de bonos para Latinoamérica y el Caribe.
- Total de bonos soberanos para países de Mercados Emergentes.
- Total de bonos soberanos para países de Latinoamérica y del Caribe.

Si algún banco participante hubiese sido sujeto de algún proceso de fusión o adquisición durante el período de tiempo requerido, podía contemplarse dentro de las operaciones a que se refieren los puntos anteriores, las emisiones y operaciones de administración de pasivos realizados por cada una de sus partes. Los países a incluir en la clasificación de Mercados Emergentes y/o de Latinoamérica y del Caribe, se detallaron en las Bases de contratación.

Los bancos participantes debieron suministrar los "league tables" utilizando como fuente de información el sistema Bloomberg o Reuters, contemplando por lo menos las diez primeras posiciones de cada categoría, información que podría ser

⁴ Para cada categoría se debe aportar el total del monto equivalente en US dólares y el número total de emisiones.

⁵ El total de bonos incluye bonos soberanos, corporativos, cuasi-soberanos y otros, excluyendo bonos convertibles y bonos respaldados por hipotecas u otro tipo de activos.

verificada por el Ministerio. Cada banco debía presentar la declaración jurada en el idioma español de que la información suministrada correspondió a la fuente indicada. El Ministerio de Hacienda por su parte verificó la información correspondiente en el sistema Bloomberg.

Este criterio tuvo un puntaje del 20%, para la etapa de preselección, ponderado conforme lo establecido en las Bases para contratar el Banco colocador.

b) Actividad y apoyo posterior a las colocaciones

El banco participante debió especificar la estrategia y mecanismos a su disposición para dar apoyo a la nueva emisión en el mercado secundario y en caso de ser necesario tomar posiciones de compra y venta para evitar volatilidad en los precios de la nueva emisión.

Adicionalmente, los bancos participantes debieron incluir un listado de todas las emisiones soberanas de países latinoamericanos y el Caribe y operaciones de administración de pasivos, en las que habían participado como banco colocador (“lead manager o joint-lead manager”) entre enero del 2021 hasta el 31 de diciembre del 2022, indicando el precio al que salió la emisión y las variaciones en el precio de los valores durante las 4 semanas posteriores a la fecha de emisión, además debían indicar separadamente la justificación o racionalidad sobre el comportamiento en el precio para esas colocaciones, especialmente aquellas en las que el precio hubiera aumentado posterior a la emisión.

Finalmente, los participantes debieron incluir las actividades de apoyo y seguimiento realizado o desarrollado para el Gobierno de Costa Rica, durante los últimos dos años, es decir desde enero del 2021 hasta el 31 de diciembre del 2022. Inclusive la asesoría respecto a la evolución de los mercados internacionales, desarrollo de informes sobre Costa Rica, eventos con potenciales inversionistas o tenedores de

deuda de Costa Rica y actividad de mercado secundario con bonos internacionales de la República de Costa Rica.

Dentro de la etapa de preselección este criterio tendría un puntaje de 30%, ponderado conforme lo establecido en las Bases para contratar el Banco colocador.

c) Experiencias en emisiones ESG

En la solicitud de oferta, se pidió incluir las actividades realizadas por el Banco como asesor financiero para la inclusión de elementos de emisiones con etiquetado Ambiental, Social y Gobernanza (ESG-Environmental, Social and Governance) en la emisión de Bonos Soberanos en países emergentes, particularmente en América Latina y el Caribe, incluyendo una lista de los “ESG Framework” para emisiones soberanas que hubieran desarrollado de forma directa o bien colaborado en el desarrollo, para los países de la región, en el período de enero 2021 a diciembre 2022.

Dentro de la etapa de preselección este criterio tuvo un puntaje de 20%, ponderado conforme lo establecido en las Bases para contratar el Banco colocador.

d) Experiencia del equipo profesional directamente asignado a este proceso de colocación (“Debt Capital Market” y “Syndicate”, “Core team”)

Se requirió que cada Banco incluyera una corta descripción biográfica del personal que participaría directamente en la transacción, (máximo una página por cada miembro), junto con la descripción de la función que cada uno desempeñaría en el proceso de colocación.

Para cada uno de los miembros del equipo de trabajo que estaría directamente involucrado en esta operación, debió indicar la cantidad de transacciones de

colocación de bonos soberanos de mercados emergentes y operaciones de administración de pasivos, en los que hubiera participado de forma directa en los últimos 2 años (entre enero del 2021 hasta el 31 de diciembre del 2022), así como el volumen agregado de estas operaciones en su equivalente a US dólares.

El Banco debió garantizar que el equipo propuesto para trabajar directamente con el Gobierno lo acompañara en la transacción hasta finalizar el proceso. En caso de que el Banco realizara alguna variación en el equipo propuesto, debía contar con la no objeción por parte del Ministerio de Hacienda. Caso contrario se consideraría una causal de incumplimiento contractual.

Dentro de la etapa de preselección este criterio tuvo un puntaje de 30%, ponderado conforme lo establecido en las Bases para contratar el Banco colocador.

2. Etapa de Selección

Posterior a la Preselección, se realizó la valoración de la oferta técnica y la oferta económica.

En la evaluación de las ofertas técnicas de los bancos precalificados se tomaron en consideración los siguientes aspectos:

1. Propuesta de estructuración de la colocación internacional.
2. Propuesta de estructuración de los pasivos.
3. Estrategia de distribución y mercadeo para la emisión.
4. Estrategia de apoyo en el mercado secundario y acompañamiento a la República.
5. Consideraciones ESG.
6. Presentación oral de la oferta técnica.

La evaluación de la parte técnica tuvo un peso máximo de sesenta (60%) puntos de la calificación total, ya que se consideró la parte medular de la evaluación por cuanto muestra las distintas estrategias y propuestas de los Bancos, así como la experiencia de cada uno de estos. El restante 40% se le asignó a la oferta económica.

El puntaje que se estipuló para cada uno de los factores dentro de la propuesta técnica es el siguiente:

Propuesta de estructuración de la colocación internacional 30%, propuesta de estructuración de pasivos 15%, estrategia de distribución y mercadeo para la emisión 20%, estrategia de apoyo en el mercado secundario y acompañamiento a la República 15%, a fin de evaluar el compromiso del Banco para tratar de alcanzar el objetivo de lograr el menor cupón posible con la menor distorsión de precios en los días siguientes y alcanzar el mejor “pricing” de la emisión y las consideraciones ESG 10%. Para esto se consideraron muy importantes las estrategias y la experiencia que el banco disponía para minimizar la volatilidad de los precios y las acciones que el Banco estuviera asumiendo como creador de mercado. El último criterio de evaluación de la oferta técnica fue la defensa oral que tuvo una ponderación del 10%.

Adicional a la evaluación de la oferta técnica, se realizó la evaluación de la oferta económica, con una ponderación de un 40% del peso total, conforme a las bases de contratación.

En vista del volumen esperado de la transacción y de las mejores prácticas internacionales, se habilitó la posibilidad de contratar uno o dos Bancos que realizaran la colocación internacional, siempre y cuando el Banco ganador del proceso tuviera disponibilidad de trabajar con un segundo Banco y que el Banco que quedara de segundo lugar aceptara y compartiera, la oferta económica del

primero como propia, de tal forma que no existiera un aumento en los costos de la colocación.

Lo anterior ofrecería la posibilidad de acceder a una mayor base de inversionistas al contar con el portafolio de dos bancos, todo con miras a lograr las mejores condiciones financieras y una mayor profundidad de análisis en las recomendaciones realizadas, al poder contar con dos equipos de trabajo y sus respectivos analistas económicos.

3. Evaluación

Tanto para el proceso de preselección como de selección del Banco colocador el Comité Ejecutivo procedió a evaluar las ofertas con los siguientes resultados:

4. Preselección y Selección final de los Bancos Colocadores

Conforme al Procedimiento establecido para la selección y contratación del Banco o Bancos Colocadores y demás contrataciones requeridas para la emisión de títulos valores y gestión de pasivos en el mercado internacional, de forma paralela a la publicación internacional en Bloomberg (medio electrónico de información internacional), se llevaron a cabo invitaciones directas a bancos conforme lo dispuesto en la Ley N° 10.332, para que accedieran a las bases respectivas en la página web del Ministerio de Hacienda y del Banco Central de Costa Rica.

A continuación, los Bancos invitados a participar y ubicados en las quince primeras posiciones como colocadores en el mercado internacional de deuda soberana latinoamericana, según agencias reconocidas y especializadas en el mercado bursátil e identificados en Bloomberg.

Gestor/Banco	Ranking
Citi	1
Banco Santander	2
JP Morgan	3
HSBC	4
Scotiabank	5
BofA Securities	6
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria	7
Barclays	8
Credit Agricole CIB	9
Goldman Sachs	10
BNP Paribas	11
Societe Generale	11
Natixis	13
Grupo Financiero Banorte SAB de CV	14
Banco Itau BBA	15

El día 20 de enero del 2023 a las catorce horas, de conformidad con las bases, se cerró el plazo establecido para la presentación de ofertas, se recibió la documentación requerida en tiempo y forma correspondiente a siete bancos y se recibió de forma extemporánea la oferta de los siguientes Bancos, Citigroup Global Markets Inc, Crédit Agricole CIB y Barclays todas del 20 de enero del 2023, pero posterior a la hora indicada para la recepción de ofertas.

A continuación, los bancos que presentaron en tiempo y forma la oferta:

1. JP Morgan Securities LLC,
2. Banco Santander
3. Goldman Sachs,
4. Bank of America Merrill Lynch
5. BNP Paribas
6. HSBC Global Banking
7. Scotiabank
8. Itau BBA USA Securities, Inc

9. Deutsche Bank

Durante el proceso de análisis de la oferta para la etapa de Preselección se realizó la verificación de requisitos de admisibilidad dispuesto en el punto 5 de las Bases, verificando que el requisito de la Acreditación de la Personería, no fue presentado en la oferta de Deutsche Bank y de Itau BBA USA Securities, Inc, por lo que en ausencia de dicho requisito de admisibilidad se excluyó a dichos Bancos de la valoración de su oferta.

Luego de la evaluación de las ofertas recibidas, los bancos obtuvieron la siguiente calificación:

Banco Participante	Puntaje Preselección
JP Morgan	95,92%
Banco Santander	66,69%
Goldman Sachs	64,11%
BofA Securities	62,44%
BNP Paribas	62,37%
HSBC	61,85%
Scotiabank	53,81%

De conformidad con las Bases, los Bancos preseleccionados son los cinco bancos con los mejores puntajes de preselección, es decir: JP Morgan, Banco Santander, Goldman Sachs, BofA Securities, BNP Paribas, HSBC y Scotiabank.

En las Bases para la Presentación de Ofertas y Selección del Banco Colocador, se estableció que los bancos preseleccionados debían realizar la presentación oral de sus ofertas, junto a la presentación de la oferta técnica y la oferta económica de cada banco para el proceso de evaluación y selección final del Banco colocador, posterior a la etapa de preselección.

Para la etapa de la selección del Banco o Bancos colocadores se consideró la oferta técnica y la oferta económica, mismas que tuvieron una ponderación de 60% y un 40% respectivamente.

Una vez realizado el análisis correspondiente de la oferta técnica para la etapa de selección y considerando lo establecido en las Bases, se obtuvo como resultado la siguiente tabla de valoración de la oferta técnica.

