

Estrategia de Deuda de Mediano Plazo para Gobierno Central

Dirección de Crédito Público

2020

Contenido

Introducción	4
¿Qué es la EDMP?	5
Definición de las Estrategias de deuda del Gobierno Central	5
Estrategia de colocación de deuda en mercado doméstico y/o mercado internacional de mediano plazo	6
Necesidades de Financiamiento	6
Fuentes de financiamiento	7
Estructura e instrumentos de financiamiento	10
Variables macroeconómicas	10
Evaluación de las Estrategias Alternativas	11
Análisis Costo	12
Análisis de Riesgo	12
Supuestos, Shocks e Insumos	12
Posición actual del Portafolio de Deuda	14
Análisis de Estrategias	15
Resultados de las Estrategias de Endeudamiento	22
Perfil de Deuda estimado para las Estrategias	24
Composición por Moneda	26
Composición por instrumentos	27
Composición por plazos de colocación	27
Análisis de las estrategias con las autoridades	28
Composición deseable del portafolio con la estrategia propuesta	30
Estrategia de gestión de la deuda para contribuir al desarrollo del mercado secundario de deuda pública	32
Conclusión	34

Índice de Tablas

Tabla 1 Necesidades y Fuentes de Financiamiento del Gobierno Central (% del PIB)	7
Tabla 2 Eurobonos Vigentes en dólares.....	9
Tabla 3 Perfil de Vencimientos Deuda Interna Contratada en dólares.....	9
Tabla 4 Costa Rica: Supuestos Macroeconómicos.....	10
Tabla 5 Supuestos macroeconómicos	12
Tabla 6 Shocks de supuestos macroeconómicos	13
Tabla 7 Evolución de variables macroeconómicas	14
Tabla 8 Posición actual de la deuda	15
Tabla 9 Portafolio Propuesta DCP	18
Tabla 10 Portafolio 14% CP.....	20
Tabla 11 Portafolio 7% CP	20
Tabla 12 Prop sin Eurob	21
Tabla 13 Portaf 9% CP.....	21
Tabla 14 Cambio en el costo y riesgo generado por el portafolio de deuda	22
Tabla 15 Evolución del perfil de deuda pública para cada estrategia durante los próximos 5 años	25
Tabla 16 Distribución por Instrumento.....	29
Tabla 17 Distribución por plazo	29
Tabla 18 Composición actual del portafolio y composición propuesta de largo plazo.....	31

Índice de Gráficos

Gráfico 1 Total de Estrategias de Colocación Analizadas.....	16
Gráfico 2 Estrategias Seleccionadas.....	17

Formulación de una estrategia de gestión de la deuda a mediano plazo: Nota de orientación para las autoridades nacionales

Introducción

Las crisis financieras del decenio de 1990 demostraron claramente por qué la composición de la cartera de deuda pública es un factor importante en la capacidad de recuperación ante conmociones externas, en algunos casos el riesgo cambiario, el sector bancario o el costo de afrontar otros pasivos del sector privado puede ser un factor determinante del aumento de los niveles de deuda y generar presiones sobre el presupuesto del Gobierno.

Nuevamente la estructura adecuada de la cartera toma relevancia ante el shock de un factor externo como el COVID-19, este tipo de circunstancias adversas puede afectar la economía de diferentes maneras: disminuyendo directamente la producción, generando trastornos en las cadenas de suministros y en el mercado, además, del impacto financiero en las empresas y los mercados financieros. Para los gobiernos estos eventos imprevistos incrementan la posibilidad de que los riesgos se materialicen, generando pasivos contingentes que pueden provenir de áreas tan diversas como: salud, construcción, empleo, pensiones, entre otros.

En escenarios extraordinarios como los actuales gestionar de forma adecuada la deuda puede ser complejo por la incertidumbre que se presenta tanto a nivel local como internacional, lo que limita el acceso al mercado y propicia riesgos de refinanciamiento, es importante mantener una estrategia que permitan mejorar el acceso a recursos de forma más eficiente y sin que esto genere competencia entre las instituciones del estado, se debe implementar medidas para buscar recursos de fuentes alternativas como lo pueden ser: líneas de crédito, préstamos multilaterales, incluso donaciones para países en desarrollo, todas estas medidas deben estar pensadas dentro de la estrategia de endeudamiento, tomando en cuenta los riesgos que se pueden presentar en cuanto a tipo de cambio, espacio fiscal y sostenibilidad de la deuda.

En el caso específico de los países de ingreso bajo, las variaciones de los tipos de cambio efectivos reales, a menudo impulsadas por tendencias desfavorables del precio de los productos básicos, contribuyeron significativamente a atraer problemas de sostenibilidad de la deuda, lo cual también puso de manifiesto la importancia de contar con una estrategia adecuada de gestión de la deuda.

Los diferentes eventos adversos han mostrado la relevancia de contar con el marco necesario para aplicar una estrategia adecuada de deuda, tal y como lo han experimentado muchos países de mercados emergentes, las decisiones financieras inadecuadas, incluso sobre las condiciones y la estructura de la nueva deuda, pueden contribuir a la reaparición de importantes vulnerabilidades relativas a la deuda, lo cual pone en riesgo la sostenibilidad de los pagos y la posibilidad de lograr los objetivos de política macroeconómica.

Si bien Costa Rica en la actualidad mantiene resultados fiscales negativos, el mantener una estrategia definida de colocación que busca la sostenibilidad de la deuda en el mediano plazo, propicia un mejor panorama para afrontar la emergencia sanitaria que golpea al mundo, la estrategia da seguridad de

los pasos que se deben seguir para lograr mantener los rangos adecuados de la deuda, en cuanto a plazo, tasa y moneda, que permitan retomar una senda de sostenibilidad de la deuda, en los últimos meses el seguimiento de esta estrategia ha permitido que la emergencia sanitaria del 2020, se logre afrontar de mejor manera, el mantener las colocaciones a menos de un año menores a un 10% al cierre del año 2019 permiten en la actualidad presentar algún espacio de crecimiento en estos plazos ante la demanda del mercado local por plazos cortos, el mantener más de un 70% de la deuda colocada a plazos fijos permite tener certeza del flujo de caja para los siguientes años, finalmente, la colocación en moneda extranjera cercano a un 40% permite en la actualidad mantener la posibilidad de incrementar este rango sin el temor de sobrepasar de forma peligrosa la colocación en moneda extranjera, generando un riesgo cambiario excesivo, de no haber implementado de forma adecuada la estrategia de endeudamiento los márgenes de maniobra del gobierno serían menores.

¿Qué es la EDMP?

Para satisfacer las necesidades de financiamiento un gestor de deuda tiene diferentes alternativas que pueden dificultar su decisión sobre los instrumentos que utilizará, se podrían tener tasas de interés externas menores que las internas o viceversa, plazos mayores en los mercados internacionales, pero la limitación del riesgo de tipo de cambio, debe tomarse en cuenta para establecer costo *ex post* de la deuda en divisas. En la estrategia de gestión de la deuda se deberían señalar y explicar estas alternativas.

La EDMP es un plan que el Gobierno tiene previsto aplicar a mediano plazo para lograr la composición deseada de deuda del Gobierno, donde se hacen explícitas las preferencias públicas en cuanto a costo y riesgo. Esto lleva a la práctica los objetivos de gestión de deuda de las autoridades nacionales.

Objetivo de la EDMP

“Garantizar que se satisfagan las necesidades de financiamiento y que se cumplan con las obligaciones de pago del Gobierno al menor costo posible y a un nivel prudente de riesgo”.

Definición de las Estrategias de deuda del Gobierno Central

La elaboración de una EDMP no es en un ejercicio trivial y requiere del conocimiento no sólo de las características de la deuda, sino del entorno económico a nivel nacional e internacional. Siendo la labor del gestor de la deuda pública aglutinar esta información para incorporarla en el modelo, ya sea mediante los insumos de la deuda o los supuestos que encierra el mismo.

A continuación se describen dos grandes estrategias de deuda de mediano plazo. Una relacionada con la Estrategia de colocación de deuda en mercado doméstico y/o mercado internacional de mediano plazo y la otra con la gestión de la deuda para contribuir al desarrollo del mercado secundario deuda pública. El lograr este objetivo propiciará una reducción de los costos y el riesgo asociado a la deuda en el mediano y largo plazo, lo que permitirá colocar la deuda a costos razonables, además de disminuir la prima de liquidez en todos los tramos de la curva.

Estrategia de colocación de deuda en mercado doméstico y/o mercado internacional de mediano plazo

Uno de los objetivos que debe buscar el administrador del endeudamiento público es la disminución de los riesgos y costos asociados a la obtención de recursos, estableciendo un punto de referencia de composición de cartera de deuda de mediano, por tanto, la Dirección de Crédito Público realiza el ejercicio de modelar una estrategia de endeudamiento que permita evaluar y cuantificar la evolución de los riesgos inherentes al portafolio de deuda.

Para lograr un portafolio eficiente en términos de costo y riesgo, se deben evaluar las diferentes opciones de las que dispone el Gobierno Central para financiar sus necesidades, a partir de esto, se establece una cuantificación y análisis de la exposición al riesgo de la cartera de deuda y los costos asociados a ella. El análisis de estas variables permite a las autoridades fundamentar sus decisiones en la búsqueda de la forma más eficiente de solventar sus necesidades de financiamiento para el corto y mediano plazo.

El análisis de definición de una estrategia de deuda de mediano plazo tiene como objetivo:

“Garantizar que se satisfagan las necesidades de financiamiento y que se cumplan con las obligaciones de pago del Gobierno al menor costo posible y a un nivel prudente de riesgo”.

Los diferentes eventos macroeconómicos tanto a nivel nacional como internacional, pueden tener una influencia relevante sobre la estrategia propuesta, particularmente en el corto plazo puede generar desviaciones en el portafolio, sin embargo, estas desviaciones deben considerarse como momentáneas, ya que la estrategia de mediano plazo debe mantenerse sin mayores alteraciones a lo largo del tiempo. No obstante, se debe mantener en perspectiva, la importancia de determinar las desviaciones e implementar en el momento adecuado acciones que permitan enrumbar el portafolio hacia la estrategia de mediano plazo, siempre con el objetivo de mantener un equilibrio entre el costo y los riesgos del portafolio de deuda.

En el análisis para la determinación de la estrategia de deuda de mediano plazo (EDMP) intervienen varios elementos que se detallan a continuación, el más importante son las necesidades de financiamiento, esto surge de la diferencia que se presenta entre los ingresos y los gastos que se deben realizar en un determinado periodo. Si no se generara este exceso de gastos en un periodo no sería necesario plantear la estrategia de endeudamiento.

Necesidades de Financiamiento

Las necesidades de financiamiento del Gobierno se constituyen a partir del resultado fiscal primario, los vencimientos de deuda así como los intereses de deuda a pagar. El gobierno posee importantes y crecientes necesidades de financiamiento que representan en promedio aproximadamente el 10,97% del PIB para los siguientes 5 años, tal y como se observa en el siguiente cuadro:

Tabla 1 Necesidades y Fuentes de Financiamiento del Gobierno Central (% del PIB)

	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
I. Total Financing Needs (A+B+C)	12,90%	10,65%	12,22%	11,28%	11,29%	9,42%
A. Central Government Deficit	6,96%	5,95%	5,71%	4,99%	4,37%	3,86%
B. Total Amortization (including ST debt)	5,94%	4,70%	6,51%	6,29%	6,92%	5,56%
i. Total Domestic Debt Amortization	5,79%	4,17%	6,32%	6,10%	5,41%	5,39%
ii. Total External Debt Amortization	0,15%	0,53%	0,18%	0,18%	1,52%	0,17%
C. Other	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
II. Sources (A+B+C)	12,90%	10,65%	12,22%	11,28%	11,29%	9,42%
A. Domestic Debt	11,23%	6,84%	7,49%	8,90%	9,14%	7,35%
i. Securities	11,23%	6,84%	7,49%	8,90%	9,14%	7,35%
ii. Other	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
B. External Debt	3,27%	2,29%	4,73%	2,38%	2,16%	2,07%
i. Securities	2,43%	0,00%	2,20%	1,40%	1,34%	1,27%
ii. Multilateral, bilateral, and other	0,85%	2,29%	2,53%	0,98%	0,82%	0,80%
Multilaterales	0,78%	2,18%	2,39%	0,82%	0,72%	0,77%
Bilaterales	0,07%	0,11%	0,14%	0,15%	0,09%	0,01%
Por definir (Plan de Inversión)	0,00%	0,00%	0,00%	0,01%	0,01%	0,02%
C. Use of assets and other (including privatization)	-1,61%	1,52%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%

Fuente: Ministerio de Hacienda y Banco Central de Costa Rica

En promedio, del año 2010 al año 2018, las necesidades de financiamiento del gobierno ronda el 10,65% del PIB, para los siguientes años las necesidades de financiamiento se mantienen sobre este monto a excepción del año 2024, esto a pesar de la reforma fiscal y la colocación de deuda en los mercados internacionales. No obstante, es de esperar que en un horizonte de más largo plazo estas necesidades tiendan a disminuir particularmente por disminuciones paulatinas en el endeudamiento de gobierno.

Fuentes de financiamiento

Las fuentes disponibles de financiamiento del Gobierno son las emisiones de títulos valores en el mercado local, préstamos externos, emisiones de bonos internacionales y líneas de crédito.

Las necesidades de financiamiento, históricamente, han sido absorbidas mayormente por el mercado local, así por ejemplo en el año 2018, de un 12,2% de necesidades a PIB, un 11,6% correspondió a financiamiento local, para el año 2019 esto varío por la emisión de eurobonos en noviembre 2019, la deuda doméstica financió un 11,23% del total de 12,90% del PIB. Sin embargo, la competencia por esos recursos financieros entre el sector privado y el gobierno generan presión en el mercado de valores y por tanto incrementos en las tasas de interés locales, por lo que disminuir la demanda podría revertir ese comportamiento en los rendimientos, mejorar las condiciones de financiamiento del sector privado y consecuentemente el crecimiento económico nacional.

