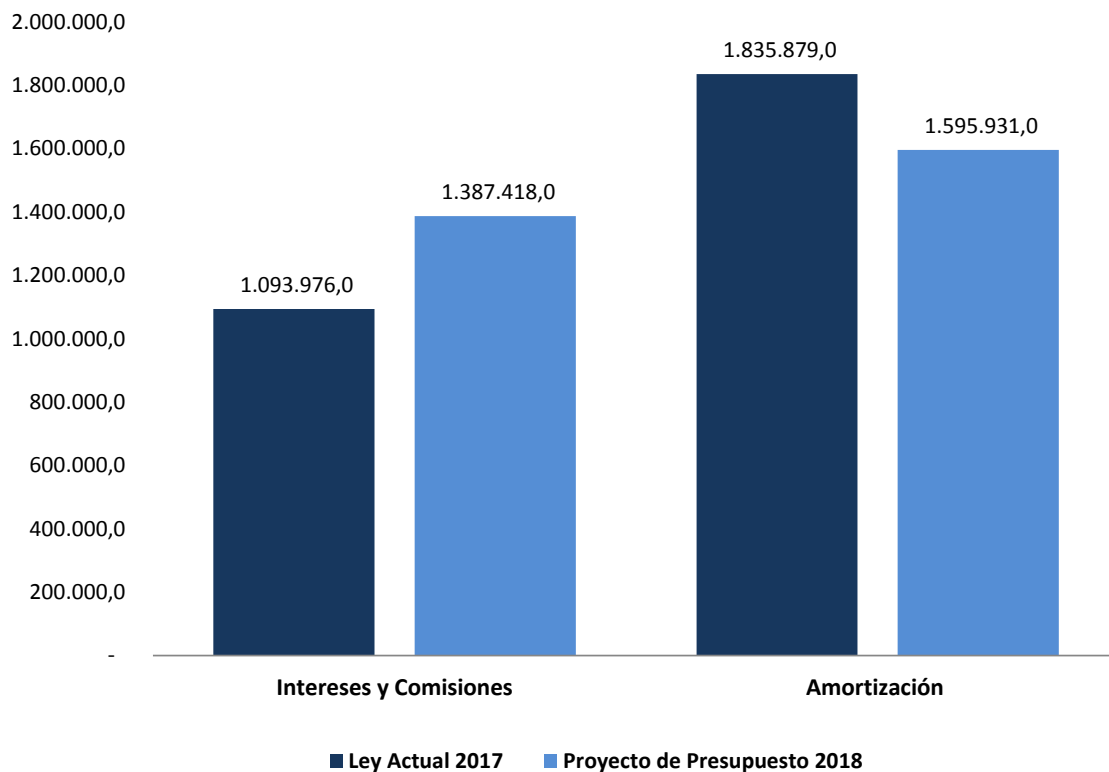


Servicio de la Deuda Pública

La asignación de recursos destinada al Servicio de la Deuda Pública para 2018 asciende a la suma de ¢2.983.349,0 millones, lo que representa un crecimiento de 1,8%, con respecto al presupuesto al mes de agosto 2017.

A continuación se muestran las principales variaciones:

Gráfico 1: Ley Actual 2017 y Proyecto de Presupuesto 2018
Servicio de la Deuda
Por clasificación objeto del gasto
(en millones de colones)



Fuente: Sistema de Formulación Presupuestaria y Sistema Integrado de Gestión de la Administración Financiera, Dirección General de Presupuesto Nacional

La última década se ha caracterizado por un recurrente déficit fiscal, producto de los mayores gastos que ha tenido que enfrentar el Gobierno y un crecimiento en menor proporción de los ingresos, aunado a las condiciones internacionales, lo que ha implicado que se haya tenido que contraer más deuda para financiarlos. Pese al deterioro fiscal en las finanzas públicas, se han buscado opciones y se han presentado proyectos en la

Asamblea Legislativa, los cuales urge, seas aprobados. Ya que se requiere de una reforma fiscal integral, en procura de obtener recursos adicionales, que permitan cambiar la dinámica de la deuda, hacia un nivel sostenible que estimule el desarrollo del país.

