



Informe de Riesgos

Estado de la Deuda

Ministerio de Hacienda

Dirección de Crédito Público

Departamento de Política de Endeudamiento Público

Diciembre 2021

TABLA DE CONTENIDO

1. RESUMEN EJECUTIVO.....	4
2. COSTA RICA: MARCO LEGAL ASOCIADO A LA DEUDA.....	6
3. CONTEXTO DE LAS FINANZAS PÚBLICAS	7
3.1. SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO.....	7
3.2. GOBIERNO CENTRAL.....	11
3.2.1. <i>Riesgo de Re-financiamiento</i>	11
3.2.2. <i>Riesgo de Tasa de Interés</i>	13
3.2.3. <i>Riesgo por Inflación</i>	15
3.2.4. <i>Riesgo Cambiario</i>	15
4. ANÁLISIS HISTÓRICO DE LA DEUDA DE GOBIERNO.....	17
4.1. NIVEL Y COMPOSICIÓN DE LA DEUDA TOTAL DEL GOBIERNO CENTRAL	18
4.2. PERFIL DE VENCIMIENTO DE LA DEUDA DE GOBIERNO CENTRAL	19
4.3. TIPO DE ACREEDOR DE LA DEUDA DEL GOBIERNO CENTRAL	22
4.4. TIPO DE TASAS EN EL MERCADO LOCAL.....	23
4.5. DEUDA GARANTIZADA	24
5. SENSIBILIZACIÓN DE VARIABLES MACROECONÓMICAS Y SU EFECTO EN LA DEUDA DEL GOBIERNO CENTRAL Y ÓRGANOS DESCONCENTRADOS	26
5.1. SUPUESTOS DEL ESCENARIO BASE.....	27
5.2. RESULTADOS DE LA SENSIBILIZACIÓN	28
5.3. BENCHMARK O UMBRALES	30
5.4. COLOCACIONES DE CORTO PLAZO	30
5.5. DEUDA EXTERNA.....	31
5.6. DEUDA EN MONEDA EXTRANJERA	33
5.7. SALDO DE LA DEUDA	33
6. MAPA DE CALOR	35
7. PERSPECTIVAS SOBRE EL RIESGO-PAÍS.....	38
8. COMPARACIONES INTERNACIONALES	39
8.1. SPREADS DE BONOS.....	39
8.2. NECESIDADES DE FINANCIAMIENTO	41
8.3. DEUDA PÚBLICA EN MONEDA EXTRANJERA COMO PARTICIPACIÓN DEL TOTAL.....	41
8.4. DEUDA EXTERNA COMO PARTICIPACIÓN DEL TOTAL	42
8.5. DEUDA DE CORTO PLAZO COMO PARTICIPACIÓN DEL TOTAL.....	43
9. ESTRATEGIA DE ENDEUDAMIENTO DEL GOBIERNO CENTRAL.....	44
10. CONCLUSIONES.....	47
11. REFERENCIAS.....	49
12. ANEXOS.....	50

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1 Resumen de Normativa.....	6
Tabla 2 Costa Rica: Riesgos identificados.....	9
Tabla 3 Costa Rica: Indicadores de Riesgo de la Deuda del Sector Público No Financiero y Banco Central, Periodo 2016 a 2021.....	9
Tabla 4 Costa Rica: Indicadores de Riesgo de Re-financiamiento de la Deuda Total del Gobierno Central 2020-2021	11
Tabla 5 Costa Rica: Indicadores de Riesgo de Tasa de Interés de la Deuda Total del Gobierno Central 2020-2021	13
Tabla 6 Costa Rica: Indicadores de Riesgo por Inflación de la Deuda Total del Gobierno Central, 2020-2021	15
Tabla 7 Supuestos Iniciales del Escenario Activo.....	28
Tabla 8 Resultados de la sensibilización.....	29
Tabla 9 Estrategia de la Deuda de Mediano Plazo.....	31
Tabla 10 Mapa de Calor de Riesgos	36
Tabla 11 Calificaciones de Riesgo Soberano para Costa Rica (Datos al 23 de marzo 2022).....	38
Tabla 12 Composición actual del portafolio y composición propuesta de mediano plazo.....	45

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1 Costa Rica: Evolución de la deuda del sector público no financiero. Clasificada por sectores. (2009-2021)	8
Gráfico 2: Costa Rica: Estructura de Vencimientos Deuda Total del Gobierno Central, 2016-2021	12
Gráfico 3 Costa Rica: Estructura de Tasas, Deuda Total del Gobierno Central 2020-2021.....	14
Gráfico 4 Costa Rica; Estructura por Moneda, Deuda Total del Gobierno. 2020-2021	17
Gráfico 5 Evolución de la Deuda de Gobierno Central.....	18
Gráfico 6 Vencimientos de Deuda Interna	19
Gráfico 7 Vencimientos de deuda externa.....	20
Gráfico 8 Perfil de Vencimientos deuda interna de gobierno central	20
Gráfico 9 Perfil de Vencimientos deuda interna de gobierno central	21
Gráfico 10 Perfil de Vencimientos Deuda externa de gobierno central	22
Gráfico 11 Deuda Externa por Acreedor (millones de dólares).....	22
Gráfico 12 Tipo de Tasas Deuda Interna	23
Gráfico 13 Spread de BDE 45.....	39
Gráfico 14 Evolución de Spreads títulos Latinoamericanos 2019-2021.....	40
Gráfico 15 Necesidades de Financiamiento 2021.....	41
Gráfico 16 Deuda denominada en Dólares/Deuda Total	42
Gráfico 17 Deuda Externa/Deuda Total	43
Gráfico 18 Deuda a Corto Plazo/Deuda Total.....	44
Gráfico 19 Costa Rica: Total de Estrategias de Financiamiento Analizadas	45

1. Resumen Ejecutivo

A lo largo de los años la deuda de Gobierno se ha incrementado como resultado de un incremento sostenido y constante de los gastos e ingresos que no crecen al mismo ritmo y se ven afectados por diversas variables: dinamismo económico interno y externo, desempleo, políticas gubernamentales, tasas de interés, entre otras, o eventos inesperados como la pandemia del COVID-19, esto ha incrementado el déficit primario a niveles que oscilaban entre el 2%-3% del PIB en los últimos años, luego de la reforma aprobada en diciembre del año 2018, las proyecciones mostraban una franca mejoría en la tendencia de los déficit primarios, sin embargo, y como resultados de los gastos relacionados a la atención de la emergencia y la disminución de los ingresos, los déficit primarios se incrementarán en el corto plazo, lo que limita las posibilidades de maniobra del Gobierno, sin embargo, a lo largo del año 2021 y los primeros meses del año 2022 se ha presentado una importante recuperación en las variables económicas y fiscales que ha permitido incrementos sostenidos en los ingresos tributarios que han generado proyecciones de superávits primarios, lo que ha permitido revertir parcialmente la tendencia de la deuda a mediano plazo, se espera que para el bienio 2022-2023 se presente un punto de inflexión que permita darle seguridad a la tendencia creciente de la deuda.

Esta dinámica positiva no ha permitido disminuir de forma significativa en los últimos años el pago de intereses, amortizaciones, pese a los buenos resultados proyectados el crecimiento de estos indicadores presenta un crecimiento inercial generada por el stock de deuda acumulado, luego de los resultados primarios de los últimos periodos si se ha logrado generar una tendencia a la baja de las necesidades de financiamiento para los siguientes años, adicionalmente, se ha presentado una recomposición de cartera que ha incrementado el peso de la deuda denominada en monedas diferentes al colón, para el año 2021 esta proporción en moneda diferente al colón se situaba cerca del 37% del total de la deuda total contraída. Como consecuencia de esta realidad se han modificado los riesgos asociados al manejo del portafolio de deuda, razón por lo cual, es relevante replantearse su medición dando mayor peso a las variables a las cuales se tiene más exposición al riesgo.

Para tener un panorama más certero de las consecuencias de shocks adversos, se realizará la sensibilización sobre el portafolio de la deuda actual para medir el riesgo asociado a incrementos en las tasas de interés, el tipo de cambio, el PIB y déficit primario, el crecimiento de estas variables implica una modificación de las obligaciones que mantiene el Estado, este escenario de deuda tiene como base el denominado escenario activo que es el que surge de las negociaciones realizadas con el FMI en el mes de enero 2021, además de los últimos resultados fiscales que se presentaron en el año 2021, como parte de los acuerdos alcanzados, Costa Rica se compromete a alcanzar una serie de metas en el mediano y largo plazo que permitirán acceso a recursos en condiciones favorables logrando la sostenibilidad de la deuda como resultado de mejoras en los resultados primarios, gracias a estos resultados, el país presenta resultados primarios positivos para los siguientes años (se espera que hasta el año 2023-2024 se presente un cambio en la tendencia) es probable que la

única forma en que el país pueda hacerle frente a los gastos derivados sea utilizando mecanismos que incrementen el endeudamiento.

Debido a la aplicación completa de la Ley 9635 y la recuperación de la economía nacional e internacionales luego de los efectos adversos del COVID-19, se tiene proyectado que en mediano plazo se establezca la senda de crecimiento de la deuda, como resultado de mejores resultados primarios, ya sea incrementando los ingresos o disminuyendo los gastos, esta situación ya se presentaba parcialmente como resultado de la reforma fiscal, esta mejora puede permitir una reasignación de recursos por parte del Estado a sectores productivos de la economía, además de mantener o incrementar los programas sociales y transferencias que se generan en la actualidad, sin embargo, esta posibilidad en la actualidad se ha visto limitada.

2. Costa Rica: Marco Legal Asociado a la Deuda

El Ministerio de Hacienda como rector de la Administración Financiera, es el encargado de obtener y asignar los recursos necesarios para contribuir a la estabilidad y crecimiento económico y social de los habitantes del país. Estos recursos se obtienen por dos vías, la recaudación de impuestos y la deuda adquirida a nivel doméstico e internacional, es decir endeudamiento interno y externo. A continuación se presenta un resumen de la normativa que es relevante para obtención y administración de la deuda:

Tabla 1 Resumen de Normativa

Normativas que rigen la Deuda			
Nombre de la empresa	Ley	Capítulo	Artículos
Gobierno Central	Ley 8131: Ley de Administración Financiera de la República y Presupuestos Públicos	Capítulo II: Atribuciones de la Asamblea Legislativa	Artículo 121: Además de las otras atribuciones que le confiere esta Constitución, corresponde exclusivamente a la Asamblea Legislativa.
		Capítulo I: Disposiciones Generales.	Artículo 1: Ámbito de Aplicación.
		Capítulo VII: Subsistema de Crédito Público.	Artículo 80: Órgano rector. Artículo 85: Ámbito de aplicación de los lineamientos. Artículo 88: Autorización Legislativa Artículo 89: Características de los instrumentos
		Capítulo III: Liberalización a Restricciones de Inversión y Endeudamiento del ICE.	Artículo 11: Política Financieras. Artículo 12: Política de endeudamiento. Artículo 13: Instrumentos Financieros.
		Capítulo I:	Artículo 7:
		Capítulo I:	Artículo 7: Autorización para créditos
		Capítulo I:	Artículo 7: Auales
Ley 8660: Ley de Fortalecimiento y Modernización de las Entidades Públicas del Sector de Telecomunicaciones.			
Ley 7010: Contratos Financiamiento Externo con Bancos Privados Extranjeros.		Capítulo I:	
Ley 7143: Contratos Financiamiento Externo con Bancos Privados Extranjeros.		Capítulo I:	Artículo 7: Autorización para créditos
Ley 9635: Responsabilidad fiscal de la República		Capítulo I:	Artículo 7: Auales
Decreto N° 35222-H: Reglamento para gestionar la autorización para la contratación del crédito público del Gobierno de la república, entidades públicas y demás órganos.		Capítulo III:	Artículo 11: Autorizaciones Requeridas.
		Capítulo IV:	Artículo 15: De la autorización para la utilización de las líneas de crédito.

Por lo que podría concluirse que en los casos exceptuados, contenidos en las Ley N° 8131 Ley de Administración Financiera de la República y Presupuestos Públicos, Ley N° 8653 Ley Reguladora del Mercado de Seguros además, de las excepciones que se encuentran en la Ley N° 8660 Ley de Fortalecimiento y Modernización de las Entidades Públicas del Sector de Telecomunicaciones, la Dirección de Crédito Público (o DCP) no cuenta con mayor intervención en la obtención de recursos originados por la vía del endeudamiento público, de mediano y largo plazo; sin embargo, no solo existe endeudamiento por parte del Poder Ejecutivo cuando este funge como deudor sino que también lo hay cuando este se constituye como garante de una obligación que otro organismo adquirió.

En este sentido la Procuraduría General de la República en su dictamen C-292-2007 de fecha 24 de agosto de 2007, señaló que para garantizar un crédito externo suscrito por otro organismo público, el Gobierno de la República debe comparecer en el contrato de que se trate, otorgando la garantía soberana con las formalidades correspondientes y requiere la aprobación legislativa.

Siendo así, en el caso del sector público descentralizado institucional excluido del ámbito de las competencias de la DCP cuando el crédito requiera el aval, fianza o cualquier forma de garantía de parte del Estado, al comprometerse las finanzas del Estado, se deberá contar con las autorizaciones administrativas dispuestas por ley, dentro de las cuales se encuentra aquella que emite la Autoridad Presupuestaria para tramitar los préstamos externos o internos, autorización sin la cual ninguna entidad del sector público, exceptuando las del sector financiero bancario, podría proceder a su trámite y para la cual se requiere de la recomendación de la Dirección de Crédito Público que se materializa en el respectivo análisis técnico-jurídico de la contratación del crédito público en el que se analiza su impacto en las finanzas públicas, las condiciones de crédito, posibilidad de endeudamiento y los límites de endeudamiento desde la perspectiva del país.

3. Contexto de las Finanzas Públicas

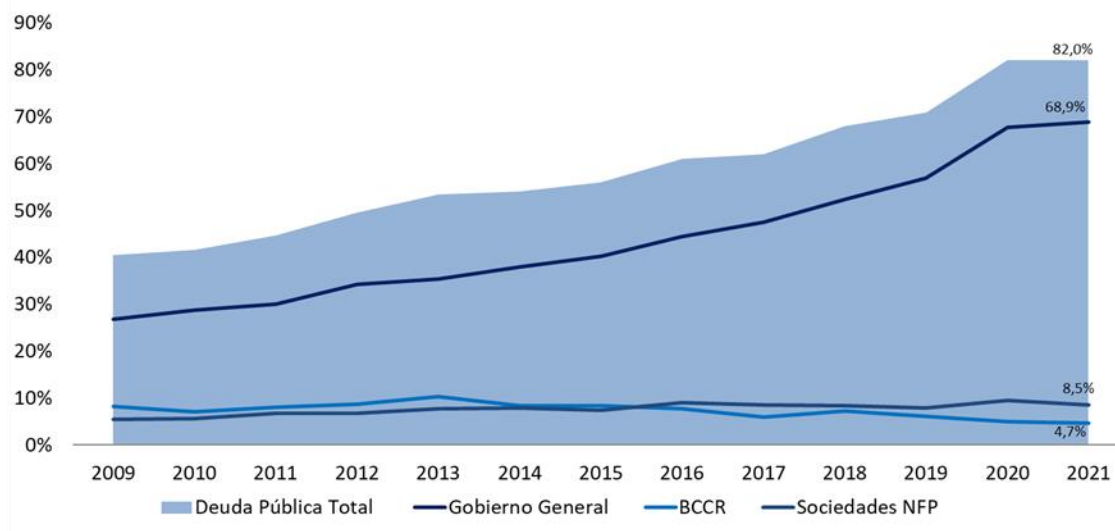
3.1. Sector Público No Financiero

La economía costarricense, al igual que las de la mayoría de los países, resultó fuertemente golpeada por el COVID 19 durante el año 2020. Sin embargo, el año 2021 estuvo caracterizado por una rápida recuperación de la economía mundial. El impulso económico se generó gracias al levantamiento paulatino de las medidas sanitarias, el avance de la vacunación contra el COVID 19 y los estímulos monetarios y fiscales, además de la contracción del gasto primario y una mayor recaudación de ingresos. Por tanto, esos factores permitieron que nuestro país alcanzara en el transcurso del 2021 el nivel de actividad económica registrado antes de la pandemia.

La evolución de la deuda total del Sector Público como porcentaje del PIB desde el 2009 hasta el 2021 ha evidenciado una tendencia al alza, aumentando año a año su porcentaje sobre el PIB,

ubicándose en el año 2021 en 82,0%, eso es únicamente 0,1 p.p. por encima de lo observado en el 2020, gracias a los esfuerzos fiscales realizados en el año 2021.

Gráfico 1 Costa Rica: Evolución de la deuda del sector público no financiero. Clasificada por sectores. (2009-2021)



Fuente: Dirección de Crédito Público. Ministerio de Hacienda.

Por su parte, la deuda del Banco Central de Costa Rica (BCCR) continúa con la tendencia a la baja exhibida desde el 2013, al cierre del 2021 representó el 4,7% del PIB.

La estructura de la deuda genera una serie de riesgos que se pueden materializar dependiendo de las circunstancias económicas y financieras que se presenten en los mercados, ya sea local o internacional. Los cuatro riesgos más comunes que enfrentan los portafolios de deuda pública son los riesgos de mercado¹ (cambios en las tasas de interés, la tasa de cambio y la inflación), el riesgo de refinanciamiento, el riesgo de liquidez y los riesgos operacionales. En este documento no se analizan los riesgos operacionales.

El siguiente cuadro resume los principales riesgos identificados.

¹ Preparación de un reporte de riesgos fiscales Costa Rica, FMI. 2014

Tabla 2 Costa Rica: Riesgos identificados

Riesgo	Definición	Indicador
Mercado	Se refiere a la posibilidad que enfrenta el emisor de shocks adversos en variables claves, por ejemplo: Tasas de Interés, Tasas de Cambio, Inflación.	Estructura de colocación
Re-financiamiento	Se refiere a la posibilidad de que el emisor sufra recortes significativos en los plazos en los cuales debe honrar sus obligaciones.	Composición por plazo
Liquidez	Se refiere a la posibilidad de que el emisor tenga dificultades para afrontar sus obligaciones de corto plazo.	Amortización a menos de un año

Fuente: Dirección de Crédito Público. Ministerio de Hacienda.

Al analizar los riesgos asociados a la deuda del Sector Público No financiero se obtienen los siguientes resultados.