Adicionalmente, los recursos de ahorro nacional son limitados, y son pequeños al ser comparados con los mercados internacionales, en la última visita del FMI como parte de la revisión del artículo IV¹ en abril del 2019, se menciona que Costa Rica tiene un ahorro interno bruto cercano al 14,5% este dato está muy cercano al indicador total de necesidades brutas para los siguientes años, esto refuerza la posición de que se deben explorar otras fuentes de financiamiento diferentes al mercado local, para

¹ Revisión del Artículo IV, FMI, Abril 2019.

evitar la presión sobre las tasas de interés, la fuente más accesible de financiamiento son los recursos que se pueden obtener en el mercado internacional mediante la emisión de Eurobonos. En conclusión se puede decir que el ahorro interno no da abasto para lograr financiar las necesidades brutas para los siguientes años.

La fuente de financiamiento por préstamos externos, representaron tan solo el 0,5% del PIB, la misma es utilizada principalmente para el desarrollo de proyectos en ejecución para infraestructura nacional. Las proyecciones para años siguientes, incorporan además de los créditos en ejecución, los del plan de inversión pendientes de ser presentados y aprobados por la Asamblea Legislativa.

La incorporación de títulos emitidos en los mercados internacionales son un punto diferenciador entre la propuesta de estrategia de mediano plazo y las analizadas en el año anterior. Esta propuesta supone la aprobación proyecto de ley para emitir hasta por un monto US\$ 6.000 en tramos máximos de US\$ 1.500 millones por año, además de la autorización para usar líneas de crédito, las cuales serían contratadas en caso de que ante eventos coyunturales, no sea beneficioso o factible realizar las colocaciones externas.

Ante esta situación, el uso de las líneas de crédito permitiría atender las obligaciones inmediatas del gobierno mientras se realiza la colocación internacional. Este crédito sería de corto plazo por lo que es de esperar que los rendimientos sean inferiores a una emisión de títulos y las mismas serán canceladas con los recursos de la posterior emisión internacional. A pesar de alto financiamiento requerido para los siguientes años, las emisiones de títulos en el exterior solventarían aproximadamente el 20% del total de las necesidades en el 2019, mientras que para los años siguientes (2021, 2022 y 2023) cubrirían aproximadamente el 14% de las necesidades brutas de financiamiento.

Esta fuente de financiamiento representa beneficios para el país, entre ellos, permite mejorar el portafolio de deuda por cuanto se reduce el riesgo de refinanciamiento esto porque al disponer de recursos, se disminuye la necesidad del Gobierno por tener que colocar en títulos de corto plazo en el mercado local, tema de discusión de las calificadoras de riesgo, las cuales han señalado como una debilidad el limitado acceso al mercado de capitales internacional que tiene Costa Rica, esto como resultado de las restricciones legales dado que se mantiene la demanda por inversión financiera en Costa Rica por parte de inversionistas internacionales. Otra beneficio es que se mejoraría la maduración promedio del portafolio de deuda al optar con emisiones en el exterior de más largo plazo.

Por su parte el riesgo que se podría asociar con el tipo de cambio, se reduce ya que buena parte de los recursos que ingresarán se usarán para hacerle frente a los vencimientos de deuda interna y externa ya existentes, por lo que es de esperar que el efecto del ingreso de estos dólares en la economía para los siguientes años sea neutro.

Tal y como se observa en los siguientes cuadros entre el año 2019 y 2024, los vencimientos de deuda del Gobierno en moneda extranjera suman \$6.346,48 millones similar al monto solicitado para autorizar.

Tabla 2 Eurobonos Vigentes en dólares

Dirección de Crédito Público
Eurobonos Vigentes
En dólares

ISIN	Fecha de Emisión	Monto	Fecha de Vencimiento	Cupón
EC2767126	20/07/2000	250.000.000	01/08/2020	9,995
EJ4500587	16/11/2012	1.000.000.000	16/01/2023	4,250
EJ6505527	23/04/2013	500.000.000	30/04/2025	4,375
ZQ5851725	11/12/2019	1.200.000.000	09/02/2031	6,125
EJ6505675	23/04/2013	500.000.000	30/04/2043	5,625
EK1596197	01/04/2014	1.000.000.000	04/04/2044	7,000
EK7917090	05/03/2015	1.300.000.000	12/03/2045	7,158
		5.750.000.000		

Fuente: Ministerio de Hacienda

Tabla 3 Perfil de Vencimientos Deuda Interna Contratada en dólares

Gobierno Central de Costa Rica
Perfil de Vencimientos Deuda Interna contratada en dólares
Al 31 de Diciembre del 2019
(En Millones de dólares)

Mes	2020	2021	2022	2023	2024
Ene	161,3	0,2	0,2	0,27	0,2
Feb	6,43	150,89	371,84	0,29	459,41
Mar	13,08	0,37	0,2	0,19	0,2
Abr	9,26	0,73	1,28	0,68	0,71
May	273,78	284,99	333,88	16,59	264,4
Jun	5,71	1,24	0,18	0,45	0,21
Jul	2,23	0,23	2,1	1,68	0,21
Ago	0,19	2,48	455,83	358,32	0,21
Sep	0,37	0,22	0,18	0,19	0,21
Oct	5,53	0,69	0,67	1,03	0,7
Nov	225,65	524	1,44	0,3	154,99
Dic	0,82	500,2	26,94	0,2	0,21
Total	704,34	1.466,21	1.194,75	380,19	881,67

Fuente: Ministerio de Hacienda

Como se muestra más adelante, el lograr la incorporación de las emisiones internacionales propicia mayor eficiencia en el financiamiento que se requiere logrando disminuir los riesgos y los costos asociados a estos recursos.

El mantener la estrategia de limitar la posibilidad de financiamiento en mercados internacionales generaría resultados adversos en términos de crecimiento económico, re direccionamiento de la riqueza y minaría la posibilidad de cumplir con las obligaciones contraídas por el Gobierno.

Estructura e instrumentos de financiamiento

En el mercado local se colocan instrumentos de tasa fija, indexada o variable, en moneda nacional en plazos de 3, 5, 7, 15 y 30 años, Unidades de Desarrollo para plazos de 10, 15 y 30 años y en dólares existen plazos de 3, 5, 7, 10, 20 años, luego de las dificultades que se presentaron para colocar en el segundo semestre del 2018, durante todo el 2019 se han normalizado la tendencia de las tasas en el corto plazo, lo que ha generado una reducción de las tasas locales de más de 180 b.p. este cambio de expectativas se presenta luego de la aprobación de la reforma fiscal, y las medidas que se están tomando para consolidar su implementación.

Ante las limitaciones en el ahorro que se ha mencionado en reiteradas ocasiones por diferentes instituciones multilaterales, se incluye dentro de análisis de selección de la estrategia de mediano plazo el uso de las emisiones de títulos valores en el exterior, la limitante de endeudarse en los mercados internacionales (por no disponer todavía de una aprobación legislativa) complica de forma significativa las posibilidades de optimización de las estructuras de portafolios propuestas.

Variables macroeconómicas

Adicional a las características de los recursos que se pueden obtener del mercado, la modelación de las diferentes estrategias debe tomar en cuenta una serie de variables (exógenas al modelo por lo tanto, no se tiene control sobre las mismas) que tienen un impacto directo sobre el desempeño y resultado del portafolio, entre ellas: déficit, inflación, tipo de cambio, y el crecimiento del PIB.

A continuación se presentan los supuestos que se utilizan para el modelo de elección de estrategia, algunos son suministrados por el Banco Central de Costa Rica (BCCR) y otros por la Autoridad Presupuestario.

Tabla 4 Costa Rica: Supuestos Macroeconómicos

	2020	2021	2022	2023	2024
Déficit Primario	-1,28%	-0,76%	-0,07%	0,43%	0,83%
Inflación	3% (± 1 p.p.)	3% (± 1 p.p.)	3% (± 1 p.p.)	3% (± 1 p.p.)	3% (± 1 p.p.)
Tipo de cambio	584,41	597,58	605,84	613,69	623,00
Crecimiento real del PIB	2,50%	2,98%	3,07%	3,16%	3,50%

Fuente: Autoridad Presupuestaria y Dirección de Crédito Público, Ministerio de Hacienda

Por otra parte, las tasas de interés internacionales son una variable que tiene un impacto significativo sobre el riesgo de la cartera que se está administrando, luego de varios años en que se presentaron tasas inusualmente bajas, esto como parte del estímulo para la recuperación de la economía internacional (luego de la crisis del año 2008) se ha presentado una reversión de la tendencia (prácticamente desde finales del 2016) lo que ha impulsado la recuperación de este importante indicador.

Ya en los años 2017-2018, se presentaron varios incrementos de las tasas internacionales, para el cierre del 2019 el rango de tasas de la FED se mantiene entre 1,5%-1,75%, se espera que estas tasas de referencia se mantengan si mayores cambios a lo largo de los siguientes meses, las modificaciones dependerán de diversas variables: desempleo, crecimiento de la economía, inflación, entre otras, se estima que a lo largo del año 2020 se realizarán pocos modificaciones en las tasas, ya que el crecimiento en Estados Unidos ha disminuido como resultado de la política comercial de la administración Trump. Esta expectativa de posible estabilidad de las tasas puede hacer más atractiva la inversión en países emergentes, representando esto un hecho favorable ante la posibilidad de emitir valores externos, incluso la posible propagación del coronavirus incidirá en la demanda por hidrocarburos, comercio internacional y crecimiento del turismo.

Para el año 2019 en Costa Rica, tanto la tasa de política monetaria, tasa libor así como en la tasa básica mostraron una tendencia decreciente, esto como resultado de la aprobación de la Ley de fortalecimiento de las finanzas públicas y la expectativa de emisión en el exterior que ha materializado una disminución de las tasas internas durante todo el 2019.

Sobre el tema de inflación, se mantiene el supuesto presentado por el BCCR en su Programa Macroeconómico 2019-2020 de una inflación que estará en el rango de $(3\pm 1)\%$, que es el mismo que se ha presentado en los últimos años, la inflación presentó un crecimiento interanual a diciembre 2018 de 2,03%, la inflación para el 2019 cerró en 1,5%, ambos datos se encuentran dentro del rango meta. Estos resultados son inferiores a los que se presentó en el 2017 de 2,57%.

Por otra parte, el tipo de cambio nuevamente ha presentado algunas presiones al alza en el 2018, esta volatilidad inició en el mes de agosto, llegando a su punto máximo en el mes de noviembre, para el año 2018 la devaluación acumulada alcanzo casi un 8%, para los primeros meses del año 2019 no ha experimentado mayores presiones alza, esta tendencia se ha fortalecido con la emisión de eurobonos al finalizar el año y las expectativas de mejoras en la implementación de la reforma fiscal, el tipo de cambio cerro cerca de 573 colones por dólar, lo que la limitado la volatilidad.

En cuanto al impacto macroeconómico que pudiera tener el ingreso de recursos en moneda externa al país, cabe señalar que para los años siguientes existen importantes vencimientos de deuda tanto interna como externa que fue contratada en dólares y cuyo pago deberá también realizarse en esa moneda, de forma que los recursos por la emisión de títulos en el exterior, no impactarían de forma importante el tipo de cambio del dólar con respecto al colón.

Evaluación de las Estrategias Alternativas

Para evaluar las distintas estrategias el departamento de Política de Endeudamiento Público y Relación con el Inversionista de la Dirección de Crédito Público, ha desarrollado un modelo que le permite evaluar los costos y los riesgos de las diferentes estrategias propuestas.

Esta modelación toma como base el documento del Banco Mundial y el Fondo Monetario Internacional, Formulación de una estrategia de gestión de la deuda a mediano plazo: Nota de orientación para las autoridades nacionales.

Análisis Costo

El riesgo es medido como el gasto por el pago de los intereses que genera la deuda pública, más el cambio en el valor de la deuda producto de la revalorización de los saldos de deuda indexados a otras variables. Es decir, el costo considera todas las formas de remuneración a los inversionistas como lo son las tasas de interés y las ganancias de capital producto de la indexación a la inflación o a los tipos de cambio, entre otros, durante los próximos 5 años.

No existe un consenso internacional sobre la metodología más adecuada para determinar la medida de costo generado por el endeudamiento público, cada país puede tener su propia metodología. En el caso de Costa Rica, se utilizan dos medidas, el gasto de intereses ajustado por revaloración de los saldos y la deuda como porcentaje del PIB, centrandó los resultados de la modelación en el primero.

Análisis de Riesgo

En el caso del riesgo, siempre está ligado a la idea de volatilidad, nos referimos a la posibilidad de que se presenten situaciones que generen mayores o menores costos de los esperados. Como por ejemplo, un súbito aumento de las tasas de interés o una disminución de las mismas.

Si tomamos en cuenta que el objetivo de la estrategia de deuda es el de: “minimizar en el largo plazo el costo del financiamiento de la deuda pública, teniendo en cuenta niveles prudentes de riesgo”, entendido el riesgo como efectos de eventos que pueden causar, directa o indirectamente, un aumento o disminución en el costo o en el stock de la deuda pública y que puede volverla insolvente. O lo que es lo mismo, la potencial desviación del costo futuro de la deuda con respecto a su nivel esperado. El riesgo se encuentra en función de:

- a) la volatilidad de los factores subyacentes (factores de riesgo)
- b) la exposición del portafolio (grado de sensibilidad)

Supuestos, Shocks e Insumos

Cada una de estas estrategias fue sometida a “shocks” de tasas de interés, (tanto positivos como negativos), de tipo de cambio y de inflación; todo con el fin de cuantificar los posibles riesgos que se pueden presentar en un futuro y evaluar el costo en el que se incurriría si se materializan los shocks estimados.

Los siguientes cuadros resumen los diferentes “shocks” y los principales supuestos utilizados en la elaboración y análisis de las estrategias.