Adicionalmente se prevé que continúen los esfuerzos en materia de recaudación tributaria y contención del gasto que permitan alcanzar un menor déficit fiscal al cierre del 2017, los cuales se pueden ver empañados de no aprobarse la reforma fiscal en el 2017, puesto que según la revisión del programa macroeconómico del Banco Central de Costa Rica el déficit financiero del Gobierno Central alcanzaría el equivalente a 6,1% y 6,6% del PIB en el 2017 y 2018, en ese orden; los cuales serán insostenibles en el mediano plazo para la economía costarricense, pese a que la tasa de crecimiento económico estimada de Costa Rica es mayor si se compara con la del resto de países centroamericanos; su capacidad de generar mayores recursos producto de la aprobación de la Reforma Fiscal en el 2017 no ha logrado concretarse y a pesar de que ha existido un esfuerzo importante en la reducción del gasto, éste solamente se ha contenido.

Es de esperar, que con el menor crecimiento de la economía mundial y la menor estabilidad del precio de las materias primas y con el escaso avance en los proyectos de Ley de reforma fiscal presentados en la Asamblea; esto implicaría condiciones financieras más restrictivas, sobre todo considerando el aumento de las tasas de interés interna.

Se debe buscar una solución sostenible al problema de las finanzas públicas, sobre todo considerando la tendencia creciente de la razón de la deuda pública/PIB, y que el financiamiento se ha ido atendiendo en el mercado local, generando tensiones sobre el mercado, es necesario contar con aprobación legislativa para buscar otras fuentes de financiamiento externo.

Por su parte, las condiciones macroeconómicas según el Banco Central de Costa Rica (BCCR); considera que las perspectivas de la tasa de crecimiento de la actividad económica estimada para el año 2017 y 2018 son de 3,8% y 4,1%, respectivamente, tasas superiores al promedio de crecimiento de los últimos cuatro años (3,5%). y mientras que se pueden presentar volatilidades en el tipo de cambio y tasas de interés, mientras que la inflación se estima mantenerla dentro del rango meta.

Es importante señalar, que a pesar del comportamiento creciente de la deuda pública, resultado de un déficit fiscal recurrente en los últimos años, el Ministerio de Hacienda ha

sido reconocido por especialistas financieros nacionales, debido al manejo adecuado y eficaz de la deuda pública, toda vez que ha tenido que financiar mayores requerimientos en el mercado doméstico debido a la imposibilidad de acceder a los mercados internacionales, por no contar con aprobación legislativa para hacerlo.

En particular, se ha fortalecido la relación con el inversionista nacional así como el extranjero promoviendo la transparencia y el acceso a la información económica financiera, realizando la presentación al medio financiero del plan de financiamiento semestral, fortaleciendo la coordinación formal con el BCCR y el Ministerio de Hacienda, consolidando la figura de los canjes y subastas inversas entre los participantes, digitalizando las inversiones en el corto plazo, mediante “tesoro directo” y realizando mejoras sustantivas en los sistemas de gestión de deuda.

Para las respectivas estimaciones se utilizan como insumos: las proyecciones de deuda interna y externa, generadas mediante el uso de los sistemas informáticos SINPE (RDE/RDI/RDD) y SIGADE, respectivamente, los supuestos macroeconómicos utilizados en la Revisión del Programa Macroeconómico del BCCR, la estimación de las necesidades de colocación y del gasto de Caja Única remitido por la Tesorería Nacional.

La estructura de este documento presenta el marco metodológico con base en el cual se efectuó la estimación del servicio de la deuda en el 2018, los principales resultados en cuanto a la deuda Interna como a la deuda externa. En cada ítem se detallan las estimaciones de amortización e intereses. Para la deuda interna se explicitan los supuestos de colocación de títulos valores para el segundo semestre 2017 y para el año 2018.

I. ASPECTOS METODOLÓGICOS

La estimación del servicio de la deuda (tanto interna como externa), se divide en tres componentes: amortización, intereses, comisiones para los préstamos y los títulos valores de deuda externa y de deuda interna.

Para la estimación del servicio de deuda interna, se utiliza la información contenida en el Sistema de Registro de Deuda Individualizada (RDI), el Sistema de Registro de Deuda Estandarizada (RDE) y el Sistema de Comunicación Vía Web (Tesoro Directo), módulos

del Sistema Interbancario de Negociación y Pagos Electrónicos (SINPE), en el que se encuentran las diferentes modalidades de títulos valores:

- Títulos cero cupón colones y dólares,
- Títulos Deuda Política,
- Títulos Tasa Fija Colones,
- Títulos Tasa Básica,
- Títulos de Propiedad Real Ajustable Soberano (TPRAS)
- Títulos TUDES,
- Títulos en Dólares Tasa Fija y
- Títulos en Dólares Tasa Ajustable.