Tabla 3 Costa Rica: Indicadores de Riesgo de la Deuda del Sector Público No Financiero y Banco Central, Periodo 2016 a 2021

SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO Y BCCR Tipo de Riesgo	Año					
	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Re - Financiamiento						
Menos de 1 año	10,4%	14,4%	14,7%	10,5%	12,8%	10,1%
Mayor de 1 año y menor de 5 años	30,0%	34,5%	40,6%	37,2%	35,3%	38,4%
Más a 5 años	59,6%	51,2%	44,7%	52,3%	51,9%	51,5%
Tasa de Interés						
Fija	70,5%	67,6%	66,6%	69,4%	69,9%	67,3%
Variable	22,3%	26,0%	28,1%	25,6%	25,7%	28,4%
Indexada	7,2%	6,4%	5,3%	5,1%	4,4%	4,3%
Inflación y Cambiario						
Colones	54,3%	52,6%	51,1%	51,9%	52,6%	54,0%
UDES	7,2%	6,4%	5,3%	5,1%	4,4%	4,3%
Otras Monedas	38,5%	41,0%	43,6%	43,0%	43,0%	41,7%

Fuente: Dirección de Crédito Público, Ministerio de Hacienda

Con el fin de analizar el Riesgo de Re – financiamiento, en el cuadro se muestra como el porcentaje de deuda del sector público no financiero y con plazo al vencimiento a menos de un año disminuyó al comparar el cierre del año 2021 con el 2020, llegando a representar un 10,1%, es decir, se presentó una disminución de 2,7 puntos porcentuales por debajo del cierre del año anterior. Es importante señalar que esta situación es coincidente a la presentada en el año 2019, ya que este riesgo se redujo en 4,2 puntos porcentuales, por lo que se puede inferir que el riesgo de refinar la deuda a un alto costo es volátil.

Con respecto al riesgo de tasa de interés, se observa un aumento de 2,7 puntos porcentuales al comparar la composición de deuda a tasa variable del año 2021 con respecto al 2020 al llegar a un 28,4%, el cual se explica en mayor medida por la desmejora presentada en el portafolio de la deuda del Gobierno y resultado de la deuda interna y externa contratada a tasa variable. Es importante acotar que el resultado al cierre del año 2020, refleja el pago anticipado que el Banco Central de Costa Rica realizó en enero 2020, referente del crédito de apoyo a la Balanza de Pagos que firmó en marzo 2018 con el Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR) por un monto de US\$ 1.000 millones, a tres años plazo y tasa variable. Si analizamos el periodo comprendido desde el año 2016 y hasta 2018, se observa una tendencia creciente en la deuda contraída por el SPNF a tasa flotante, ya que en este periodo se presentó un incremento total de 5,8 puntos porcentuales, evidenciando una alta exposición ante incrementos en las tasas de interés.

Por su parte el riesgo de Inflación, medido por el porcentaje de deuda con títulos valores denominados en UDES (unidades de desarrollo) e indexados a la inflación, presenta una tendencia decreciente en los seis años analizados. En el año 2016 cerró en 7,2%, en el año 2017 con un 6,4%, para el año 2018 fue de un 5,3%, 2019 5,1%, 2020 en 4,4% y finalmente en 2021 el porcentaje alcanzó 4,3%. Esto significa una disminución de 0,1 puntos porcentuales, si se compara el año 2021 con el 2020. Al comparar el cierre del año 2021 con el 2016, se tiene como resultado una disminución de acumulada de 2,9 puntos porcentuales.

La porción de deuda interna contraída en moneda extranjera y la totalidad de la deuda externa, se contrae al comparar el cierre del año 2021 con el 2020, comportamiento que difiere al incremento observado desde 2016 y hasta el 2020, en 4,5 puntos porcentuales.

Es importante señalar, que, dado el peso de la deuda del Gobierno sobre el endeudamiento total, hace que la exposición de riesgos de ese portafolio afecte mayoritariamente los resultados de los indicadores de riesgos del portafolio en su totalidad.

En resumen, la composición de la cartera de pasivos del gobierno en el último año como resultado de la estrategia y la gestión de deuda de años recientes, que considera un plan de financiamiento con créditos de apoyo presupuestario, solamente el riesgo cambiario y de tasa de interés presentan un deterioro. Sin embargo y a pesar de que en el año 2016 y 2017 la mayoría de indicadores de deuda del BCCR fueron estables, en el año 2018 estos se vieron impactados negativamente por el préstamo del FLAR, situación similar a la presentada durante el año 2021, el cual presenta una desmejora en el riesgo de tasa de interés y cambiario por el préstamo del FMI, en sentido contrario el riesgo de re – financiamiento e inflación presentan una mejora. Por su parte para el 2021 el Resto del Sector Público presenta una mejora en el riesgo de tasa de interés.

Cabe señalar que algunas de entidades de resto del sector disponen de ingresos propios por venta de servicios públicos, mismos que son considerados por sus acreedores y que de alguna manera mitigan los riesgos de endeudamiento, además de generar ganancias para el Estado costarricense. Sin embargo, la falta de planificación, malas decisiones y negocios con bajos rendimientos han provocado en el paso reciente que algunas de estas entidades presenten pérdidas, si bien es cierto

las empresas públicas tienen un fin público adicional, este objetivo debe ser cumplido con estabilidad financiera.

3.2. Gobierno Central

3.2.1. Riesgo de Re-financiamiento

El Gobierno Central concentra el 80% de la deuda total (ver gráfico N°1). Por esta razón, es oportuno realizar un análisis más detallado de los indicadores de riesgo, para establecer su tendencia en los últimos años. Como se mencionó anteriormente, el indicador de riesgo de refinanciamiento no experimentó cambios significativos entre 2020-2021. (ver tabla 4).

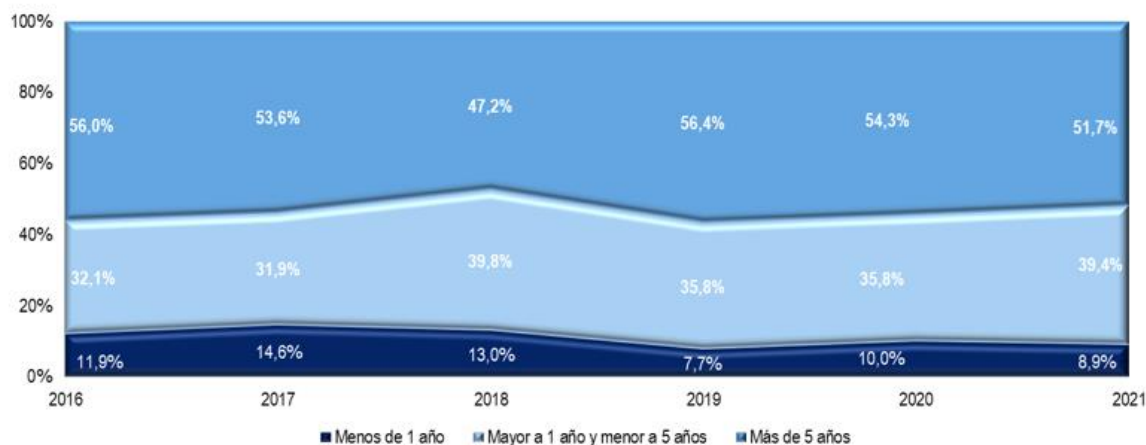
Tabla 4 Costa Rica: Indicadores de Riesgo de Re-financiamiento de la Deuda Total del Gobierno Central 2020-2021

Indicador	2020			2021		
	Externa	Interna	Total	Externa	Interna	Total
Deuda con vencimiento a 1 año	1,4%	12,7%	10,0%	1,4%	11,3%	8,9%
Deuda con vencimiento a 3 años	15,7%	32,8%	28,7%	17,8%	32,9%	29,1%
Plazo promedio para el vencimiento (años)	12,6	5,9	7,50	11,37	5,7	7,08

Fuente: Dirección de Crédito Público, Ministerio de Hacienda

Los vencimientos a menos de un año se mantienen dentro del margen de conformidad con la Estrategia de Endeudamiento de Mediano y Largo Plazo (5% - 10%). Se debe continuar con los esfuerzos para la mitigación de riesgos de refinanciamiento, además de aumentar los fondos líquidos en caja inclusive con el acceso directo a los mercados financieros internacionales, a fin de mantener recursos líquidos que permitan reducir presiones y apoyar una gestión eficaz del endeudamiento del Gobierno. Tal y como se observa en el gráfico N° 2.

Gráfico 2: Costa Rica: Estructura de Vencimientos Deuda Total del Gobierno Central, 2016-2021



Fuente: Dirección de Crédito Público, Ministerio de Hacienda

El comportamiento de los vencimientos a menos de un año, exhibe una tendencia decreciente de este indicador desde el 2017 para el año 2021 cerró en 8,9%. Al comparar el 2020 con el 2021, esta tendencia a la baja se mantiene cerca de un 1%. Puntualmente en el año 2021, aproximadamente el 5,44% de las colocaciones presupuestarias fue realizada a corto plazo, la mayoría mediante colocaciones directas a instituciones dentro del mismo sector público. Con respecto a la deuda total de mediano plazo, el 29,1% de la deuda al cierre 2021, vence en menos de tres años. Este indicador comparado con el 2020 presenta un aumento de 0,4 puntos porcentuales. La deuda interna con vencimiento a 3 años presentó un incremento de 0,1 puntos porcentuales, pasando de 32,8% en el 2020 a 32,9% en el año 2021.

Se espera un incremento en el porcentaje de colocación de mediano y largo plazo, como resultado de la colocación de deuda a mayores plazos y la aprobación de los créditos de apoyo presupuestario para los siguientes años, disminuyendo las presiones sobre el corto plazo al disminuir la incertidumbre por parte del inversionista como resultados de la aplicación total de la reforma fiscal aprobada en noviembre 2018 y el acuerdo alcanzado con el FMI en enero 2021, este efecto se puede ver disminuido por la necesidad de recursos adicionales para solventar las secuelas de la atención de la pandemia.

Con respecto al riesgo de liquidez es usual que los Gobiernos tiendan a mantener un pre-fondeo de caja que les permita alcanzar o cubrir una porción importante de los próximos vencimientos, en algunos casos los montos de caja en reserva representan casi el año de los próximos vencimientos. Acerca de este tema, el Fondo Monetario Internacional, en su reporte sobre el Manejo de la Deuda Pública 2015, hace referencia a la alta concentración de vencimientos con la ausencia de un “colchón” de financiación.

Otra arista del riesgo de refinanciamiento la proveen los recursos líquidos, con que cuenta el Gobierno para hacer frente a los vencimientos de corto plazo. En este sentido es usual que los Gobiernos tiendan a mantener un pre-fondeo de caja que les permita alcanzar o cubrir una porción importante de los próximos vencimientos y, en algunos casos, los montos de caja en reserva representan casi el año de los próximos vencimientos.

Los recursos líquidos del Gobierno al cierre del 2020 fueron únicamente un 1,3%, sin embargo, para el año 2021, este porcentaje aumentó a 11,8% gracias a subastas exitosas que permitieron un pre-fondeo de caja durante el año aunado a los desembolsos recibidos por los créditos de apoyo presupuestario que sumaron en 2021 cerca de USD\$844 millones. Esto permitió al Gobierno contar con más grados de libertad para gestionar de mejor manera la deuda, el saldo de caja y demostrar a la comunidad inversora su sostenibilidad en el tiempo.

3.2.2. Riesgo de Tasa de Interés

Hay dos fuentes de exposición a la tasas de interés, por una parte, la proporción de la deuda colocada a tasas de interés variable y la plazo de refijación de la deuda², riesgo de refijación de la deuda en esta sección se mide con dos indicadores, la deuda refijada a dos años y el plazo promedio para refijar la tasa. (ver tabla 5).

Tabla 5 Costa Rica: Indicadores de Riesgo de Tasa de Interés de la Deuda Total del Gobierno Central 2020-2021

Indicador	2020			2021		
	Externa	Interna	Total	Externa	Interna	Total
Deuda con tasa de interés variable	39,8%	16,4%	22,1%	55,1%	14,6%	24,7%
Deuda con tasa re-fijada a 2 años	40,1%	38,6%	38,9%	54,7%	34,1%	39,2%
Plazo promedio para re-fijar la tasa (años)	9,0	4,3	5,5	7,5	4,4	5,1

Fuente: Dirección de Crédito Público, Ministerio de Hacienda

Aunado a lo expuesto anteriormente, un indicador a tener en cuenta es el llamado Plazo Promedio para Re-fijar la Tasa, en este caso al cierre del 2021 es de 5,1 años, lo que significa que toda la deuda del Gobierno al cierre del año 2021 cambiaría su tasa cupón en ese plazo promedio, dato que desmejora en 0,4 años en comparación con el año 2020.

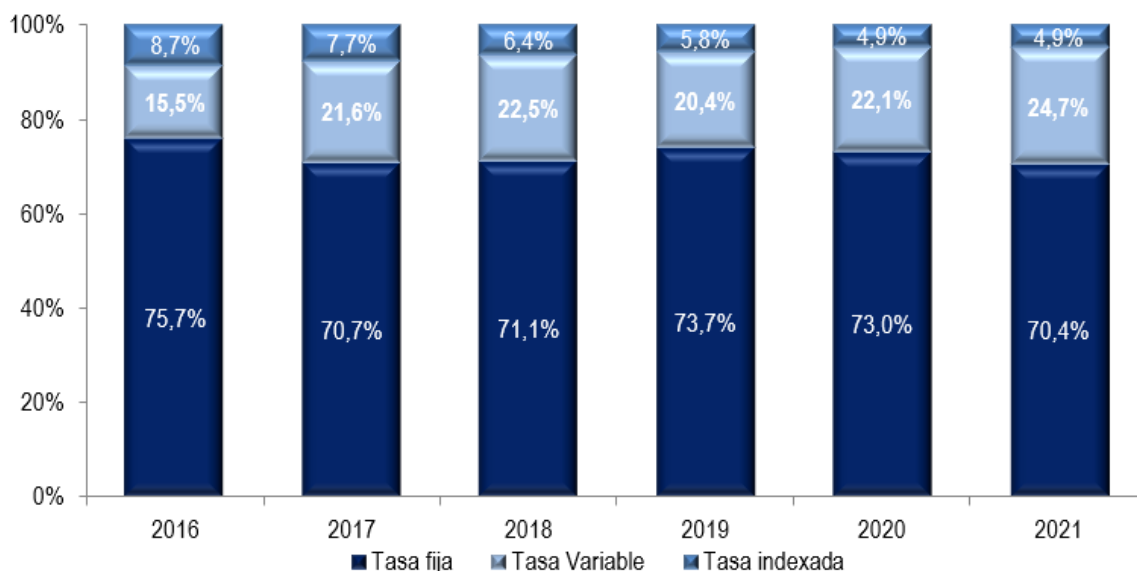
Es recomendable señalar que la participación en los mercados internacionales siempre será importante, particularmente en momentos en que las tasas de interés a nivel internacional se encuentren por debajo de las tasas de interés locales en moneda denominada en dólares, momento idóneo para realizar la captación en el mercado internacional. El uso de este mecanismo permite una mayor diversificación en la obtención de los recursos, alargar el perfil de vencimientos y

² Por re-fijar se entiende el cambio de tasa de interés debido al vencimiento de la deuda con tasa fija y a la modificación de la tasa de referencia para la deuda con tasa variable.

aumentar el plazo promedio de re-fijación de tasas, así como reducir el riesgo de tasa de interés en el tanto se evitan presiones excesivas en el mercado financiero local que se traducen en incrementos en las tasas de interés.

Por lo anterior, se resalta la importancia de dotar al Poder Ejecutivo de la autorización para emitir en los mercados internacionales, como parte de la Estrategia de financiamiento de mediano plazo y que posibilite al Gobierno a optar por esos recursos cuando se presenten ventanas de oportunidad que contribuyan con la gestión integral de la deuda pública y así reducir el costo del financiamiento, como sucedió por ejemplo con la emisión realizada en el 2019.

Gráfico 3 Costa Rica: Estructura de Tasas, Deuda Total del Gobierno Central 2020-2021



Fuente: Dirección de Crédito Público, Ministerio de Hacienda

El gráfico anterior muestra el comportamiento de la composición del portafolio por tipo de tasa de interés de la deuda total del Gobierno (interna y externa). Como se puede observar, se dio un leve aumento en la porción de la deuda con tasa de interés variable durante el año 2021 con respecto al 2020 al pasar de un 22,1% a un 24,7%, es decir un incremento de 2,6 puntos porcentuales, siendo en el 2021, donde se observa una mayor participación del componente en tasas variables de los últimos 6 años. Esta subida viene dada principalmente por las colocaciones de deuda interna realizadas en el segundo semestre del 2021 así como a la participación de los créditos externos del Gobierno Central, que incluye los de apoyo presupuestario desembolsados en ese mismo año.

Durante el año 2021, de las colocaciones presupuestarias, los títulos tasa básica colocados representaron 2,89% mediante los mecanismos de subasta y ventanilla electrónica, por su parte el 0,48% se realizaron en títulos TPRAS, porcentajes que no son lo suficientemente representativos como para causar un incremento importante en la proporción de deuda a tasa ajustable y en el riesgo de tasa de interés.

Los instrumentos más apetecidos por parte de los inversionistas locales fueron los títulos de tasa fija en colones, debido a la estabilidad que ofrece el instrumento al brindar un cupón fijo de forma periódica, durante todo el periodo de vigencia hasta su vencimiento. En el 2021, el 73,9% de las captaciones presupuestarias se realizaron en instrumentos con cupón tasa fija.

3.2.3. Riesgo por Inflación

El indicador de tipo de moneda permite evaluar el riesgo por inflación, a continuación se muestra las características por moneda del portafolio de deuda con respecto a la deuda total del Gobierno.

Tabla 6 Costa Rica: Indicadores de Riesgo por Inflación de la Deuda Total del Gobierno Central, 2020-2021

Moneda	2020			2021		
	Externa	Interna	Total	Externa	Interna	Total
Dólares	90,8%	22,9%	39,3%	89,3%	19,9%	37,2%
Colones	-	70,6%	53,6%	-	73,5%	55,2%
UDES	-	6,5%	4,9%	-	6,6%	4,9%
Otras monedas	9,2%	-	2,2%	10,7%	0,0%	2,7%
Total	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Fuente: Dirección de Crédito Público, Ministerio de Hacienda

Al comparar la proporción de la deuda total del Gobierno denominada en Unidades de Desarrollo (UDES), se observa un comportamiento constante del 2020 a 2021, manteniéndose el 4,9% de la cartera en dicha unidad monetaria. Desde el 2020 este indicador se encuentra fuera de los rangos deseados como consecuencia del bajo apetito de los inversionistas por los títulos indexados a la inflación.

Para el periodo 2021 se incluyó dentro de la estrategia de colocación este tipo de título, sin embargo, del total de las colocaciones por medio de subasta, únicamente un 3,51% representó las colocaciones en TUDES.

3.2.4. Riesgo Cambiario

La colocación en monedas diferentes a la local expone al portafolio de deuda al riesgo cambiario, el comparar la proporción relativa del portafolio que está pactado en moneda extranjera y la proporción negociada en moneda local permite determinar el grado de exposición a dicho riesgo.