Tabla 5 Supuestos macroeconómicos

Crecimiento del PIB	Tasa de crecimiento real del PIB entre 2,50% y 3,50% para el periodo 2020-2024
Devaluación del Colón	Tasa promedio de devaluación del 1,67% para el periodo 2020-2024

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Tabla 6 Shocks de supuestos macroeconómicos

Shock	
Tasas de Interés Desfavorables	Aumento de 600 puntos base
Tasas de interés Favorables	Disminución de 100 puntos base en las tasas de interés
Tasas de Interés Aumento sostenido	Aumento paulatino de las tasas de interés a lo largo del periodo.
Tipo de Cambio	15% de devaluación por año.
Inflación	15% de tasa de inflación por año.

Fuente: Dirección de Crédito Público, Ministerio de Hacienda.

Uno de los elementos que diferencia el actual análisis de los realizados en años anteriores, es que incorpora los efectos positivos de la implementación de la reforma fiscal y la aprobación de la colocación de parte de las necesidades de financiamiento en los mercados internacionales, parte de esos efectos se exhibirían en la evolución de las tasas de interés, las cuales disminuirán de forma paulatina durante el periodo 2020-2021, ya para los años 2022-2024 se asume que las tasas se mantendrán si mayores modificaciones.

Como elementos adicionales que se desprenden de la aprobación de la reforma fiscal, es que se presenta una mejora en los resultados primarios y por ende una disminución de las necesidades de financiamiento del 2020 al 2024.

Como se señaló anteriormente, para la elaboración de los escenarios también se toman en cuenta supuestos de variables como tasas de interés, tipo de cambio y depreciación de la moneda. En el siguiente cuadro se muestran la evolución de estas variables para el periodo 2020-2024. Debido a la aprobación e implementación de proyectos que posibilitan mayores ingresos, ahorros en los gastos, la aplicación de la regla fiscal, así como colocación de deuda en los mercados internacionales, se presentó una disminución de las tasas de interés, tal y como se muestra en el siguiente cuadro. Además se incorpora una tasa de depreciación de la moneda que a partir del año 2020 no superará en promedio el 2%, lo que está en línea con las expectativas de inflación publicadas por el BCCR.

Tabla 7 Evolución de variables macroeconómicas

	Evolución de Variables				
	2020	2021	2022	2023	2024
Descuento	4,30%	3,30%	3,30%	3,30%	3,30%
Tasas fija 3 años	6,80%	5,80%	5,80%	5,80%	5,80%
Tasas fija 5 años	7,45%	6,45%	6,45%	6,45%	6,45%
Tasas fija 7 años	8,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%
Tasa Básica	7,93%	6,93%	6,93%	6,93%	6,93%
Tasa Fija 1 año	4,20%	3,20%	3,20%	3,20%	3,20%
Tasa Fija 5 años	5,40%	4,40%	4,40%	4,40%	4,40%
Apoyo Presupuestario	5,00%	3,50%	5,00%	5,00%	5,00%
Eurobonos a 10 años	6,12%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%
UDES	4,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%
UDES	4,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%
Tpo de Cambio	584,41	597,58	605,84	613,69	623,00
Devaluación	1,90%	2,25%	1,38%	1,30%	1,52%

Fuente: Dirección de Crédito Público, Ministerio de Hacienda

El colocar parte de las necesidades de financiamiento en los mercados internacionales es pieza angular dentro de la EDMP, ya que disminuye la presión sobre el mercado local de deuda, evitando incremento en las tasas de interés por el efecto (crowding out). La colocación en los mercados internacionales permite incrementar los plazos de colocación y disminuir los costos asociados de la deuda.

En los últimos años se han presentado tasas históricamente bajas en los mercados internacionales, ésta circunstancia no se ha logrado aprovechar por la limitación legal que se ha presentado para emitir en los mercados internacionales, por otra parte, el mercado local las tasas no han presentado la misma tendencia a la baja como consecuencia de los recurrentes déficit primarios, la incertidumbre del mercado y la falta de una reforma fiscal integral. El regresar a los mercados internacionales de forma constante ayuda a mitigar los riesgos asociados a la administración de un portafolio de deuda, la colocación en los mercados internacionales propicia acceder estructuras de portafolio que mejoran los indicadores de riesgo.

Posición actual del Portafolio de Deuda

Como se mencionado el mantener una estructura de colocación adecuada en el corto plazo para las necesidades del gobierno conlleva lograr en el largo plazo una estructura tal que permita mantener los riesgos acotados, mediante una colocación equilibrada, en la actualidad parte de los indicadores de tasas, plazo y moneda se encuentran dentro de los parámetros establecidos como ideales para encontrar una estrategia equilibrada en costo y riesgo.

En la actualidad, el indicador que se separa de los parámetros establecidos y que ha generado preocupación en diversos informes de organismos internacionales es la concentración en dólares, para el caso de Costa Rica se ha establecido que el rango aceptable debe estar entre el 25%-35%, este porcentaje al corte de diciembre 2019 se encuentra en torno al 41%, mientras que los otros indicadores se encuentran dentro de los rangos establecidos, pese a este panorama que puede considerarse como positivo, el desviarse de forma constante en el corto plazo de la estrategia que se considera como ideal puede conducir rápidamente a desviaciones de los indicadores que pueden complicar la gestión de la deuda.

El mantener los parámetros establecidos como adecuados es un trabajo permanente, el gestor de cartera debe minimizar las desviaciones para limitar los costos y riesgos asociados a la moneda, plazo y tasas, la estructura sugerida limita los riesgos asociados al mercado o la volatilidad de variables que se encuentran fuera del control de las autoridades, es relevante mencionar que los rangos establecidos pueden presentar leves cambios como resultado de los cambios en los objetivos del gestor del portafolio o circunstancias propias del mercado.

El no lograr una estructura adecuada de la deuda puede generar presiones sobre el flujo proyectado del servicio de la deuda ante eventos de estrés que deterioren variables como tasas de interés, tipo de cambio y perfil de vencimientos; lo que puede desencadenar en un incremento de la incertidumbre en los agentes económicos que limitan las posibilidades de crecimiento de la economía. A continuación se presenta la estructura de deuda a Diciembre 2019.

Tabla 8 Posición actual de la deuda

Indicador	Composición Diciembre 2019 (porcentaje)	Composición deseable (porcentaje)
Composición por Moneda		
Colones	52,3	55-65
Dólares	41,8	25-35
UDES	5,9	5-15
Composición por Plazo		
Menos de 1 año	7,7	5-10
Entre 1 y 5 años	35,8	35-45
Más de 5 años	56,5	45-55
Composición por Instrumento		
Tasa fija	74,2	65-75
Tasa variable	19,9	15-20
Indexados	5,9	5-15

Fuente: Dirección de Crédito Público, Ministerio de Hacienda

Análisis de Estrategias

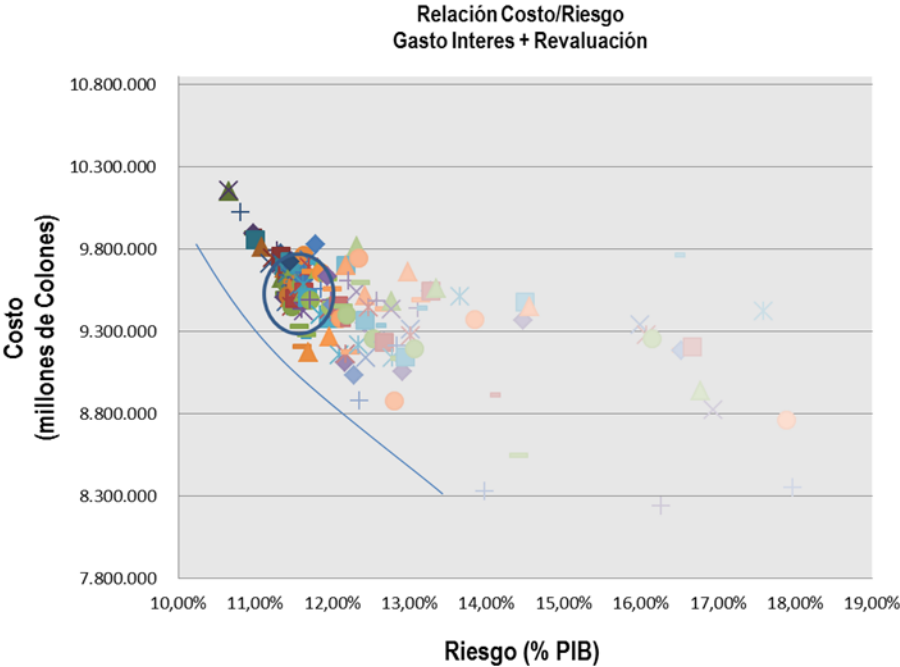
Como se menciona anteriormente, la EDMP es un plan que el Gobierno tiene previsto aplicar a mediano plazo para lograr la composición deseada de deuda del Gobierno, donde se hacen explícitas las preferencias públicas en cuanto a costo y riesgo. Esto lleva a la práctica los objetivos de gestión de deuda de las autoridades nacionales.

A partir de los insumos y supuestos utilizados se realiza el ejercicio de buscar diferentes combinaciones de estrategias para buscar las que más se ajusten a las necesidades y requerimientos que tiene la administración, se pueden mencionar algunos resultados que se consideran deseables dentro de la estructura de colocación de mediano plazo: una preferencia por la moneda local, colocaciones a tasa fija y la colocación a plazos superiores a 5 años como mínimo, cada una de estas características logra mitigar algunos de los riesgos más recurrentes dentro de un portafolio de deuda.

Para la elección de las estrategias, se realizan una serie de simulaciones que permiten tener un panorama amplio de diversas combinaciones de portafolios que se podrían obtener, cada una de ellas

tiene una combinación de costo y riesgo que es la base sobre la que se realiza el análisis y descarte de portafolios. A continuación se muestra el gráfico de surge de implementar muchas simulaciones de diversas estructuras de colocación.

Gráfico 1 Total de Estrategias de Colocación Analizadas



Fuente: Dirección de Crédito Público, Ministerio de Hacienda

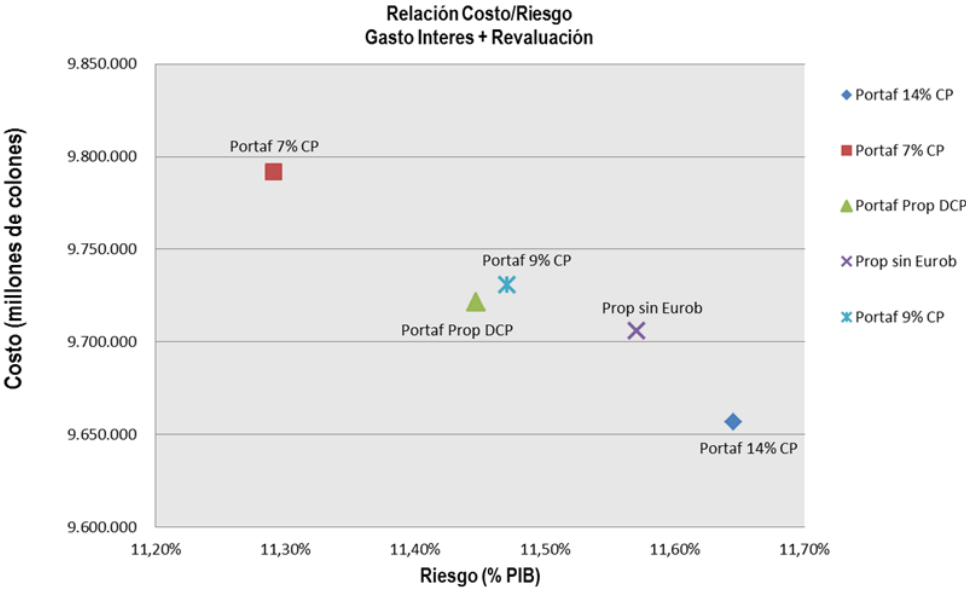
Como se puede observar existe un universo muy variado de opciones o combinaciones de colocación, con algunas de ellas se alcanzarían de forma parcial el objetivo que se persigue, sin embargo, en algunos casos los riesgos asociados a estos portafolios son altos, por ejemplo, una alta concentración en el corto plazo disminuye los costos de pago de intereses, pero aumenta los riesgos de refinanciamiento, otra estrategia de colocación podría concentrarse en moneda extranjera intentando aprovechar las tasas de interés bajas, sin embargo, esta opción generaría importantes riesgos asociados a la volatilidad del tipo de cambio, en general, se debe indicar que la mejor forma de conformar una estrategia de colocación es buscando el equilibrio entre los diversos instrumentos, añadiendo la mayor cantidad de instrumentos posibles y potencializando la diversificación.

Luego de este ejercicio donde se incorpora una cantidad muy amplia de posibles portafolios de deuda, se realiza una selección de las estrategias que presenten los mejores resultados en términos de costo-riesgo, buscando una mayor la diversificación de la cartera, esa diversificación incluye las colocaciones externas, lo que permite mejorar los indicadores de forma significativa, esto se muestra en el siguiente gráfico. Se asume que luego de la aprobación en la Asamblea Legislativa se realizarán colocaciones en los mercados internacionales de hasta US\$ 1.500 en entre los años 2021-2024.

Adicionalmente, se incluyen portafolios que pueden considerarse “no eficientes” en términos de costo-riesgo, el incorporar estas estrategias permite evidenciar de forma clara la relevancia de incorporar

dentro de las diferentes estrategias de colocación un porcentaje en los mercados internacionales, el incluir estos instrumentos genera combinaciones más eficientes de portafolios. Esto se muestra en el gráfico que se muestra a continuación, donde se puede ver claramente que las estrategias con la incorporación de los Eurobonos son las que minimizan los riesgos asociados a su estructura de colocación.

Gráfico 2 Estrategias Seleccionadas



Fuente: Dirección de Crédito Público, Ministerio de Hacienda

El incluir la deuda externa dentro de la estrategia de deuda de mediano plazo, genera importantes beneficios en la administración del portafolio, principalmente porque se genera menos presión sobre el mercado local de deuda, disminuyendo el costo de adquirir recursos, además, permite alargar los plazos de colocación de la deuda lo que es un resultado positivo para el perfil de endeudamiento del gobierno.