En el caso de la deuda externa el proceso toma en cuenta los préstamos y colocaciones de bonos realizadas en el exterior, de los cuales se dispone de información a partir de las tablas de servicio de los préstamos y las respectivas emisiones de bonos. Adicionalmente, se incorporan los nuevos desembolsos estimados por parte de las Unidades Ejecutoras de proyectos para el periodo presupuestario, basado en sus cronogramas de trabajo así como el posible servicio de deuda que los mismos generen. Esta información se encuentra sistematizada en el Sistema General de Administración de la Deuda Externa (SIGADE).

Las partidas presupuestarias de deuda interna contemplan tanto la amortización como los intereses y las comisiones, la primera referida a los vencimientos de la deuda, la segunda al gasto producto del rendimiento que generan los títulos valores internos así como a otras deudas contraídas por el Estado y la tercera al costo por las emisiones de títulos valores realizados.

En la partida de intereses se consideran tres componentes: los intereses sobre las colocaciones ya realizadas; los intereses sobre las nuevas colocaciones y los intereses sobre obligaciones de instituciones públicas asumidas por el Estado.

Para los títulos con rendimiento ajustable, indexados a la inflación y denominados en dólares, se realizan proyecciones de las respectivas variables de interés: Tasa Básica, devaluación, inflación y Tasa Libor. Para las estimaciones del instrumento TPRAS, se utiliza la curva soberana del BCCR.

II. DETERMINACIÓN DEL PRESUPUESTO- PRICIPALES RESULTADOS.

Servicio de la Deuda

Para honrar el servicio de la deuda interna para el periodo económico del 2018, originada en las colocaciones de títulos valores en el mercado nacional así como el cumplimiento de los convenios suscritos, se contempla un monto de ¢2.694.128,0 millones, con un aumento absoluto de ¢27.487,2 millones con referencia a lo disponible en el año 2017, lo que implica un aumento de 1,0%. A continuación se analiza el comportamiento de cada una de las dos subpartidas que la componen.

Amortización

La amortización se proyecta considerando los vencimientos de las colocaciones activas (saldo de deuda) a la fecha de la estimación (junio 2017) y con supuestos sobre las colocaciones que se realizarán en los restantes meses del 2017. En razón de lo anterior es por lo que se toma en cuenta los siguientes supuestos:

- a. La estimación de esta partida involucra el servicio a ejecutar por las colocaciones de títulos valores vigentes al cierre del año 2017, cuyo vencimiento ocurre durante el periodo 2018. Monto que presenta una reducción de ¢300,0 mil millones, considerando el efecto de posibles canjes a realizar en el período 2018.
- b. Se utiliza la más reciente estimación de las necesidades de financiamiento según el flujo de caja preparado por la Unidad de Programación Financiera de la Tesorería Nacional al momento del cierre del informe.
- c. La estrategia de colocación que se indica en el apartado denominado Estrategia de Endeudamiento.

d. Para lo que resta del año 2017 se pretende colocar según los siguientes segmentos:

- ¢347.603,0 millones en operaciones directas con instituciones públicas. Mayoritariamente estas operaciones se realizan con títulos de corto plazo en instrumentos de cero cupón. Un saldo promedio por mes de ¢30.000,0 millones en pagarés de corto plazo.
- ¢1,1 billones de colocaciones a mercado.

A partir de los elementos indicados, la suma presupuestada por concepto de amortización deuda interna alcanza ¢1.534.075,0 millones, presentando una variación de ¢ -243.541,8 millones con respecto a lo presupuestado en el 2017, lo que implica un -13,7%.

Esta partida se divide en amortización sobre títulos valores internos de corto plazo y amortización sobre títulos valores internos de largo plazo, ambas partidas presentan una variación absoluta de ¢-246.356,0 millones y ¢2.814,2 millones respectivamente, lo que representa una disminución del 35,5% en la primera y un aumento para la segunda de 0,3%.

La proyección de las necesidades se efectúa asumiendo el supuesto que las inversiones por operaciones directas con entidades públicas y operaciones en pagarés, serán reinvertidas con vencimiento de hasta un año plazo y un mes respectivamente, elementos que afectan tanto el gasto por amortización como por intereses de deuda interna.

Amortización deuda externa alcanza a ¢61.856,0 millones que representa un incremento de 6,2%, por lo tanto la amortización total presupuestada será de ¢1.595.931,0 millones de colones para el 2018.