Banco	Oferta Técnica
JP Morgan	54,7%
Banco Santander	52,3%
BofA Securities	49,6%
Goldman Sachs	48,3%
BNP Paribas	45,1%

También se realizó una evaluación de la oferta económica, la valoración de la oferta económica de cada uno de los cinco bancos seleccionados fue la siguiente:

Banco	Oferta Económica
Banco Santander	40,0%
BNP Paribas	37,6%
Goldman Sachs	37,1%
BofA Securities	31,3%
JP Morgan	31,0%

Así las cosas, considerando los resultados de la oferta técnica y la oferta económica, la evaluación final que obtuvieron los 5 bancos que habían sido preseleccionados se muestra a continuación:

Banco	Nota Final
Banco Santander	92,3%
JP Morgan	85,7%
Goldman Sachs	85,4%
BNP Paribas	82,7%
BofA Securities	80,9%

Como resultado final de análisis de ofertas por la Comisión Ejecutiva, se puede constatar según el cuadro anterior, que los bancos Santander y JP Morgan obtuvieron los dos primeros lugares con los puntajes de 92,3% y 85,7% respectivamente. Por tanto, mediante Res. N° MH-DM-RES-0073-2023 del 7 de febrero del 2023, se procedió con la adjudicación respectiva de los Bancos colíderes para el proceso de emisión y colocación de títulos valores y operación de administración de pasivos en el mercado internacional a los bancos Santander y J.P. Morgan. La oferta económica considerada como definitiva fue la del Banco Santander la cual fue aceptada y compartida con J.P. Morgan.

Calificación de Riesgo

Conforme lo dispuesto en el artículo 7 de la Ley N°10.332, el Ministerio de Hacienda mantuvo los contratos vigentes y procedió a solicitar a las tres calificadoras de riesgo más importante a nivel internacional hacer la valoración respectiva de riesgo del Bono a ser emitido, generando las siguientes calificaciones en línea con el riesgo crediticio soberano para la República de Costa Rica.

Agencias Calificadoras	Calificación crediticia de la nueva emisión	Perspectiva
Fitch Ratings	BB-	Estable
Standard & Poor's Services	B+	Estable

Moody's Investors Services	B2	Estable
----------------------------	----	---------

Las tarifas actuales de aplicaron para cada una de las calificadoras fue de:

Agencias Calificadoras	Costo Puntos base	Oferta Económica en US\$
Fitch Ratings	3.8	570.000
Standard & Poor's Services	3.8	570.000
Moody's Investors Services	3.25	487.500

Otras contrataciones

De conformidad con lo dispuesto en el artículo 7 de la Ley N° 10.332, el Ministerio de Hacienda, se encuentra facultado para contratar a través del banco o los bancos contratados para la colocación de los títulos, previa indicación de los montos máximos a pagar podría contratar el agente fiscal, agente de registro, agente de pago, agente de transferencia, casa impresora y cualquier otro servicio que conforme a la práctica internacional fuera requerido para la colocación de los títulos.

En ese sentido, el Ministerio solicitó a los Bancos Colocadores, realizar el proceso de contratación del Agente de Pago (Trustee) para lo cual, estos enviaron la solicitud de forma directa a tres entidades a saber: Deutsche Bank, Bank of New York Mellon y UMB Financial Corporation, en donde se les otorgó un periodo de cuatro días hábiles para remitir las propuestas. Al término de dicho periodo, se recibió la propuesta formal de dos de las entidades, las cuales fueron: Bank of New York Mellon y UMB Financial Corporation.

Según el análisis realizado, el Banco que cuenta con mayor experiencia actuando como "trustee" en transacciones soberanas, consistía en el Bank of New York Mellon, siendo que este participa como "trustee" en: Argentina, Brasil, Chile,

Colombia, Ecuador, Guatemala, Paraguay, Perú, República Dominicana y Uruguay, por lo cual se recomienda este “trustee”, además, se indica que la recomendación es tener un solo “trustee” para evitar tener más de un agente en las operaciones de manejo de pasivos.

Razón de lo anterior, el banco que prestaría los servicios de Agente Fiscal, de pago y de Registro a la República de Costa Rica es el Bank of New York Mellon.

El proceso de preselección y selección de bancos colocadores incluyó un apartado referido a su experiencia como asesor financiero para la inclusión de elementos ESG en la emisión de Bonos Soberanos en países emergentes, incluyendo una lista de los Marcos de referencia Sostenibles (“ESG Framework”) para emisiones soberanas que directamente ha desarrollado o ayudado a desarrollar para los países de la región, especialmente porque éste se constituye como requisito fundamental para emitir bonos con etiquetas temáticas ya sean verdes, sociales y/o sostenibles.

Este documento dispone los proyectos, asignaciones presupuestarias y objetivos ambientales que la República debe cumplir como emisor o prestatario de cualquier Instrumento de Financiamiento Sostenible y brinda al inversionista la información que respalda la emisión de este tipo de instrumentos, mismo que a su vez le brinda transparencia y confianza en el uso dispuesto por la República de los recursos provenientes de la colocación.

En apego a los estándares internacionales el Marco de referencia Sostenible debe contar con una segunda opinión (SPO-Second Party Opinion), mediante la cual un ente externo con reconocida experiencia ambiental y social, brinda una opinión sobre los beneficios ambientales y sociales expresados en ese Marco y su alineación con los principios de sostenibilidad, y en qué medida se espera que contribuyan al avance del desarrollo sostenible a largo plazo del emisor. El documento SPO se pondrá a disposición del público en general.

Para este proceso, aprovechando la experiencia de los Bancos colocadores seleccionados en el proceso de emisión realizado en marzo 2023, se solicitó la contratación de un SPO para la verificación del marco de emisiones sostenibles preparado por los Banco Colocadores. Para este servicio se presentaron ofertas de tres empresas con los más altos credenciales en esta materia, a saber, Sustainalytics, Moodys Inverstor Services e ISS ESG.

Dadas las credenciales presentadas y el análisis técnico y económico realizado se contrató a Moody's Investors service, como la entidad que realizaría esa evaluación independiente que le permita al país tener un marco de emisiones sostenibles y lo más importante poder culminar a futuro una emisión con etiquetado ESG que le permita acceder a una base más amplia de inversionistas, mejores rendimientos en sus colocaciones y finalmente un menor costo de su deuda, con las implicaciones positivas que esto conlleva para otros actores y ambiente económico general. Este marco no solo será de aplicación para el mercado internacional sino también en el mercado local, lo cual también fomentará la participación de no residentes en el mercado doméstico.

Otra obligación de la República ante una emisión etiquetada es emitir al menos una vez al año y hasta la asignación total de los ingresos netos de cualquier Instrumento de Financiamiento Sostenible, para esto el Ministerio de Hacienda deberá contratar a un consultor externo independiente y calificado que revisará y examinará las decisiones de Costa Rica con respecto al uso de los ingresos netos de cualquier Instrumento de Financiamiento Sostenible y brindará garantías sobre qué parte o la totalidad de los ingresos netos se asignaron a los Proyectos informados con los Criterios de Elegibilidad definidos en el Marco. Para este efecto, se espera que en una única vez Moody's asesore a la República en cuanto a la estructura y contenido de ese informe, sin embargo, el costo de verificación de los informes será independiente y contratado cuando se establezca la emisión de un bono en el mercado internacional con estas características.

Finalmente se debía definir la elección de la bolsa de valores en donde se realizaría la inscripción y listado de los bonos emitidos. Para lo cual en esta oportunidad se decidió realizar en el London Stock Exchange (LSE) a diferencia de emisiones anteriores en donde el listado se realizaba en Luxemburgo. Esta decisión se fundamentó en la mayor facilidad del proceso de inscripción, la mayor visibilidad del LSE en el mercado internacional, especialmente para emisores con altos estándares ambientales y sociales y la disminución de costos, especialmente los costos anuales recurrentes.

Costo de las contrataciones realizadas

En relación a los costos administrativos derivados de las contrataciones de los servicios establecidos en los artículos de la Ley N°10.332 se presenta el costo total de los servicios contratados para la colocación el cual ascendió a la US\$2.404.375. Los costos asociados a las publicaciones internacionales para cada contratación son asumidos por la República. El siguiente cuadro resume el total de los costos (costos brutos sujetos a los impuestos de Ley correspondientes) asociados a la emisión internacional.

Honorarios y Gastos de Proceso Emisión Internacional en US\$	
Bancos Estructuradores	612.500,00
Asesor Legal Internacional	135.000,00
Agencias Calificadoras	1.627.500,00
Agente de Registro	9.375,00
Second Party Opinion	20.000,00
Total	2.404.375,00

Fuente: Dirección de Crédito Público

El total de costos incurridos representa cerca de 16,03 puntos base del monto total emitido, por lo que al agregar los costos adicionales de la emisión y de forma

proporcional al monto de emisión, el costo total “all in” de la emisión sería de 6.71%, lo que representa un margen sobre los bonos del Tesoro de los Estados Unidos de 315 puntos base, margen que se encuentra dentro de la restricción legal del artículo 4 de la Ley N° 10.332 la cuál estipula que el rendimiento de la emisión no puede superar los 750 puntos base por encima de la tasa de las Letras del Tesoro a un plazo similar.

II. PROCESO DE EMISIÓN

1. PREPARACIÓN DE DOCUMENTACIÓN Y DEBIDA DILIGENCIA

Para el proceso de preparación de documentación y debida diligencia, mientras se llevaba a cabo la contratación de los diferentes agentes que participarían en la colocación internacional, el equipo del Ministerio de Hacienda adelantaba la preparación del documento de oferta de los valores y los demás contratos legales necesarios para formalizar la operación.

Para esta emisión se elaboró el documento de oferta (Offering Circular) que es un tipo de prospecto para un bono que presenta una compilación de los principales hechos económicos y de política pública que se han desarrollado en el país durante los últimos cinco años, respaldada con las cifras macroeconómicas históricas por un periodo de cinco años y actualizadas al 2022. Este es uno de los principales documentos de análisis que los inversionistas institucionales calificados tienen como herramienta para la decisión de la inversión en riesgo soberano de Costa Rica.

Otras labores de documentación llevadas a cabo para la colocación internacional, fueron las relacionadas con la formalización de los documentos legales necesarios para su realización, entre ellas Offering Circular, acuerdos con los

Bancos Colocadoras y el Banco de registro, pago y cumplimiento de la normativa bajo la regulación “S” y la regla 144 A aplicable para emisiones internacionales que se negocian en los Estados Unidos y promovida en inversionistas institucionales calificados. Es importante hacer notar que toda la documentación girada por el Ministerio de Hacienda fue revisada por los asesores legales internacionales contratados quienes realizaron recomendaciones y dieron su conformidad a las versiones finales de los documentos.

2. CLÁUSULAS DE ACCIÓN COLECTIVA

Para esta emisión se mantienen las Cláusulas de Acción Colectiva (CAC) incorporadas desde la emisión del 2015, con la respectiva actualización conforme a la práctica internacional. Dichas cláusulas fueron desarrolladas por el Fondo Monetario Internacional, el Tesoro de los Estados Unidos y la Asociación Internacional de Mercados de Capital (ICMA, por sus siglas en inglés), mismas que permiten un mejor manejo ante una eventual restructuración de la deuda y funcionan permitiendo a un grupo determinado de tenedores de bonos tomar decisiones sobre cambios en los términos y condiciones que rigen para el bono.

Estas cláusulas permiten, a la hora de contar los votos de bonistas ante una eventual propuesta de restructuración de deuda, agregar los votos de tenedores de diferentes series. Esto dificulta que un tenedor en particular o grupo de tenedores se concentre en una serie, busque una posición de bloqueo, e impida la eventual restructuración de esa serie para luego exigir mejores condiciones que las aceptadas por la mayoría de bonistas en la restructuración.

3. DEFINICIÓN DE LA FECHA DE SALIDA AL MERCADO

Costa Rica regresó al mercado internacional el lunes 27 de marzo con la colocación de US\$1.500 millones, aprovechando el mejor momento para realizar la colocación después de alguna incertidumbre en semanas previas que se fueron disipando la semana anterior y configuraron esa semana como el momento propicio para acceder al mercado.