Por lo anterior, se ha reiterado que la posibilidad de la participación de Costa Rica en los mercados internacionales de deuda debe ser la norma y no la excepción, se debe mantener abierta la posibilidad de emitir en los mercados internacionales para aprovechar los momentos en las circunstancias son propicias para hacerlo, adicionalmente, se genera un beneficio ligado a la colocación mercado local, ya que el mantener la posibilidad de emitir en mercados internacionales en cualquier momento propicia un efecto persuasivo de no subir de forma especulativa los costos de la deuda local, la colocación en mercados internacionales debe responder a una estrategia general de colocación de deuda que busca mejorar los indicadores de costo y riesgo en el mediano plazo.

Portafolio Prop DCP

Esta estrategia constituye la propuesta de la Dirección de Crédito Público. Esta busca mantener el adecuado balance entre las diferentes opciones que se presentan en el mercado en cuanto a fuentes

de financiamiento, moneda, tasas y plazos, manteniendo al mismo tiempo consistencia con el desarrollo y estructura de nuestro mercado de valores.

Esta composición de cartera muestra una adecuada combinación de costo y riesgo con una importante concentración en títulos denominados en moneda local a diferentes plazos de aproximadamente el 77%. Además, una proporción representativa en títulos a tasa fija del 81% para los años de análisis. Finalmente, se propone realizar mayormente operaciones superiores a 5 años y con ello favorecer la maduración promedio del portafolio.

A continuación la composición de portafolio de deuda deseada:

Tabla 9 Portafolio Propuesta DCP

Instrumento	Plazo	Portaf Prop DCP (Propuesta DCP)				
		2020	2021	2022	2023	2024
Descuento colones	1 año	8%	8%	8%	8%	8%
Tasa fija colones	3 años	13%	13%	13%	13%	13%
Tasa fija colones	5 años	14%	14%	14%	14%	14%
Tasa fija colones	7 años	20%	20%	20%	20%	20%
Tasa Básica	12 años	12%	12%	12%	12%	12%
Descuento dólares	1 año	0%	0%	0%	0%	0%
Tasa fija dólares	5 años	0%	0%	0%	0%	0%
Tasa fija dólares	10 años	6%	6%	6%	6%	6%
Eurobonos	10 años	18%	18%	18%	18%	18%
UDES	10 años	5%	5%	5%	5%	5%
UDES	15 años	5%	5%	5%	5%	5%
TOTAL		100%	100%	100%	100%	100%

Fuente: Dirección de Crédito Público, Ministerio de Hacienda

Este escenario también incorpora colocaciones en instrumentos a un año plazo, esto para buscar el equilibrio dentro del portafolio y aprovechar en alguna medida las tasas bajas que usualmente se concentran en el corto plazo y por tanto, lograr una reducción en el costo del portafolio. Al sumar las colocaciones en colones y dólares a menos de un año, este monto no supera el 8% del total de las necesidades de financiamiento, lo que está acorde a los estándares internacionales² y países similares, por lo tanto, se reduce el riesgo de refinanciamiento.

Con la estrategia propuesta, se logra disminuir los riesgos de tipo de cambio, ya que a diciembre 2018 la participación de deuda contratada en dólares alcanza el 40,8% para disminuir ese indicador, se propone colocar en moneda extranjera, aproximadamente el 24% de las necesidades de financiamiento anuales, porcentaje acorde con los parámetros aceptables de riesgo. Mantener este indicador controlado es una de las recomendaciones que realizó el FMI³.

Adicional al supuesto de colocación de US\$ 6.000 millones de dólares en mercados internacionales para los siguientes 5 años, también se propone realizar colocaciones en el mercado local en moneda extranjera a plazos largos, esto para no limitar al inversionista local la adquisición de títulos denominados en moneda extranjera y con eso mantener la diversificación de las fuentes de financiamiento. Es importante resaltar que la economía costarricense mantiene una alta dolarización lo que justifica que se mantengan emisiones en dólares en el mercado local como fuente de financiamiento.

² Sovereign Borrowing Outlook for OCDE Countries, 2019

³ Preparación de un Reporte de Riesgos Fiscales, FMI Junio 2014.

Esta estrategia 1 con Eurobonos no deja de lado la colocación de deuda con tasas variables o indexadas. A pesar de que durante el 2018-2019 las colocaciones en TUDES fueron prácticamente nulas, principalmente por la baja inflación (lo que no propició el interés de los inversionistas) esta estrategia, aunque en proporciones menores, sí incorpora este instrumento como fuente de financiamiento para los siguientes años, ya que cumple uno de los objetivos propuestos, el alargamiento del perfil de vencimientos. Se espera que ante el incremento de la confianza por parte de los agentes económicos, especialmente los institucionales como lo son fondos de pensión, luego de la reforma fiscal del año 2018 y la colocaciones en los mercados internacionales, una inflación controlada y la disminución de la volatilidad del tipo de cambio, se propicien las colocaciones en este tipo de instrumentos, es necesario mantener este tipo de títulos de deuda en la mente de los inversionistas, es por eso que en la propuesta DCP se mantiene como una opción más dentro de la propuesta de diversificación.

Portafolio 14% CP

Esta estrategia representa una composición de cartera en la cual se mantiene la prioridad de la colocación de títulos en colones, ya que se coloca el 72% en esta moneda, los títulos tasa variable representan casi el 8% de la colocación, este rubro representa una reducción respecto el portafolio propuesto por la DCP, mientras que las colocaciones a corto plazo (cero cupón) alcanzan el 14%. El porcentaje de colocación en el corto plazo se mantiene como el más alto de todas las carteras propuestas, lo que limita la posibilidad de alcanzar el objetivo de colocación de corto plazo, incrementando el riesgo de refinanciamiento. Los demás portafolios de análisis que menos colocaciones mantiene en el corto plazo presentan una porción de 7% y 9% del total de la colocación. Las colocaciones en moneda extranjera representan el restante 28%, lo que incorpora tanto colocaciones en mercado nacional como internacional.

La concentración en moneda local, disminuye los riesgos asociados a la volatilidad del tipo de cambio, pese a esto, en este portafolio se mantiene la colocación de eurobonos y préstamos con organismos internacionales, como una opción para balancear los indicadores de riesgo y costo. La concentración en títulos a más largo plazo se mantiene, los plazos mayores a 7 años tanto en colones como dólares representa el 48% de portafolio, esto incluye la colocación de eurobonos que representa el 18% de la colocación total. Esta combinación de cartera permite una disminución de los costos asociados, pero incrementa los riesgos si se compara con la propuesta DCP.

Al analizar las colocaciones en el corto plazo en ambos portafolios, se nota que el “**Portafolio 14% CP**”, presenta un porcentaje superior de colocaciones a corto plazo, lo que incrementa el riesgo de refinanciamiento.

Otro elemento que es importante destacar en esta estrategia, es que las colocaciones en tasas indexadas se eliminan por completo, lo que disminuye la posibilidad de diversificar el portafolio, además de limitar la posibilidad de incrementar el plazo en el perfil de vencimientos del portafolio.

Tabla 10 Portafolio 14% CP

		Portaf 14% CP				
Instrumento	Plazo	2020	2021	2022	2023	2024
Descuento colones	1 año	14%	14%	14%	14%	14%
Tasa fija colones	3 años	14%	14%	14%	14%	14%
Tasa fija colones	5 años	15%	15%	15%	15%	15%
Tasa fija colones	7 años	20%	20%	20%	20%	20%
Tasa Básica	12 años	8%	8%	8%	8%	8%
Descuento dólares	1 año	0%	0%	0%	0%	0%
Tasa fija dólares	5 años	0%	0%	0%	0%	0%
Tasa fija dólares	10 años	10%	10%	10%	10%	10%
Eurobonos	10 años	18%	18%	18%	18%	18%
UDES	10 años	0%	0%	0%	0%	0%
UDES	15 años	0%	0%	0%	0%	0%
TOTAL		100%	100%	100%	100%	100%

Fuente: Dirección de Crédito Público, Ministerio de Hacienda

Portafolio 7% CP

Esta estrategia representa un portafolio alternativo, donde se sustituye la colocación de eurobonos en los mercados internacionales, por colocaciones en moneda extranjera en el mercado local. El monto que se buscaría colocar en el mercado local sería aproximadamente el 26% de las necesidades, lo que podría generar importantes presiones sobre el tipo de cambio en el mercado doméstico. Adicionalmente, mantiene una concentración de emisiones en colones de aproximadamente el 74%, además, presenta una importante concentración en tasas variables 30%, lo que incrementa el riesgo de tasas de interés a mediano y largo plazo, finalmente, es el portafolio que menor colocación presenta en el corto plazo 7%.

En lo referente a la composición por tasa, esta estrategia plantea una colocación de 70% en tasa fija.

Esta estrategia plantea un cambio importante respecto a la estrategia propuesta por la DCP, ya que realiza una sustitución de fuente de financiamiento para la moneda externa, lo que puede generar presiones sobre variables claves como lo son tipo de cambio y tasas de interés. Este portafolio presenta no solo poca diversificación, además, se concentra en títulos tasa variable lo que incrementa la posibilidad de tener mayores pagos de intereses en el futuro y consecuentemente un mayor endeudamiento.

Tabla 11 Portafolio 7% CP

		Portafolio 7% CP				
Instrumento	Plazo	2020	2021	2022	2023	2024
Descuento colones	1 año	7%	7%	7%	7%	7%
Tasa fija colones	3 años	7%	7%	7%	7%	7%
Tasa fija colones	5 años	0%	0%	0%	0%	0%
Tasa fija colones	7 años	30%	30%	30%	30%	30%
Tasa Básica	12 años	30%	30%	30%	30%	30%
Descuento dólares	1 año	0%	0%	0%	0%	0%
Tasa fija dólares	5 años	0%	0%	0%	0%	0%
Tasa fija dólares	10 años	26%	26%	26%	26%	26%
Eurobonos	10 años	0%	0%	0%	0%	0%
UDES	10 años	0%	0%	0%	0%	0%
UDES	15 años	0%	0%	0%	0%	0%
TOTAL		100%	100%	100%	100%	100%

Fuente: Dirección de Crédito Público, Ministerio de Hacienda

Prop sin Eurob: Esta estrategia nuevamente representa una combinación donde se plantea obtener los recursos necesarios utilizando únicamente el mercado local. Se proyecta la obtención de recursos en dólares que representen el 13% de las necesidades anuales de financiamiento, todo se obtendría

del mercado local y sin la utilización de fuentes externas. Las colocaciones en colones representan cerca del 78% del total y las indexadas representan un 10% de la colocación total, finalmente, mantiene una importante colocación en el corto plazo equivalente al 10%. Por otra parte, la deuda que se coloca a más de 7 años en colones, dólares y UDES alcanza el 49% del total de las necesidades de financiamiento.

Esta estrategia no presenta una estructura equilibrada, ya que deja de lado una mayor colocación de dólares y se concentra en colones, lo que limita la posibilidad de alargar los plazos de colocación y aprovechar las tasas externas que se mantienen históricamente bajas.

Al comparar la **Prop sin Eurob** con el portafolio que propone la DCP se nota un riesgo mayor y un costo muy similar, al igual que en los casos donde se limita la posibilidad de acceder al mercado internacional, este portafolio puede generar presiones sobre el mercado local de deuda especialmente sobre las tasas de interés.

Tabla 12 Prop sin Eurob

Instrumento	Plazo	Prop sin Eurob				
		2020	2021	2022	2023	2024
Descuento colones	1 año	10%	10%	10%	10%	10%
Tasa fija colones	3 años	10%	10%	10%	10%	10%
Tasa fija colones	5 años	20%	20%	20%	20%	20%
Tasa fija colones	7 años	30%	30%	30%	30%	30%
Tasa Básica	12 años	8%	8%	8%	8%	8%
Descuento dólares	1 año	5%	5%	5%	5%	5%
Tasa fija dólares	5 años	7%	7%	7%	7%	7%
Tasa fija dólares	10 años	1%	1%	1%	1%	1%
Eurobonos	10 años	0%	0%	0%	0%	0%
UDES	10 años	5%	5%	5%	5%	5%
UDES	15 años	5%	5%	5%	5%	5%
TOTAL		100%	100%	100%	100%	100%

Fuente: Dirección de Crédito Público, Ministerio de Hacienda

El portafolio **Prop sin Eurob** es uno de los que mantiene menor costo para este ejercicio, pero este resultado está asociado a la concentración en el corto plazo, tanto en moneda local como extranjera, aproximadamente un 15%, por tanto un mayor riesgo de refinanciamiento.

Portafolio 9% CP: Este portafolio presenta una estrategia muy similar a la planteada por la DCP, mantiene una estructura equilibrada en la cual se colocan títulos en moneda extranjera tanto en el mercado local como internacional, mantiene colocación en el corto plazo para aprovechar las tasas bajas que se presentan en esos plazos, y mantiene la posibilidad de colocar títulos indexados.

Esta cartera presenta un leve incremento de los costos y los riesgos al ser comparado con el Portafolio Prop DCP, que es la opción recomendada por la DCP. La estructura de colocación en colones representa un 70%, mientras los dólares alcanzan el 25%, además, coloca 12% en tasas variables y busca aprovechar los plazos cortos de la curva de rendimientos al colocar a un año plazo el 9%. La similitud de las estructuras da como resultado indicadores muy similares que es el objetivo que se perseguía al ser incluida como una opción adicional, la diferencia con la propuesta DCP es la mayor colocación que se presenta en plazos largo de la curva que incrementa levemente el costo y el riesgo.