Intereses

La estimación de los intereses de deuda interna, se realiza considerando las características financieras con las que fue pactado la deuda existente así como los supuestos sobre las variables macroeconómicas que afecten este gasto, particularmente los supuestos sobre la evolución de la tasa de interés y variaciones cambiarias para el cierre del año 2017 y durante el 2018. Incluye además el efecto producto de la proyección de la nueva deuda, basado en una estructura según tipo de instrumento y plazo. Por ello

se requiere disponer de proyecciones detalladas de las diferentes estructuras en función de la estrategia de colocación definida y además considerar las condiciones y evolución del mercado financiero.

Al igual que en la partida de amortización de deuda interna, la estrategia de endeudamiento tanto para el segundo semestre 2017 como para el ejercicio económico 2018, que se presenta a continuación, impacta directamente el gasto por intereses deuda interna del 2018.

Se estima que el monto destinado para el pago de la deuda por concepto de intereses 2018 asciende a ¢1.376.792,0 millones, con un incremento del 26,4% con respecto al presupuesto al mes de agosto 2017, principalmente por el crecimiento del déficit y la evolución creciente de las tasas de interés.

A nivel de subpartidas, los intereses sobre títulos valores internos de corto plazo presentan un aumento absoluto de ¢64.546,0 millones que representa un 314,3% con respecto al 2017. Por su parte los intereses sobre títulos valores internos de largo plazo muestran una variación absoluta de ¢ 207.263,0 equivalente a un incremento del 24,2% en comparación con el año 2017, y para la partida de intereses sobre otras obligaciones hay una variación absoluta de ¢ -780,0 es decir -7,8%.

Para los intereses de deuda externa se da un aumento de ¢16.418,0 millones equivalente a un aumento de un 8,2% con respecto al presupuesto aprobado para el 2018.

El aumento por concepto de intereses se debe básicamente a la nueva deuda contratada y los efectos por incrementos en las tasas de interés que afecta la proporción del portafolio de deuda colocado en tasas variables, así como los efectos de incremento del tipo de cambio del dólar, lo que afecta la participación del portafolio de deuda en moneda extranjera. Esas composiciones se han incrementado en los últimos meses.

Tasas de Interés del Financiamiento del Gobierno Central

La tasa de interés implícita por el financiamiento del Gobierno para el ejercicio 2018, alcanzaría un estimado de 8,31%, mientras que para el cierre de 2017, ese mismo indicador se situaría aproximadamente en 7,53%.

Para el 2018, tal y como se observa en el siguiente cuadro, la tasa de interés implícita, para el saldo de deuda acumulado en ese período, es superior a la del 2017 en 78 puntos base.

Cuadro No. 1: Presupuesto 2017-2018-Tasa de interés implícita
Deuda Interna y Externa
(millones de colones)

	2017	2018
Intereses deuda interna y externa	1.056.668,00	1.376.792,00
Tasa Implícita	7,53%	8,31%
Saldos Total	16.576.532,96	19.097.037,68

Fuente: Dirección de Crédito Público

Es importante citar que la tasa implícita corresponde a una aproximación del costo asociado a todo el portafolio de deuda y no sólo a las nuevas colocaciones para un año particular. Por lo que la tasa implícita será menor a las tasas de captación esperada para el año 2018. Aclarar además, que el gasto por intereses del período 2017, corresponde a las estimaciones de lo que se espera ejecutar, no así al monto presupuestado para ese periodo.

El crecimiento del gasto por intereses en términos nominales del 2018, representa aproximadamente el 30% con respecto al 2017.

En relación con los intereses respecto al PIB, este rubro muestra un crecimiento de 60 puntos base. Para el 2017 se estima que este rubro representaría un 3,2% del PIB mientras que al 2018 se estima sea equivalente a un 3,8% del PIB aproximadamente.

Este incremento se observa básicamente en el financiamiento de la deuda interna, componente de mayor representación en el portafolio de la deuda del Gobierno Central.

Los continuos aumentos en las necesidades de financiamiento, resultado de los déficits fiscales del Gobierno Central, una política monetaria más restrictiva por parte del Banco Central de Costa Rica y un contexto internacional de recuperación económica e incrementos en los rendimientos internacionales, explican los aumentos en las tasas de interés locales de la deuda del Gobierno Central.

El control de la inflación como objetivo del BCCR así como la estabilización del tipo de cambio, ha propiciado una política de aumento en las tasas de interés por parte del

BCCR. A inicios del 2017, la tasa de política monetaria se ubicaba en 1,75%; 2,75 puntos porcentuales por debajo de la observada al mes de agosto 2017, la cual se ubica en 4,5%.