Un indicador para apreciar y analizar el riesgo cambiario del portafolio de deuda del Gobierno, consiste en comparar la proporción relativa del portafolio que está pactado en moneda extranjera y la proporción negociada en moneda local. A pesar de los efectos de la pandemia ocasionada por el COVID 19 se logró incrementar la composición en colones, ya que este indicador muestra incremento de 1,6%, pasando de 53,6% a 55,2%.

Desde el lado de la composición del portafolio de deuda expuesto en moneda extranjera y según el Informe de Política Monetaria de Enero 2022, al término del año 2021 el tipo de cambio del colón respecto al dólar estadounidense registró un incremento anual de 4,4%, esto reflejado por el aumento de las materias primas y en general de los bienes importados y el incremento de los costos del transporte de mercancías, a su vez, dicho aumento obedeció a factores internos como la mayor demanda de divisas, mayor dinamismo de las importaciones ante la reactivación de la actividad económica y el proceso gradual de colonización de algunos créditos.

Durante el 2021, particularmente en el segundo semestre, a pesar de que se esperaba colocar un 15% de las necesidades de financiamiento anunciadas al mercado, tan solo se logró emitir un 5%. En el gráfico anterior se puede observar como la exposición al riesgo cambiario disminuyó en 1,7 puntos porcentuales al comparar el cierre del año 2021 con el 2020 a pesar del acceso de US\$ 844 millones de créditos externos de apoyo presupuestario desembolsados en el año 2021. Este indicador tiende al cumplimiento de la composición deseable descrita en la Estrategia de Mediano y Largo Plazo (25%-35%), especialmente, por el efecto de los vencimientos de deuda en esa misma moneda. Conforme al “stock” de deuda a diciembre 2021, en el año 2022 vencerán aproximadamente US\$ 8,500 millones de deuda tanto interna como externa que ha sido contratada en dólares.

Sin embargo, la exposición al riesgo cambiario sigue siendo importante y en línea con diferentes recomendaciones de organismos multilaterales que señalan la necesidad de recomponer la participación del Gobierno en estos instrumentos, con el fin de reducir el impacto negativo de un “shock” de tipo de cambio, facilitar la evolución del mercado cambiario, y coadyuvar al proceso de desdolarización.

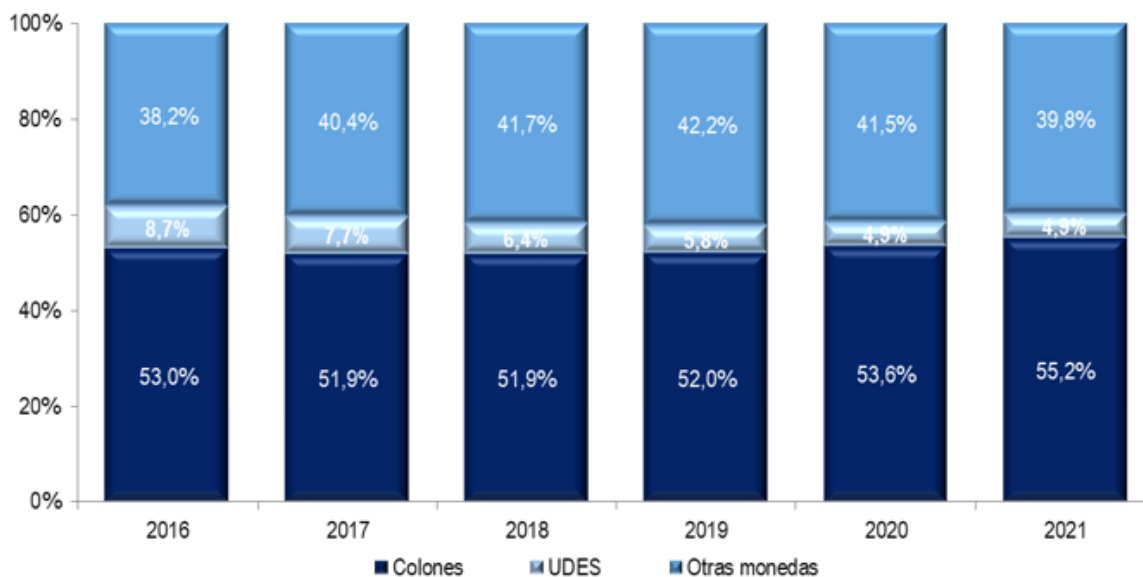
En ese sentido, cabe señalar que a pesar de que el saldo de la deuda en moneda extranjera representa el 39,8% al 2021, los vencimientos en los siguientes años por la deuda contratada en dólares son importantes, y permiten mitigar el riesgo a esta exposición, lo que constituye una oportunidad importante para administrar las futuras colocaciones internacionales y desembolsos de créditos de apoyo presupuestario.

En resumen, se puede señalar que los riesgos de refinanciamiento, de tipo de cambio mostraron una mejora. Para el caso del refinanciamiento disminuyeron los vencimientos a menos de un año, y aumentó la composición de la cartera con vencimientos mayor a 1 año. Por su parte, la exposición al riesgo de tipo de cambio, también se vio favorecida por la baja en la participación de moneda extranjera. En cuanto a la exposición al riesgo de inflación, este se mantuvo y, por último, se incrementó la exposición al riesgo de tasa de interés dada la mayor composición de tasa variable. Sin embargo, cabe destacar que a pesar de la crisis sanitaria por la que atraviesa el país se han realizado grandes esfuerzos en la gestión de la deuda en los últimos años, lo que ha permitido realizar colocaciones de deuda tanto a plazos y costos favorables y con ello disminuir los riesgos asociados a la cartera de deuda.

Resulta evidente que la composición del portafolio de deuda está expuesto a eventos internos y/o externos que podrían incrementar el volumen de la deuda o el pago de costos financieros asociados

a ésta, razón por la que es de gran importancia que la estrategia de mediano plazo, que busca un equilibrio entre el costo y el riesgo del portafolio de deuda, sea utilizada de guía para la gestión de deuda a realizar.

Gráfico 4 Costa Rica; Estructura por Moneda, Deuda Total del Gobierno. 2020-2021



Fuente: Dirección de Crédito Público, Ministerio de Hacienda

En resumen, se puede señalar que los riesgos de refinanciamiento, de tipo de cambio y de inflación experimentaron una mejora. Para el caso del refinanciamiento disminuyeron los vencimientos a menos de un año, mejorando la distribución del perfil de vencimientos. Si bien es cierto, la exposición al riesgo de tipo de cambio, aumento por la mayor cantidad relativa de deuda denominada en una moneda diferente al colón, esto es el resultado de buscar una mejora del perfil de vencimientos y aprovechamiento de tasas más bajas en los mercados internacionales. En cuanto a la exposición al riesgo de inflación, este se mantuvo y, por último, se incrementó la exposición al riesgo de tasa de interés dada la mayor composición de tasa variable. Sin embargo, cabe destacar que a pesar de la crisis sanitaria por la que atraviesa el país se han realizado grandes esfuerzos en la gestión de la deuda en los últimos años, lo que ha permitido realizar colocaciones de deuda tanto a plazos y costos favorables y con ello disminuir los riesgos asociados a la cartera de deuda.

Por lo tanto, a fin de mitigar riesgos fiscales de la gestión de la deuda, un objetivo central para la administración del portafolio es controlar la exposición a los riesgos analizados en esta sección.

4. Análisis histórico de la deuda de Gobierno

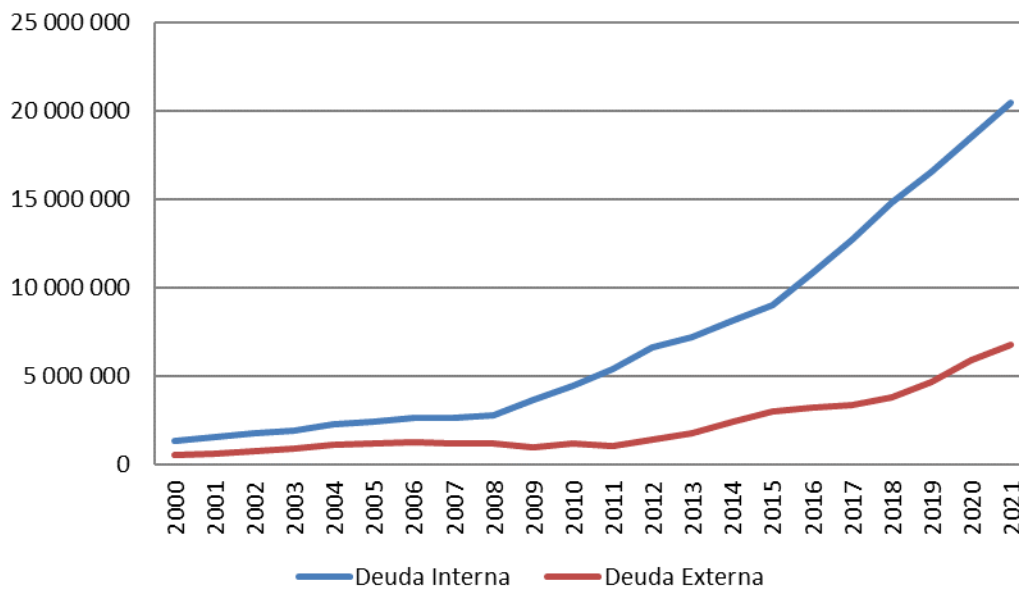
Para tener un panorama amplio sobre la forma en que se ha financiado históricamente el déficit primario a lo largo de tiempo, se presenta un breve análisis de las estructuras de deuda que se han presentado a lo largo de los años y cuál es la situación actual. Esta revisión se centrará en algunos

indicadores históricos tales como: distribución de la deuda, tasas de interés de la colocación, plazos de colocación, entre otros. El objetivo de esta descripción es que sea más sencillo entender la situación actual y los cambios que se puedan presentar por diversos shocks.

4.1. Nivel y composición de la deuda total del gobierno central

El saldo de la deuda del Gobierno Central ha presentado una tendencia creciente que se acentúa a partir del año 2008. Prácticamente en los últimos 10 años se ha quintuplicado hasta situarse hoy en día por arriba de 68,34% el PIB (ver cuadro 5). Esta tendencia ha sido fuente de preocupación para el gobierno y para los analistas financieros, pero después de la aprobación de la reforma fiscal en diciembre del 2018 se espera que la tendencia de la relación deuda a PIB se estabilice en el futuro como resultado de entrada en vigor de la reforma fiscal y el acuerdo suscrito con el FMI en el mes de enero del 2021, esto a pesar de las desviaciones de corto plazo que se darán como consecuencia del COVID-19 y la lenta recuperación de la economía tanto local como internacionalmente.

**Gráfico 5 Evolución de la Deuda de Gobierno Central
(millones de colones)**



Fuente: Dirección de Crédito Público

Al analizar la distribución de la deuda se nota que el crecimiento de la deuda interna es mucho mayor que la deuda externa. Esta situación se presentó como resultado de la limitación legal de emitir en los mercados internacionales de deuda existente hasta el 2018, ya para el 2019 se lograron colocar US\$ 1.500 millones, sin embargo, y ante la difícil situación económica y fiscal que se ha presentado por la pandemia que desde el año 2019, el Gobierno optó por buscar empréstitos de apoyo presupuestario que permitieran no solo disminuir las presiones sobre las tasas de interés mercado local, además de alargar los plazos y acceder a tasas más bajas, esto propicio que para el periodo 2021 se presentara un incremento del saldo en dólares, con una tasa de crecimiento menor al saldo de deuda en moneda local. Para los años 2013-2015 los saldos de deuda externa se incrementan como resultado de la colocación en los mercados internacionales por un monto de US\$

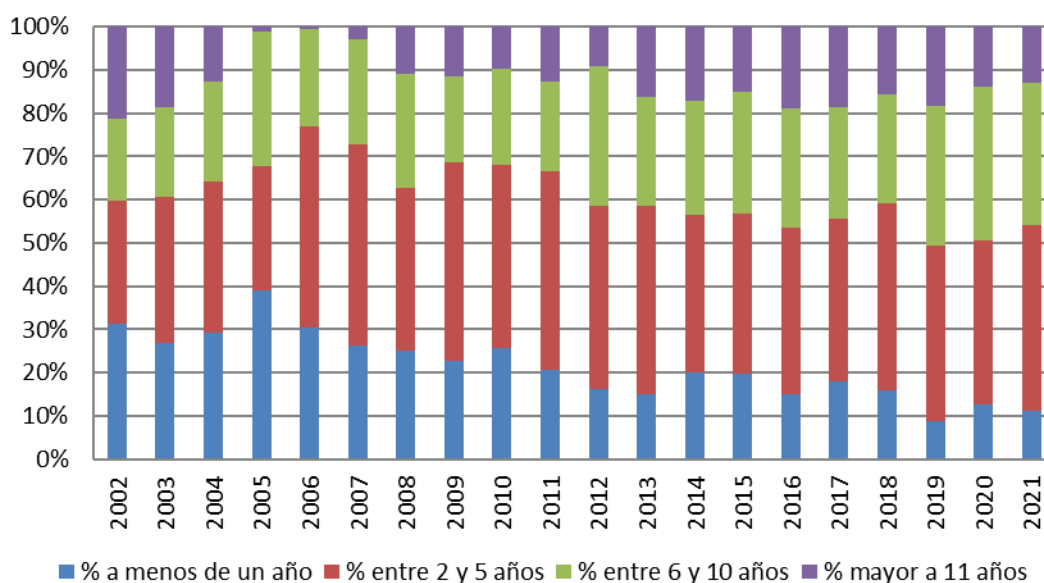
4.000 millones, situación similar se presentó para el año 2019, se estima que para los años 2023-2027 se retomen las colocaciones de deuda en los mercados internacionales, lo que permitirá reducir las presiones sobre las tasas de interés en el mercado local.

4.2. Perfil de vencimiento de la deuda de Gobierno Central

La estructura de vencimientos de la deuda interna y externa son muy diferentes, lo que es un reflejo de la profundidad de los mercados a los cuales se tiene acceso, mientras el mercado local es limitado y poco profundo, el internacional permite colocaciones a plazos mayores y con tasas de interés más bajas.

En el siguiente gráfico se muestra la estructura de plazos de la deuda interna.

Gráfico 6 Vencimientos de Deuda Interna

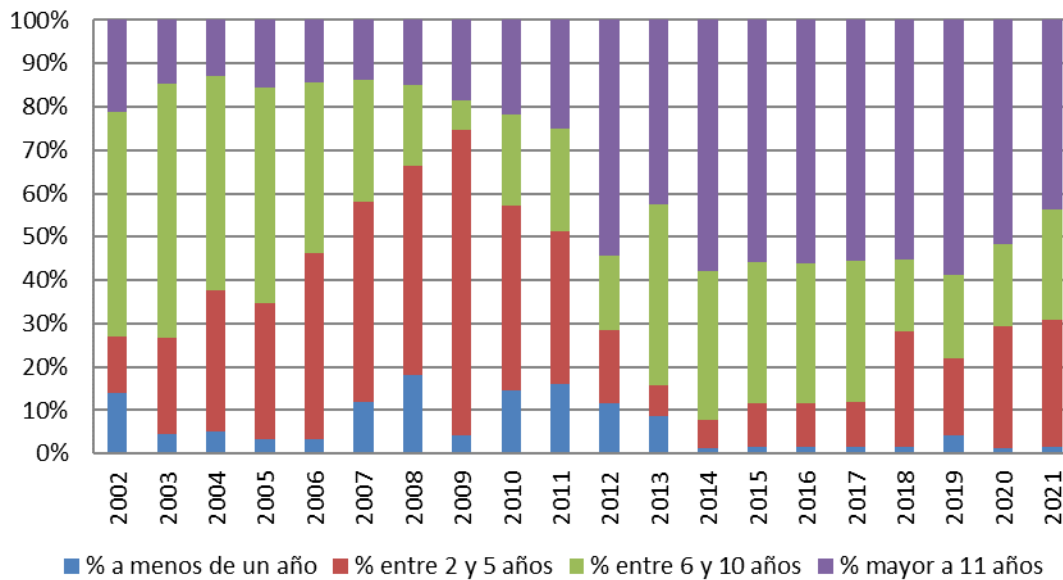


Fuente: Dirección de Crédito Público

Para el mercado local de deuda sin importar la moneda en la que se coloque, es notoria la concentración en plazos que no van más allá de 10 años, siendo el plazo entre 2 y 5 años el que en promedio en los últimos 10 años mantiene la mayor concentración de la deuda aproximadamente un 40%, mientras el plazo a más de 11 años presenta un promedio mucho menor, el plazo de 6 a 10 años sitúa para el año 2021 en el 33%.

Una situación muy diferente se presenta cuando se analiza los vencimientos de las colocaciones realizadas en los mercados internacionales. Para estas colocaciones promedio en los últimos 10 años un el plazo mayor a 11 años represente un 53% de la colocación total de deuda externa, mientras que los rangos que comprenden los vencimientos entre 2 y 5 años representan más del 16% de la colocación total, tal y como se puede visualizar en el siguiente gráfico.

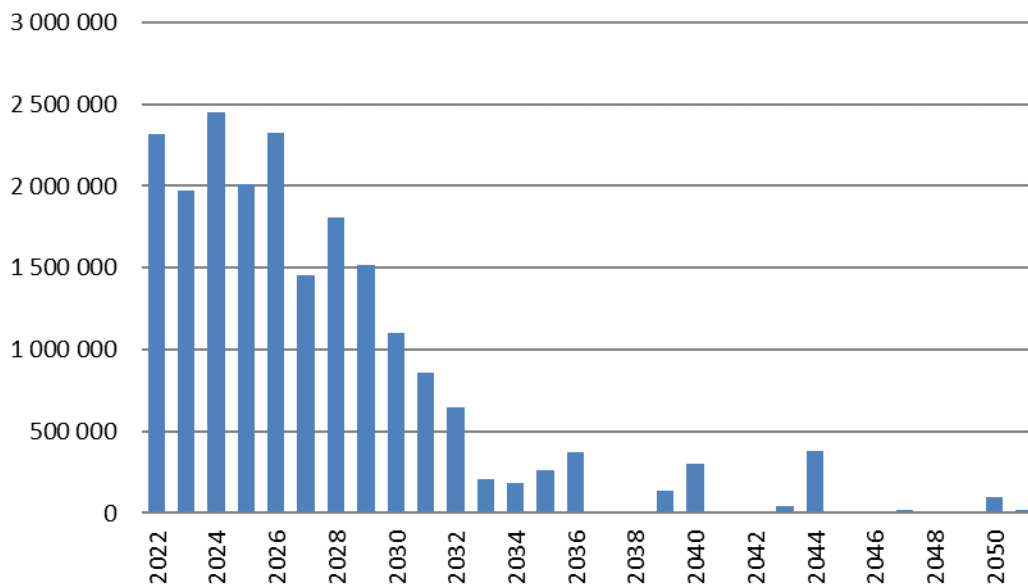
Gráfico 7 Vencimientos de deuda externa



Fuente: Dirección de Crédito Público

Luego de la colocación de deuda en los mercados internacionales durante el periodo 2014-2019 se nota una importante mejora de en plazo mayor a 11 años, lo que mejora el perfil de deuda.