Tabla 13 Portaf 9% CP

		Portaf 9% CP				
Instrumento	Plazo	2020	2021	2022	2023	2024
Descuento colones	1 año	9%	9%	9%	9%	9%
Tasa fija colones	3 años	13%	13%	13%	13%	13%
Tasa fija colones	5 años	14%	14%	14%	14%	14%
Tasa fija colones	7 años	22%	22%	22%	22%	22%
Tasa Básica	12 años	12%	12%	12%	12%	12%
Descuento dólares	1 año	0%	0%	0%	0%	0%
Tasa fija dólares	5 años	0%	0%	0%	0%	0%
Tasa fija dólares	10 años	7%	7%	7%	7%	7%
Eurobonos	10 años	18%	18%	18%	18%	18%
UDES	10 años	3%	3%	3%	3%	3%
UDES	15 años	3%	3%	3%	3%	3%
TOTAL		100%	100%	100%	100%	100%

Fuente: Dirección de Crédito Público, Ministerio de Hacienda

Del estudio se desprende que las estrategias que incorporan la colocación de recursos en los mercados internacionales son las que mejor desempeño presentan en términos de costo-riesgo y balance en cuanto a su estructura.

Resultados de las Estrategias de Endeudamiento

Las estrategias descritas anteriormente, fueron sometidas a los diferentes “shocks” y los resultados obtenidos se indican en la tabla No.14. Se mantiene como objetivo, el obtener los recursos necesarios minimizando el costo y riesgo asociados. Lo que se busca es lograr un monto y estructurar de deuda equilibrada, de tal manera que se minimice el impacto de eventuales “shocks”, producto de movimientos en variables tanto endógenas como exógenas y que puedan afectar ese portafolio y consecuentemente el presupuesto del gobierno.

El cuadro siguiente muestra los valores del costo y el riesgo en que se incurre para cada una de las estrategias de análisis y con un horizonte a cinco años. Todo esto con la aplicación de los shocks.

*Tabla 14 Cambio en el costo y riesgo generado por el portafolio de deuda
Análisis para los próximos 5 años
(Millones de colones)*

Shocks		Portaf Prop DCP	Portaf 14% CP	Portaf 7% CP	Prop sin Eurob	Portaf 9% CP
Intereses	Intereses	9.721.401	9.656.914	9.791.980	9.705.761	9.730.680
	Tasas	14.387.210	14.141.459	14.147.397	15.620.278	14.364.031
	Tasas 2	9.118.450	9.071.321	9.229.095	8.981.867	9.130.646
Costos	Tasas 3	11.502.187	11.393.689	11.482.812	11.900.440	11.504.187
	Tipo de Cambio	16.901.769	17.226.842	17.123.813	15.885.915	16.998.046
	Inflación	11.023.479	10.383.582	10.520.539	11.028.837	10.779.243
Riesgo	RISK (Stand. Dev.)	2.738.987	2.914.803	2.819.408	2.680.795	2.792.740

Fuente: Dirección de Crédito Público, Ministerio de Hacienda

Enfocándose en el Portafolio Prop DCP, éste genera un cargo por intereses más revaluación de la deuda de ¢9.721 millones acumulados a valor presente en los 5 años de análisis. Este dato es el segundo más bajo que se observa entre los 5 portafolios de estudio. Esta característica se da como el resultado de la adecuada distribución de la cartera que permite mitigar y administrar los riesgos asociados, en donde son protagonistas las colocaciones de deuda en los mercados internacionales, generando una sustitución parcial de dólares con tasas altas en el mercado local por dólares con tasas bajas en el mercado internacional.

En resumen la propuesta DCP es la que en general mejor soporta los diferentes shocks propuestos para sensibilizar los diferentes escenarios. Esta composición de cartera permite que los diferentes shocks no afecten de forma significativa los indicadores al ser comparados con los otros portafolios propuestos, la distribución entre los diferentes instrumentos permite que los efectos de los shocks se diluyan o minimicen. El incremento del tipo de cambio es uno de los shocks que más lo afectan, pero este efecto es similar para todos los portafolios, es un resultado esperado al incrementar la colocación en moneda extranjera.

Si se presenta un incremento en tasas de interés como el descrito como “shock” desfavorable, se tendría un aumento generalizado en el costo de la deuda para todas las estrategias en los próximos 5 años. La Estrategia propuesta DCP sería la cuarta que resistiría el incremento en tasas, ya que alcanzaría un costo de ¢14.387 millones, mientras que la propuesta sin eurobonos se vería mayormente impactada, ya que los intereses se incrementan a ¢15.620 millones, principalmente por su colocación a plazos largos tanto en colones como en dólares particularmente al plazo de 7 años en colones.

Es importante recordar que no solo los movimientos desfavorables cuentan en el análisis de riesgo, sino también aquellos que, aunque favorables, propiciaron una desviación del valor esperado. El riesgo es medido como las variaciones o modificaciones que se presentan sobre un valor esperado, sean estos desfavorables o no.

Existen algunos otros indicadores dentro de los análisis de “shock” que presentan datos que pueden considerarse “mejores”, generando más ahorros por disminución de tasas o tipo de cambio, sin embargo, el objetivo final que se busca con el equilibrio de la estructura propuesta es minimizar el impacto de “shocks” sean estos negativos o positivos. Ante la incertidumbre sobre la evolución de las variables macroeconómicas, no se debe “apostar” o “intuir” que una o varias de ellas van a tener una tendencia que beneficie una estructura de portafolio. El equilibrio y diversificación deben ser las principales características que se busquen dentro de cualquier portafolio y en este caso no es la excepción.

Si se realiza un análisis general de los resultados de la volatilidad de las diferentes estrategias, tomando la desviación estándar como medida de riesgo, nuevamente se llega a la conclusión de que el Portafolio Propuesto DCP, es uno de los mejores que resiste las variaciones de los “shocks” propuestos. El portafolio Propuesto DCP mantiene la segunda menor volatilidad con 2.738 unidades, mientras el portafolio que mayor volatilidad muestra es la estrategia Portaf 14% CP, indicador que se sitúa en 2.914 unidades. La diferencia entre estos dos portafolios radica particularmente por las colocaciones de deuda en moneda extranjera y a corto plazo.

En el caso de la estrategia Portaf 14% CP tiene más riesgo de refinanciamiento y los shocks de tipo de cambio lo afectan más, por lo tanto, su riesgo general es el mayor de los cinco portafolios analizados incluyendo el propuesto por la DCP.

Este ejercicio se replicó para las distintas estrategias de colocación de mediano plazo; asimismo, el análisis expuesto se repite para todos los casos. Es importante considerar que dicho análisis proporciona una identificación de cuales estrategias llevan a posiciones más costosas pero menos riesgosas o viceversa.

Tal y como se muestra en el gráfico No. xx la Estrategia “Propuesta DCP” es la que a lo largo del periodo de estudio, generará una mejor combinación de costo y riesgo. Esto reafirma la posición expresada por la DCP sobre la estructura sugerida para un plazo de 5 años. Esta estrategia debe ser considerada como la guía para lograr el mejor desempeño de la cartera de deuda, ya que acota los riesgos asociados al manejo eficiente y responsable de las necesidades del Gobierno. Si bien es cierto, no siempre se puede cumplir con la estrategia propuesta por características del mercado o los inversionistas, siempre la estrategia propuesta debe ser la guía para el mediano y largo plazo.

Es importante destacar, una vez más, que al utilizar la mayor cantidad de instrumentos posibles dentro de la cartera elegida de colocación normalmente contribuye a disminuir los riesgos asociados a la misma, tal y como lo señala la teoría de diversificación. Esto queda evidenciado al analizar la estructura de las diferentes estrategias, ya que en la mayoría de los casos las que presentaban una mayor diversidad y balance en su conformación, resistían de mejor manera los diferentes “shocks” a los que fueron sometidas.

Es por esta razón, que algunas de las estrategias mostradas resisten de mejor manera los diversos “shocks” a los que fueron sometidos. No solo es relevante la posibilidad de incorporación de colocaciones en el mercado internacional, también se deben aprovechar las tasas bajas que se concentran en la parte corta de la curva, entre otros factores que se deben tomar en cuenta, incluso la colocación de títulos indexados que permite alargar el perfil de vencimientos de la deuda.

Algunas de las estructuras incrementan de forma significativa los gastos de intereses a largo plazo e incrementan la vulnerabilidad de la cartera a movimientos del tipo de cambio, tal y como se mencionaba en el cuadro de “shocks”, un incremento de la depreciación de un 15% dispararía los costos de intereses, riesgos difíciles de acotar sin una adecuada estructura de colocación. El lograr un calce de monedas y plazo sin presionar el tipo de cambio en el mercado doméstico debe ser un objetivo prioritario al buscar el financiamiento.

Perfil de Deuda estimado para las Estrategias

Aunque el análisis anterior constituye una herramienta importante en la cuantificación de los riesgos y costos asumidos al seguir una determinada estrategia de endeudamiento, este se debe complementar con el perfil de deuda que resulte al aplicar una estrategia.

El análisis realizado permite determinar de forma numérica, el impacto que tiene cada portafolio propuesto en el mediano plazo, tomando en cuenta la composición por plazo, moneda y tasas. En muchos casos la mejora de un determinado indicador significa el deterioro de otro, por lo que el ejercicio de la definición de un portafolio que se acerque al óptimo de acuerdo a las necesidades del emisor es complejo y conlleva el realizar una gran cantidad de simulaciones de estructura de colocación en el modelo estadístico. Ante las circunstancias actuales se debe ser prudente en la conformación de las diferentes estrategias de colocación, la incertidumbre en las tasas de interés y la volatilidad del tipo de cambio pueden afectar de forma negativa los portafolios propuestos, por lo que retoma relevancia mantener un equilibrio en la conformación de la colocación para obtener las mejores opciones en cuanto al costo y riesgo de ésta.

Adicionalmente, se debe estar atento a diferentes eventos que pueden afectar de forma significativa la tendencia de mediano plazo de las variables macroeconómicas, por ejemplo, la falta de acuerdos

políticos para lograr mayores acuerdos en lo referente a la transformación del estado, tendientes a lograr mayor eficiencia en el manejo del erario público, modificaciones en las calificaciones de deuda como la acontecida el pasado 12 de febrero, entre otras.

Otro factor que puede desmejorar de forma significativa las variables macroeconómicas, es la lenta aprobación de la autorización para continuar con la colocación de deuda en los mercados internacionales para los siguientes años, esto podría generar presiones adicionales sobre el tipo de cambio, tasas de interés, incrementando su volatilidad en el corto plazo, generando un mayor grado de incertidumbre, incluso por encima de las buenas señales que se generaron a nivel local e internacional luego de la aprobación de la Ley de Fortalecimiento de las Finanzas Públicas.

El siguiente cuadro resume los principales resultados del perfil de deuda que se obtendría al seguir cada una de las estrategias de financiamiento, señaladas anteriormente, durante los próximos 5 años.

Tabla 15 Evolución del perfil de deuda pública para cada estrategia durante los próximos 5 años

	Composición por Moneda			Composición Por Instrumento			Composición Por Plazo		
	Colones	Udes	Dólares	Tasa Fija	Indexada	Tasa Ajustable	≤ 1 año	> 1 ≤ 5 años	> 5 años
Portaf 14% CP									
2019	52,3%	5,9%	41,8%	74,2%	5,9%	19,9%	7,7%	35,8%	56,5%
2020	54,6%	5,3%	40,1%	75,9%	5,3%	18,7%	12,1%	34,3%	53,5%
2021	56,7%	4,9%	38,4%	78,4%	4,9%	16,7%	12,1%	34,8%	53,1%
2022	59,0%	3,5%	37,5%	80,2%	3,5%	16,3%	13,3%	34,8%	51,9%
2023	59,6%	3,2%	37,1%	80,9%	3,2%	15,8%	11,1%	36,3%	52,6%
2024	60,3%	2,2%	37,5%	82,0%	2,2%	15,8%	11,8%	38,1%	50,1%
Portaf 7% CP									
2019	52,3%	5,9%	41,8%	74,2%	5,9%	19,9%	7,7%	35,8%	56,5%
2020	54,9%	5,3%	39,7%	72,7%	5,3%	22,0%	11,1%	30,9%	58,0%
2021	57,6%	4,9%	37,5%	71,8%	4,9%	23,3%	10,7%	27,9%	61,7%
2022	60,5%	3,5%	36,0%	70,7%	3,5%	25,8%	11,1%	26,2%	62,7%
2023	61,8%	3,2%	34,9%	69,0%	3,2%	27,8%	8,5%	26,7%	64,8%
2024	63,3%	2,2%	34,5%	68,3%	2,2%	29,5%	7,7%	29,9%	62,7%
Portaf Prop DCP									
2019	52,3%	5,9%	41,8%	74,2%	5,9%	19,9%	7,7%	35,8%	56,5%
2020	53,9%	6,7%	39,4%	74,0%	6,7%	19,3%	11,2%	34,0%	54,7%
2021	55,5%	7,7%	36,8%	74,5%	7,7%	17,8%	10,9%	33,9%	55,2%
2022	57,4%	7,6%	35,0%	74,6%	7,6%	17,9%	12,0%	33,4%	54,6%
2023	57,6%	8,6%	33,8%	73,7%	8,6%	17,8%	9,6%	34,4%	56,0%
2024	58,2%	8,5%	33,3%	73,5%	8,5%	18,0%	10,3%	35,7%	53,9%
Prop sin Eurob									
2019	52,3%	5,9%	41,8%	74,2%	5,9%	19,9%	7,7%	35,8%	56,5%
2020	55,5%	6,7%	37,8%	74,6%	6,7%	18,7%	12,3%	35,5%	52,2%
2021	59,3%	7,8%	32,9%	75,6%	7,8%	16,6%	12,3%	37,2%	50,5%
2022	63,2%	7,8%	29,1%	76,0%	7,8%	16,3%	13,1%	40,1%	46,8%
2023	65,4%	8,8%	25,8%	75,5%	8,8%	15,7%	10,6%	44,5%	44,9%
2024	67,5%	8,8%	23,7%	75,5%	8,8%	15,6%	12,6%	47,9%	39,8%
Portaf 9% CP									
2019	52,3%	5,9%	41,8%	74,2%	5,9%	19,9%	7,7%	35,8%	56,5%
2020	54,4%	6,1%	39,5%	74,6%	6,1%	19,3%	11,4%	34,0%	54,6%
2021	56,4%	6,5%	37,1%	75,7%	6,5%	17,8%	11,1%	33,9%	55,0%
2022	58,7%	5,8%	35,5%	76,3%	5,8%	17,9%	12,2%	33,7%	54,1%
2023	59,3%	6,2%	34,5%	76,0%	6,2%	17,8%	9,8%	35,0%	55,2%
2024	60,1%	5,7%	34,2%	76,2%	5,7%	18,1%	10,5%	36,7%	52,7%

Fuente: Dirección de Crédito Público, Ministerio de Hacienda

Composición por Moneda

El primer indicador que se analiza es la composición por moneda, este permite analizar el riesgo de tipo de cambio sobre la estructura de cada portafolio.