Aunado a lo anterior, se han dado incrementos en las tasas de captación de Central Directo del BCCR, ambos hechos, han conllevado a incrementos en las tasas de interés por emisiones de títulos valores del Gobierno Central.

Estos incrementos en las tasas de interés, afecta el gasto por las nuevas captaciones de recursos del Gobierno para atender las crecientes necesidades de financiamiento. Pese a que el 69,2% de la deuda interna del gobierno se ha contratado a tasa fija, las captaciones en instrumentos tasa variable, se han visto incrementadas en los últimos meses (los instrumentos variables representaban 12,3% a diciembre 2016, mientras que significaban un 20,2% al cierre de julio 2017), situación que ha aumentado el riesgo de tasa de interés haciendo el portafolio más sensible a los cambios en la tasa de interés y por tanto los incrementos en tasas afectarían también la deuda contratada en períodos anteriores a tasa flotante.

La incertidumbre ante un panorama de aprobación de la reforma fiscal, el creciente déficit fiscal, incremento en la percepción de riesgo de los inversionistas, y posibles deterioros en las calificaciones de riesgo internacional podrían generar mayor competencia por la captación de recursos en el mercado provocando alzas en las tasas de interés así como reducción de oportunidades del financiamiento para el sector privado.

Comisiones y Otros Gastos Sobre Títulos Valores Internos

Esta se estima en ¢422,0 millones para el 2018.

Comisiones y otros gastos sobre títulos valores del sector externo

Esta partida permite atender el costo originado por la colocación y administración de títulos valores del sector externo por concepto de comisiones y otros gastos, para el periodo 2018, se estima un gasto de ¢144,0 millones de colones. No se prevé ninguna colocación internacional de bonos y por ende las comisiones son mínimas en comparación con los pagos efectuados en el periodo comprendido entre el 2012-2017.

Comisiones y otros gastos sobre préstamos del sector externo

Este rubro permite atender el gasto originado por la contratación de nuevos créditos y las sumas pendientes de desembolsar para la ejecución de los diversos proyectos que se financian con recursos externos.

El gasto estimado para el periodo 2018 alcanza un monto de ¢10.060,0 millones, presentando un aumento de ¢6.000,0 con respecto al 2017. Este rubro se sustenta en el comportamiento de los desembolsos por los créditos que se encuentran en ejecución y con los que se proyectan desembolsar en el transcurso del próximo año, así como por los préstamos que se encuentran en la etapa de repago y no generan el pago de comisiones.

Estrategias de endeudamiento

El diseño e implementación de una estrategia institucional fortalece la credibilidad de las autoridades económicas, al facilitar la creación de un marco formal de política de financiamiento público que pueda ser difundido con anticipación a los agentes económicos, disminuyendo las irregularidades de información existentes en el mercado, e incrementando la certidumbre en el desempeño económico.

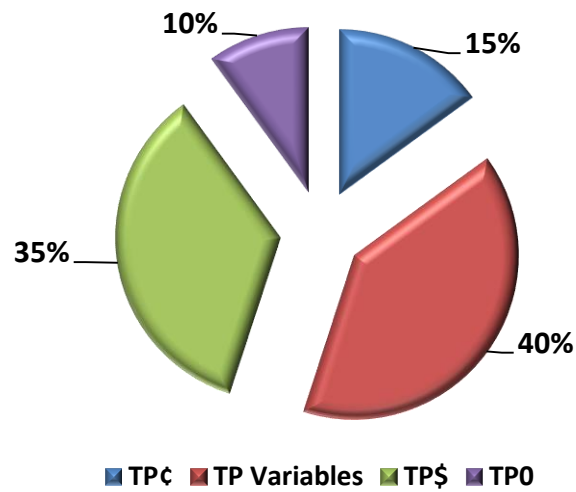
La formulación del presupuesto de cada año debe considerar el supuesto de la estructura de colocación de títulos valores, considerando la estrategia del endeudamiento del Gobierno Central. No obstante, la implementación de la misma y por tratarse de un ejercicio de corto plazo, se ve afectada por el comportamiento del mercado de valores y por tanto preferencias de los inversionistas,

Para estimar el servicio de la deuda para el periodo 2018, toma relevancia tanto la estructura de colocación que se realice en el segundo semestre del 2017 como para el período 2018 por medio de los mecanismos establecidos, tanto de subasta Competitiva como Ventanilla y Tesoro Directo.