Gráfico 8 Perfil de Vencimientos deuda interna de gobierno central
(millones de colones)

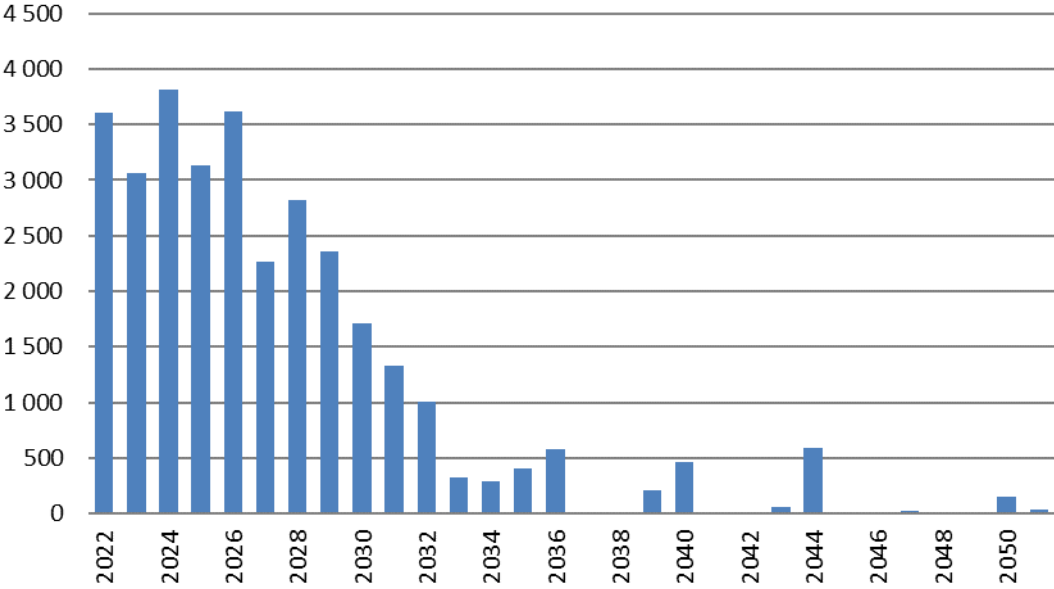


Fuente: Dirección de Crédito Público

Al analizar los vencimientos de la deuda interna en los próximos 10 años, estos representan más del 85% de la deuda total, esto ejerce una presión importante sobre el flujo de caja del Gobierno. Esta

característica de corto plazo se mantiene independientemente de la moneda en la que se coloque, las colocaciones en el mercado local en moneda diferente al colón también se realizan en plazos muy cortos tal y como se muestra en el siguiente gráfico. En los próximos 10 años se concentra una porción significativa de la deuda colocada en el mercado local y denominada en moneda extranjera.

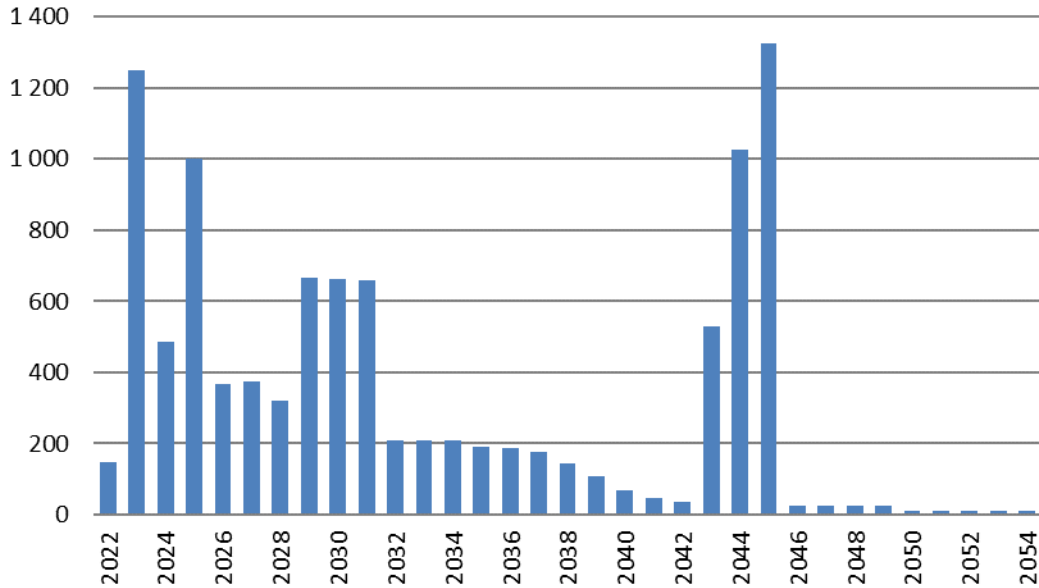
**Gráfico 9 Perfil de Vencimientos deuda interna de gobierno central
(millones de dólares)**



Fuente: Dirección de Crédito Público

Una situación diferente se presenta con la deuda externa, la posibilidad de colocar en plazos mayores genera menores vencimientos en el corto plazo, lo que mejora de forma significativa el perfil de vencimientos y disminuye la presión sobre el flujo de caja, tal y como se muestra en el siguiente gráfico. Se nota claramente que los vencimientos están asociados a las colocaciones de Eurobonos realizadas entre los años 2012-2015 y en noviembre 2019. En general, se puede indicar que todavía quedan espacios para realizar colocaciones mercados internacionales y de esta forma mejorar el perfil de vencimientos, disminuyendo el riesgo de re-financiamiento, además, de bajar el costo asociado al pago de intereses.

Gráfico 10 Perfil de Vencimientos Deuda externa de gobierno central (millones de dólares)

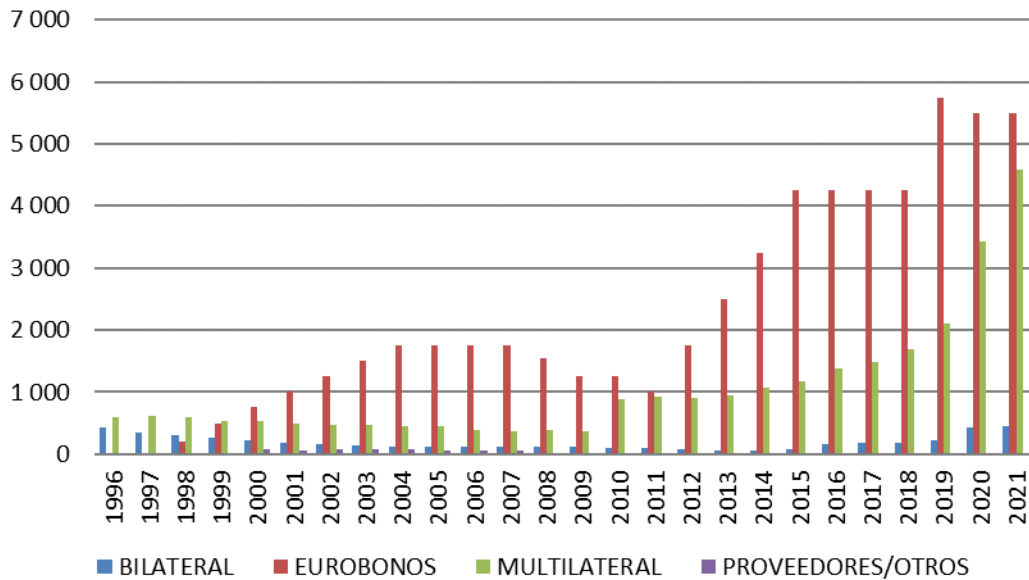


Fuente: Dirección de Crédito Público

4.3. Tipo de Acreedor de la Deuda del Gobierno Central

En lo referente al tipo de acreedor de la deuda externa, se presenta una importante concentración de la deuda en los bonos colocados en los mercados internacionales, estos representan cerca de un 52% del total.

Gráfico 11 Deuda Externa por Acreedor (millones de dólares)



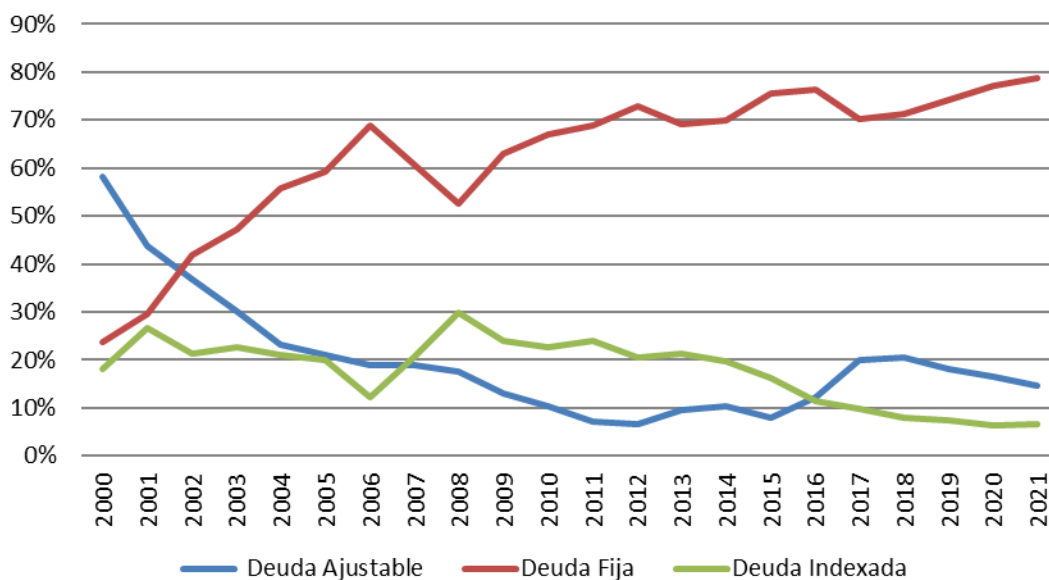
Fuente: Dirección de Crédito Público

Esta concentración permite disminuir de forma significativa los riesgos asociados a las tasas de interés, ya que estos títulos presentan tasas fijas, la misma situación se presenta con los empréstitos que se mantienen con los organismos multilaterales, prácticamente de esta deuda el 100% de la deuda externa esta contraída en tasas fijas y con tasas nominales menores a las que se pueden alcanzar en el mercado local, el riesgo que se puede presentar con este tipo de deuda es el de tipo de cambio.

4.4. Tipo de tasas en el mercado local

Al analizar las tasas de colocación en los últimos años se muestra un importante crecimiento en la colocación de deuda a tasas fijas, siendo el promedio en los últimos 10 años cercano al 74% de la deuda interna, este resultado contrasta con la colocación que se venía realizando en los primeros años del 2000, donde la tasa de colocación en tasas variables representaban más del 50%, ésta colocación se ha contraído hasta llegar a representar el 15% de la deuda al cierre del 2021, sin embargo, este porcentaje es preocupante si se toma en cuenta que en los últimos 10 años el promedio se situaba apenas en un 14% del total de la deuda interna.

Gráfico 12 Tipo de Tasas Deuda Interna



Fuente: Dirección de Crédito Público

Este incremento de colocaciones en tasas variables, es el resultado de la incertidumbre que se ha presentado en los últimos años y que ha resultado en un recorte de los plazos de colocación y la exigencia de tasas mayores o como en este caso a tasas que se ajusten a la una tasa fluctuante que permita disminuir la incertidumbre, a pesar de las circunstancias que se presentaron con el COVID-19 para el 2020 el manejo de la deuda fue adecuado y permitió disminuir la colocación en tasas ajustables, generando mayores posibilidad de colocación de tasas fijas. Luego de la aprobación de la reforma fiscal y las negociaciones realizadas con el FMI se espera que la tendencia de las tasas variables disminuya al reducirse la incertidumbre en el mercado local.

Luego de mostrar un panorama general de la deuda que mantiene el Gobierno, a continuación, se realizará una sensibilización de algunas variables claves para la deuda, esto para mostrar el impacto que se puede presentar ante movimientos adversos, estas volatilidades pueden afectar: el pago de intereses, amortización, saldo de la deuda, necesidades de deuda, entre otras. La estructura de la deuda existente y la planificación de la colocación futura son elementos primordiales al explicar los riesgos que se pueden presentar en un portafolio de deuda, por lo tanto, en la siguiente sección se analizará la proyección de la deuda para los siguientes 5 años.

4.5. Deuda Garantizada

Se ha definido que uno de los riesgos sujetos de análisis son los empréstitos o créditos en los cuales el Estado es garante. Este tipo de garantías pueden ser explícitas o implícitas, en la explícitas normalmente existe una Ley o contrato que identifica de forma clara la obligación por parte del Estado, en el caso de las garantías del Estado no explícitas no se tiene un documento que exponga la obligación del Estado, pero existe un riesgo u obligación moral que propicia que el Estado asuma dichas obligaciones.

Los riesgos fiscales por esta fuente resultan de eventos que puede obligar al Estado a asumir costos que inicialmente no estaban presupuestados, algunos de estos se relacionan con deudas asumidas por otras instituciones del Estado y que por diferentes circunstancias no pueden asumir total o parcialmente, esto genera presiones sobre el presupuesto activando pasivos contingentes de mediano y largo plazo. La valoración y proyección de este pasivo contingente es un cálculo valioso para cualquier análisis financiero del costo que podría tener para el Estado las deudas garantizadas.

En general, se puede decir que existen dos grandes riesgos que asumen los acreedores y garantes: riesgo crediticio que puede ser parcial o total y el riesgo asociado a factores macroeconómicos que puedan afectar las el comportamiento del deudor.

La variedad de préstamos que pueden llegar a estar garantizados por el Estado puede ser muy amplio, se pueden encontrar préstamos realizados por un multilateral, hasta deuda emitida en mercados bursátiles ya sean nacionales o internacionales. A continuación, se presenta un cuadro histórico de algunas situaciones en las cuales el Estado se ha visto obligado a asumir las obligaciones en nombre de las instituciones a las cuales les dio garantía o aval.

Tabla 7. Cuadro histórico de obligaciones asumidas por el Estado (millones de colones)

Nombre	Año	Monto
Banco Anglo Costarricense	1994	22 575,00
Coovivienda	1997	14 865,00
Fonecafe	2011	13 460,00
Incofer	2002	5 167,00

Fuente: Dirección de Crédito Público

Como se ha mencionado anteriormente, para que un empréstito o endeudamiento cuente con el aval del Estado se debe cumplir con una serie de requisitos que posibilite esta opción, se debe contar con el visto bueno de diferentes instituciones, incluso hasta llegar a la Asamblea Legislativa.

En la actualidad la Dirección de Crédito Público tiene identificado y publica mensualmente una serie de créditos internos y externos con garantía estatal, el monto total asciende a los 867,41 millones de dólares, este monto equivale aproximadamente al 15% del total de los pasivos contingentes explícitos identificados a diciembre 2021.

A continuación, se presenta el cuadro donde se contabiliza la deuda que se ha identificado como garantizada por el estado de forma explícita y que se contabiliza al 100%.



**CUADRO RESUMEN PASIVOS CONTINGENTES
DIRECCIÓN DE CREDITO PUBLICO
EN MILLONES
31.12.2021**

	En dólares	En colones	%
Créditos Externos con Garantía Estatal	867,41	557 446,95	15,31%
Arbitrajes Internacionales	537,94	345 713,60	9,50%
Procesos Judiciales en contra del Estado con Garantías Emitidas	40,85	26 254,04	0,72%
Procesos Judiciales en contra del Estado sin Garantía Emitida	423,32	272 049,29	7,47%
Garantías en Proyectos de Participación Público-Privada	28,61	18 388,86	0,51%
Deuda Estatal no Conciliada con la CCSS	3 766,20	2 420 384,81	66,49%
Total	5 664,33	3 640 237,55	100%

Nota:

1-Se cuantifica la exposición total de la contingencia.

2-El dato de "Procesos Judiciales en contra del Estado sin Garantía Emitida" es suministrado por los Ministerios y la CCSS.

Los créditos o préstamos con garantía estatal explícita son contabilizados por la Dirección de Crédito Público del Ministerio de Hacienda, en la actualidad este monto asciende a los 867,41 millones de dólares, que representan un 1,93% del total de la deuda del Gobierno.

Luego de realizar un análisis de los datos correspondientes a las deudas garantizadas por el Estado, se ha determinado que los riesgos asociados a este tipo de pasivos contingentes, no tienen peso importante dentro de las finanzas del Estado.

Los incumplimientos históricos de la deuda garantizada de forma explícita no son constantes a lo largo del tiempo y no han representado montos significativos.

5. Sensibilización de Variables Macroeconómicas y su efecto en la Deuda del Gobierno Central y Órganos Desconcentrados

A pesar de la mejora en las expectativas de ciertas variables con la reforma fiscal y la colocación de deuda en los mercados internacionales en el 2019, el incremento de los gastos para atender la COVID-19 y la reducción de los ingresos como resultado de la contracción de la economía, generaron un importante deterioro de las cifras fiscales para el año 2020, esta tendencia negativa se revirtió el año 2021, como resultado de la recuperación de la economía, las medidas de reapertura y la campaña de vacunación. Todas estas circunstancias pueden generar variaciones positivas o negativas que desvíen los resultados de los escenarios que se consideran más probables, para este ejercicio se muestran las modificaciones o shocks considerados como negativos para identificar los riesgos asociados. Los rangos de dispersión que se aplicarán se obtuvieron de analizar las variaciones históricas observadas a lo largo del tiempo en la economía costarricense.

Luego de mostrar un panorama general de la deuda que mantiene el Gobierno, es esta sección se presentan los resultados de ejercicios de sensibilización de algunas variables claves de la deuda, con el fin de estimar el impacto que se puede presentar ante movimientos adversos, estas volatilidades pueden afectar: el pago de intereses, amortización, saldo de la deuda, necesidades de deuda, entre otras. La estructura de la deuda existente y la planificación de la colocación futura son elementos primordiales al explicar los riesgos que se pueden presentar en un portafolio de deuda, por lo tanto, en la siguiente sección se analizará la proyección de la deuda para los siguientes 5 años.

Las variables que serán objeto de modificación en las simulaciones son: tasas de interés, tipo de cambio, PIB y déficit primario. En un escenario final se agrupan todos los efectos adversos con el fin de observar un efecto global de las variables con todos los impactos negativos al mismo tiempo. En el presente informe no se examinará el shock de inflación, ya que solamente el 6% de la deuda se ve afectada por las variaciones de la inflación, además, la colocación de la deuda indexada es muy baja en los últimos años, por lo que el análisis está enfocado en variables que tengan un efecto. Sobre las variables de interés.