Al analizar la colocación en colones se muestra un incremento de la moneda local en todos los portafolios propuestos, lo cual es un resultado deseado, sin embargo, algunos de los portafolios para alcanzar este resultado presentan importantes disminuciones en los otros dos indicadores (dólares y UDES), los cuales se desvían de los parámetros indicados como ideales en la Política de Estrategia de Mediano Plazo, por ejemplo, algunos portafolios para lograr incrementar su participación en colones disminuyen la colocación en UDES, llevando este indicador lejos de lo que se considera recomendable.

Como se muestra en el cuadro anterior, el **Portafolio Prop DCP**, presenta una composición en moneda extranjera que pasa del 41,8% en el 2019 al 33,3% en el 2024, estructura que permite en el tiempo reducir esa composición y por tanto reducir el riesgo cambiario.

La colocación en moneda local pasa de 52,3% en el año 2019 a 58,2% para el año 2024, este resultado es muy relevante si se toma en cuenta que a diferencia de años anteriores, se incorpora dentro de la estrategia el acceso a los mercados internacionales.

Composición por instrumentos

Al analizar la conformación del **Portafolio Prop DCP** por instrumentos, al cabo de 5 años se denota un leve retroceso en títulos tasa fija, pasando de 74,2% en el 2019 a 73,5% para el año 2024, este es un resultado que de alguna manera muestra estabilidad en el portafolio, si se analiza la redistribución del portafolio hacia títulos indexados que son de largo plazo y permiten mejorar el perfil de vencimientos, estos instrumentos se incrementan hasta llegar a 8,5% en el año 2024. Este resultado dependerá de la confianza que tengan los inversionistas institucionales especialmente las operadoras de pensiones que deben realizar inversiones con horizontes largos, y esto permitiría el alargamiento del perfil de vencimientos.

El posicionarse en tasas fijas es un resultado deseable, reduce el riesgo de tasa y permite establecer de forma más certera los costos asociados al pago de los intereses, en la actualidad, ya se cuenta con un monto significativo del stock de deuda a tasa fija, sin embargo, no se debe bajar la guardia y en la medida de lo posible se debe propiciar su incremento.

Finalmente, al analizar la evolución de las tasas variables se nota una mejora en este indicador, ya que pasa de 19,9% a 18,0% para el periodo de estudio, este resultado muestra un cambio positivo y relevante respecto a los datos mostrados en años anteriores, para años anteriores el monto de cierre del año base se encontraba por arriba del 20%, situación que para el año 2019 y los siguientes no se da.

Lograr disminuir la participación de deuda con tasas variables del total de la deuda es un resultado siempre deseable, ya que limita los riesgos de un portafolio ante subidas inesperadas de tasas de interés, ya sea en el mercado local o internacional, además, permite tener más certeza sobre los flujos de caja que se requieren para hacerle frente a las obligaciones que se han contraído.

Composición por plazos de colocación

El Portafolio Prop DCP presenta una evolución creciente en la composición de deuda de corto plazo, inicia en el 7,7% en el 2019 y finaliza en el 2024 en 10,3%, si bien es cierto este resultado no es del todo positivo al ser comparado con los portafolios, se presenta como uno de los mejores. Algunos portafolios para el año 2024 sitúan este indicador cerca del 12%, lo que está fuera del rango deseado y representan un mayor riesgo de refinanciamiento. Este resultado puede presentar variaciones positivas al generarse canjes que disminuyan los pagos de deuda en el corto plazo.

Es relevante mencionar la importancia de colocar deuda en los mercados internacionales de forma constante, ya que permite incrementar los plazos de colocación y reducir las colocaciones en el corto plazo, limitando las presiones sobre el mercado local. Si bien las emisiones de corto plazo podrían representar un mayor riesgo de refinanciamiento, no se puede renunciar a la posibilidad de obtener recursos frescos a costos más bajos, es prudente buscar el equilibrio del portafolio, incluyendo una diversidad de instrumentos a diversos plazos.

En lo referente a la colocación de largo plazo (más de 5 años) no todas las estrategias propuestas presentan una tendencia al alza, la propuesta realizada por la DCP presenta una leve disminución pasando de 56,5% en el 2019 a 53,9% en el 2024, (indicador superado únicamente por la estrategia PORTAF 7%CP).

Estructura del mercado primario y secundario

Independientemente de la estrategia y composición deseable del portafolio, el Ministerio de Hacienda debe mantener una participación ordenada y estructurada en el mercado de forma tal que permita obtener los mayores beneficios de su condición de emisor soberano, para lo cual debe continuar con los esfuerzos de estructuración del mercado primario y secundario en mejora de gestión de deuda. Algunos de ellos se detallan a continuación:

- A pesar de que se utilizan series benchmark en la oferta en mercado primario se deben continuar con los esfuerzos para reducir el número de series en circulación.
- Disminuir la cantidad de bonos de las colocaciones en mercado primario subastando un único bono de referencia en colones y en dólares cada semana, rotando los vencimientos a lo largo del mes para distribuir mejor el riesgo.
- Priorizar las colocaciones competitivas para evitar el acceso recurrente a operaciones directas.
- Concentrar el mercado primario en una sola plataforma de negociación, dado que a partir del segundo semestre del 2019 se utilizan SIOPEL y SINPE para subastar los títulos.
- En coordinación con la Bolsa Nacional de Valores de Costa Rica (BNV) y la Superintendencia General de Valores (SUGEVAL), Hacienda debe crear las condiciones necesarias que permitan la participación de entidades financieras tanto en el mercado primario y secundario, las cuales cooperarán en la difusión interna y externa de la deuda del Gobierno y se comprometerán a mantener posiciones de compra y venta de los valores de deuda del Gobierno Central que realice el Ministerio de Hacienda. Esto pretenderá proporcionar liquidez en el mercado secundario, generando referencia de precios consistentes y continuos que fomenten la adecuada asignación y consolidación de las fuentes de financiamiento en el mercado primario.

Con este fin durante el 2019, se creó un equipo de trabajo que reúne a los emisores soberanos, supervisores y actores del mercado para incentivar las mejores prácticas en el mercado de valores, además, se cuenta con una agenda de trabajo de mediano plazo para continuar la implementación de las recomendaciones de organismos internacionales, entre los que destacan la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE), Fondo Monetario Internacional (FMI) y Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento (BIRF-Banco Mundial).

Análisis de las estrategias con las autoridades

Las 5 estrategias analizadas anteriormente son las que a criterio del personal técnico a cargo del ejercicio presentan una diversidad de escenarios que permiten tener un panorama del efecto de diversas estrategias de colocación para un periodo de 5 años. Algunas de ellas logran de mejor

manera cumplir con el objetivo propuesto: disminuir los costos del endeudamiento público con un nivel de riesgo prudente.

Luego de analizar las diferentes estrategias, la Propuesta DCP es la que se considera con más posibilidades de disminuir el costo y riesgo asociado. Pero estas estrategias tienen que ser examinadas por las autoridades del Ministerio de Hacienda quienes deben determinar si las mismas están de acuerdo con los planes y objetivos del Gobierno y si no distorsionan los objetivos de la autoridad monetaria.

La siguiente tabla muestra una serie de rangos por moneda, instrumento, plazo y tasas que sirven de guía para la colocación de la deuda, estas proporciones se presentan luego de analizar diferentes combinaciones de colocación de deuda tanto en el mercado local como internacional, se ha determinado que estos valores minimizan los riesgos asociados al portafolio de deuda y ayudan a cumplir los objetivos propuestos.

Tabla 16 Distribución por Instrumento

Instrumento	Estrategia	Rangos Estrategia
TP Colones	46%	(+/- 7%)
TUDES	10%	(+/- 1%)
TPTBA	12%	(+/- 2%)
TP0	8%	(+/- 1%)
EUROBONOS	18%	0
TP\$	6%	(+/- 1%)
Total	100%	

Fuente: Dirección de Crédito Público, Ministerio de Hacienda

Tabla 17 Distribución por plazo

Estructura de Colocación de Estrategia de Mediano Plazo		
Instrumento	Plazo	Porcentaje de colocación
Cero cupón		8.0%
TP Colones	3 años	13.0%
	5 años	13.0%
	Mayor a 5 años	20.0%
Variable	Mayor a 12 años	12.0%
Dólares	1 año	0.0%
	5 años	0.0%
	10 años	6.0%
Eurobonos	10 años	18.0%
UDES	5 años	5.0%
	10 años	5.0%
Total		100%

Fuente: Dirección de Crédito Público, Ministerio de Hacienda

Una vez que se ha llegado a un acuerdo sobre la selección de la Estrategia de colocación de deuda en mercado doméstico y/o mercado internacional de mediano plazo, esta se debe dar a conocer mediante la publicación de un documento formal para su acatamiento. Por lo tanto, los planes anuales de endeudamiento deben ser coherentes con la misma y se deberá dar seguimiento a su realización, determinación y justificación de desviaciones.

Se debe tener presente que la guía que proporciona una estrategia de mediano plazo, no significa que todos los años se cumpla y lo normal es más bien que se presenten desviaciones producto de las condiciones del mercado cuando esta circunstancia se presente se debe explicar, la coyuntura financiera o los cambios en preferencias de los inversionistas, pero en el mediano plazo se debe tender a cumplir la estrategia propuesta o buscar los mecanismos de administración de la deuda que permita reorientar el portafolio hacia el objetivo propuesto.

Composición deseable del portafolio con la estrategia propuesta

Otro de los elementos relevantes y que se debe incorporar en el análisis es la composición deseable del portafolio que se obtiene a lo largo de la aplicación de una estrategia de deuda determinada, y tiene como referencia algunos estudios realizados por organismos internacionales⁴. Como resultado del análisis de estrategias, en el siguiente cuadro se observa la composición del portafolio de deuda

⁴ Staff Guide note for public debt sustainability in market-access countries. 2013 FMI. Sovereign Borrowing Outlook for OCDE 2019. OCDE

al cierre Diciembre 2019 en comparación con la composición de deuda que se alcanzaría al cabo de 5 años de aplicar la propuesta de estrategia de colocación recomendada por la DCP.

Tabla 18 Composición actual del portafolio y composición propuesta de largo plazo

Indicador	Composición Diciembre 2019 (porcentaje)	Composición deseable (porcentaje)
Composición por Moneda		
Colones	52,3	55-65
Dólares	41,8	25-35
UDES	5,9	5-15
Composición por Plazo		
Menos de 1 año	7,7	5-10
Entre 1 y 5 años	35,8	35-45
Más de 5 años	56,5	45-55
Composición por Instrumento		
Tasa fija	74,2	65-75
Tasa variable	19,9	15-20
Indexados	5,9	5-15

Fuente: Dirección de Crédito Público, Ministerio de Hacienda

Si bien es cierto no existen recetas para determinar que una determinada estrategia es ideal y su consecución depende de los objetivos de cada gestor y las posibilidades de que le brinde el mercado para lograrlo, si se pueden establecer algunos parámetros generales que se deben cumplir para lograr la estabilidad en el mediano plazo: mantener un portafolio equilibrado, mayoritariamente en tasas fijas y largo plazo, son requisitos que todos los gestores de deuda pública deben perseguir.

Los rangos establecidos como benchmark surgen como resultado del análisis del mercado de deuda local e internacional y las características de la economía costarricense, la limitación de colocaciones a largo plazo en el mercado doméstico y la dolarización propician una mayor colocación en dólares especialmente en el mercado internacional, lo que se refleja en los rangos propuestos, esto posibilita acceder a mayores plazos y costos más bajos, lo que mejora la gestión del portafolio de deuda.

Esta forma de visualizar los objetivos en el mediano y largo plazo, permite una mayor claridad para la toma de decisiones y 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 EDMP. Es importante resaltar que estos indicadores sobre la composición de la deuda estarán siendo incorporados en el Plan Estratégico Institucional del Ministerio de Hacienda, lo que refleja el compromiso Ministerial de seguir una estrategia que de balance al costo y riesgo asumido en el portafolio de deuda.

Estrategia de gestión de la deuda para contribuir al desarrollo del mercado secundario de deuda pública

1. Mantener en el mediano y largo plazo la deuda pública en niveles sostenibles. En acatamiento a lo dispuesto en la Política de endeudamiento aprobada, el Gobierno debe buscar mecanismos para reducir las necesidades de financiamiento y con ello los niveles de endeudamiento. Esto le permite márgenes de maniobra para gestionar la deuda y contribuir al desarrollo del mercado secundario de deuda pública.

Con la aprobación e implementación de la Ley de Fortalecimiento de las Finanzas Públicas, a finales del 2018, se espera que las necesidades de financiamiento se reduzcan, además los mercados locales han empezado a normalizarse, y eso le ha permitido al gobierno conseguir financiamiento a mayores plazos y canjear parte de la deuda con vencimiento en el corto plazo por vencimientos más largos. Por otra parte, el Gobierno gestiona créditos con organismos internacionales a fin de que las necesidades de financiamiento no presionen el mercado local y continuar con la reducción de las tasas de interés.