Para la definición de la fecha de salida al mercado se consideran diversas variables financieras, económicas, de expectativas, flujos de fondos y ventanas de tiempo, las cuales influyen de forma significativa sobre las tasas de interés internacionales y la disponibilidad de recursos, que son clave para realizar una colocación.

El contexto internacional, maneja un escenario de desaceleración en la economía internacional, entre otros factores por factores desencadenados producto de la Guerra de Rusia y Ucrania, el desabastecimiento de materias primas, así como la desaceleración de China en el 2022, lo cual influyó en la desmejora del crecimiento esperado para el 2022 a nivel mundial. Adicionalmente, la Reserva Federal (FED), conforme lo anunciado a finales del 2021, inició una política monetaria contractiva en el año 2022, lo cual conllevó a que se elevara la tasa de política monetaria siete veces en el año, pasando de 0,5% a 4,50% de marzo a diciembre respectivamente, es decir, aumentó en 400 puntos bases solo en el 2022.

Se puede indicar que luego de un panorama de recuperación post-pandemia en el 2021, debido a una serie de amenazas en el 2022 se disminuyó el crecimiento esperado a inicio del año y esto sumado a presiones inflacionarias, se limitó una recuperación robusta, sostenida y homogénea durante el año 2022. Por otra parte, se espera un lento crecimiento económico para los siguientes años, lo cual puede afectar el desempleo y los mercados financieros. China que ha sido uno de los motores mundiales de los últimos años, experimentó en el 2022 una importante contracción en su crecimiento debido al cierre de fronteras por el COVID-19, es a

partir de enero 2023, que inició con un proceso de recuperación económica, tras la apertura de su economía, lo cual se puede considerar que, al ser un socio comercial muy importante en el mundo, las contracciones experimentadas en el 2022 se vieran influenciadas en parte por este comportamiento, y consolidadas, además, por el desabastecimiento de materias primas, conllevando a presiones inflacionarias y la Invasión de Rusia a Ucrania, agravando las presiones inflacionarias y escases de ciertos productos.

Aunado a lo anterior, la economía de Estados Unidos tuvo una desaceleración en el crecimiento de su economía para el año 2022 (2,1% del PIB) y se estima que para el 2023 el crecimiento sea de 1,6% del PIB. Durante la última reunión del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC por las siglas en inglés) realizada en marzo de 2023, recalcó la importancia de hacer retornar la inflación al rango meta, por ello se anunció un nuevo aumento en la tasa, esto provoca que las tasas de interés de referencia, se prevean para el 2023 lleguen a estar cercanas al 5,1%.

Otro factor a resaltar en este periodo, fue la quiebra del “Silicon Valley Bank” misma que se produjo por el aumento en las tasas de interés en Estados Unidos, producto de la contención de la inflación, explicada en el párrafo anterior, por ello, muchas inversiones, títulos de deuda, bonos hipotecarios que actualmente tenía el Banco, resultaron menos atractivo que invertir en bonos del Tesoro a tasas de interés superiores a lo que otorgaba el mercado a estos activos del Banco, por ello, los inversionistas migraron hacia este tipo de activos de “cero riesgo”, provocando que muchos clientes retiraran sus ingresos, depósitos y otros para invertirlos en otros Bancos, lo cual generó presiones de liquidez por las pérdidas contabilizadas y la venta de activos a precios menores (con pérdidas), ello, generó mucha incertidumbre en el mercado de emisión de bonos.

Para el año 2022 y como se puede observar en los siguientes gráficos, las tasas de interés internacionales del Bonos del Tesoro Estadounidense tuvieron aumentos considerables durante ese año. El gráfico muestra la tendencia al alza

de los rendimientos de los bonos del tesoro con vencimiento al 2033 comportamiento observado desde el 1° de abril 2022 hasta el 06 de abril del 2023. Se debe considerar que los mercados internacionales son muy volátiles y pueden cambiar sin previo aviso, esto se evidencia con el comportamiento de los rendimientos de las letras del tesoro en los últimos meses, desde el mes de agosto 2022, presentaron una tendencia al alza y mayor volatilidad, llegando a puntos máximos en octubre de ese mismo año, ya para el año 2023, se presentaban valores entre 3.31 pb y 4.00 pb y con una tendencia a la baja entre marzo y abril del 2023, producto de la crisis provocada por el “Silicon Valley Bank” y variables macroeconómicas desviadas de lo esperado para Estados Unidos, hacía prever condiciones adicionales a la baja.

Precios de los Bonos del tesoro estadounidense a 10 años Abril 2022-abril 2023



Fuente: Bloomberg.

Cabe destacar que, para la fecha de la emisión del título valor costarricense, los rendimientos que se presentaban para los bonos del Tesoro estaban con una

tendencia a la baja, si se compara con el rendimiento de meses anteriores, debido a factores macroeconómicos que influyeron en estas disminuciones, por lo cual, producto de la apertura del Mercado de Soberanos con Panamá y logrando captar recursos de inversionistas activos, se favoreció el costo final que se pactó por los bonos emitidos.

De esta forma, para las siguientes semanas no se esperaba mayor volatilidad en los bonos del tesoro y no se veía posibilidad de que estos regresaran a niveles elevados como los vistos en octubre 2022, pero tampoco se esperaban tan buenas condiciones como para esperar que las referencias del tesoro disminuyeran aún más. La salida al mercado de otros soberanos hace ver que esta percepción sobre la evolución de los mercados era generalizada y que había que aprovechar ese momento antes de que el mercado se volviera a cerrar, cerraran nuevos bancos o el flujo de capitales se volviera a limitar.

En el caso de los rendimientos para las emisiones de eurobonos de Costa Rica, pese a que en el 2022 retomaban una tendencia alcista, se evidenciaron reducciones en las tasas para los meses de enero, febrero y marzo 2023, producto de los buenos resultados fiscales al cierre del 2022, el cumplimiento de todos los compromisos con el FMI y la reciente revisión de la calificación crediticia realizada por Fitch Rating y Standar & Poor's, hecho que mostraba que era el momento oportuno para salir al mercado y propiciar menores costos de colocación, siendo que conforme la línea roja (cercana al eje derecho) en el siguiente gráfico, se muestra que para la fecha de la emisión, se presentó una baja en los rendimientos, mostrando que era una excelente señal de salir al mercado a captar recursos, con menores costos.

Rendimientos de los bonos externos de Costa Rica
31 de marzo 2022-06 de abril 2023



Fuente: Bloomberg

Por otra parte, se dio una apertura del mercado de bonos soberanos con el Gobierno de Panamá, posterior a lo sucedido con el “Silicon Valley Bank”, y presentando condiciones favorables, por lo que se consideró oportuno iniciar la colocación de CR, por tener un ambiente propicio y menos resiliente por lo sucedido, lo cual podría haber influir sobre un incremento en las tasas de interés y encarecer la operación.

Adicional a lo anterior, en el gráfico se observa como los bonos han presentado movimientos a la baja a lo largo del 2022 y más notoriamente en el I trimestre del 2023, luego de la aprobación de la Ley de emisión de eurobonos en el mes de diciembre del 2022 y las mejoras en las cifras fiscales reportadas por el Gobierno propiciaron mayor confianza en las calificadoras de riesgo, que luego de más de 10 años, tanto la empresa calificadora Standard & Poor's, como Fitch mejoraron la calificación del riesgo país de Costa Rica. S&P en febrero del año 2023 como reconocimiento a la política y disciplina fiscal mostrada por el país, mejoró la calificación de B a B+, con perspectiva estable y Fitch mejoró en dos posiciones a Costa Rica, pasando de B a BB- debido a las mejoras en los indicadores

macroeconómicos, así como, la consolidación fiscal, estas acciones sin duda influyeron en la percepción de los inversionistas.

Por lo tanto, antes de la colocación se abría una ventana de oportunidad para salir al mercado, con un escenario optimista en términos de las condiciones financieras para realizar la colocación, dado que posterior a un periodo de incertidumbre y conociendo que la FED realizó el aumento en 25 pb en la tasa de política (resultado esperado por el mercado) y considerando que Panamá realizaba la apertura del Mercado de Soberanos en buenas condiciones, esto favoreció a la posterior colocación de CR.

Otras operaciones de soberanos realizadas en los mercados internacionales alrededor de la semana en que Costa Rica accedió al mercado internacional fueron Turquía, Brasil y México, lo que constituye otro elemento indicativo sobre el momento oportuno en que se realizó la emisión costarricense, inclusive a pesar de la incertidumbre que se vivió producto del contagio del “Silicon Valley Bank”, sin embargo, algo que permitió mejorar la expectativa del Mercado (siendo más optimista) fue el aumento de la Tasa de Política Moneta por parte de la FED y con esto ser consecuente con lo esperado por el Mercado, por ello se generó un aumento de la confianza que permitió la apertura del Mercado de Soberanos.

Según las necesidades de financiamiento que mantenía el Gobierno para el I semestre del 2023, según lo indicado en la Ley, provocó que se analizara el momento oportuno de la emisión de forma que según las condiciones de mercado y la mejora en la calificación de riesgo, resultaba prudente emitir a finales del mes de marzo, ya que aumentar el plazo y según la volatilidad del mercado, hubiera significado un aumento en la incertidumbre por no cumplir con el plan de financiamiento anunciado, lo cual podía generar una mayor presión en las tasas de interés locales y por ende una percepción riesgo.

La decisión sobre la fecha de colocación se puede considerar como acertada, ya que en los días de la emisión el spread de los bonos de Costa Rica reflejado en el (EMBI Costa Rica) presentó una disminución de 20pb el propio día de la emisión (27 de marzo) y posteriormente se dieron las volatilidades propias del Mercado, situación que llevo el EMBI Costa Rica a un punto mínimo de 315 pb el 17 de abril, para encontrarse en niveles promedio de 326pb entre el 27 de marzo y el 20 de abril del 2023.

Por lo indicado en párrafos anteriores, la decisión de salir al mercado en la última semana del mes de marzo de 2023, se consideró como la mejor ventana de oportunidad en los mercados internacionales de tal forma que se redujeran los costos de colocación para el país en un contexto de aumento de confianza en el mercado propiciado por la apertura de Panamá como soberano y aprovechado por CR, captando los recursos requeridos y disminuyendo la presión sobre el mercado doméstico, aprovechando la mejora obtenida en la exposición al riesgo de CR y materializado por el mercado principalmente. Adicionalmente, el Gobierno de Costa Rica no tiene la total libertad de elección para realizar sus emisiones ya que por Ley esta debía efectuarse en el I semestre del año.

4. DETERMINACIÓN DEL MONTO A COLOCAR

De acuerdo a lo establecido en la Ley 10.332, de la autorización para emitir los Títulos Valores en el Mercado Internacional, se establecía un monto máximo autorizado US\$1.500 millones para emitir en el I semestre, suma que en forma conjunta con los bancos se decidió emitir en su totalidad, a fin de conseguir una emisión mucho más líquida y de mayor aceptación por parte de los inversionistas institucionales así como lograr una concentración importante del volumen de captación. Por otra parte dada la operativa de Costa Rica para realizar los procesos de contratación y servicios asociados a la colocación, se deben maximizar estos esfuerzos y aprovechar el máximo de autorización posible.

Esta decisión considera además que un bono de tamaño “benchmark”, que usualmente se asocia a una emisión mayor a los US\$ 1.000 millones, provee liquidez en el mercado secundario y atrae a un universo de inversores más grandes. Existen inversores que tienen el mandato de invertir en solo transacciones de un tamaño mínimo, así que eso les permitía participar en la transacción. Adicionalmente, el tamaño “benchmark”, implica que el bono esté incluido en el índice EMBI, lo que genera demanda adicional dado que hay una gran cantidad de inversionistas que tienen como mandato seguir al índice, eso generaba una demanda adicional que ayudaba a la fijación del precio.