Cada una de estas variables se modificó de forma separada (en diferentes porcentajes) y sin que exista correlación entre las mismas, con el fin de identificar por separado el efecto de cada una sobre la deuda. Los shocks o modificaciones en diversas variables pueden aumentar el costo del servicio de la deuda y el riesgo de refinanciamiento, entre otros, lo que podría tener un impacto en la sostenibilidad de la deuda y por tanto las finanzas públicas. Los riesgos de mercado aumentan si hay incrementos en los volúmenes de deuda o tasas flotantes, en moneda extranjera o indexada.

Los riesgos de refinanciación aumentan si se reduce el tiempo promedio de maduración, por otra parte, el riesgo de liquidez está asociado a la profundidad del mercado de títulos de deuda pública y a la dificultad de obtener recursos en un corto plazo.

Una estrategia específica determina la composición de la deuda, esta estrategia permite alcanzar el objetivo de financiar las necesidades del gobierno y cumplir con las obligaciones de pago, al menor costo posible en el mediano plazo, consistente con el mantenimiento de un grado prudente de riesgo, esta estrategia no se modifica a lo largo de la sensibilización.

Para establecer las desviaciones o sensibilizar el escenario base que se presenta, se realizó un análisis histórico de las variables que se plantea modificar³: tasas de interés, tipo de cambio, déficit primario, PIB, para esto se revisó el comportamiento histórico, se establecen los parámetros o volatilidades que se aplicarán a dichas variables para ver los efectos en los indicadores seleccionados: necesidades de financiamiento, pago de intereses, amortizaciones, deuda extranjera, deuda en dólares, saldo de la deuda, entre otras.

El modelo utilizado para realizar estos ejercicios es un modelo determinístico, que muestra cierre anuales pero se actualiza mensualmente, algunos insumos que se actualizan en el modelo son: stock de la deuda, necesidades de financiamiento, tasas de interés de mercado, PIB, estructura de las nuevas colocaciones, adicionalmente, y como salidas este modelo muestra la tendencia o ruta de diversas variables como: saldo de la deuda, amortización, pago de intereses, nuevas necesidades de financiamiento, entre otras.

Es importante señalar que el escenario de partida para analizar los efectos ante cada shock, es el que contiene las medidas fiscales como resultado del Acuerdo con el FMI, con cierre a diciembre 2021. Este incorpora las mejoras en los ingresos tributarios como parte de la reactivación esperada de la economía, los acuerdos con el FMI y la posibilidad de obtener recursos de fuentes externas que permitan reducir las presiones sobre variables como el tipo de cambio y las tasas de interés en el mercado local, adicionalmente se contempla la posibilidad de realizar colocaciones en los mercados internacionales a partir de los años 2023-2027.

El análisis de riesgos fiscales por la deuda del país considera como escenario base las variables que se han presentado al mes de diciembre 2021 donde se incorporan los beneficios alcanzados en el año 2021, con resultados de ingresos mayores a los previstos y con control del gasto en línea con la Regla Fiscal, además, un mayor crecimiento económico del proyectado por parte del BCCR. Se realizó la sensibilización sobre el portafolio de la deuda actual para medir el riesgo asociado a incrementos en las tasas de interés, el tipo de cambio, el PIB y déficit primario. El crecimiento de estas variables implica una modificación de las obligaciones que mantiene el Estado por lo que reviste de importancia su análisis continuo.

5.1. Supuestos del Escenario Base

Como todo modelo predictivo sea este determinístico o estocástico, se elabora un escenario base utilizando una serie de supuestos, a continuación, se muestran los supuestos principales utilizados:

³ Los análisis de los datos históricos de estas variables se mostrarán en los Anexos 1,2,3,y 4.

Tabla 7 Supuestos Iniciales del Escenario Activo

	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Inflación (variación interanual IPC)	3,60%	3,40%	3% (± 1 p.p)	3,00%	3,00%	3,00%
PIB Nominal (millones de colones)	42 797 777	45 615 736	48 425 854	51 382 999	54 544 100	57 983 533
Tipo de cambio nominal	650,92	669,57	675,16	674,08	672,99	672,60
Déficit Primario	1,57%	2,13%	2,61%	2,99%	2,92%	3,11%
Variación de tasas	0,80%	0,50%	0,15%	0,15%	0,15%	0,15%

Fuente: Dirección Crédito Público

Como resultado de este ejercicio de sensibilización en tasas de interés, y tipo de cambio, PIB y déficit primario se estarán analizando las variaciones en el pago de intereses de stock y nueva deuda, nuevas necesidades de financiamiento, amortización de stock y nueva deuda, rotación de la deuda para el periodo 2022-2027.

Adicionalmente a estos indicadores, se analizarán indicadores como: colocaciones de corto plazo, tendencia de la deuda externa, estructura de tasas, saldo de la deuda, etc, estos resultados se contrastarán con los umbrales o benchmark que mantiene diversos organismos internacionales.

Los shocks que se realizarán serán de magnitudes altas, esto para presentar los peores escenarios que pueden acontecer con modificaciones abruptas en el entorno financiero o económico, esto con la intención de tener resultados que reflejen momentos extremos que se pueden presentar en periodos de estrés, adicionalmente, se realizará un escenario final que muestre el resultado de aplicar todas las variaciones negativas en el modelo, los shocks implementados son los siguientes:

- Incremento de las tasas de interés en 100 b.p. en cada año aplicado al escenario base.
- Depreciación de moneda, 10 % para el primero año, luego se aplican en promedio 3% de depreciación esto de acuerdo a los datos suministrados por el BCCR.
- Disminución del PIB, se disminuye el crecimiento nominal del 6% a 3%.
- Incremento del déficit primario de 2,5% del PIB.

5.2. Resultados de la sensibilización

La sensibilización de un portafolio de deuda es uno de los criterios principales que permiten definir los riesgos asociados a la estructura de una determinada cartera. Para este ejercicio se han definido cuatro variables para que sean modificadas y evaluar los resultados de las mismas: tasas de interés, tipo de cambio, resultado primario y producción, luego de realizar las modificaciones en estas variables se verá el resultado en los siguientes indicadores: necesidades de financiamiento, pago de intereses, amortización, deuda en dólares, deuda externa, deuda a corto plazo, relación deuda/PIB, tasas variables, a partir de estos resultados se identificarán los riesgos asociados y se propondrán medias para mitigar estos riesgos.

La siguiente tabla presenta los principales resultados.

Tabla 8 Resultados de la sensibilización

Efecto en Necesidades de Financiamiento por shocks de déficit primario, tipo de cambio, tasas de interés. Porcentaje del PIB 2022-2027						
	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Escenario Base	9,15%	9,78%	8,63%	8,34%	7,60%	6,31%
Shock de Déficit Primario	9,15%	12,37%	11,58%	11,49%	11,13%	10,14%
Shock Incremento del Tipo de Cambio	9,15%	10,19%	9,07%	9,03%	8,20%	7,02%
Shock Incremento del Tasas de Interés	9,15%	9,91%	8,93%	8,87%	8,42%	7,46%
Efecto en Intereses Pagados por shocks de déficit primario, tipo de cambio, tasas de interés. Porcentaje del PIB 2022-2027						
	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Escenario Base	5,03%	4,83%	4,65%	4,50%	4,32%	4,13%
Shock de Déficit Primario	5,03%	4,92%	4,90%	4,93%	4,91%	4,90%
Shock Incremento del Tipo de Cambio	5,03%	5,07%	5,06%	5,15%	5,23%	5,31%
Shock Incremento del Tasas de Interés	5,03%	4,96%	4,93%	5,01%	5,09%	5,18%
Efecto en la Amortización por shocks de déficit primario, tipo de cambio, tasas de interés. Porcentaje del PIB 2022-2027						
	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Escenario Base	5,69%	7,08%	6,59%	6,82%	6,20%	5,29%
Shock de Déficit Primario	5,69%	7,08%	6,79%	7,04%	6,63%	5,85%
Shock Incremento del Tipo de Cambio	5,69%	7,36%	6,86%	7,28%	6,51%	5,66%
Shock Incremento del Tasas de Interés	5,69%	7,08%	6,60%	6,85%	6,25%	5,38%

Fuente: Ministerio de Hacienda, Dirección de Crédito Público

En lo referente a las sensibilizaciones para el caso de las nuevas necesidades el shock que más impacto tiene es el de resultado primario, para el pago de intereses el shock de tipo de cambio es el que mayor efecto tiene sobre este indicador, principalmente porque cerca del 40% de la deuda esta denominada en moneda extranjera, por lo que cambios en el tipo de cambio repercute de forma significativa sobre el pago de intereses, finalmente, la amortización se ve afectada principalmente por el resultado del resultado primario. Es importante destacar que los efectos de los shocks no son mayores por lo datos de los cuales partimos en el escenario base, este escenario contiene los resultados de efecto positivos de la aplicación de los acuerdos con el FMI y la aplicación completa de la Ley 9635 a lo largo del año 2021 y especialmente la Regla Fiscal.

Los riesgos de deuda se pueden incrementar en el corto y mediano plazo producto de la incertidumbre, particularmente por los incrementos de contagios de COVID-19 que obliguen a las autoridades a realizar nuevos cierres que afectan la economía y por ende la recaudación tributaria.

El año 2021 fue muy positivo en las cifras fiscales permitiendo obtener resultados primarios positivos luego de muchos años, estos resultados se mantienen los primeros meses del año 2022, se necesita mejorar aún más las finanzas públicas y la sostenibilidad de la deuda, la aprobación del proyecto de Ley Marco de Empleo Público, el cual busca ordenar el tema de remuneraciones en el sector público y limitar el crecimiento exponencial que presentan algunos de los rubros de remuneraciones públicas, genera confianza sobre las medidas estructurales que deben tomarse para afianzar las finanzas públicas en el mediano plazo.

Se esperaba que los resultados positivos obtenidos en el 2021 al incrementarse los ingresos y lograr la contención del gasto, las calificadoras de riesgo mejoren sus expectativas de la economía y finanzas costarricense, lo que se ha presentado en las últimas semanas, esto debe redundar en una mejor calificación de riesgo en el mediano plazo. Como resultado de esta mejora se reduce la incertidumbre lo que llevo a mejoras en las perspectivas de negativo a estable tanto por la calificadora de riesgo Moody's en diciembre 2021, y Fitch en marzo 2022.

5.3. Benchmark o umbrales

A nivel internacional existen una serie de parámetros que se han establecido por diversos organismos internacionales y que pueden servir de guía para establecer si el manejo de la deuda de un determinado país es el adecuado y logra minimizar los riesgos asociados al mismo⁴, si bien es cierto, no existen recetas para el manejo adecuado de la deuda de un país, y pueden presentarse importantes diferencias en las circunstancias de cada uno, siempre es oportuno establecer comparaciones con las mejores prácticas internacionales. Se utilizará como referencia para esta sección el documento: Staff Guidance Note For Public Debt Sustainability Analysis in Market-Access Countries.

Sobre este apartado el análisis se centrará en los siguientes parámetros: colocaciones de corto plazo, deuda externa, deuda en moneda extranjera, saldo de la deuda, tasas variables.

5.4. Colocaciones de Corto plazo

Uno de los riesgos más recurrentes en que puede estar inmerso un portafolio de deuda es la colocación a plazos menores a un año, esta situación ejerce presión sobre el gestor del portafolio, ya que no puede realizar un manejo adecuado de los recursos ante la constante necesidad de hacerle frente a amortizaciones que le impiden realizar una gestión de mediano y largo plazo.

En la actualidad Costa Rica ha establecido y aprobado una estrategia de mediano plazo (EDMP) que le permite tener un rango o parámetro que es considerado como ideal para el manejo de su deuda y que ésta alineado con los estándares recomendados por diversos organismos internacionales como la OCDE.

⁴ Sovereign Borrowing Outlook for OCDE Countries, 2019.

Tabla 9 Estrategia de la Deuda de Mediano Plazo

Indicador	Composición diciembre 2021 (porcentaje)	Composición deseable (porcentaje)
------------------	--	--

Composición por Moneda

Colones	55,2	55-65
Dólares	39,8	25-35
UDES	4,9	5-15

Composición por Plazo

Menos de 1 año	8,9	5-10
Entre 1 y 5 años	39,4	35-45
Más de 5 años	51,7	45-55

Composición por Instrumento

Tasa fija	70,4	65-75
Tasa variable	24,7	15-20
Indexados	4,9	5-15

Fuente: Dirección de Crédito Público

Para el caso de las colocaciones a corto plazo, diversos organismos internacionales como la OCDE, han recomendado que las colocaciones a menos de un año no superen el 10% de portafolio total, esto permite una mejor gestión de los recursos y limita las presiones sobre las tasas de interés en el corto plazo, en la actualidad Costa Rica se mantiene dentro de este rango.

Este posicionamiento es el resultado de un esfuerzo permanente de buscar opciones de colocación acordes con la visión de mediano plazo, este indicador de colocaciones en el corto puede mejorarse aún más, si las circunstancias de mercado permite la colocación de las necesidades de financiamiento de acuerdo a la EDMP o se realiza una adecuada gestión de la deuda, incluso para los escenarios en que se aplican los diferentes shocks se nota una tendencia a la baja en las colocaciones a menos de un año. Esta tendencia a la baja en los últimos años es consistente con los indicadores que se han presentado en los últimos periodos, donde se nota que la estructura de la deuda se ha incrementado en plazos superiores a un año, incluso en periodos de alta incertidumbre como a finales del año 2018 o el que se presenta en la actualidad con los efectos de la pandemia consecuencia del COVID-19. Los resultados positivos que se obtuvieron en el 2021 responden en parte a la política del Gobierno de acceder a créditos de apoyo presupuestario que tienen plazos más amplios en sus vencimientos.

5.5. Deuda Externa

En lo referente a la deuda externa existen riesgos que se asocian al mercado local, tipo de cambio tasas de interés locales, expectativas de los agentes económicos entre otros, adicionalmente, existen una serie de riesgos que se asocian también a la deuda externa y denominada en moneda diferente a la local y que pueden considerar como factores exógenos, por ejemplo: tasas de interés

internacional, spreads, posibilidad de contagio entre las economías, posibilidades de refinanciamiento en los mercados internacionales, riesgos políticos, todos estos factores y algunos otros deben tomarse en cuenta para determinar los riesgos en que se incurre al emitir en los mercados internacionales de deuda.

Este indicador normalmente se asocia a los riesgos generados por el llamado “pecado original” y que busca describir, el riesgo que se genera al emitir deuda en una moneda diferente a la que circula en el país emisor. En el caso de Costa Rica el porcentaje de deuda emitida en los mercados internacionales es menor a lo que se establece como ideal en diversos análisis realizados por organismos internacionales. Por ejemplo, el FMI establece un rango entre 15%-45% del saldo total de la deuda para economías emergentes y, en la actualidad la deuda externa de Costa Rica representa cerca del 25% del PIB.

El relativamente bajo endeudamiento externo propicia la posibilidad de incrementar la posición del portafolio de deuda en moneda extranjera, sin incrementar de forma significativa los riesgos asociados al pecado original. Tanto en el escenario base como en los de choques, incluso al aplicarle los shocks al modelo, en ninguno de los casos la proyección de mediano plazo excede el indicador se mantiene por debajo del umbral del FMI⁵ para economías emergentes.

Luego de diversos análisis, se ha estimado que para el caso de Costa Rica el rango que permite el manejo más adecuado de la deuda es el que contempla un rango de moneda extranjera entre el 25%-35% del total de la deuda, este rango se sustenta en la capacidad que tiene el país de brindar estos recursos al gobierno como resultado de una economía altamente dolarizada y con una constante entrada de divisas, ya sea por la entrada de turismo o inversión extranjera, si Costa Rica logra implementar de forma adecuada estrategia de colocación, mejoraría su posición de exposición al riesgo derivado de mantener deuda denominada en dólares.

Pese a la volatilidad del tipo de cambio en los meses recientes, este comportamiento parece obedecer más a la incertidumbre de los inversionistas y no al reflejo de problemas estructurales dentro de la economía, de acuerdo a los informes del Banco Central de Costa Rica⁶, a pesar de que la dolarización de la economía ha disminuido, las presiones sobre el tipo de cambio se han incrementado, es por esto que el monitoreo de este indicador reviste mucha más importancia.

Se estima una disminución de las presiones sobre el tipo de cambio en el mercado local, esto como consecuencia de la entrada de mayor flujo de divisas por los créditos de apoyo presupuestario y la reactivación total del sector turismo, además de las regulaciones que se están implementando el BCCR para disminuir la compra de dólares por parte de las OPC, pueden generar en los siguientes meses una mayor estabilidad en el tipo de cambio.

⁵ Staff Guidance Note for Public Debt Sustainability Análisis in Market-Access Countries

⁶ Informe de Política Monetaria 2022, BCCR, Enero 2022

5.6. Deuda en Moneda Extranjera

Es importante mencionar que existe un riesgo asociado al mantener parte de la deuda en moneda extranjera, una depreciación importante de la moneda puede afectar diversas variables tales como: indicar de solvencia deuda/PIB, amortizaciones, pagos de intereses, necesidades de financiamiento y por lo tanto el refinanciamiento.

En lo referente a la deuda denominada en moneda extranjera, Costa Rica se mantiene en la parte media del rango que recomiendan diversos organismos internacionales, como el FMI. Para este organismo el rango recomendado se encuentra entre el 20%-60% de la deuda total en el 2021, la deuda en la moneda extranjera de Costa Rica representaba cerca de un 39% de la deuda total. Este ratio ha sido históricamente bajo y se ha visto incrementado en los últimos años por las colocaciones en los mercados de deuda internacional y los recientes créditos de apoyo presupuestario, se espera que este porcentaje se mantenga estable o incluso a la baja, esto a pesar de las posibles colocaciones en los mercados internacionales, un porcentaje importante de la colocación se tiene destinada a un pagar obligaciones ya adquiridas, lo que generaría un impacto neutro de las colocaciones internacionales. Por ejemplo, para el mes de enero 2023 se debe realizar el pago de un eurobono de 1.000 millones de dólares.

Los escenarios con la aplicación de la EDMP muestran una tendencia a la disminución de este indicador en el mediano plazo. Aunque en los escenarios de mediano plazo se consideró un aumento en el endeudamiento externo, la nueva deuda externa reemplaza la deuda interna denominada en moneda externa, esta sustitución permitirá mejorar el perfil de la deuda total, teniendo en cuenta que la deuda externa puede colocarse plazos mayores, además se espera que esta ratio disminuya a lo largo del tiempo al aplicarse la EDMP.

Es importante destacar que incluso de los ejercicios de sensibilización realizados, en ninguno de los casos se presentan desviaciones significativas de la tendencia de mediano plazo de la deuda en dólares, el peor de los casos que es donde se acumulan los resultados negativos producto de los shocks, para escenario la deuda en dólares no supera el 38% del PIB, dato que se encuentra todavía dentro de los rangos que establece el FMI como recomendables.

La colocación de deuda en moneda extranjera (particularmente en los mercados internacionales) permite realizar una adecuada diversificación de la cartera de deuda, al lograr acceso a tasas de interés más bajas y plazos más largos.