Para lo que resta del año 2017 se espera realizar las colocaciones tanto a mercado como operaciones directas, conforme la siguiente estructura:

Gráfico 2:

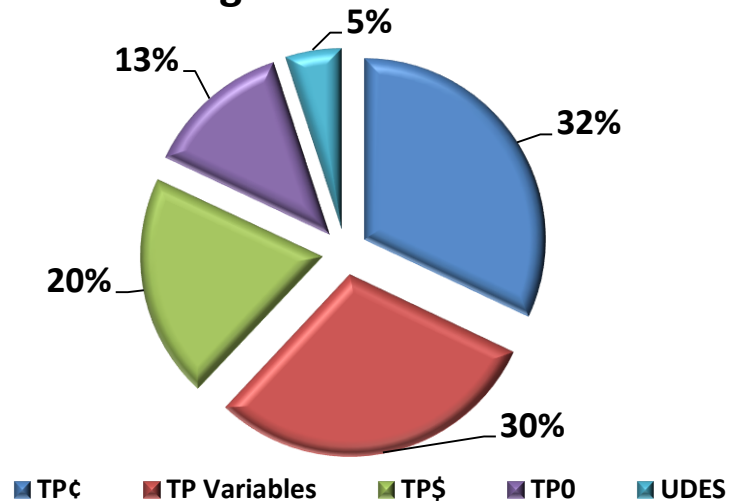
Estrategia de Colocación 2017



Para el año 2018 se ha utilizado como supuesto la siguiente estrategia de colocación, que busca un equilibrio entre el comportamiento del mercado y la estrategia de mediano y largo plazo.

Gráfico 3:

Estrategia de Colocación 2018



Toda la implementación de la estrategia mostrada involucra, la capacidad, necesidad y preferencias de los inversionistas tanto individuales como institucionales, adicionalmente, se debe lograr generar interés en los instrumentos que se ponen a disposición por parte

del Gobierno. Es labor del Gobierno impulsar la ejecución de la estrategia a fin de dar cumplimiento al presupuesto autorizado para el período 2018.

Esta estrategia de colocación, incorpora el análisis del impacto en la composición del portafolio de deuda y permite una evaluación de los riesgos, costos y beneficios de las distintas opciones de endeudamiento, de manera que la gestión de esa deuda se refleje positivamente en el portafolio disminuyendo los riesgos de mercado. A continuación se presentan los resultados esperados a partir de la implementación de la estrategia señalada.

Como se puede observar en el siguiente cuadro, se estima que se presentaría una mejora en la composición de la deuda por tipo de moneda, al comparar los resultados del cierre a diciembre 2018 con los de diciembre 2017, ya que muestra una mejora en el riesgo cambiario, por cuanto se incrementa el saldo de la deuda contraída en colones, en 2,0 puntos porcentuales y se mantiene la proporción de deuda indexada a la inflación y disminuye levemente la deuda en dólares.

El incremento en la colocación en colones es positivo, ya que se disminuye el riesgo de tipo de cambio, sin embargo, si se realizan colocaciones en colones a tasa variable, se incrementan los riesgos, ya que existen expectativas de aumentos en las tasas de interés para los siguientes meses, debido al aumento de tasas de interés que ha efectuado BCCR principalmente por la Tasa de Política Monetaria, previendo prospectivamente una tasa de inflación más alta y ajustando la paridad en tasas de interés para evitar a volatilidad del tipo de cambio.

Cuadro No.2: Perfil de la Deuda Pública del Gobierno Central
Estimado a Diciembre de cada año
Por moneda

Año	Colones	Udes	Dólares
2017	54,7%	7,8%	37,5%
2018	56,8%	7,8%	35,4%

Por su parte, el riesgo de tasas de interés mantiene una senda adecuada, se ha logrado mantener la porción denominada a tasa fija, situándose para el 2018 cerca del 68,4%, la misma situación se presenta con la tasa indexada, en el caso de las tasas ajustables presentan un incremento de un poco más de 3%.

Cuadro No.3: Perfil de la Deuda Pública del Gobierno Central
Estimado a Diciembre de cada año
Por tipo de instrumento

Año	Tasa Fija	Indexada	Ajustable
2017	71,6%	7,8%	20,6%
2018	68,4%	7,8%	23,8%

Las colocaciones en títulos valores TPRAS, se han incrementado de manera importante en los últimos meses lo que ha conllevado a un incremento en el riesgo por tasa de interés. El ejercicio presupuestario, supone, aunque en menor proporción, que el inversionista continuará con la compra de estos instrumentos.