La decisión de la emisión de US\$ 1.500 millones, con un vencimiento al año 2034, se fundamenta en aspectos técnicos y estratégicos que se consideraron para el mayor beneficio de la República, como lo es, disminuir la presión en el mercado Interno y con esto presionar las tasas, ya influenciadas por la Política Monetaria restrictiva, además de contar con liquidez para hacer frente a los compromisos del Gobierno y su plan de financiamiento, así como mejorar la confianza en el país, lo cual favorecerá a la posición fiscal y gestión de la deuda. También generar puntos de referencia en la parte intermedia de la curva que permitiera mejorar la curva de rendimientos, siempre buscando una generación de precios de futuras colocaciones basados en consideraciones técnicas y financieras.

En esta ocasión, se determinó que de acuerdo a la estrategia de endeudamiento del Ministerio de Hacienda y la recomendación de los Bancos estructuradores, lo ideal era emitir en un tracto, adicionalmente, determinar un plazo que favoreciera a la curva de rendimientos como parámetro para las futuras colocaciones, tal como el punto de referencia a 11 años, que es muy importante en curvas soberanas y lograr una concentración mayor a 10 años con el fin de disminuir el costo global de los intereses.

Para el caso de emisión de Costa Rica 2034, se incluyó una característica muy común en los mercados internacionales que permite reducir el riesgo de refinanciamiento y la presión futura sobre el flujo de caja, se conoce como un “soft bullet”, lo cual consiste en diluir los pagos de amortización en los años cercanos al vencimiento de forma que, en promedio siga siendo una emisión de 10 años, pero con una suavización en los pagos. El capital de los Bonos se pagará en tres cuotas el 3 de abril de 2032, el 3 de abril de 2033 y en la fecha de vencimiento. La República puede, a su elección, redimir los Bonos, en su totalidad o en parte, antes del vencimiento en los términos y condiciones de los Bonos.

5. PLAZO DE LA COLOCACIÓN

La confianza del inversionista es un proceso que se venía construyendo con las emisiones realizadas en el pasado cuyos resultados se veían manifiestos en los costos del financiamiento, no obstante, la ausencia de Costa Rica en mercados internacionales restó logros que ya se habían alcanzado. Esta primera emisión de títulos respaldada con el programa establecido en la Ley No. 10.332, marca nuevamente el inicio de una senda de nuevos logros y recuperar lo que se había alcanzado de manera que poco a poco se reflejen en los volúmenes de emisiones futuras, así como en la reducción de la percepción del riesgo de los inversionistas que se vea representado en menores tasas de interés de cada operación.

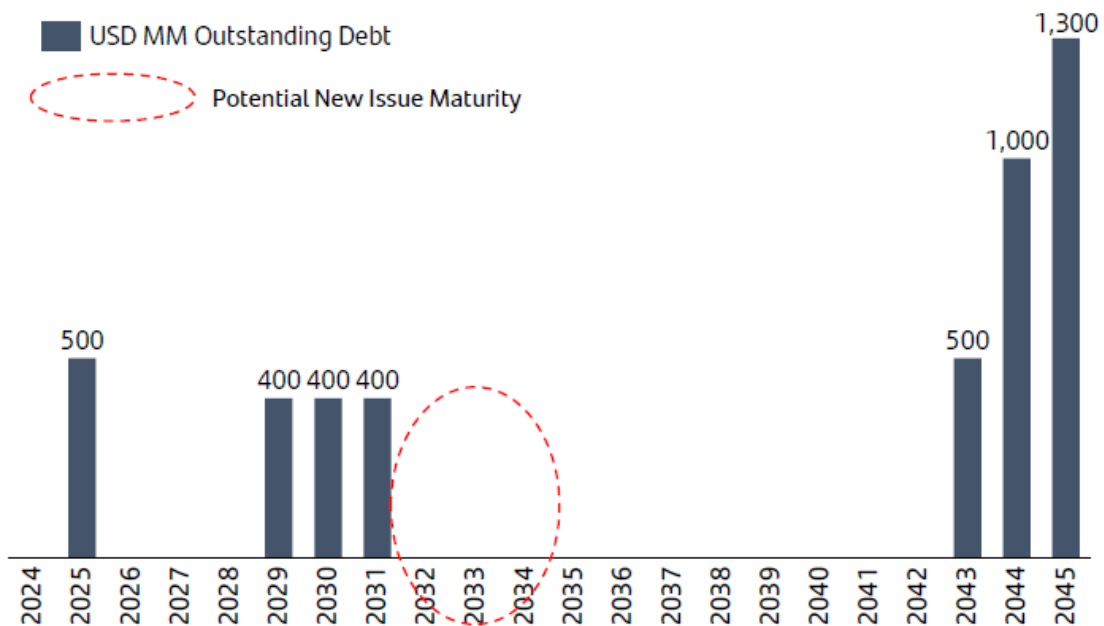
La nueva emisión de títulos valores contribuye a la mejora en la formación de la curva de rendimientos de deuda, limita el riesgo asociado a la acumulación de vencimientos en un periodo muy corto de tiempo y reduce el costo de los intereses. La colocación ejemplifica la confianza creciente que se tiene en la economía nacional.

La apertura de la emisión con vencimiento en el año 2034, favorece a la confianza creciente en la economía costarricense y el efecto de las acciones adoptadas por el Gobierno para mejorar los ingresos y la contención del gasto. Asimismo, esta

colocación es consistente con los objetivos de la Estrategia de Endeudamiento de Mediano Plazo del Ministerio de Hacienda.

Los rendimientos internacionales aún no estaban lo suficientemente bajos y el incremental entre una emisión de 10 años y 30 años para Costa Rica seguían siendo altos y se mantenían en el orden de 80 pb adicionales. Por lo que este no era el momento indicado para una operación de mayor plazo, especialmente si se considera que el perfil crediticio de Costa Rica puede seguir mejorando.

Una emisión con un plazo cercano a 10 años se ajustaba también mejor a los intereses de distribución y concentración de los vencimientos futuros de bonos externos para Costa Rica, como se muestra en la siguiente gráfica:



Fuente: Banco colocador

6. DETERMINACIÓN DEL PRECIO

La colocación se realizó con un precio a la par o valor facial, es decir que su costo no incorpora ni descuento ni prima, el rendimiento asociado a la transacción depende de las condiciones de mercado al momento de realizar la colocación y se monitorea constantemente durante la continua comunicación con los inversionistas.

En esta oportunidad, no se utilizó como herramienta de mercadeo el “roadshow”, como en emisiones anteriores, sino que este se concentró en la atención de inversionistas durante el día de la colocación y facilidades de acceso a la información de Costa Rica, esto mediante el uso de las plataformas tecnológicas provistas por los Bancos Asesores, así como una presentación completa pregrabada por parte de las autoridades ministeriales. De esta forma se procedió a la atención a inversionistas con dudas y consultas puntuales o especializadas.

Esta estrategia permitió priorizar el aprovechamiento de la ventana de oportunidad en lugar de quedar expuestos a la volatilidad del mercado durante toda una semana que podría tomar un “roadshow” completo de forma virtual.

Por otra parte, ya en octubre del 2022 se habían visitado inversionistas en el marco de las reuniones anuales del Banco Mundial y el FMI. Además, durante y después de la aprobación de la ley No. 10.332, también se mantuvo contacto con inversionistas internacionales.

Siempre existió una amplia divulgación de los logros fiscales y económicos hacia la comunidad inversionista.

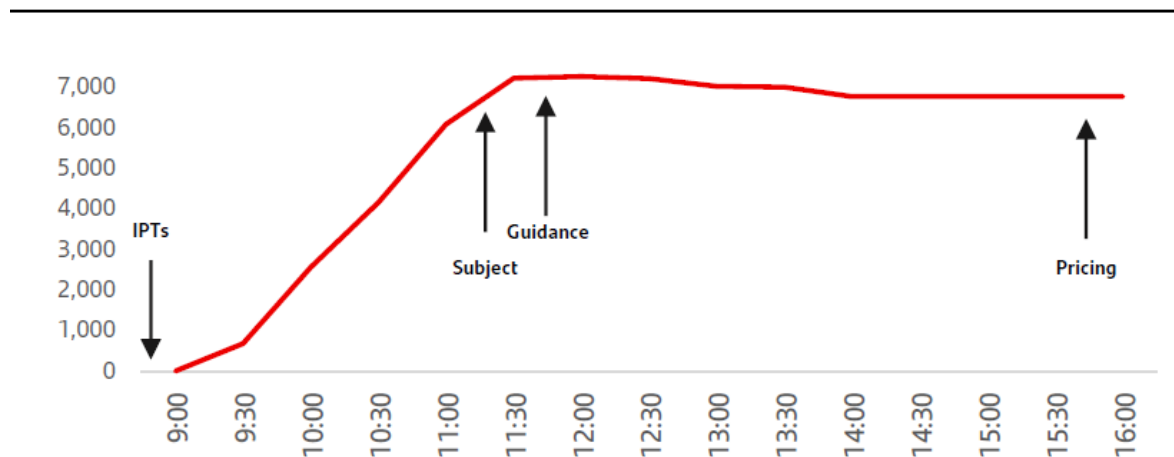
Es así como el Gobierno inició la colocación con un rendimiento de referencia inicial de alrededor de 7.0%, posteriormente se disminuyó la referencia a un rango entre 6.60% - 6.70%, para finalmente cerrar la asignación a 6.55%, lo cual fue

posible gracias a una posición muy fuerte de las ofertas, no solo en volumen que superó en 4.8 veces el monto de la colocación autorizada, sino también por la amplia participación de inversionistas con vocación de inversión de largo plazo como fondos de pensión, administradores de portafolio, bancos y otros inversionistas institucionales. Se recibieron cerca de 300 ofertas para esta emisión.

Como se desprende de lo anterior, se dio un proceso agresivo de las referencias de rendimientos a la baja desde los primeros anuncios y hasta el cierre de la operación, sin que se pusiera en riesgo el volumen esperado de la operación de US\$ 1.500 millones.

Colocación título valor internacional Evolución del libro de ofertas

Orderbook Evolution (USD MM)



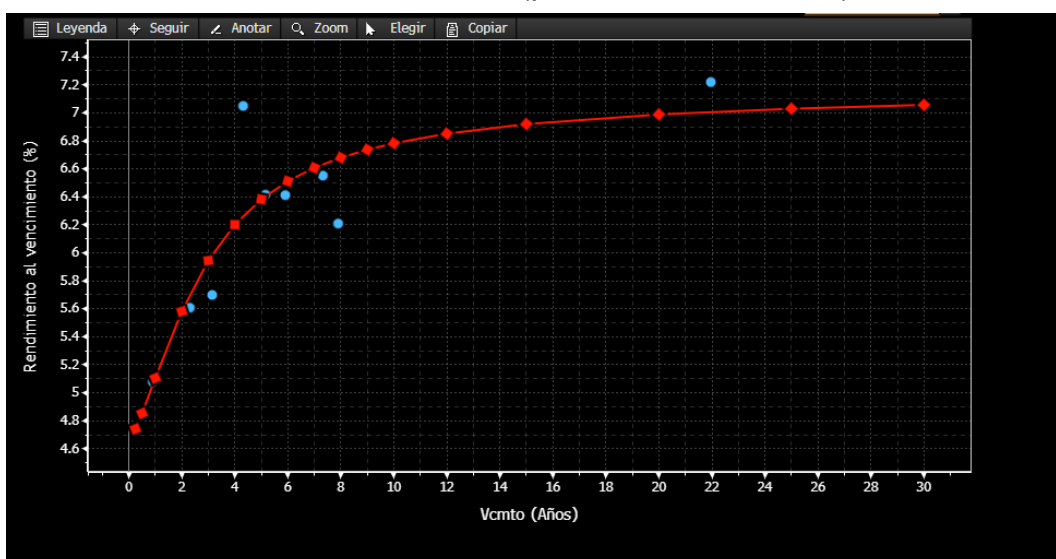
Fuente: Banco Santander

Estos resultados demuestran el apoyo de los inversionistas internacionales para la economía de Costa Rica, además, reafirman la confianza en las reformas y las

acciones implementadas con la reforma fiscal, así como los impactos positivos en las finanzas públicas.