5.7. Saldo de la deuda

Los altos niveles de endeudamiento plantean una serie de desafíos que deben ser atendidos con rapidez para revertir la tendencia, particularmente luego de los acontecimientos del año 2020 y los gastos que se presentaron para su atención, luego del año 2021 se presentó una importante recuperación de la economía que generó una importante recuperación de los ingresos que propicio

varios meses de resultados primarios positivos, esto aunado a los compromisos con el FMI generó un ambiente de mayor confianza en los agentes económicos, el incremento sostenido de las necesidades de financiamiento de acuerdo a este nuevo panorama se redujo, esto permite en el mediano plazo generar más crecimiento todos estos factores tienen un impacto sobre la dinámica de la deuda y la sostenibilidad de la deuda en el largo plazo.

En el caso del saldo de deuda, existen parámetros que se consideran adecuados para su manejo de forma responsable, limitando su crecimiento y estableciendo una estructura acorde con las necesidades de financiamiento, para este tipo de ratio no existen un dato único y las consideraciones propias de cada país tienen un peso particular, por lo que en muchos casos no se puede aplicar el análisis que se realiza para un determinado país como un comparativo para otro. El FMI dentro de sus consideraciones manifiesta que para países como Costa Rica el monto máximo que debe mantener de deuda respecto a su PIB es 70%.⁷

Por otra parte, para el caso costarricense se ha establecido que el límite natural de la deuda se encuentra cercano a un 60% del PIB, esto de acuerdo al documento Sostenibilidad de la Deuda Pública costarricense y una Propuesta para la Política de Endeudamiento, P. Marcelo Oviedo, noviembre 2007, en la actualidad la relación deuda/PIB se encuentra por arriba de este valor, las proyecciones actuales prevén una disminución de la relación deuda/PIB a partir del año 2023, con este ratio, se le podrá hacer frente a las obligaciones ante un escenario adverso que pueden acontecer como los que se utilizaron para realizar las sensibilizaciones en este documento, tomando en cuenta lo anterior, se puede indicar que Costa Rica en la actualidad mantiene en su escenario base una tendencia que le permitirá disminuir los riesgos asociados a la sostenibilidad de la deuda.

Se debe mencionar que de acuerdo a los parámetros recomendados por el FMI, Costa Rica, se mantiene con una tendencia de mediano plazo que le permitiría hacerle frente a diversos escenarios adversos, para los casos donde se afecta directamente o indirectamente el déficit primario se presentan incrementos de la deuda que sacan este ratio de los rangos que se consideran sostenibles en el mediano plazo, esto no sucede para las variaciones que se pueda presentar en las tasas de interés o el tipo de cambio.

Este panorama positivo impacta de forma sustancial las proyecciones financieras y económicas para los siguientes años, esto reduce los riesgos de que se presenten incrementos del déficit primario o reducciones del crecimiento económico por presiones generadas por un estrujamiento de la economía por las finanzas públicas y su impacto sobre variables claves como: tasas de interés, tipo de cambio, entre otras.

Finalmente, es importante destacar que la aprobación de la reforma fiscal y particularmente la aplicación de la regla fiscal, el manejo adecuado de la deuda, y principalmente el acuerdo alcanzado con el FMI, ha permitido mitigar de forma importante los riesgos asociados a la gestión de la deuda y la incertidumbre que se presentó en el 2020, ya que la incertidumbre sobre las finanzas públicas ha disminuido, para el año 2021, lo que permite realizar un manejo más adecuado de la deuda, esta

⁷ Staff guidance note for public debt sustainability analysis in market-access countries, IMF, Mayo 2013.

situación se nota claramente en el desempeño de la deuda costarricense a nivel internacional, la cual en los últimos meses ha experimentado una importante disminución de su spread.

6. Mapa de Calor

Los parámetros o rangos para este tipo de evaluaciones son muy diversas y se deben adaptar a las necesidades de cada país, para el caso de este ejercicio se utilizó el como base de referencia el documento llamado Staff guidance note for public debt sustainability analysis in market-access countries, IMF, Mayo 2013, este documento establece una guía de cuáles pueden ser parámetros aceptados internacionalmente en cuando a diversas variables a las cuales se les debe dar seguimiento para determinar su tendencia en el mediano y largo plazo. Algunas de estas variables son: relación deuda/PIB, necesidades de financiamiento, colocaciones de corto plazo.

El mapa de calor pretende transmitir o resumir de forma sencilla los riesgos de forma estandarizada y transparente. Los riesgos pueden clasificarse en diferentes segmentos: alto (rojo), moderado (amarillo) o bajo (verde). En esta sección se presenta los mapas que calor que resumen los resultados obtenidos luego de aplicar los shocks y generar la sensibilización de las diferentes variables que se estudiarán.

Los criterios para determinar si una desviación debe catalogarse como alto, medio o bajo es el siguiente: se tomará como parámetro para comparar o dato inicial el que se presenta en el escenario base para cada una de las variables, si luego de aplicar los diferentes shocks las desviaciones son menores al 15% se consideran bajas, si las desviaciones están entre 15% y 25% se consideran moderadas, si las desviaciones son mayores al 25% se consideran altas.

Como guía para establecer los rangos que determinarían las diferentes categorías dentro del mapa de calor, se utilizó la información que se presenta en el documento⁸ y se adaptó para realizar los cálculos de Costa Rica.

Para obtener las desviaciones sobre los resultados aplicándoles los shocks y categorizar cada uno de los efectos sobre las variables, se tomará como resultado final de comparación el que se presenta en el año 2027. A continuación, se presenta el mapa de calor que muestra los diferentes impactos de los shocks en variables claves.

⁸ Staff guidance note for public debt sustainability analysis in market-access countries, IMF, Mayo 2013.

Tabla 10 Mapa de Calor de Riesgos

	Shock del PIB	Shock déficit Primario	Shock tasas de Interés	Shock Tipo de Cambio
Nivel de Deuda	Yellow	Yellow	Green	Green
Necesidad de Financiamiento	Red	Red	Yellow	Green
Amortizaciones	Yellow	Green	Green	Green
Pago de Intereses	Yellow	Yellow	Red	Red
Deuda en Dólares	Yellow	Yellow	Green	Green
Tasas Variables	Green	Green	Green	Green

Fuente: Dirección Crédito Público

Al analizar el mapa de calor se nota son pocos los shocks que generan desviaciones superiores al 25%, los shocks que mayor efecto tienen sobre las variables son el shock de PIB que está acompañado de un efecto indirecto de disminución del déficit primario y el shock de déficit primario, estos dos eventos se concentran en las primeras dos columnas del mapa.

Los resultados positivos de este mapa de calor reflejan las mejores expectativas que se reflejan en el modelo como consecuencia de la aprobación de la reforma fiscal, los acuerdos realizados con el FMI y la posibilidad de emitir deuda externa en los mercados internacionales, estas variables han permitido generar mejores expectativas de parte de los inversionistas locales e internacionales, lo que se ha reflejado en una disminución en variables claves como tasas de interés y tipo de cambio.

Esta nueva realidad ha permitido durante todo el 2021 realizar una mejor gestión de la deuda alargando los plazos de colocación y disminuyendo la presión sobre parte corta de la curva de rendimientos, a pesar de la pandemia que afectó a nuestra economía.

Adicionalmente, existen otros indicadores que permiten visualizar los riesgos o impactos que se presentan y que se deben identificar como posibles riesgos dentro de este análisis. Estos datos están más enfocados en el perfil de riesgo de la deuda. En el caso de las necesidades de requerimientos

externos⁹ que se mostrarán a continuación, se mantiene la definición que se muestra en el documento del FMI.

Evaluación de riesgo de la deuda	
Indicadores de perfil de la deuda	
Spread global EDMP (puntos base)	452
Requerimientos de financiamiento externo (% del PIB)	1,78%
Deuda Pública en moneda extranjera (% de total)	39,80%
Cambio de deuda a corto plazo	-1,10%
Deuda Pública de no residentes (% de total)	24,90%

Fuente: Dirección Crédito Público

De acuerdo a la información mostrada para el caso del perfil de la deuda y siguiendo la estructura presentada en el documento de referencia se nota que los indicadores para el caso de Costa Rica no presentan mayores riesgos de acuerdo a las ratios que se indican en el documento, para el caso del EMBI se ha notado alguna volatilidad asociada a situaciones internas y externas que han generado incertidumbre entre los inversionistas, ya para inicios del año 2022 luego de los resultados fiscales y económicos del cierre del año 2021 este indicador ha venido reduciéndose de forma sostenida, luego del cambio de expectativa generado por las diferentes calificadoras de riesgo se espera que esta tendencia se mantenga a la baja, en el apartado de requerimientos de financiamiento externo, se muestra que de acuerdo a la metodología, este riesgo es bajo, ya que los vencimientos de deuda externa en el corto plazo son bajos de igual manera el saldo de cuenta corriente.

El tercer indicador que se utiliza es la deuda pública en moneda extranjera este dato en la actualidad ronda el 39% del total de la deuda, esto sitúa el riesgo por debajo del 60% que es límite que se utiliza para indicar si un riesgo es alto, es importante recordar que el escenario base tiene un incremento por el supuesto de colocación de eurobonos, a partir del año 2022, incluso en este caso la tendencia de la moneda extranjera no supera de forma significativa el porcentaje de 40%.

En el caso de las colocaciones a corto plazo se ha presentado en los últimos años una disminución de las colocaciones a corto plazo, lo que ha generado una mejor posición en el roll-over, al cierre del año 2018 las colocaciones a menos de un año representaban un 13% en la actualidad representan un poco menos del 9%, lo que se considera un resultado positivo y en línea con las mejores prácticas a nivel internacional.

Finalmente, la deuda de los no residentes alcanza un 25%, este indicador está por debajo del monto que se considera como riesgoso, por el contrario, se encuentra más cerca del límite inferior que sitúa esta ratio como un riesgo bajo, este indicador en los años recientes se ha estabilizado cerca del 20% de la deuda total del Gobierno.

⁹ Los requerimientos de financiamiento externo se definen como el monto de la cuenta corriente más el saldo de deuda externa que vence en el corto plazo.

7. Perspectivas sobre el riesgo-país

Existen dos maneras, que son utilizadas con mucha frecuencia, para obtener una calificación o una apreciación del riesgo país. En la primera de estas formas de calificación, se emplean agencias calificadoras que se dedican a realizar este tipo de evaluaciones. Las calificadoras de riesgo son sociedades anónimas constituidas con el objetivo exclusivo de calificar diferentes valores y otros riesgos (bonos soberanos, empresas, etc.)

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

Tabla 11 Calificaciones de Riesgo Soberano para Costa Rica (Datos al 23 de marzo 2022)

Calificadora de Riesgo	Moneda Extranjera		Moneda Nacional	
	Largo Plazo	Perspectiva	Largo Plazo	Perspectiva
Moody's	B2	Estable	B2	Estable
Fitch	B	Estable	B	Estable
Estándar & Poor'	B	Estable	B	Estable

Fuente: Elaboración propia con base en datos de las empresas calificadoras

Tal y como se observa en el cuadro, las calificaciones de riesgo-país de Costa Rica, actualmente, están colocadas en niveles de alto grado especulativo y con perspectiva. Lo anterior implica que ante eventuales mejoras, en las condiciones de la economía y fiscales, sus calificaciones de riesgo soberano podrían modificarse al alza. Esto destaca la necesidad de mantener las medidas implementadas hasta el momento y que se vieron reflejadas en los resultados del año 2021, además, permitir el acceso recurrente al financiamiento externo y mantener una estricta disciplina de cumplimiento de la regla fiscal, con el fin de lograr condiciones para mejorar las calificaciones de riesgo país. Entre más baja es la calificación de riesgo país de un soberano, más caro y difícil es encontrar fuentes de financiamiento.

Es probable que en las próximas revisiones de las calificadoras de riesgo, la reforma fiscal, la aplicación de la regla fiscal y la reciente aprobación de la Ley de Empleo Público, la aprobación de la colocación de deuda en los mercados internacionales, y principalmente los acuerdos alcanzados con el FMI, sean elementos que se tomen en cuenta para variar las expectativas que se tiene sobre la economía costarricense. Pese al respiro que representa la reforma fiscal, existen otros elementos estructurales que deben mejorarse para lograr una visión global más positiva por parte de las calificadoras de riesgo y los inversionistas en general, algunas variables no están bajo el control del gobierno y tienen un peso relevante dentro de la evaluación, entre ellas se pueden mencionar: el crecimiento de la economía a nivel internacional, esta variable parece que favorecerá el crecimiento de la economía costarricense en los siguientes periodos, luego de los efectos adversos que se presentaron en la afectación del COVID-19 durante todo el 2020-2021.

La otra metodología, también de uso muy frecuente, es la que se fundamenta en la comparación entre los rendimientos que pagan los bonos de un país a los inversionistas que los poseen, y los rendimientos que pagan los bonos del Tesoro de los Estados Unidos (considerados de cero riesgo), para un mismo período de tiempo al vencimiento. A continuación se puede observar la evolución del rendimiento del bono externo de Costa Rica cuyo vencimiento es en 2045:

Gráfico 13 Spread de BDE 45



Fuente: Bloomberg

El bono Bde45 fue emitido el 3 de diciembre del año 2015 y su vencimiento será el 12 de marzo del año 2045. En la figura anterior se compara este bono con un bono sintético de los Estados Unidos de igual vencimiento. Se nota una clara reducción del riesgo asociado a Costa Rica durante el año 2021, esto se asocia claramente a la aprobación de la reforma fiscal y las medidas acertadas que ha presentado el gobierno para atender la pandemia del COVID-19, ya para el año 2022 y pese a la crisis generada por el conflicto en Ucrania la tendencia a la baja se mantiene.

8. Comparaciones Internacionales

8.1. Spreads de bonos

A nivel internacional una de las medidas que más se utiliza para comparar los riesgos de los países es el spread que mantienen sus emisiones internacionales con títulos de riesgo cero, usualmente estos títulos son las letras del tesoro de los Estados Unidos.

Para realizar este ejercicio se seleccionaron naciones latinoamericanas que si bien es cierto, no tienen las mismas calificaciones de riesgo que Costa Rica, se pueden ver afectadas de forma similar por variaciones de indicadores como: tasas de interés, precios de hidrocarburos, barreras arancelarias, desaceleración de la economía mundial, entre otras.

Las economías seleccionadas que mantienen emisiones en los mercados internacionales son: Guatemala, Panamá, Rep. Dominicana,, El Salvador, Uruguay y por supuesto Costa Rica. Para este

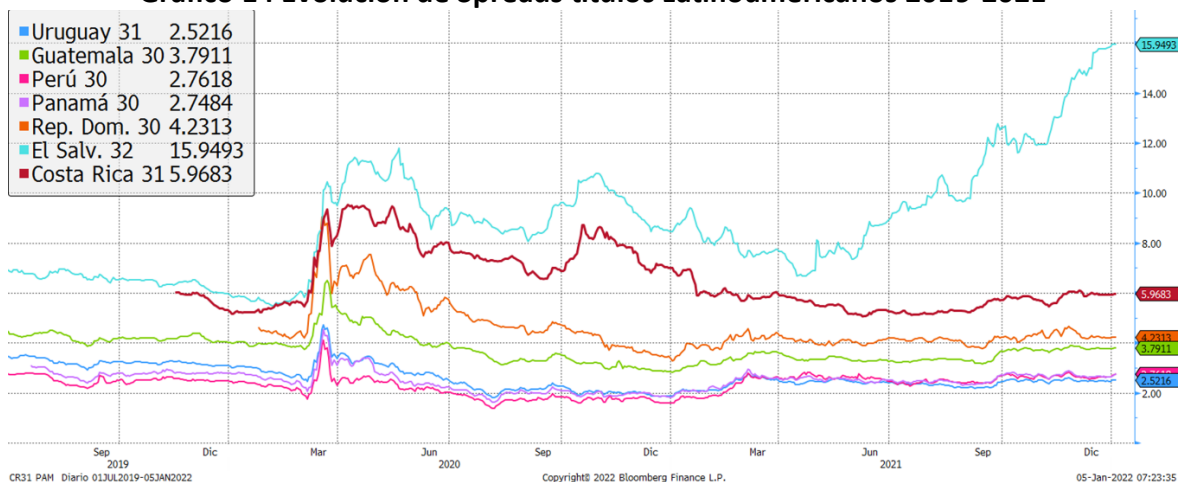
análisis se utilizó los spreads de emisiones internacionales de deuda soberana denominada en dólares y a plazos mayores a 10 años. Lo que se pretende es obtener datos que sean comparables para determinar mediante este indicador el riesgo asociado a cada una de las economías seleccionadas.

A continuación se presenta el gráfico que muestra la evolución histórica de los spreads de deuda externa de algunas emisiones internacionales. En el gráfico se muestra que la emisión de Costa Rica en la actualidad es una de las más riesgosas en términos de diferencial de tasas cuando se compara con un título denominado cero riesgo, un resultado que se mantiene en línea con los desequilibrios fiscales que se han estado mencionando en este documento y las consecuencias de la pandemia que se presentó en el 2020, sin embargo, en las últimas semanas esta riesgo se ha venido reduciendo de forma significativa.

Si se compara Costa Rica con El Salvador, se presenta una importante disminución en el rendimiento de Costa Rica, antes de la pandemia, ambos países mantenía rendimientos similares, hoy en día la diferencia entre ambas emisiones es mayor a los 150 b.p. en el caso de Rep. Dominicana se presenta una situación similar, ya que el rendimiento de Costa Rica tiende a la baja mientras que el título de país Caribeño tiende al alza.

Adicionalmente, se espera que las próximas calificaciones de riesgo muestren el cambio en las expectativas de las calificadoras, como resultado del acuerdo alcanzado con el FMI.