Ha planteado además, ante la Asamblea Legislativa el proyecto de ley para emitir bonos internacionales por un monto de US\$ 6.000 millones, a colocar en un plazo de 5 años, evento que contribuye a reducir costos de financiamiento, reducir las tasas de interés locales y alargar el plazo de vencimiento del portafolio de deuda. Ya se ha aprobado la opción de colocar en mercados internacionales US\$ 1.500 millones en los próximos meses.

2. Adoptar acciones tendientes a mejorar el mercado primario y consecuentemente desarrollar el mercado secundario.

Para contribuir al desarrollo del mercado secundario de deuda pública costarricense, se deben implementar primeramente las siguientes acciones en el mercado primario:

Limitar las colocaciones directas y sustituirlas por subastas competitivas. Esto permite una mejor formación de precios de los títulos valores del Gobierno.

Diseñar un calendario de vencimientos de deuda que evite concentraciones de pago y sea parejo en el tiempo.

Evitar la competencia entre instrumentos que pueden ser sustitutos para los inversores con el fin de mejorar el precio (menor costo) de las subastas.

Realizar colocaciones de primario mucho más espaciadas y respetando los benchmark elegidos. También contribuye a generar mejores precios indicativos al mercado, mejorando el mercado secundario y la bursatilidad de los títulos, se debe hacer un estudio de las limitaciones que se imponen a ciertos participantes en el mercado primario, ya que esto limita a posibilidad de acceder a mayores recursos.

Alinear las subastas y los títulos que se ofrecen conforme a la estrategia de deuda de mediano plazo, presentada como Estrategia de colocación de deuda en mercado doméstico y/o mercado internacional de mediano plazo. Esto dará señales claras a los inversionistas de los instrumentos a los que puede

acceder en el mercado primario, lo que permitirá en el mediano plazo ordenar los benchmark y generará mejor información para el mercado secundario, permitiendo con esto una mayor actividad.

Las subastas de deuda pública y su calendario deben formularse a partir de la Estrategia de colocación de deuda en mercado doméstico y/o mercado internacional de mediano plazo y no como respuesta a las urgencias de caja de corto plazo.

Definir el objetivo general de los canjes y las subastas inversas. Estos mecanismos deben manejarse como la excepción y no la regla dentro de la gestión de la deuda, deben formar parte de la Estrategia de colocación de deuda en mercado doméstico y/o mercado internacional de mediano plazo. Reducir la frecuencia de los canjes permite aumentar la participación en las subastas y en el mercado secundario con la consiguiente disminución de la tasa de interés pagada por el gobierno.

Evitar concentraciones de re-pagos de capital lo que exacerba el riesgo de roll over y en caso de la deuda en moneda extranjera, el riesgo cambiario.

Disponer como parte de la Estrategia de colocación de deuda en el mercado doméstico y/o internacional, la autorización por parte de la Asamblea Legislativa, para que el Poder Ejecutivo realice emisiones de títulos internacionales cuando representen beneficios al Gobierno, sin necesidad de acudir a la autorización de emisión recurrentemente.

Transparentar al mercado de valores la estrategia de deuda anual del Gobierno Central, acorde a la Estrategia de colocación de deuda en mercado doméstico y/o mercado internacional. Adecuar las condiciones para fomentar la participación de inversionistas internacionales en el mercado local de deuda.

Implementar el mecanismo para disponer de fondos suficientes para cubrir al menos con seis meses del servicio de la deuda del Gobierno Central.

Para que el Gobierno disponga de fondos suficientes para atender el servicio de deuda de los siguientes seis meses, es importante coordinar las funciones de caja con las funciones de deuda, interacción asociada a la implementación de la Estrategia de colocación de deuda en mercado doméstico y/o mercado internacional de mediano plazo, especialmente en lo relativo a las emisiones de títulos de corto plazo.

Separar el manejo de caja que corresponde a la Tesorería Nacional de la Gestión integral de la deuda, la cual debe operar dentro de un marco de estrategia de deuda mediano plazo. Las operaciones de fondeo realizadas por la Tesorería Nacional deben ser parte integral de la Política de Endeudamiento y no obedecer únicamente a las necesidades de caja de corto plazo.

Quitarle volatilidad a la evaluación del portafolio de los fondos de pensión y así aumentar la demanda de los operadores de pensión de los títulos de largo plazo emitidos por el gobierno. Es conveniente gestionar cambios en la valuación de portafolios de los fondos de pensión para autorizar que los activos adquiridos, y mantenidos hasta el vencimiento, no se valúen a precios de mercado.

Unificación de las funciones de manejo de la deuda o fortalecimiento de las actividades de coordinación entre la gestión de caja y la gestión de deuda a fin de que se implemente la Estrategia de colocación de deuda en mercado doméstico y/o mercado internacional de mediano plazo.

Conclusión

Como se mencionó en párrafos anteriores, la elección de un portafolio de deuda ideal no es un ejercicio trivial y debe mantenerse en constante evaluación ante las variaciones que se pueden presentar en el mercado. Luego de realizar un análisis de diferentes estrategias se recomienda una opción en la cual se presenta un balance entre las diferentes opciones de instrumentos, siendo la posibilidad de emitir en el mercado internacional una de las características principales dentro del portafolio, este portafolio de corto plazo es el que permite en el mediano plazo acercarse a los valores que se han definido como ideales y que minimizan los riesgos asociados a la administración de la deuda del gobierno.

Es importante reiterar, que se pueden presentar desviaciones de la estrategia considerada ideal en el corto plazo (es lo usual) estas variaciones deben considerarse como temporales y generalmente se pueden asociar a circunstancias puntuales del mercado, por lo tanto, el objetivo de colocación de la deuda siguiendo la estrategia ideal se debe mantener sin modificaciones en el mediano plazo.

El portafolio seleccionado para realizar las colocaciones de deuda es el siguiente:

Estructura de Colocación de Estrategia de Mediano Plazo		
Instrumento	Plazo	Porcentaje de colocación
Cero cupón		8.0%
TP Colones	3 años	13.0%
	5 años	13.0%
	Mayor a 5 años	20.0%
Variable	Mayor a 12 años	12.0%
Dólares	1 año	0.0%
	5 años	0.0%
	10 años	6.0%
Eurobonos	10 años	18.0%
UDES	5 años	5.0%
	10 años	5.0%
Total		100%

Formulación de una estrategia de gestión de la deuda a mediano plazo: Nota de orientación para las autoridades nacionales.

En el mismo se describe el marco necesario para formular una EDMP integral y los pasos a seguir para disponer de una herramienta que puede utilizarse para realizar el análisis de costos y riesgos del portafolio de deuda del Gobierno.

Paso 1. Identificar los objetivos de la gestión de la deuda pública y el alcance de la EDMP.

Objetivo: Identificar los principales objetivos de la gestión de la deuda pública y definir el alcance de la EDMP.

Debe identificarse los objetivos y el alcance de la gestión de la deuda pública, que determinan eficazmente las tareas y responsabilidades del gestor de la deuda, así como la amplitud de la EDMP. Habitualmente, los objetivos de gestión de la deuda pertinentes se enmarcan en la actividad de garantizar que se satisfagan las necesidades financieras y se cumplan las obligaciones de pago del Gobierno oportunamente, al menor costo posible y con un nivel prudente de riesgo. Otro objetivo pero esta vez secundario puede ser respaldar el desarrollo del mercado de deuda pública.

Una condición para la preparación y aplicación de una EDMP apropiada es definir claramente el alcance de la estrategia. Como mínimo, esta debería incluir el total de la deuda directa del Gobierno central (interna y externa).

Resultado:

- Descripción de los objetivos generales de la gestión de la deuda.
- Descripción del alcance de la EDMP.

Paso 2. Identificar la actual estrategia de gestión de la deuda y analizar los costos y riesgos de la deuda existente.

Objetivo: Identificar la actual estrategia de gestión de la deuda, la deuda pendiente y su composición; calcular los costos básicos y los indicadores de riesgos del mercado.

Identificar la actual estrategia de gestión de la deuda ayuda a constituir una base para evaluar estrategias alternativas. Para la formulación de una EDMP es fundamental tener una sólida comprensión de la estructura y los riesgos del saldo de deuda pendiente. El gestor de deuda deberá reunir los datos sobre la cartera de deuda, los datos deberían incluir el monto total de la deuda, un desglose por moneda, tipo de acreedor, tipo de instrumento (es decir, fijo, flotante o indexado; con un solo pago o con amortización). La salida de información deberá ser sencilla para establecer el servicio de la deuda y el perfil de vencimientos de la deuda, y que se pueda evaluar los impactos de posibles variaciones en los supuestos analizados.

El gestor de la deuda debería analizar el saldo de deuda considerando los indicadores de costos y riesgos. Para esto es necesario que tenga una clara definición de costos y riesgos. Aunque pueda parecer trivial, en la práctica, esta cuestión trae dificultades a los gestores de la deuda. Es importante que el gestor sea claro con los objetivos de la gestión de la deuda y el marco temporal al que corresponden.

Resultado:

- Información detallada sobre la deuda pendiente.
- Perfil del servicio de la deuda pendiente.
- Descripción de los principales riesgos de la cartera.

Paso 3. Identificar y analizar las posibles fuentes de financiamiento, incluidos sus costos y características de riesgo.

Objetivo: Identificar las posibles fuentes de financiamiento, sus características financieras, montos disponibles y conveniencia de uso.

El gestor de la deuda debería determinar las características de todos los instrumentos de financiamiento existentes y evaluar sus costos y riesgos relativos, además, identificar las características básicas de la deuda pendiente que influye en el costo y los riesgos analizados.

Se debe analizar si la utilización de ciertos instrumentos (como el financiamiento en los mercados internacionales de capital) implicaría otros costos indirectos para llevar a cabo una emisión exitosa o por el contrario, la incorporación de ciertos instrumentos generan ahorros para la gestión de la deuda. Esta labor de identificación de características contribuirá a encontrar el equilibrio adecuado entre costo y riesgos. El gestor de la deuda debería evaluar, dada la información sobre las posibles fuentes de financiamiento, si existen limitaciones con respecto a la cantidad que se podría solicitar de dichas fuentes en el futuro o si existen condiciones que podrían hacer modificar su disponibilidad.

La administración de una cartera de deuda pública debería considerar los posibles instrumentos de financiamiento nuevos que podrían presentarse durante el período de la EDMP (por ejemplo, acceso a los mercados internacionales de capital, deuda minorista y plazos más prolongados).

Resultado:

- Una evaluación de las características, incluidos los costos y riesgos, de todos los instrumentos de financiamiento disponibles y potenciales, y cómo podrían mitigar los riesgos de la cartera señalados anteriormente.
- Una identificación de las limitaciones, especialmente respecto al tamaño de la emisión, relacionadas con la determinación de la EDMP.
- Una identificación de los pasos necesarios para mejorar el acceso a estos instrumentos o sus condiciones.

Paso 4. Identificar riesgos y proyecciones de referencia en las principales esferas de política: fiscal, monetaria, externa y de mercado.

Objetivo: Identificar las proyecciones de referencia para las principales variables fiscales, monetarias y de política exterior, así como las tasas de mercado, los principales riesgos para estas proyecciones, y las limitaciones y repercusiones pertinentes para la formulación de la EDMP.

El administrador de deuda debe comprender el marco macroeconómico del cual se formulará la EDMP y como se interrelacionan con la gestión de deuda. En especial, este paso requerirá interacción con las autoridades encargadas de las políticas fiscales y monetarias.

Se debe tener claridad sobre el contexto de la política fiscal, el gestor debe saber la tendencia general del saldo primario y las condiciones subyacentes en el mismo, sin dejar de lado la política monetaria y los factores externos, en términos más generales, debe comprenderse cabalmente la función de las políticas de gestión de la deuda para reforzar u obstaculizar estas políticas, y esto puede requerir coordinación.

Otros factores que deben tomarse en cuenta como una proyección de referencia para las curvas de rendimiento pertinentes, y cualquier otro *factor de mercado* que corresponda, que prevalecerá a lo largo del marco temporal de planificación y permitirá determinar el supuesto costo de contraer nueva deuda o renovar la existente. En términos más amplios, un conocimiento general del sector financiero y las políticas normativas o tributarias será útil para evaluar los posibles acontecimientos que podrían tener repercusiones en el entorno del mercado para la emisión de la deuda.

Resultado:

- Proyecciones de referencia para las principales variables fiscales, de política monetaria, externas y de mercado.
- Un conjunto claro e integral de situaciones de riesgo específicas del país que se pondrán a prueba.

Paso 5. Examinar los factores estructurales a largo plazo más importantes.

Objetivo: Examinar los factores estructurales que pueden influir en la dirección deseada de la composición de la deuda a largo plazo

El gestor de la deuda debería identificar, en consulta con los encargados de formular políticas económicas, las características estructurales a largo plazo de la economía que pueden influir en la composición deseada de la deuda. Estos factores pueden tener una influencia significativa en la composición de la deuda de largo plazo, por ejemplo, la devaluación a largo plazo puede ser un determinante de la preferencia actual por deuda denominada en otra moneda, lo mismo sucede con las tasas de interés locales o internacionales.

La comprensión en que los encargados de formular la política económica serán claves para la adecuada gestión de la deuda pública, la tendencia de estos factores en el tiempo ayudará a orientar a los gestores de la deuda para elegir las estrategias en las que se deberían centrar.

Resultado:

- Articulación de los factores estructurales a largo plazo que se deberían tener en cuenta en la EDMP.

Paso 6. Evaluar y ordenar estrategias alternativas de gestión de la deuda a partir de las decisiones sobre costos y riesgos.

Objetivo: Identificar y analizar las posibles estrategias de gestión de la deuda, evaluar su desempeño y preseleccionar un número reducido de estrategias.

Para establecer la EDMP que mejor se ajuste a los objetivos trazados por la administración, el gestor deberá evaluar el desempeño (cuantitativo y cualitativo) de varias estrategias alternativas desde la perspectiva de costos y riesgos, para realizar este ejercicio debe evaluar las limitaciones y las hipótesis futuras del saldo primario y las tasas de mercado determinadas previamente.