Como se muestra en la gráfica siguiente, la curva de rendimiento de Costa Rica un día antes de realizar la transacción, situaban al rendimiento de los bonos a 10 años plazo alrededor del 6.8%.

Curva de rendimiento Soberana
el 26 de marzo 2023 (previo a la colocación).



Fuente: Bloomberg

De hecho, las referencias previas a la colocación para los valores de Costa Rica situaban el rendimiento de la emisión existente con vencimiento al 2045 en un 7.255%.

Con el fin de ahondar en la explicación sobre la determinación del rendimiento para las nuevas colocaciones, es conveniente mirar la evolución posterior del precio en los mercados de negociación. Usualmente una buena asignación del precio se ve reflejada en un comportamiento estable del precio alrededor de su valor par en los días inmediatamente posteriores a su colocación en mercado primario, precios subsiguientes muy por encima del valor par implicarían que el emisor pudo lograr una tasa cupón inferior a la asignada y precios posteriores muy

por debajo del valor par significaría que los inversionistas perdieron capital con la inversión, situación que podría repercutir negativamente en futuras operaciones de emisión del país y llevar a posiciones de venta que se reflejarían en precios menores y por tanto la exigencia de mayores rendimientos.

En su primera fecha de negociación, la emisión tuvo un desempeño positivo en el mercado secundario, se negoció a 100.60, estos movimientos representan incrementos en los precios de 0.6, lo cual es un movimiento muy típico de bonos que han tenido colocaciones efectivas en plazo y tasa, se puede decir que este movimiento es generado usualmente por inversionistas que no lograron completar sus ofertas iniciales debido a la mayor suscripción que se presentó en la oferta del mercado primario, el interés por la adquisición de los títulos en el mercado secundario de negociación subió levemente el precio. Este comportamiento es el esperado, se mantuvieron muy cercanos a su valor par lo que significa un precio justo en la asignación de la operación.

Luego de la colocación (CR34), tal y como se muestra en la siguiente gráfica el precio, en los siguientes días, permaneció bastante estable cercano a 100, esta situación demuestra que el precio de asignación final fue adecuado y cumplió plenamente con los intereses del emisor y la contraparte inversionista, logrando un precio justo para las partes.

Evolución precio Título valor Costa Rica 2034
-días posteriores a la colocación-



Fuente: Bloomberg

Al 26 de abril, prácticamente un mes después de la colocación, los bonos se cotizan con un precio alrededor de 101,516, lo que ya no responde a un comportamiento post colocación, sino al efecto que se ha visto en todas las emisiones de Costa Rica que a raíz de los excelentes resultados fiscales, la reciente visita del FMI en Abril 2023, el adecuado control inflacionario y la reacción del Banco Central iniciando un descenso en la tasas de interés, ha permitido una valoración positiva de los bonos costarricenses, lo cual continuará en el tanto el país se mantenga mejorando su desempeño macro fiscal y la mejora en la calificaciones crediticias.

El momento de la colocación, tal y como se observa en el siguiente gráfico la incertidumbre que estaba en el Mercado sobre los acontecimientos a nivel internacional, mostraban la inestabilidad de los bonos del Tesoro.

Precios de los Bonos del tesoro estadounidense a 10 años
Marzo 2022-abril 2023



Fuente: Bloomberg

Por otro lado, la disminución en el riesgo país de los mercados emergentes, favorecía el momento de emisión y el rendimiento de asignación. El Índice de Bonos de CR (EMBICR) disminuyó 234 puntos base del 14 de julio del 2022 (550), fecha en que se observa uno de los puntos más elevados durante ese año, al 27 de marzo (316), tal y como se muestra en el siguiente gráfico.

Una situación similar se presenta con el EMBI LATAM, el cual mostró una disminución a lo largo del año 2022, alcanzando un valor de 567 el 14 de julio de 2022 y un valor de 476 el 27 de marzo de 2023, es decir una disminución de 91 pb.

Emerging Bonds Index (EMBI)

Enero 2022 a abril 2023



Fuente: Bloomberg

Es importante hacer notar que la reciente evolución en los rendimientos de las emisiones existentes de Costa Rica muestran un movimiento coherente entre ellas y la emisión reciente, particularmente el vencimiento al 2034 no muestra movimientos distintivos que hagan pensar que ha sufrido ajustes adicionales a los de las emisiones restantes, muestra de que no existieron sesgos en la asignación de rendimiento en esa emisión.

La implementación y los resultados de la reforma fiscal fue un elemento esencial dentro de la valoración realizada por los inversionistas, además de las mejoras en las calificaciones de Riesgo que permitió una colocación exitosa.

III. RESULTADOS DE LA COLOCACIÓN

La colocación que se realizó el 27 de marzo de 2023, la cual se logró en corto tiempo y con un rendimiento que refleja la confianza de los inversionistas internacionales en Costa Rica, a pesar de la incertidumbre externa, pero que

también refleja la mejora en la calificación de riesgo país, así como en los resultados de las finanzas, producto de la aplicación de la reforma fiscal. Se logró colocar a un plazo de 10 años, con vencimiento al 2034, con un rendimiento de 6,55% y un precio a la par. Como se explicó en los apartados anteriores, el rendimiento de esta emisión se ubicó por debajo del rango de referencias esperado por CR, debido a las mejoras financieras asociadas a la calificación de crédito del país. Adicionalmente, esta emisión se realizó con un etiquetado adicional por parte del Banco JPMorgan, utilizando la metodología del Instituto de Finanzas para el Desarrollo (Estructuración DFI), indicando que el país tiene una intensidad alta, según las proyecciones brindadas por el país, para contribuir a los objetivos de Desarrollo Sostenible de las Naciones Unidas, esto significó, un paso adicional que posiciona la emisión, a medida que los inversores, las empresas, los reguladores y los gobiernos van asumiendo los objetivos del Acuerdo de París, del cual Costa Rica es parte.

Los inversionistas internacionales mantienen conceptos muy positivos sobre la economía y finanzas del país. Los títulos emitidos han presentado un desempeño positivo y su precio se mantuvo muy cercano al 100% durante las primeras semanas de su cotización en el mercado secundario.

Para el caso de Costa Rica el solo hecho de que la colocación ocurrió luego de la apertura de los Mercados Soberanos, posterior a un periodo de incertidumbre en el mercado internacional, con un desempeño positivo en términos fiscales, y buscando disminuir la presión en el mercado local, así como acciones consistentes con el acuerdo del FMI, fue un factor crediticio clave, que permitió una reacción directa, inmediata y positiva a la emisión reflejada en una mejora en la tasa final, aprovechando un buen momento que posteriormente también fue aprovechado por otros países como Brasil, Turquía y México.

Por otra parte, el esfuerzo de mercadeo del equipo que representó a la República, logró el soporte del mercado que requería el país, para enfocar en las perspectivas de recuperación a futuro (e.g. deuda a GDP) del crédito costarricense, en lugar de

elementos pasados. Lograr el apoyo del mercado respecto del desempeño crediticio de Costa Rica, fue un enorme detonante para el éxito de la colocación y de su evolución en mercados secundarios.

Estas colocaciones tienen un efecto importante para la composición del portafolio de deuda del Gobierno ya que permiten un alargamiento en el plazo de la deuda, así como una reducción en el costo del financiamiento. Por otra parte, se reduce la presión de las tasas de interés en el mercado local, impactadas por el aumento en la tasa de política monetaria, por ello esto favorecía localmente.

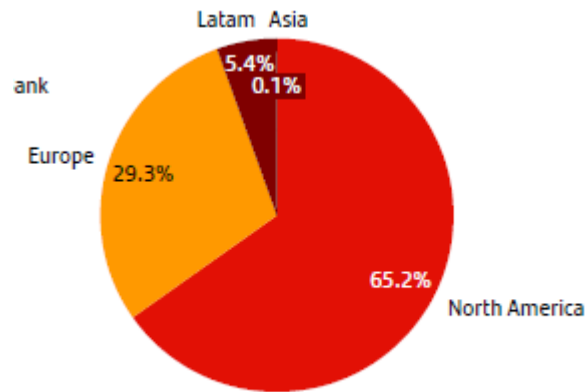
Se reduce de manera importante el riesgo de refinanciamiento del Gobierno lo que propicia mejoras en la gestión del endeudamiento público y se mantiene la consistencia con el Marco Fiscal de Endeudamiento de Mediano Plazo del Gobierno.

1. DISTRIBUCIÓN GEOGRÁFICA

La emisión con vencimiento en el 2034 presentó respaldo en diversas regiones tal y como se puede observar en el siguiente gráfico, en donde se destaca la participación de Estados Unidos con un 65,2%, seguido por Europa con un 29,3% y posteriormente por Latinoamérica con 5,4% y Asia con un 0,1%. A pesar de la concentración en Estados Unidos, lo cual es usual en estas operaciones, especialmente por el plazo del vencimiento, se logró continuar diversificando la base de inversionistas y fuentes de financiamiento.

Colocación Títulos valores internacionales 2023

Distribución geográfica



Fuente: Banco colocador

Uno de los elementos que se consideran positivos, es que nuevamente se ha despertado el interés y la participación de inversionistas de mercados que no son típicos para emisores como Costa Rica, podemos mencionar una muy fuerte participación de Europa, agentes del mercado asiático y latinoamericano, este interés demuestra una vez más, en el buen trabajo que se ha realizado posicionando a Costa Rica como una plaza interesante dentro de las emisores de países que tienen poca participación en los mercados internacionales, pero cuyas variables económicas, sociales, medioambientales y financieras sustentan una acogida positiva por parte de los inversionistas institucionales.

En el caso de la participación de Inversionistas Europeos y Asiáticos existe un interés muy fuerte por adquirir valores provenientes de países con un compromiso demostrado en materia ambiental, social y climático, características en las que Costa Rica mantiene una excelente imagen internacional. Por lo que, a pesar de no contar con un bono etiquetado en materia Ambiental, Social o de Gobernanza (ASG), Costa Rica tiene abiertas las puertas de los inversionistas que mantienen en su administración de carteras de inversión esas políticas ambientales y sociales.

Estos esfuerzos por ampliar el interés de inversionistas de diversas áreas geográficas por las emisiones costarricenses, debe mantenerse de forma

sostenida a lo largo del tiempo, ya que al ampliar el grupo de potenciales inversionistas se incrementa de forma significativa la demanda por posibles emisiones futuras lo que repercutirá de forma positiva en la formación de precios de referencia y los costos asociados a la colocación de emisiones.