Gráfico 14 Evolución de Spreads títulos Latinoamericanos 2019-2021



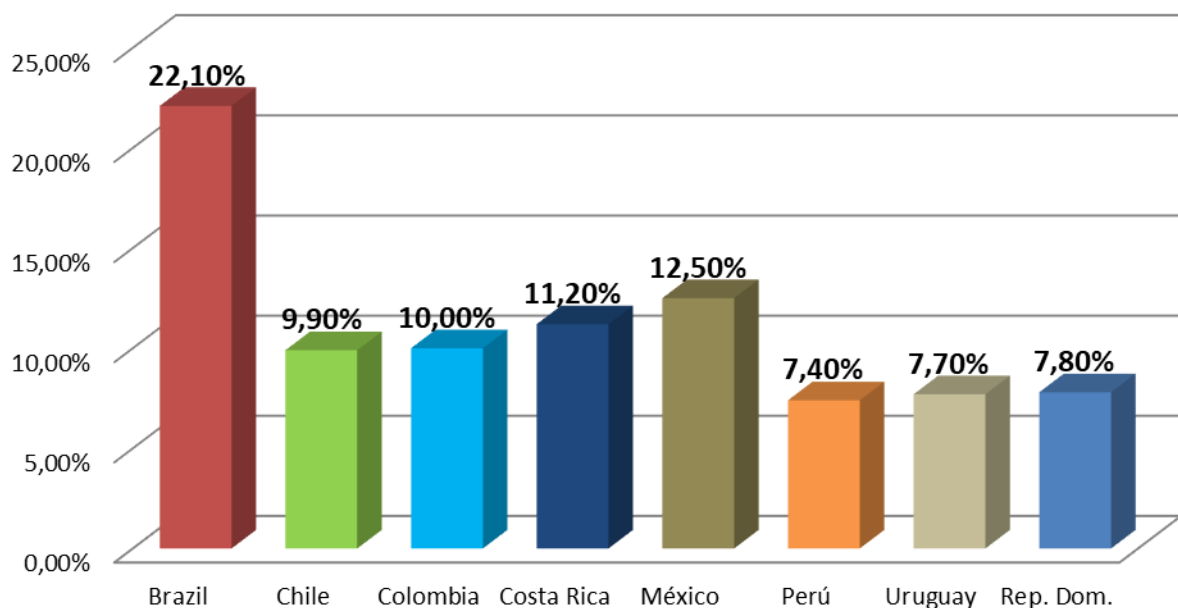
Fuente: Bloomberg. Elaboración propia.

Si bien en cierto que Costa Rica es una de las economías que mayor spreads mantiene dentro de este grupo de naciones, es relevante destacar que es una de las naciones que tiene calificaciones de riesgo menor, lo que tiene un impacto sobre los valores de colocación de la deuda y la posibilidad de colocar deuda con tasas más bajas, por lo tanto, los resultados deben analizarse con cuidado sin dejar de analizar este tipo de variables exógenas a los países que tienen un peso importante en cualquier análisis que se realice.

8.2. Necesidades de Financiamiento

Las necesidades de financiamiento son un indicador que muestra la capacidad que tiene un país de mantener sus gastos con recursos propios, entre mayores sean, menor es la capacidad que tiene de hacer frente a sus gastos. A nivel latinoamericano existe mucha disparidad entre los países en lo referente a las necesidades de financiamiento, es importante mencionar que la pandemia afecto de diferentes formas a los países de la región, muchos se vieron afectados por el flujo a la baja de turistas, otros por la baja en los precios de las materias primas, además de los impactos que se presentaron por la contracción de la demanda local e internacional.

Gráfico 15 Necesidades de Financiamiento 2021



Fuente: Datos FMI. Elaboración Propia

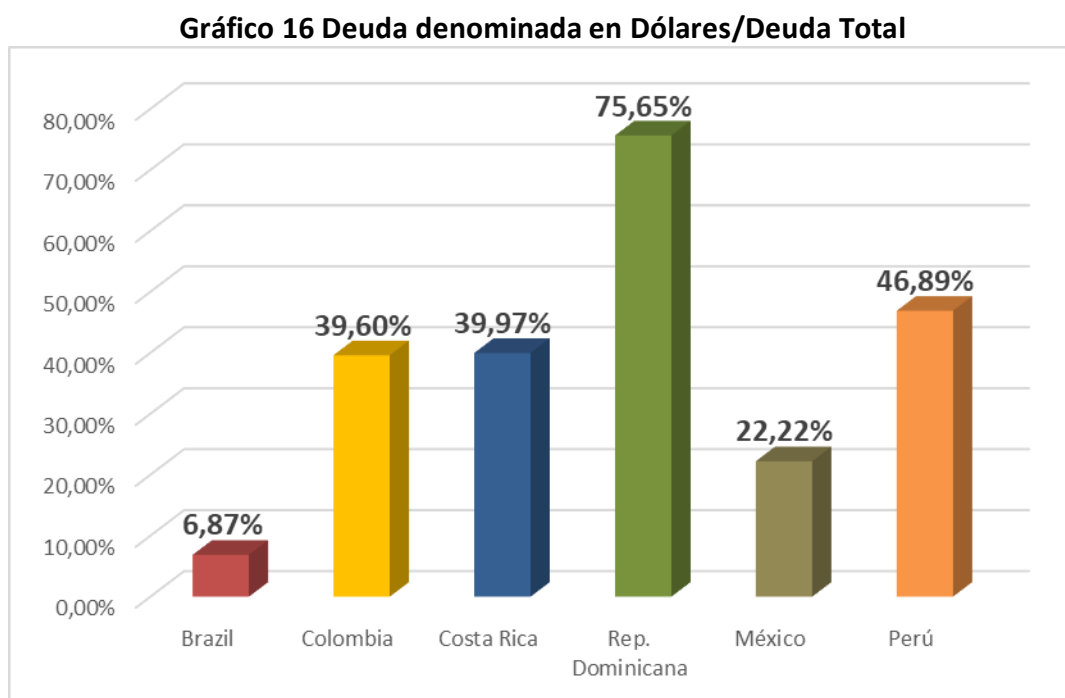
Costa Rica se mantiene por debajo del promedio de los países de bajo ingreso que se sitúa en 16,8% para el 2020 y por debajo de Brazil y México, este supuesto de necesidades para el periodo 2021-2025 parte de los acuerdos alcanzados con el FMI durante el mes de enero 2021, si los acuerdos alcanzados no se cumplen las necesidades de financiamiento posiblemente se incrementarán en el mediano plazo.

8.3. Deuda Pública en Moneda Extranjera como participación del Total

La expectativa de incremento en las tasas de interés a nivel internacional ha propiciado una depreciación en la mayoría de las monedas del mundo respecto al dólar, esto como resultado del flujo de capital hacia la moneda norteamericana y los efectos directos de la pandemia. Esta realidad

no es ajena a la mayoría de las economías latinoamericanas, es por eso que cobra relevancia el indicador que refleja el riesgo en que pueden incurrir los países si tiene denominada en una moneda extranjera una parte significativa de su deuda.

Para evaluar este riesgo se revisará la composición de diversos países latinoamericanos y se comparará con la estructura de deuda que mantiene en la actualidad Costa Rica. El siguiente gráfico muestra esta situación.



Fuente: Datos FMI. Elaboración Propia

Este indicador muestra que Costa Rica para el año 2020 mantiene porcentaje significativo de su deuda en moneda extranjera si se compara con otras economías de la región, Costa Rica se mantiene cerca del 40% de la deuda en moneda extranjera muy cerca de países como Colombia y Perú, y el promedio de los países seleccionados que se ubica en 37% solo superado por República Dominicana quien mantiene casi un 76% de su deuda en moneda extranjera, sin embargo, varios de los países de la región han experimentado depreciaciones de sus monedas entre ellas se encuentra Costa Rica, por lo que puede decirse que parte de este riesgo ya se ha incorporado dentro del valor actual de la moneda.

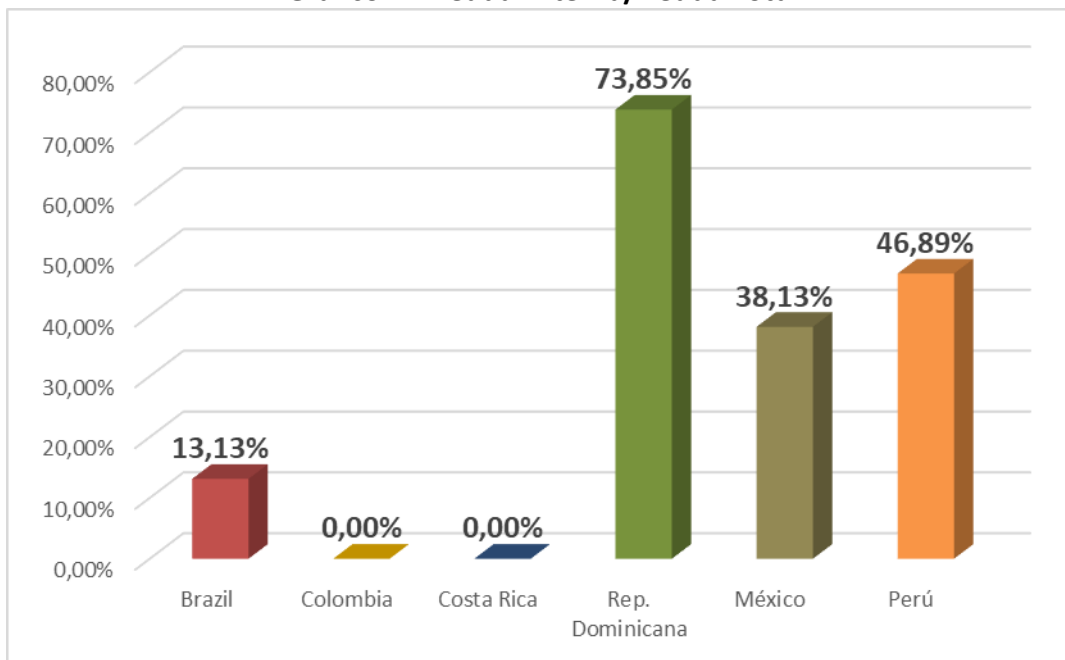
Además, es importante recalcar que este porcentaje de deuda denomina en dólares, se encuentra dentro de los rangos que el FMI recomienda para el manejo adecuado de la deuda.

8.4. Deuda Externa como participación del Total

Al igual que en el apartado anterior se muestra el riesgo que se puede derivar de mantener porcentajes significativos en moneda diferente a la local y colocado en mercados internacionales, en el caso de la deuda externa este porcentaje disminuye para todos los países como porcentaje de

la deuda total, para los países seleccionados el promedio se encuentra cercano del 31% respecto a la deuda total, este monto está por arriba del que mantiene Costa Rica, nuevamente es relevante mencionar que Costa Rica se mantiene dentro de los umbrales que recomienda diversos organismos internacionales.

Gráfico 17 Deuda Externa/Deuda Total



Fuente: Datos FMI. Elaboración Propia

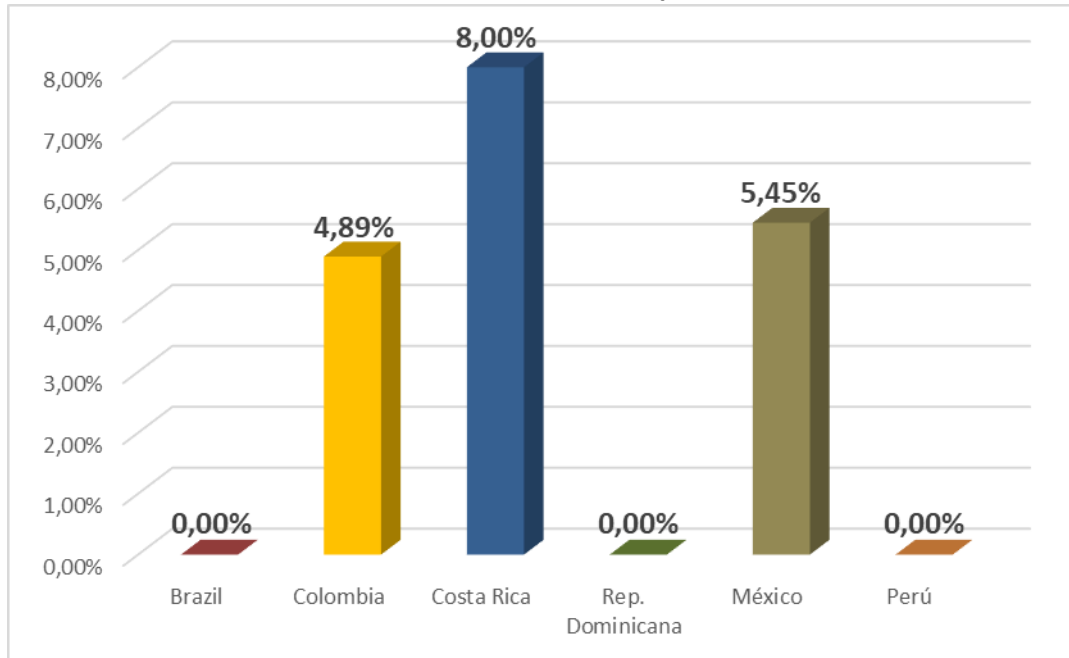
En general Costa Rica no se encuentra entre los países que más deuda tiene contraída en moneda extranjera. El comportamiento de Costa Rica en lo referente a la deuda externa se ha mantenido sin mayores modificaciones, esto por la imposibilidad que se tenía de emitir deuda externa, al necesitar el aval legislativo, pese a esto en noviembre del 2019 se realizó una nueva emisión de 1.500 millones de dólares en los mercados internacionales, dentro de la planificación realizada para las colocaciones en los siguientes años se espera realizar emisiones internacionales equivalente a los U\$ 4.500 millones.

8.5. Deuda de corto plazo como participación del Total

El riesgo de refinanciamiento es uno de los más importantes que se puede presentar en la actualidad, como resultado de la tendencia de colocar títulos a corto plazo con una expectativa de incremento en las tasas de interés. Se nota claramente que para el caso de Costa Rica se presenta una estabilidad en la colocación en corto plazo, esto como resultado de la implementación de la EDMP este porcentaje de colocaciones a corto plazo se situará para el año 2025 cerca del 9,68%, esta mejora y estabilidad permitirá alinearse más con los países de la región y los rangos utilizados internacionalmente.

Este indicador para el año 2020 ya se mantiene por debajo del 10%, incluso luego de los acontecimientos relacionados con la pandemia que afectaron el planeta durante el 2020, esta tendencia de reducción de colocaciones a corto plazo se viene presentando de forma sostenida desde hace varios años.

Gráfico 18 Deuda a Corto Plazo/Deuda Total



Fuente: Datos FMI. Elaboración Propia

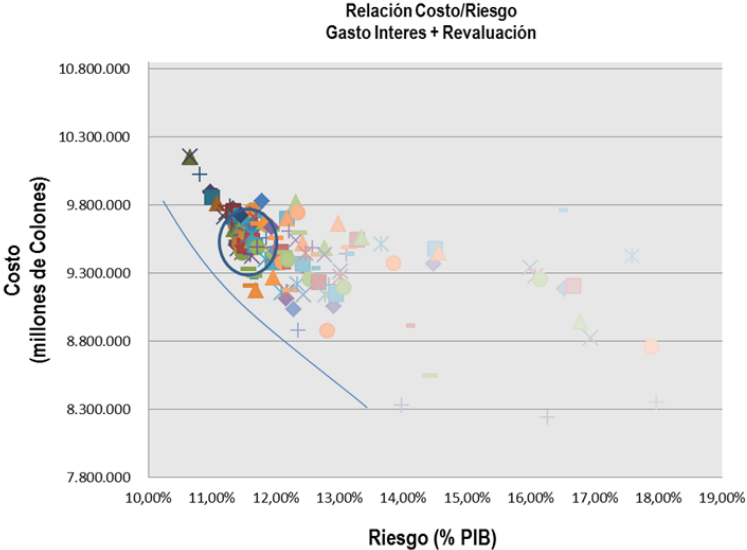
Estos resultados alcanzados por Costa Rica en los últimos años y que se desviaron levemente durante el año 2020 se mantienen en línea con los estándares que se aconseja por parte de diversos organismos internacionales.

9. Estrategia De Endeudamiento del Gobierno Central

Para dotar al Gobierno de los recursos para que logre atender sus necesidades de financiamiento en cada año, conforme a los estándares internacionales y en seguimiento a la Política de endeudamiento del sector público costarricense, aprobada en Agosto 2019, la cual establece como unos de los lineamientos que el gobierno debe disponer y dar seguimiento a una EDMP, es que posterior a varias presentaciones de la propuesta de la Dirección de Crédito Público a diferentes jerarcas del Ministerio de Hacienda, a inicios del año 2021, la Estrategia de Deuda de Mediano Plazo para Gobierno Central, fue aprobada por el señor Ministro Elian Villegas Venegas mediante la Directriz N°0001-2021 y además fue dada a conocer mediante su publicación en la web de Hacienda en el siguiente enlace <https://www.hacienda.go.cr/contenido/12771-endeudamiento-publico>.

A partir del uso de determinados insumos y supuestos, a continuación se presentan los resultados obtenidos con el modelaje de optimización de portafolio de deuda utilizando como criterios de evaluación el costo y el riesgo en cada uno de los escenarios. El siguiente gráfico, muestra el costo y riesgo asociado a cada una de las estrategias de análisis:

Gráfico 19 Costa Rica: Total de Estrategias de Financiamiento Analizadas



Fuente: Dirección de Crédito Público, Ministerio de Hacienda

Como resultado del análisis se establece una composición deseable del portafolio que se obtiene a lo largo de la aplicación de una estrategia de deuda determinada. En el siguiente cuadro se observa la composición del portafolio de deuda al cierre de diciembre 2020 en comparación con la propuesta de estrategia de la DCP.

Tabla 12 Composición actual del portafolio y composición propuesta de mediano plazo

Tipo de Riesgo	Año					Composición deseable al mediano plazo
	2017	2018	2019	2020	dic-21	
Re-financiamiento						
Menos de 1 año	14,6%	13,0%	7,7%	10,0%	8,9%	5% 10%
De 1 año a 5 años	31,8%	39,8%	35,8%	35,8%	39,4%	35% 45%
Más de 5 años	53,6%	47,2%	56,5%	54,3%	51,7%	45% 55%
Tasa de Interés						
Fija	71,2%	71,5%	74,2%	73,0%	70,4%	65% 75%
Variable	21,1%	22,1%	19,9%	22,1%	24,7%	15% 20%
Indexada	7,7%	6,4%	5,9%	4,9%	4,9%	5% 15%
Cambiarío						
Colones	60,6%	59,2%	58,7%	60,7%	62,8%	60% 80%
Dólares	39,4%	40,8%	41,3%	39,3%	37,2%	25% 35%
Otros Indicadores						

Fuente: Dirección de Crédito Público, Ministerio de Hacienda

Esta forma de visualizar los objetivos en el mediano y largo plazo permite una mayor claridad para la toma de decisiones y ajustar la forma de colocación en el corto plazo para lograr el balance propuesto del portafolio. Como se desprende del cuadro anterior, algunos indicadores ya se encuentran dentro de la composición deseable, sin embargo, algunos otros requieren de ajustes en la estructura de colocación actual, lo cual dependerá de la coyuntura del mercado y la capacidad del Ministerio para colocar los instrumentos disponibles, en las proporciones cercanas a la propuesta de la Estrategia de Mediano y Largo plazo.