El gestor de la deuda solo necesita analizar en detalle un pequeño conjunto de estrategias, inicialmente se puede considerar la actual estructura de gestión de deuda, se pueden identificar composiciones y estrategias de deuda que acoten las vulnerabilidades que se han identificado, también se pueden considerar las estrategias que respalden el desarrollo del mercado doméstico de deuda pública.

Una vez que el gestor de la deuda haya evaluado el desempeño de las principales estrategias pertinentes, se deberían resumir los resultados básicos (es decir, en forma tabular o de gráfico) y se debería identificar un pequeño número de estrategias posibles, las cuales se presentarán y discutirán con otras autoridades encargadas de políticas.

Resultado:

- Una lista de pocas estrategias factibles en términos de costos y riesgos.

Paso 7. Analizar las repercusiones de las estrategias de gestión de la deuda preseleccionadas con las autoridades encargadas de las políticas fiscal y monetaria, y para las condiciones de mercado.

Objetivo: Garantizar la transmisión de los comentarios pertinentes sobre las estrategias identificadas a las autoridades encargadas de las políticas fiscal y monetaria. Examinar las posibles repercusiones de las estrategias en el mercado de deuda.

Las estrategias preseleccionadas, y las consecuencias asociadas de costos y riesgos, deberían examinarse con las autoridades encargadas de la política fiscal, y se deberían evaluar las repercusiones en la sostenibilidad de la deuda.

En caso de que la sostenibilidad de la deuda externa parezca estar en riesgo, o que las estrategias de financiamiento creen o contribuyan al riesgo de liquidez excesiva, deben considerarse las repercusiones en el régimen de tipo de cambio. El resultado de tales discusiones también puede afectar la elección de la estrategia, o podría instar al gestor de la deuda a identificar una estrategia alternativa.

Resultado:

- Una evaluación clara para determinar si las estrategias preseleccionadas son coherentes con las políticas fiscales y monetarias, que mantienen la sostenibilidad de la deuda y están en consonancia con los planes de desarrollo del mercado de deuda pública.

Paso 8. Presentar y garantizar un acuerdo sobre la EDMP.

Objetivo: Identificar la EDMP preferida y enviar la propuesta, junto con las estrategias preseleccionadas alternativas, a la máxima autoridad responsable de la gestión de la deuda para su aprobación.

Siguiendo los pasos 1 a 7, el gestor de la deuda debería presentar la EDMP preferida a la máxima autoridad responsable de la gestión de la deuda para su aprobación. Esta presentación debería incluir alternativas a la EDMP preferida.

La EDMP también debería recibir la aprobación de la máxima autoridad del Ministerio de Finanzas, ya que debería reflejar la tolerancia al riesgo aceptada por el Gobierno, lo cual depende de una decisión política sobre el equilibrio entre costos y riesgos. Una vez aprobada, la estrategia de gestión de la deuda debería formalizarse y se debería otorgar al gestor de la deuda un mandato explícito para implementarla.

Resultado:

- Una EDMP aprobada

Difusión

Luego de elegir la Estrategia de colocación de deuda en mercado doméstico y/o mercado internacional deberá ser de conocimiento público con el fin de fortalecer su implementación y seguimiento, fomentar la transparencia y minimizar incertidumbre de los inversionistas.

La difusión de los resultados obtenidos anualmente de la EDMP se realizará mediante la publicación de un informe dirigido al despacho del Ministro y se publicará en la página web del Ministerio de Hacienda, en este documento se explicarán los resultados posibles desviaciones y el resultado de las colocaciones para cubrir las necesidades de financiamiento.

Este informe contendrá el resumen de las operaciones que se realizaron durante el año y la evaluación de los mismos respecto al benchmark establecido como punto de comparación.

Anexo 2

Caracterización del sistema Financiero Costarricense

El sistema financiero costarricense se caracteriza por ser uno de los más innovadores de la economía, en los últimos 25 años se han realizado una serie de reformas que le permite estar en diversos aspectos a la vanguardia en la región latinoamericana, para el año 1995 eliminó el monopolio de los bancos estatales sobre las cuentas corrientes y de ahorro, seguido a esto en el año 1996, se reformó el sistema de pensiones y se permitió la creación de planes de pensiones complementarias, para el año 1997 se puso en marcha el servicio de "Cámara de Compensación de Cheques", que brindó el banderazo de partida al Sistema Nacional de Pagos Electrónicos (SINPE), finalmente, en el año 2008 y gracias al CAFTA-RD (Tratado de Libre Comercio entre República Dominicana, Centroamérica y Estados Unidos), se eliminó el monopolio de seguros, generando el terreno adecuado para una mayor competencia y el crecimiento del sector de seguros, pese a estos esfuerzos realizados a lo largo de los años que buscan generar más eficiencia y competencia en el sector financiero, todavía en la actualidad los sectores de banca y seguros está dominados por grandes actores estatales los cuales concentra todavía (50% y 80% del total de activos respectivamente).

Como consecuencia de todos estos cambios en la regulación, eficiencia y procesos de mejora que se implementaron, se ha logrado importantes avances en el sistema financiero costarricense, el expandir la bancarización de la población han generado impactos muy positivos, los indicadores muestran que cerca de dos tercios de los adultos en el país tienen una cuenta en una institución financiera, ratio que supera el promedio de Latinoamérica, que se mantiene en 50% aproximadamente, situación similar se presenta con otros indicadores relevantes para el sector financiero, por ejemplo: número de adultos

que toman un préstamo, las personas que mantienen ahorros en una institución financiera o los que mantienen tarjetas de crédito, donde Costa Rica supera los índices regionales.

Como se ha reiterado en diversos estudios, Costa Rica es una economía abierta y altamente integrada al comercio internacional, por esta coyuntura la economía presenta importantes grados de dolarización⁵ y esto se ha visto reflejado en el sistema financiero, generando retos y riesgos que se deben identificar y gestionar. De acuerdo a los estudios del FMI⁶ el sistema financiero de Costa Rica no está preparado para hacer frente a una crisis sistémica sin comprometer seriamente los recursos fiscales. La supervisión de los sistemas financieros es cada vez más complejo y se debe profundizar en un análisis prospectivo de riesgos.

Supervisión del Sistema Financiero

Adicionalmente, para sustentar la solidez del sistema financiero costarricense existe toda una estructura legal y de supervisión que es sólida y robusta en sus diferentes sectores, esta estructura que ha sido analizada en diversas ocasiones por organismos multilaterales, muestra que los sectores de banca, seguros, valores y pensiones están supervisados por organismos especializados y profesionales, que a su vez están regidos por el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero (CONASSIF) quien es la autoridad que aprueba las regulaciones de los cuatro supervisores del sector financiero: la SUGEF, intermediarios financieros; la SUGESE, aseguradoras; la SUGIVAL, valores; y la SUPEN, pensiones.

Las autoridades de supervisión consolidada han planteado ante la Asamblea Legislativa reformas que proporcionan a SUGEF y a CONASSIF herramientas de supervisión esenciales. Además, fortalecen las reglas de competencia y probidad y ofrecen protección legal a los supervisores para que cumplan con sus responsabilidades

Pese a esta estructura de supervisión no se puede dejar de lado riesgos que se han señalado en diversas misiones de organismos internacionales, entre ellos podemos mencionar: *la elevada dolarización de la economía*, el sector bancario a otorgado crédito a no generadores de dólares, *elevando apalancamiento de los hogares*, la ampliación de los plazos de créditos de consumo se ha utilizado como estrategia para posibilitar el acceso al crédito, *debilidades en la seguridad y supervisión financiera* que impide que los supervisores apliquen de mejor manera la regulación existente, *disfuncionalidad del mercado de deuda* que no permite la adecuada formación de precios en el mercado secundario, lo que tiene como resultado un mercado secundario poco líquido, lo que afecta las valoraciones de cartera particularmente de los inversionistas institucionales cuyo plazo de inversión es el largo plazo, *sostenibilidad del sistema de pensiones*, los riesgos asociados al primer pilar del sistema de pensiones se logrará revertir al realizar cambios paramétricos profundos, lo cual unido a la situación fiscal incrementan las posibilidades de dificultades de sostenibilidad en el mediano plazo.

Fondos de Pensión

⁵ En Costa Rica la dolarización de la economía se ha mantenido en torno al 45% del crédito y los depósitos.

Uno de los sectores que mayor ahorro concentra en la economía costarricense es el de pensiones, particularmente, luego de la reformas implementadas en el año 1996, las pensiones complementarias ha experimentado un crecimiento sustancial en sus fondos administrados, en la actualidad existen diferentes pilares que lo componen el sector de pensiones, ya sean privados o públicos, los mismos representan un (34% del PIB)⁷, aproximadamente US\$ 21.000 millones, el principal proveedor de recursos sigue siendo el primer pilar, la Caja Costarricense del Seguro Social, encargada del Régimen de Invalidez, Vejez y Muerte (RIVM), adicionalmente existen otros regímenes que agrupan a diferentes sectores de la sociedad costarricense y que tienen un peso relevante en la estructura del ahorro nacional. Por ejemplo, el Régimen Obligatorio de Pensiones Complementarias en la actualidad aglutina el 18% del PIB, y mantiene casi dos millones de afiliados, presenta una importante concentración en inversiones en el gobierno aproximadamente el 70% de su cartera, se espera que en 20 años cuando alcance su madurez este régimen administre un 40% del PIB.

Para el periodo comprendido entre 2010-2019 este régimen presentó un crecimiento que casi quintuplicó, pasando de 1.264.927 millones de colones a 6.034.134 millones de colones.

Seguros

Pese a la limitada apertura que se ha presentado en el sector de seguros, este segmento de la economía genera primas anuales cercanas a los USD 1.200 millones, lo que representa (2,07% del PIB⁸), se mantiene como actor dominante el Instituto Nacional de Seguros (INS), con la participación de algunos operadores internacionales más pequeños, pese a la lenta apertura y crecimiento de este sector su desarrollo futuro puede generar recursos adicionales de largo plazo necesarios para implementar de forma más eficiente la consecución de recursos para financiar las necesidades del gobierno, sin tener que presionar las tasas de interés a nivel local.

Fondos de Inversión

Finalmente, otro actor importante en el sistema financiero costarricense y que concentra una importante porción de los ahorros nacionales son los fondos de inversión, este sector mantiene activos administrados en diferentes plazos, el total de activos administrados está muy cercano a los USD 5.000 millones, este monto representa aproximadamente un (8,6% del PIB⁹), sin bien es cierto, no todos los fondos mantienen un perfil de largo plazo, su crecimiento es importante y se convierten en una fuente adicional de recursos para el financiamiento del gobierno, particularmente, estos recursos de fondos de inversión se pueden canalizar a proyectos de infraestructura pública, lo que generaría menos presión por obtener recursos de organismos multilaterales o bilaterales.

Banca

⁷ Revisión de la Estabilidad del Sistema Financiero, Abril 2018, FMI

⁸ Revisión de la Estabilidad del Sistema Financiero, Abril 2018, FMI.

⁹ Cámara de Fondos de Inversión, Boletín Marzo 2019.

De acuerdo a los estudios del FMI¹⁰, las pruebas de tensión indican que el sistema bancario está debidamente capitalizado para absorber choques significativos, pero sigue siendo importante vigilar y abordar las vulnerabilidades financieras. Estas últimas están relacionadas con la alta proporción de préstamos en moneda extranjera concedidos a prestatarios no generadores de divisas; los elevados pasivos externos netos de los bancos; el marcado aumento del endeudamiento de los hogares; y la fuerte exposición al riesgo soberano.

En febrero 2019, mediante la revisión del artículo IV, el FMI hizo énfasis en seguir incentivando la desdolarización, con las siguientes medidas (i) revertir todas las medidas introducidas en junio de 2018 con las que se relajaron los requisitos para préstamos en moneda extranjera; (ii) introducir encajes legales diferenciados por tipo de moneda; (iii) imponer nuevos requerimientos de capital en función de la expansión de crédito a prestatarios no generadores de divisas; y (iv) conceder a los bancos privados acceso más competitivo al mercado de depósitos en moneda nacional.

BCCR

Finalmente, dentro de la división de funciones y contrapesos que se deben generar, el Banco Central de Costa Rica se encarga de la política monetaria y cambiaria, buscando propiciar las condiciones para lograr la liquidez, la solvencia y el buen funcionamiento del sistema financiero.

Mercado de deuda

La deuda del gobierno central ha mantenido una dinámica insostenible, a consecuencia de los recurrentes déficits fiscales. Las altas necesidades de financiamiento han conducido al Ministerio de Hacienda a disponer de poco poder de maniobra para gestionar el endeudamiento por lo que los indicadores del portafolio de deuda se han tornado más riesgosos.

Las dificultades para obtener recursos a finales del año 2018 que resultaron de la incertidumbre en el mercado local, generaron problemas de liquidez que obligaron al Gobierno a aceptar ofertas de colocación a tasas muy altas y con plazos muy cortos, circunstancias como las anteriores, limitan el desarrollo de un mercado secundario robusto, lo que restringe la formación de precios y transparencia de las operaciones de mercado de deuda.

Por otra parte, la frecuencia de las subastas de deuda soberana así como de operaciones directas con instituciones públicas, el número de instrumentos emitidos, la racionada participación de no residentes en el mercado de deuda soberano doméstico; y el poco o nulo desarrollo de instrumentos de cobertura en el sector privado, entre otros, son elementos adicionales que limitan el desarrollo del mercado de deuda pública.

La estrategia de endeudamiento del Gobierno debe proveer de soluciones que le permitan al gobierno realizar una adecuada gestión de deuda hacia una senda sostenible de endeudamiento en el mediano plazo.

¹⁰ Costa Rica: Declaración final al término de la misión del Artículo IV correspondiente a 2019 Revisión de la estabilidad del Sector Financiero, FMI, Abril 2018.