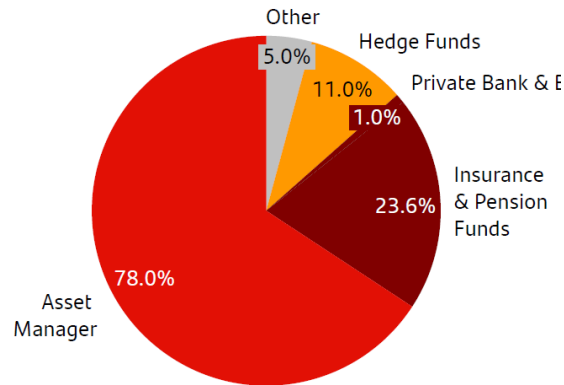
Cabe señalar que no se consideró restricción alguna para la participación de los inversionistas locales y estos fueron asignados en la colocación en forma proporcional al tamaño de la demanda total.

2. DISTRIBUCIÓN POR TIPO DE INVERSIONISTA

Otro aspecto relevante y que demuestra la confianza de los inversionistas internacionales es el elevado porcentaje 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. Se presentó una importante concentración en Administradores de Activos (Asset Manager), los que representaron el 78% del total, seguido por la participación de Aseguradoras y Bancos (Insurance y Bank & Trust), representando el 23,6% y posteriormente se encuentran los Fondos de Inversión (Hedge Fund) los cuales adquirieron el 11% de la emisión y otros adquirieron el restante 5,0%.

Lo anterior, se puede observar en el siguiente gráfico:

Colocación títulos valores internacionales 2023
Distribución tipo de inversionista



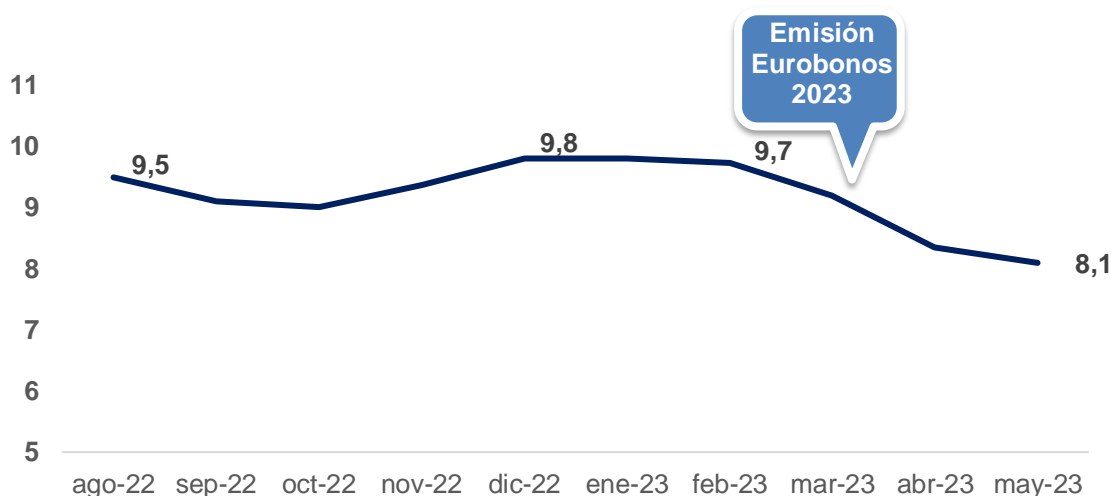
Fuente: Banco colocador

3. IMPACTO EN EL MERCADO DOMÉSTICO

El captar en el mercado internacional tiene como objetivo reducir la presión sobre el mercado doméstico de capitales, diversificar las fuentes de financiamiento, ampliar la base de inversionistas y aprovechar las condiciones internacionales de costo de los recursos, para evitar generar más presión a las tasas internas, ya impactadas por la Políticas Monetaria restrictiva.

Es de hacer notar que una reacción del mercado de valores es anticipar la caída de tasas de interés, tal y como se observa en el siguiente gráfico para un instrumento de deuda tasa fija a 10 años.

Evolución del rendimiento máximo, mercado local
Tasa fija colones, 10 años plazo
Agosto 2022 a marzo 2023



Fuente: Ministerio de Hacienda, Dirección de Crédito Público

Se espera que este efecto perdure en el tiempo, como resultado de los recursos provenientes de la implementación total del programa de emisiones de bonos, así como las mejoras en los resultados fiscales, que busca fomentar un mayor crecimiento de la economía costarricense como resultado de la disminución continua de la presión y competencia por los recursos del mercado de valores local.

4. REVALORACIÓN DE LA CURVA DE RENDIMIENTO INTERNACIONAL

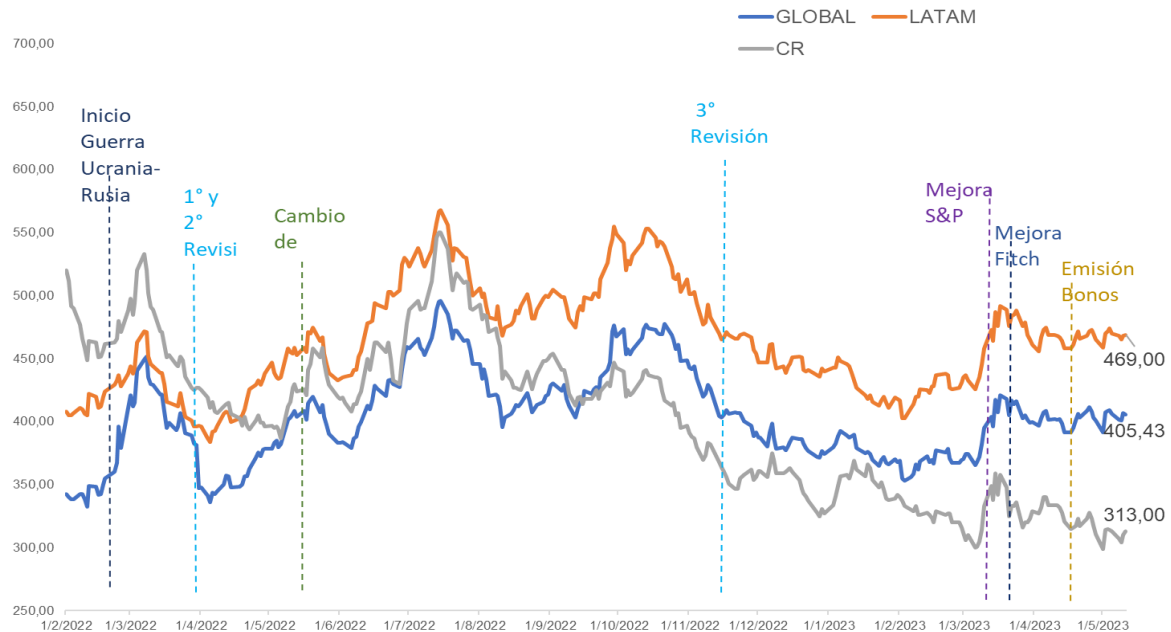
La ausencia de Costa Rica en los mercados internacionales desde el 2019, ha impactado algunos de los logros que se habían alcanzado, especialmente la imagen, posicionamiento y reconocimiento, dificultando el manejo eficiente del endeudamiento del país y limitando el acceso al mercado financiero internacional en los momentos en que se está en mejores condiciones que el mercado local.

Mantener presencia en los mercados internacionales, y permitir que estas operaciones formen parte integral de la estrategia de gobierno, permiten aprovechar las oportunidades que brinda el mercado de capitales externo y

obtener dinero para financiar servicios gubernamentales y déficits presupuestarios. La emisión de bonos reciente, marca nuevamente la presencia del país, da a conocer su potencial como emisor y permitió nuevamente crear imagen en el entorno internacional, dar a conocer su condición económica y fiscal y capacidad de pago por los compromisos adquiridos. Representó una oportunidad para transparentar ante el inversionista, los resultados de la reforma fiscal, su implementación y demás acciones de política fiscal que se han venido implementando elementos que se vieron reflejados en una reducción en las tasas de referencia en los mercados internacionales y una mejor conformación de la curva al incorporar una nueva referencia a 10 años plazo.

El riesgo observado para Costa Rica (EMBI CR), ha logrado ubicarse inclusive por debajo del EMBI LATAM y EMBI GLOBAL. Al comparar el EMBI CR (313,00) con el Global (405.43), a la fecha se observa una diferencia de 92.43 pb y 156.0 pb con respecto a LATAM (449.00).

JP Morgan EMBI Global, LATAM, Costa Rica 2019-2023



Fuente: Bloomberg

Esta operación fue recibida por los mercados internacionales de forma muy favorable y sin mayores sobresaltos, esto se puede notar en la estabilidad relativa que presentaron los precios de los títulos de Costa Rica colocados en los mercados internacionales.

Al finalizar la emisión cuya autorización estaba contenida en la Ley N°10.332 y como parte de un lote de \$5.000 millones por emitir, se puede mencionar que la coyuntura para salir a buscar financiamiento a los mercados internacionales no pudo ser mejor, las tasas captadas para esta emisión permitieron a Costa Rica acceder a un financiamiento “barato” asociado a su riesgo crediticio y en comparación con el mercado doméstico, al tiempo que se logró plazos considerados aceptables en el mercado internacional.

En resumen, se puede afirmar la colocación internacional constituye mejores referencias de precios, puntos sólidos para la valoración internacional de nuestros valores soberanos y cuasi soberanos, lo que permitirá al Gobierno y a otras entidades públicas que participan en el mercado internacional de valores, contar con una herramienta que permita una asignación de recursos a costos más favorables y con mayor apego a las condiciones crediticias de la República.

5. BENEFICIOS FISCALES

Los beneficios fiscales se reflejan, en una ventana de oportunidad de colocación en el Mercado Internacional, disminuyendo la presión en el Mercado Interno, así como, generar la oportunidad de anticipación a los posibles incrementos en las tasas de interés y consecuentemente la disminución del costo del financiamiento del Gobierno.

La posibilidad de un aumento en las tasas de interés, en aras de disminuir la inflación, hacen oportuno, aprovechar la emisión temprana de bonos, dada la coyuntura internacional y el crecimiento mundial esperado para 2023.

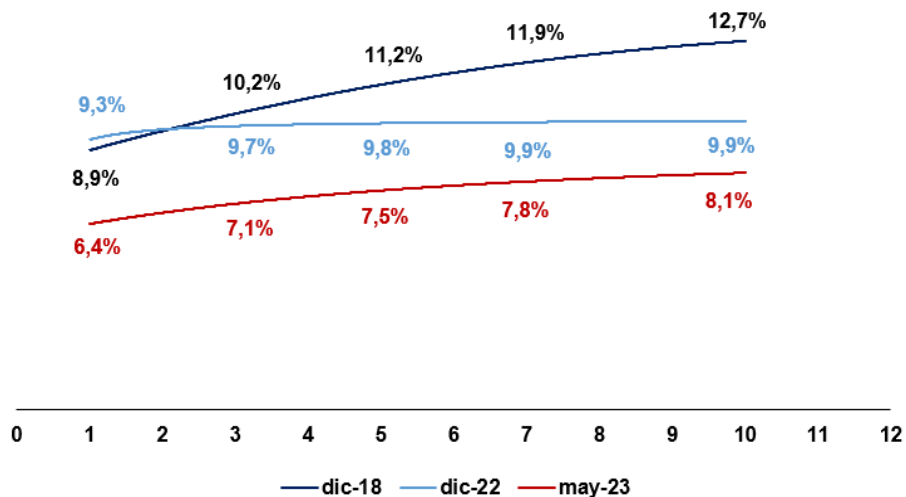
Por otro lado, de no haber realizado la colocación en el mercado externo se habría tenido que presionar más el mercado doméstico para conseguir los recursos y posiblemente habría generado mayor incertidumbre entre los inversionistas, esta circunstancia, más la presión sobre recursos escasos habría impulsado un aumento en las tasas de interés internas, ya impactadas por la Tasa de Política Monetaria, debido a la presión creada por la contención de la Inflación.