10. Conclusiones

- Luego de la reforma fiscal, la colocación de la emisión de deuda hasta por USD 1.500 millones en los mercados internacionales, el acuerdo alcanzado con el FMI en enero 2021, además del manejo adecuado por parte de las autoridades de la crisis sanitaria que se presentó en el 2020, las expectativas de los inversionistas locales e internacionales han cambiado de forma positiva, pese a esto se mantiene la tendencia de crecimiento de la deuda, sin embargo, la tendencia de crecimiento se disminuyó de forma significativa hasta llegar a presentar una estabilidad en los años 2023-2024. Los niveles de endeudamiento mantienen su tendencia decreciente a mediano plazo, como consecuencia del crecimiento de la economía que presenta un importante recuperación y los resultados primarios positivos que se proyectan para los siguientes años, lo que repercute en la sostenibilidad de la deuda.
- El mantener la EDMP debe ser uno de los objetivos primordiales de la administración, el mantener el perfil de deuda dentro de los parámetros establecidos reduce los riesgos asociados a la gestión de la deuda, ya existe en la actualidad una política de EDMP oficial que será la guía para alcanzar el portafolio ideal en el mediano plazo. Para identificar los parámetros de la EDMP, se han consultado la información de diversos organismos internacionales y las recomendaciones que se elaboran sobre el manejo adecuado de la deuda de una nación.
- La exposición a los distintos riesgos de mercado, tipo de cambio, inflación, tasa de interés y refinanciamiento, se han visto disminuidos de forma relevante luego de la reforma fiscal y los datos proyectados que de la misma se derivan, principalmente por las mejoras que se presentan en el resultado primario que como se ha visto es una de las variables que mayor impacto tiene sobre la deuda.
- Los shocks realizados sobre el PIB y el resultado primario, son los que más impacto presentan sobre la deuda y su tendencia en el mediano plazo, el mantener superávits primarios propician una disminución sustancial de los riesgos asociados al manejo de la deuda, otros shocks como el tipo de cambio o las tasas de interés mantiene un efecto parcial sobre la deuda por lo que su efecto es menor.
- La deuda garantizada representa un riesgo limitado, ya que existe un procedimiento para que se brinde garantía del Gobierno, además, a lo largo de los años se han presentado pocos eventos en los cuales el Estado se ha visto afectado como garante de última instancia.
- Luego de la reforma fiscal y la posterior colocación de la emisión de deuda en los mercados internacionales hasta por USD 1.500 millones de dólares, modifica la expectativa que mantienen los inversionistas locales e internacionales sobre la deuda emitida y las expectativas de las finanzas públicas, es de esperar que en las próximas evaluaciones por parte de las calificadoras de riesgo se modifique la expectativa de riesgo país que se mantiene hasta el momento, un cambio de calificación de riesgo significará un acceso más barato a recursos de financiamiento tanto a nivel local como internacional.
- Los efectos negativos de los diferentes eventos que se han presentado en los últimos meses no se han reflejado de forma significativa en los riesgos asociados a la deuda colocada en los mercados internacionales, tanto el spread de la deuda, como el índice EMBI han presentado una disminución

significativa de los riesgos, aproximadamente 300 b.p. en el último semestre, este ambiente positivo se refleja también en la evolución de las tasas de interés en el mercado local, las mismas se han mantenido estables prácticamente durante todo el 2021.

- Desde hace varios años la Dirección de Crédito Público desarrolló y estableció una estrategia de endeudamiento en procura de una mejor administración de la exposición al riesgo y de los costos que enfrenta, además, permita dotar al Gobierno Central de recursos para realizar sus operaciones diarias. La aprobación implementación de esta estrategia ha permitido en los últimos meses alcanzar una estructura de deuda que permite cumplir con los estándares recomendados por diversos organismos internacionales, en cuanto a plazo, tipo de moneda y tasas de interés.
- Los mapas de calor muestran que los efectos de los shocks de PIB y déficit primario son los que tienen un mayor efecto sobre las diferentes variables que se están analizando, mientras que los otros shocks tienen un efecto parcial, es por esto que es muy relevante mantener el control sobre los resultados primarios.
- En la actualidad el portafolio de Gobierno se encuentra muy cerca de los parámetros que se han establecido como ideales o de largo plazo y que minimizan los riesgos asociados al manejo del portafolio de deuda.
- El crecimiento de la deuda presenta un crecimiento inercial que solo se podrá revertir en el mediano plazo manteniendo disciplina fiscal y colocaciones acordes a la EDMP.

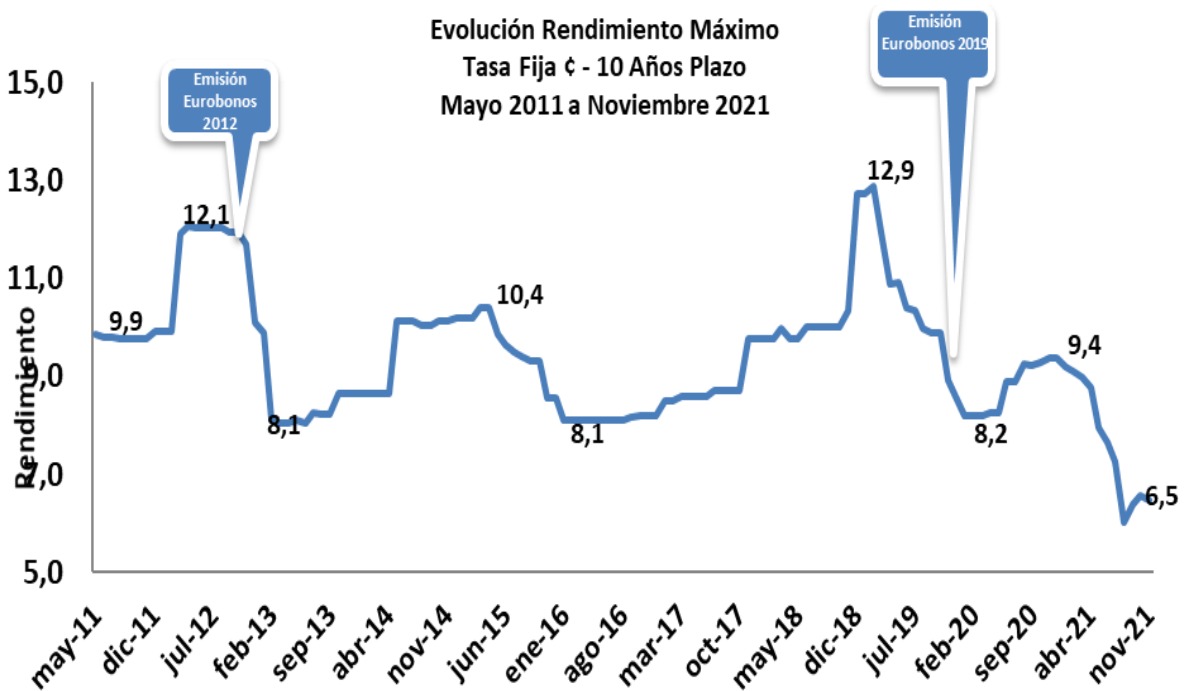
11.Referencias

- Fiscal Solvency and Macroeconomic Uncertainty in Emerging Markets: The Tale of the Tormented Insurer, Mendoza y Oviedo, BID, junio 2004.
- Loría, Miguel & Matrinez Josué (Agosto 2017). Gestión y riesgos de la deuda pública de Costa Rica. Academia de Centroamérica. Serie Visión Costa Rica. Tomado el 13 de febrero de 2018 en <https://www.academiaca.or.cr/wp-content/uploads/2017/09/Gesti%C3%B3n-y-riesgos-de-la-deuda-p%C3%BAblica-de-Costa-Rica.pdf>
- Sostenibilidad de la Deuda Pública costarricense y una Propuesta para la Política de Endeudamiento, P. Marcelo Oviedo, noviembre 2007.
- Boyanza y Elasticidad de los Ingresos Tributarios en América Latina y el Caribe, Centro de Estudios e Investigaciones Tributarias. Abril 2017.
- Sovereign Borrowing Outlook for OCDE Countries, 2019.
- Staff Guidance Note for Public Debt Sustainability Analysis in Market Access Countries, 2013

12. Anexos

Anexo 1

Para establecer los rangos de volatilidad de las tasas de interés se realizó una revisión de la serie histórica más representativa comprendida entre los años 2011-2021, esto para identificar las variaciones que se presentaron, y utilizar estos valores como referencia en la sensibilización del portafolio de deuda, para el caso de las tasas de interés se analizó el comportamiento de un título de tasa fija a 10 años, el comportamiento histórico que ha presentado se muestra en el siguiente gráfico.



Se nota claramente que a lo largo del tiempo este instrumento ha fluctuado entre 8% y 13%, monto que está muy por encima de la tasa promedio de inflación que en los últimos años se ha mantenido como referencia el BCCR aproximadamente $\pm 3\%$. Las fluctuaciones en general han respondido a eventos como la colocación de los Eurobonos en año 2014 (disminución en el rendimiento) o la percepción de riesgo por iliquidez en el año 2018 (aumento en el rendimiento).

Tomando en consideración este historial, se establece como oportuno utilizar un rango de tasas que incorpore los movimientos de tasas del pasado, pero que tome en cuenta los acontecimientos positivos que la economía costarricense mantiene en la actualidad, por ejemplo, la aprobación de la reforma fiscal en el año 2018 y la estabilidad de la inflación. Luego de la aprobación de la Ley 9635 y su aplicación total en el año 2021 se ha notado una importante disminución de las tasas de interés como consecuencia de la mejora en las cifras económicas y fiscales luego de la pandemia, esta

tendencia positiva puede ser revertida en los próximos meses como consecuencia del conflicto de Rusia-Ucrania que está generando presiones sobre las materias primas y los precios en general alrededor del mundo.

Ante este panorama, se eligió para realizar la sensibilización de las tasas de interés un movimiento continuo al alza de 150 b.p para cada uno de los años en estudio, este supuesto contrasta con la realidad que se presenta de una disminución de las tasas de interés a nivel local e internacional.

Anexo 2

Para establecer los rangos de volatilidad se realizó una revisión histórica de las variables que se utilizarán para sensibilizar el portafolio de deuda. Para el caso del tipo de cambio se analizó el comportamiento del tipo de cambio de venta del Sector Público no Financiero, esta variable ha presentado una importante volatilidad en los últimos años, además de una clara tendencia al alza, si se realiza el análisis de la depreciación tomando como referencia los datos de inicios del año 2008 y el mes de diciembre del año 2021, la depreciación aproximada es 28%.

A continuación, se muestra la evolución del Tipo de Cambio de venta del SPNF entre enero 2008 y diciembre 2021.



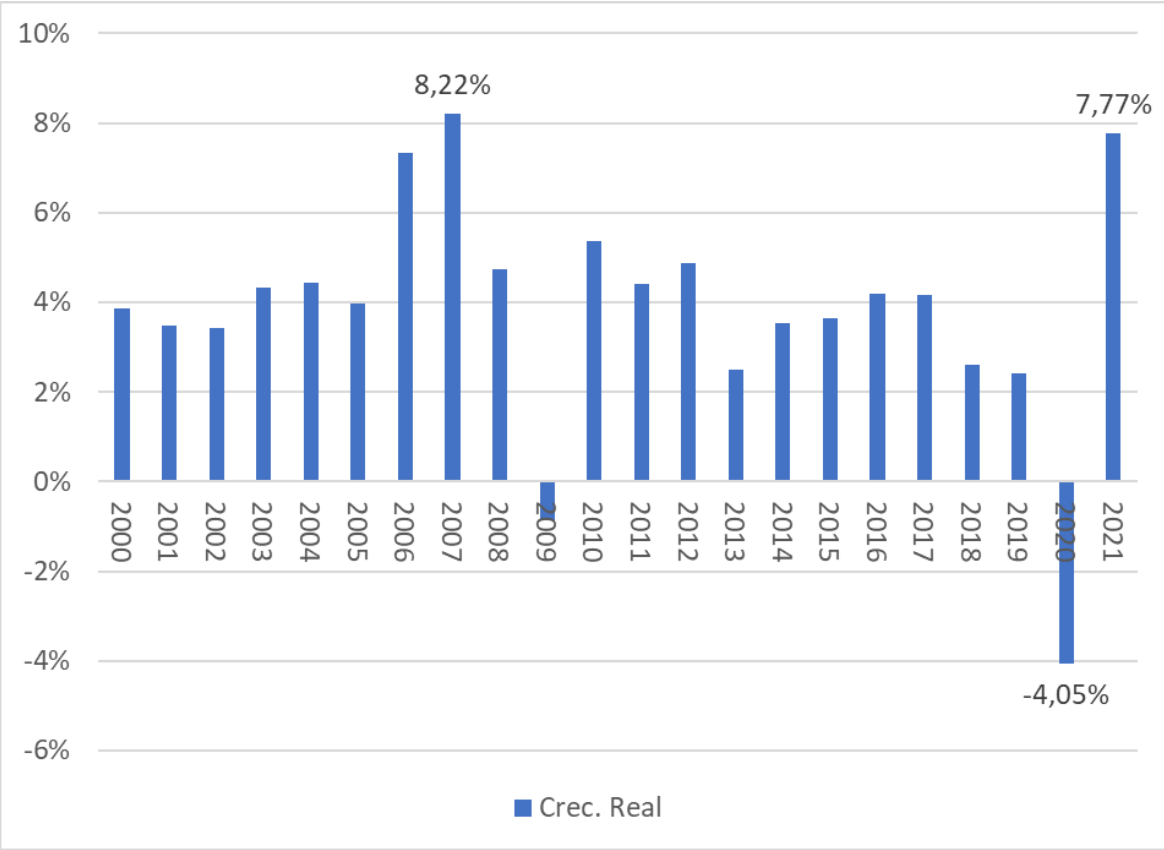
Se nota claramente que a lo largo del tiempo el tipo de cambio mantiene una tendencia de depreciación que se acentúa en periodos cortos de tiempo asociados primordialmente a las expectativas de los inversionistas, es por esto que para la sensibilización del tipo de cambio se

considera una tasa acumulada de depreciación para los 5 años de 22%, 10% en el año inicial y en los siguientes, depreciaciones menores de acuerdo con lo las proyecciones del BCCR, lo que contrasta con la tendencia actual del tipo de cambio a la baja.

En periodos puntuales y de muy corto plazo, el tipo de cambio se ha llegado a depreciar hasta un 20%, sin embargo, esta variación se revierte y parte de esta modificación se corrige en los meses siguientes. Por lo tanto, se estima que depreciación del colón de aproximadamente 22% en un periodo de 5 años se ajusta a un escenario razonable de shock.

Anexo 3

Para el caso del PIB real se utilizó como referencia el periodo comprendido entre el año 2000 y el 2021, el crecimiento promedio por año en este rango se sitúa 3,80%, tal y como se muestra en el siguiente gráfico, este crecimiento es el crecimiento promedio anual, al cual ya se le ha descontado la inflación que en los últimos años se mantiene cerca del $\pm 3\%$ anual de acuerdo a las estimaciones de BCCR.

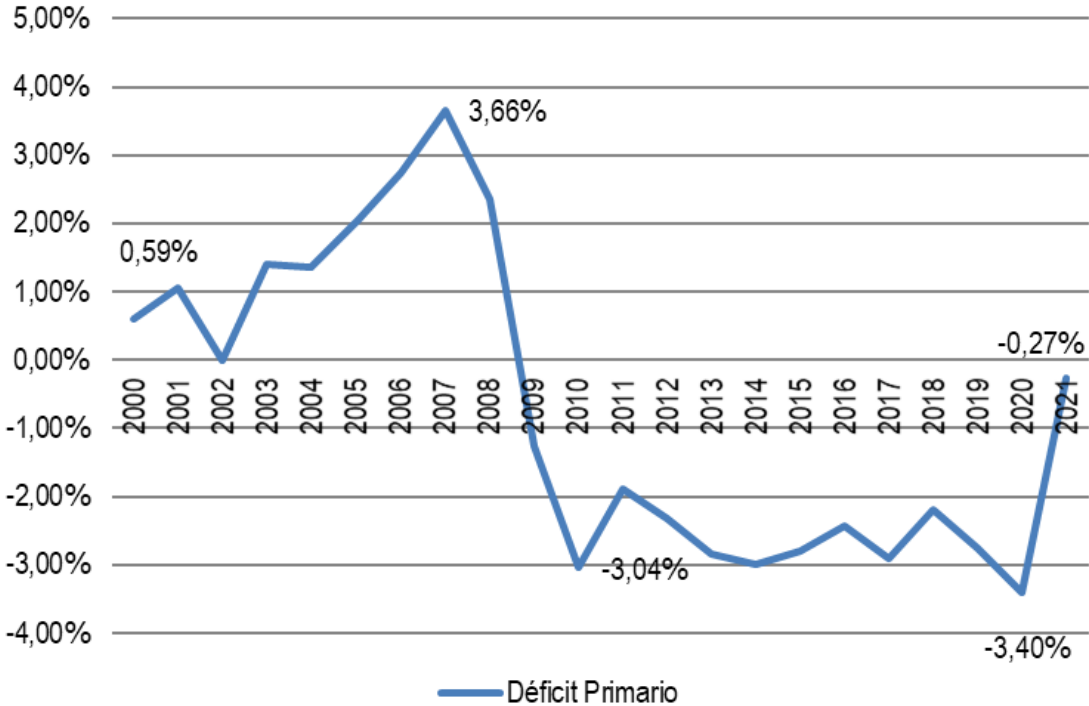


La economía costarricense en los últimos 20 años ha crecido en promedio en términos reales en torno al 3,8%, lo que se encuentra muy cerca del crecimiento potencial de la economía, el peor desempeño que ha presentado la economía costarricense en este periodo fue en el año 2020 cuando creció a una tasa anual del -4,05% como consecuencia de la pandemia y las medidas que se

tomaron para ser afrontada de la mejor forma. Utilizando esta información histórica como referencia, se utiliza para sensibilizar la producción una tasa de crecimiento real en el orden del 1,5% durante cinco años lo que corresponde a menos de la mitad del promedio histórico del crecimiento real de la economía desde el año 2000.

Anexo 4

Para establecer los rangos de volatilidad se realizó una revisión histórica de las variables que se utilizarán para sensibilizar el portafolio de deuda, para el caso del déficit primario se utilizó como referencia el periodo comprendido entre el año 2010 y el 2021, el promedio del déficit primario para este periodo se sitúa en torno al 2,49% del PIB, esta cifra refleja las dificultades que ha experimentado el Gobierno para hacerle frente a sus obligaciones en los últimos años, y los pagos inflexibles que deben realizarse por mandato constitucional y regulación vigente, imposibles de eludir, esta tendencia negativa se revertirá de forma significativa con las entrada en vigencia de la reforma fiscal, llevando este resultado primario a un terreno positivo en los siguientes periodos.



Ante esta realidad que sitúa la proyección del resultado primario en terreno positivo para el mediano plazo, luego de la reforma fiscal, siendo este el nuevo escenario base es que para el ejercicio de sensibilidad o shock negativo de déficit primario, se utilizará como referencia el promedio de déficit primario que se presentó entre los años 2010-2021, esto significa que para todos los años se aplicará un incremento del déficit del 2,5% del PIB, con respecto al escenario base que incluye la reforma fiscal.