El título de referencia en colones en el mercado local con vencimiento al 2031 ha presentado un valor descendente durante el 2023, pasando de 6,533 pb el 30 de diciembre de 2022 a 6,215 pb el 23 de marzo, como consecuencia de las políticas fiscales y estrategia de financiamiento que ha venido desarrollando el Gobierno.

La tasa de colocación de los US\$1.500 millones fue de 6.55% a 10 años. Por su parte si el Gobierno tuviese que salir al mercado a captar la misma cantidad de recursos a las tasas locales la tasa de interés sería mucho mayor o bien no se alcanzaría el valor requerido.

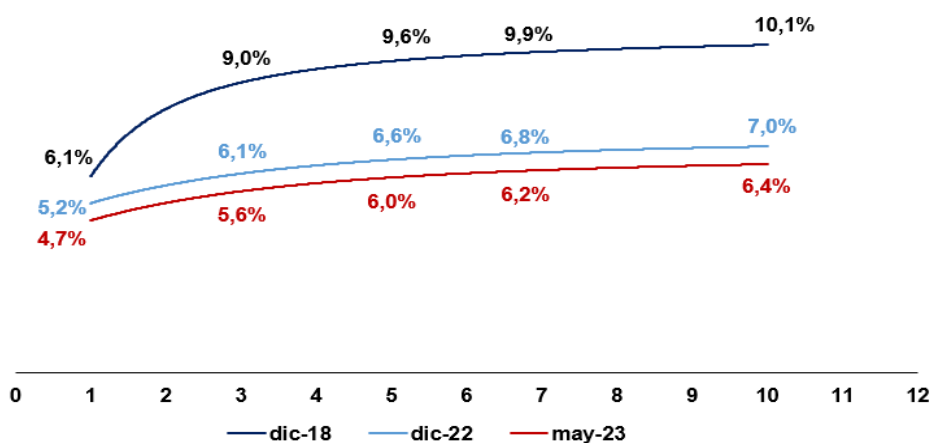
La siguiente gráfica muestra los rendimientos locales tanto en dólares como colones al cierre de marzo 2023, días cercanos a la colocación internacional. Como se puede notar, asumiendo que en el mercado doméstico se pudieran obtener US\$1.500 millones, una colocación en dólares a 10 años plazo se hubiera colocado con un rendimiento cercano al 6.7%.

Evolución de la curva de Rendimientos colones
Diciembre 2018-diciembre 2022 y mayo 2023



Fuente: Dirección de Crédito Público

Curva de rendimientos dólares Diciembre 2018, 2022 y mayo 2023



Fuente: Dirección de Crédito Público

Por lo tanto, es fácil hacer notar que si la colocación internacional se realizó con un rendimiento de 6.55% y el mercado doméstico en dólares, al 27 de marzo, hubiera exigido un rendimiento de 6.73%, como se mencionó anteriormente, asumiendo que el mercado local puede proporcionar la cantidad de USD\$1.500 millones, se obtuvo un ahorro de 18 pb, lo que significa un ahorro directo en el costo de intereses de \$ 2.7 millones anuales, solo considerando el costo menor de la colocación y no considerando los efectos indirectos del impacto en la reducción de las tasas de interés locales producto de la colocación.

Expuesto lo anterior se puede afirmar que el gobierno al salir a colocar en el momento en que lo hizo y en mercados internacionales escogió la alternativa menos costosa generando un ahorro al escoger tasas internacionales más bajas y evitar presionar las tasas internas al alza al tiempo que incrementó la vida promedio de la deuda.

Sin embargo, los beneficios fiscales deben considerar los efectos indirectos por la menor presión en el mercado doméstico. A diciembre 2022, los rendimientos en

dólares para colocaciones a 10 años plazo se ubican en valores cercanos al 7,0% y en colones en valores alrededor de 9,9% y posterior a la colocación, a mayo 2023 los rendimientos han disminuido hasta ubicarse en 6,4% es decir una reducción en 60 pb en dólares y en el caso de los colones paso a 9,2%, es decir se redujo 180 pb. Es poco el tiempo transcurrido desde la emisión, por lo tanto, es de esperar que el comportamiento a la baja de los rendimientos locales se mantengan en el tiempo.

Esa disminución de los rendimientos aplicaría para todas las nuevas colocaciones del Gobierno. La autorización de financiamiento dada en el presupuesto 2023 es por un monto total de ₡ 4.805.470 millones de colones, si a esto le restamos lo que se había colocado al cierre de marzo, la suma pendiente de financiar sería de ₡ 3.662.267 millones a un costo promedio de 180 pb, significarán aproximadamente ₡66 mil millones de colones (US\$120 millones) menos en intereses que se verían aplicados a partir del presupuesto 2024.

6. SOBRE LAS OPERACIONES DE PASIVOS EN EL MERCADO INTERNACIONAL

A pesar de que la Ley No. 10.332, en su artículo No. 3 autoriza al Poder Ejecutivo, por medio del Ministerio de Hacienda, para canjear, consolidar, convertir, renegociar y/o realizar cualquier otra forma de gestiones de las colocaciones y los respectivos vencimientos de títulos valores ejecutados en el mercado internacional, siempre y cuando derive en un beneficio para la gestión del portafolio de pasivos, en esta oportunidad no se consideró oportuno realizar alguna operación de pasivos especialmente porque, el vencimiento más cercano era el de enero 2023 por \$1000.0 millones, ya se había cancelado a inicios de ese mes.

El siguiente vencimiento es para el 30 de abril del 2025 por un monto de USD\$500 millones, sin embargo, esta emisión tiene una tasa cupón de 4.375%, muy por

debajo a las condiciones financieras que ofrece el mercado internacional actualmente.

El resto de las emisiones vigentes, antes de la colocación de marzo 2023, aún cuentan con un importante plazo al vencimiento, éstas vencen en los años 2043, 2044, 2045, y ante la expectativa de mejoras futuras en la calificación crediticia de Costa Rica, el rendimiento que exijan los inversionistas podría ser menor por lo que y conforme a recomendación de los Bancos asesores, lo conveniente es esperar esas mejoras que contribuyan para realizar una operación de pasivos con mayor éxito.

7. SOBRE LA PRESENCIA DE COSTA RICA EN LOS MERCADOS INTERNACIONALES

Como se ha mencionado Costa Rica ha desaprovechado por muchos años las ventajas del mercado de capitales externo, esto a pesar de que las calificadoras de riesgo crediticio más relevantes a nivel internacional han sido insistentes en todos sus informes de la importancia para Costa Rica de mantener flexibilidad en sus herramientas de financiamiento. Por ejemplo, Fitch Rating en su informe de Marzo 2023 señala que “El estancamiento político continúa generando incertidumbre sobre la capacidad de financiamiento externo del gobierno, aunque esta ha mejorado en el corto plazo en el contexto de la aprobación de la emisión de bonos globales por parte de la asamblea legislativa para los próximos tres años.” y que “La necesidad de que el Congreso autorice la emisión en el mercado externo y el endeudamiento de multilaterales generó incertidumbre sobre la capacidad de financiamiento del gobierno, con implicaciones macro más amplias.

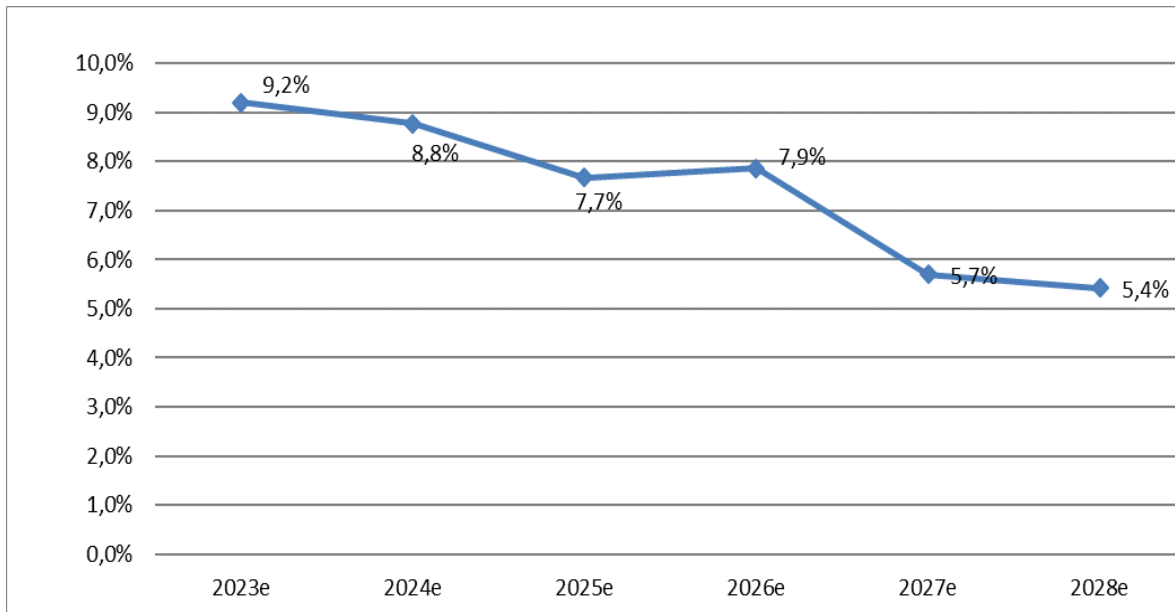
Por su parte Standar & Poor’s ha señalado en su informe de febrero 2023 que “La aprobación legislativa para emitir deuda en los mercados globales de capital este año, y sujeta a condiciones durante varios años, facilita los planes del gobierno

para mejorar el plazo de su perfil de deuda.”, indicando adicionalmente que “Los perfiles fiscal y externo de Costa Rica incluyen rigideces y vulnerabilidades en los procedimientos de gestión de la deuda del gobierno. Los financiamientos y préstamos deben ser aprobados por la Asamblea Legislativa. En ocasiones, la legislatura ha retrasado la aprobación, obligando al Gobierno a depender de un pequeño mercado interno. Dichos obstáculos políticos han afectado la previsibilidad de la gestión de la deuda y han reducido la flexibilidad financiera del gobierno”.

Adicionalmente, ante la necesidad de dotar al Poder Ejecutivo de mayor flexibilidad en la gestión del endeudamiento público, en el marco de las reformas de la gestión de la deuda institucionales, establecidas entre el FMI y el Gobierno, según la carta de intenciones, existe el compromiso de coordinar con la Asamblea Legislativa para obtener una autorización general para el endeudamiento externo, coherente con el Presupuesto anual aprobado y los límites de endeudamiento así como con la estrategia de gestión de deuda, misma que fue también validada por el FMI, como parte del Acuerdo del país con este ente.

La nueva oportunidad de acceso del país al mercado de capitales, la implementación de la reforma fiscal y los ingresos adicionales que de ella se derivan, así como la aplicación de la regla fiscal sobre el gasto de Gobierno, propician que para los siguientes periodos mejore el balance fiscal de Gobierno, no obstante, las necesidades de financiamiento del Gobierno continúan siendo importantes, especialmente por los vencimientos de deuda futuros por obligaciones ya contraídas. Esta situación obliga al Gobierno a mantener un importante dinamismo sobre la estrategia de endeudamiento de mediano plazo y disponer de fuentes alternas de financiamiento para satisfacer esas necesidades.

Gobierno Central
Necesidades brutas de financiamiento estimadas a PIB
2023-2028



Fuente: Dirección de Crédito Público

Es por esto que reviste de importancia dotar al Ejecutivo de la posibilidad de mantener presencia en el mercado internacional y emitir títulos valores cuando se considere ventajoso, esto como un instrumento para la implementación de la estrategia de deuda. Es de destacar que una de las desventajas que representan las operaciones que realiza Costa Rica es el exceso de información que recibe el mercado sobre los montos y periodo en el que el país saldría a emitir, lo que puede redundar en reducir beneficios de estas emisiones.

La posibilidad abierta al Ejecutivo en busca de este tipo de financiamiento contribuye a la atención de las necesidades de financiamiento del Gobierno, mismas que, aunque muestran una tendencia estimada decreciente siguen siendo representativas por tanto continuar accedendo al mercado internacional constituye una fundamental herramienta de endeudamiento para atender esas obligaciones y evitar volver a generar presión sobre el mercado doméstico.

Ante un escenario como el mostrado, es difícil asegurar que el mercado doméstico pudiese sopesar la totalidad de esas necesidades eso en primera instancia, seguido por una fuerte presión sobre las tasas de interés internas ante la competencia por la obtención de esos recursos. La sostenida estabilidad en las tasas de interés, de forma que no tiendan al alza, aunque difícil de cuantificar, beneficia al ahorro en las finanzas del estado y confirma la necesidad de continuar participando en el mercado internacional como parte integral de la estrategia de financiamiento de mediano y largo plazo, para lo cual es indispensable incorporación de esta fuente de financiamiento dentro de la Estrategia de deuda del Gobierno, sin tener que recurrir cada vez a la autorización por parte de la Asamblea Legislativa, sin que esto elimine el cumplimiento del principio de transparencia y rendición de cuentas.

8. LA PERCEPCIÓN DE ESPECIALISTAS LOCALES

Luego de varios años de no realizar emisiones en los mercados internacionales, se generó una gran expectativa sobre la forma en que los inversionistas recibirían la nueva colocación de Costa Rica. Se esperaban resultados similares o mejores, de los observados en emisiones internacionales anteriores y que reflejaran las acciones fiscales de mejora y el entorno tanto a nivel interno como externo. El tema que más se mencionaba era el plazo y tasa de colocación y en general podemos señalar que los especialistas quedaron muy satisfechos con los resultados obtenidos en el proceso de colocación. A continuación, algunas de las opiniones:

El periódico La República, señala el 27 de marzo, que la colocación realizada de eurobonos se cataloga como exitosa, por parte de analistas financieros, destacando que se dio una sobreoferta de \$7.500 millones y esto hizo que la tasa de interés disminuyera de 7% a 6,55%. Lo cual, le permita al país cambiar deuda cara por barata y, además, menor presión en el mercado local, lo cual no generaría presiones en las tasas de interés.

Se indicó de forma textual: “Existió un buen apetito por el papel y esto hizo que se colocara a una buena tasa de interés”.

Además, en el periódico La Nación se tuvo el artículo denominado: “Órdenes de compra por eurobonos de Costa Rica superaron en 4,7 veces el monto puesto a la venta” en donde se destacó que Costa Rica aperturaba la colocación de la emisión de eurobonos por \$1.500 millones en el mercado internacional el 27 de marzo, en donde se destaca que los libros de órdenes y las ofertas de compra por parte de los inversionistas superaron en 4,7 veces el monto puesto a la venta por el Gobierno.

De parte del Grupo Financiero Acobo, se indicó que fue una colocación exitosa de eurobonos, destacó el regreso de Costa Rica a los mercados internacionales de deuda, evento que no se presentaba desde noviembre del 2019. Además, menciona que a pesar de la incertidumbre en los mercados bursátiles y financieros extranjeros, la recepción de esta colocación fue todo un éxito, logrando un gran interés por inversionistas locales e internacionales, lo cual recalca que, las posturas de compra por más de \$7.300 millones son el reflejo de la confianza que mantienen los inversionistas gracias a una economía que, a pesar del entorno negativo de los últimos años, presenta indicadores positivos, sustentados en una reforma fiscal que permite al gobierno generar una serie de resultados fiscales positivos a lo largo de los últimos dos años.

IV. LECCIONES APRENDIDAS PROCESO DE COLOCACIÓN

Bajo la ley N° 10.332 se realizó la colocación de deuda por US\$1.500 millones con un vencimiento al 2034 y un rendimiento de 6,55%. El retorno a los mercados internacionales se enfocada no solo en mejorar la liquidez en un plazo de 10 años,

sino obtener tasas de interés acorde a las condiciones fiscales y acciones de política fiscal que han generado resultados satisfactorios al país.

Los rendimientos de la colocación obtenidos denotan que la emisión fue recibida de buena manera en el mercado y alcanzó una importante demanda, pese a la poca participación de Costa Rica en los mercados internacionales de deuda durante los últimos años, ya que la última emisión se realizó en el 2019.

El momento para realizar la colocación no pudo ser más oportuno, ya que las tasas de referencia internacional se iniciaban con un mercado con nulo movimiento, producto de la crisis del Silicon Valley Bank, así como cero emisiones de soberanos, lo cual, si bien es cierto se estaba latente a que el mercado iniciara emisiones, fue Costa Rica, el segundo país en lograr aperturar el mercado, con mejoras en las calificaciones de riesgo, siendo este un elemento fundamental para lograr captar el interés de los inversionistas, además, de las mejoras en los resultados fiscales obtenidos en los últimos meses luego de la reactivación económica del mundo post pandemia.

Este retorno a los mercados internacionales le dejó al Ministerio de Hacienda muchas lecciones aprendidas y reforzó la experiencia que se había logrado acumular con las emisiones anteriores. Entre las lecciones aprendidas y los procesos que se pueden mejorar destacan los siguientes:

1. El Ministerio de Hacienda tiene el personal y la capacidad técnica para llevar a cabo estos procesos de una forma eficiente y logrando los mayores beneficios para el país.
2. La administración debe tener mayor flexibilidad en la Ley para la contratación de servicios, la descripción del procedimiento de contratación en la ley limita el margen de acción del ejecutivo y anticipa a la contraparte inversionista que se acerca una nueva emisión.

3. Los anuncios sobre los procesos de contratación anticipaban la salida al mercado y ponían en constante riesgo la operación haciéndola más vulnerable a la manipulación de precios.
4. Los procedimientos autorizados en la Ley deben adecuarse mejor a las mejores prácticas internacionales y más que concursos para las contrataciones 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.
5. El país recibió ofertas hasta por US\$7.300 millones, lo que demuestra la confianza del mercado en Costa Rica y la gestión del Gobierno lo que evidencia que las operaciones del mercado internacional no deberían estar limitadas ni a un monto global ni a un monto máximo de cada colocación. Lo primero porque se anticipa el fin de las colocaciones y causan mayores presiones en el mercado doméstico al saber que el Gobierno deja de tener acceso al mercado internacional y lo segundo porque se desaprovechan oportunidades en el mercado al no poder realizar colocaciones mayores. Se sugiere que la autorización de colocación futura esté asociada a una proporción de las necesidades de financiamiento anual del presupuesto nacional.
6. La aprobación de un programa de emisión multianual es fundamental. La aprobación de emisiones anuales o acotadas son un desestímulo importante para los inversionistas que quieren una relación de largo plazo y redundan en mayores costos para la República.
7. Es indispensable que el Ministerio de Hacienda cuente con líneas de crédito contingente, que le permitan postergar una operación en caso de situaciones imprevistas.
8. El país debe continuar la senda de la sostenibilidad fiscal y de forma que se continúe en la mejora de la calificación de riesgo, así como las mejores condiciones de financiamiento.
9. El Gobierno de Costa Rica, tiene su fortaleza en su gran compromiso ambiental, social y de sostenibilidad fiscal que se vio reflejado en la gran

cantidad de ofertas recibidas y el rendimiento favorable al que concluyó la operación.

10. Costa Rica es visualizado por los inversionistas como un país con las condiciones para emitir bonos etiquetados, ya sean verdes o sociales, por lo que el Gobierno debe continuar con los esfuerzos para incursionar en esta instrumentalización y lograr los beneficios que estas operaciones generación.
11. Costa Rica debe continuar haciendo más sofisticada su participación en el mercado internacional y ampliar el formato de sus valores internacionales para que sean registrados en el Security Exchanges Commision (SEC por sus siglas en ingles) y no solo el tipo de registro asociado a la Regla 144A y REG S que limita la adquisición de bonos a inversionistas institucionales.

V. CONCLUSIONES

El regreso de Costa Rica a los mercados internacionales de deuda puede considerarse exitosa, no solo se logran tasas rendimientos bajas, también se logró limitar las presiones sobre el mercado local, tanto en plazo como en tasa.

Costa Rica consiguió, con la emisión del bono con vencimiento al 2034, teniendo un éxito destacable y reconocido a nivel internacional, pues no solo retoma su presencia en los mercados internacionales, sino que demostró la capacidad de sostener la confianza de los inversionistas, lo que refleja credibilidad en su transparencia y rendición de cuentas y en sus prácticas de política macroeconómica.

Los rendimientos de colocación responden a las circunstancias actuales en los mercados internacionales la cuales resultaron favorables para el país dado su nivel de riesgo crediticio, siendo que por otra parte de haberse tratado de colocar un monto de esa magnitud en el mercado interno, aparte de que en la práctica no

habría sido posible hacerlo exclusivamente en dólares y en un plazo tan breve, habría producido una presión al alza sobre las tasas de interés internas, que ya están siendo impactadas por la política Monetaria restrictiva, en moneda nacional y extranjera, lo cual podría haber limitado en extremo el acceso a recursos financieros por parte de los restantes actores de la economía del país, con consecuencias negativas para Costa Rica.

Además de la exposición de Costa Rica a retos que provienen del entorno económico internacional, y que tienen consecuencias sobre las condiciones en que las economías emergentes pueden obtener financiamiento internacional, el país tiene situaciones de su economía interna, como el desempleo, rezago en infraestructura, entre otras, que deben ser corregidas para mejorar su estabilidad económica y sus condiciones de acceso a financiamiento. La aprobación de la reforma fiscal en diciembre del 2018, los acuerdos con el FMI, acciones de ayuda concreta de Organismos Internacionales, mejoras en la calificación crediticia y dinamismo en la definición de políticas fiscales perfilan un mejor ambiente para futuras emisiones en los mercados internacionales lo que generará ahorros significativos en términos de pago de intereses, alargamiento del perfil de vencimientos, y disminución de presiones sobre el mercado local.

Es recomendable hacer hincapié en que dados los beneficios obtenidos con esas colocaciones de bonos internacionales y las condiciones fiscales del país, resulta importante que el Ejecutivo, cuente con herramientas flexibles que le permitan continuar diversificando las fuentes de financiamiento, ampliar las bases de inversionistas, reducir la presión sobre la tasa de interés del mercado interno y disminuir el costo del servicio de la deuda, aprovechar las condiciones financieras internacionales que resultan favorables en cuanto a las bajas tasas de interés así como favorecer el alargamiento en los plazos de vencimiento de la deuda. Las disminuciones en el gasto de gobierno, abren un espacio en la aplicación de la regla fiscal para que el país pueda desarrollar proyectos de infraestructura que

faciliten el crecimiento economía y que redunden en beneficios fiscales que se reflejen en la población costarricense.

Adicionalmente, fortalecer la presencia en los mercados internacionales con títulos de mayor liquidez y aprovechar cuando esté latente el apetito del inversionista extranjero por instrumentos costarricenses y deseo de migrar sus inversiones a mercados diferentes que les ofrecen una combinación interesante en cuanto al rendimiento y diversificación de riesgos.

Por otra parte, al disminuir las demandas de crédito internas del Gobierno, y la indudablemente baja en las tasas de interés locales beneficia las condiciones de financiamiento del sector privado e incentivo a la producción nacional.

Elaborado por: Leticia Chaves Barboza Dirección de Crédito Público	VB: Francini Córdoba Herrera Subdirectora de Crédito Público