



Informe

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

Dirección de Crédito Público

Departamento de Política del Endeudamiento Público y
Relación con el Inversionista



MINISTERIO
DE HACIENDA

GOBIERNO
DE COSTA RICA



CONTENIDO

Introducción.....	3
I. Procesos de Contratación.....	4
Contratación del Asesor Legal Internacional	5
1. Definición de criterios y procedimiento de evaluación	6
2. Del proceso de selección del asesor legal internacional.....	6
Contratación del Banco o Bancos Colocadores	8
1. Definición de criterios y procedimiento de evaluación	9
2. Etapa de Selección.....	9
Calificación de Riesgo	11
Fuente: Dirección de Crédito Público.....	11
Otras contrataciones.....	12
Costo de las contrataciones realizadas.....	12
II. Proceso de Emisión.....	13
1. Preparación de Documentación y Debida diligencia	13
2. Cláusulas de Acción Colectiva.....	13
3. Definición de la fecha de salida al mercado.....	14
4. Determinación del monto a colocar	17
5. Plazo de la Colocación	17
6. Determinación del precio.....	19
III. Resultados de la colocación	23
1. Distribución geográfica.....	24
2. Distribución por tipo de inversionista.....	25
3. Impacto en el Mercado Doméstico	26
4. Revaloración de la curva de rendimiento internacional	27
5. Beneficios fiscales.....	29
6. Sobre las operaciones de pasivos en el mercado internacional.....	32
7. Sobre la presencia de Costa Rica en los mercados internacionales.....	32
8. La percepción de especialistas locales.....	34
IV. Lecciones aprendidas proceso de colocación.....	35
V. Conclusiones	37



INTRODUCCIÓN

Mediante la Ley N° 10.332, publicada en la Gaceta N° 230 del 1 de diciembre del 2022, denominada “Autorización para emitir títulos valores en el mercado”, (en adelante la Ley), se autoriza al Poder Ejecutivo a través del Ministerio de Hacienda para emitir títulos valores en el mercado internacional hasta por un monto total de \$5.000 millones, programa a desarrollarse de la siguiente manera:

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

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

Al igual que en la colocación realizada en marzo de 2023, el 6 de noviembre se realizó la segunda colocación de eurobonos del 2023, según lo estipulado en la Ley N.º 10332, por un monto de US\$1.500 millones (mil quinientos millones de dólares estadounidenses). Costa Rica se benefició de las condiciones favorables del mercado internacional y de las mejoras en la calificación de riesgo soberano anunciadas en octubre y noviembre de ese año por las calificadoras Moody’s y Standard & Poor’s. En esta oportunidad, el proceso de colocación es de un bono a 31 años plazo, con tres amortizaciones (2052, 2053 y 2054), una captación de US\$1,421 millones, rendimiento final de 7.75% y una tasa cupón de 7.30%. Por estos bonos se obtuvieron ofertas que superaron 3.5 veces el valor nominal ofrecido de US\$1,500 millones.

Esta segunda emisión al haberse colocado a un período de vencimiento de 31 años, permite diversificar la estructura del portafolio de deuda pública, distribuyendo los vencimientos de manera estratégica en el largo plazo. Asimismo, este plazo de colocación coadyuvará en la construcción de la curva de rendimientos de los instrumentos de deuda pública de Costa Rica.



A efectos de cumplir con lo establecido en la Ley y el principio de transparencia y rendición de cuentas, en el presente informe se detalla el proceso sobre la segunda operación de financiamiento realizada en el 2023, así como los resultados y beneficios obtenidos para el país.

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

I. Procesos de Contratación

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

Adicionalmente a lo establecido en la Ley 10332, este Ministerio mediante acuerdo ministerial MH-DM-ACDO-62-2023 y su modificación, dispuso el "*Procedimiento general para la selección y contratación del banco o bancos colocadores y demás contrataciones requeridas para la emisión de títulos valores y/o la operación de gestión de pasivos en el mercado internacional*", requeridas para la emisión de títulos valores y la operación de gestión de pasivos para gestionar la deuda relacionada con las emisiones vigentes de eurobonos. Dicho acuerdo desarrolló el procedimiento para la selección y contratación del banco o bancos colocadores según el artículo 9 de la Ley N° 10.332 y las demás contrataciones que establece el artículo 7 de la misma.

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



designarán. Esta Comisión es presidida por el Ministro de Hacienda. Como secretario de esta Comisión funge el Director de Crédito Público o, en su ausencia, quién este designara.

Además, se contó con un Comité Técnico Asesor, en el área técnico-financiera y jurídica. Dentro de las funciones de dicho Comité se encontraba:

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

Para la segunda emisión, este grupo asesor estuvo conformado por el Tesorero Nacional o, en su ausencia, por el Sub-Tesorero Nacional, el Director de Crédito Público o, en su ausencia, quién este designara, la jefatura de Asesoría Legal de la Dirección de Crédito Público o, en su ausencia, un representante de la Asesoría Legal de la Dirección de Crédito Público, y un representante del Banco Central de Costa Rica designado por el presidente de dicha entidad.

Contratación del Asesor Legal Internacional

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



1. Definición de criterios y procedimiento de evaluación

Conforme lo dispuesto en el artículo 7 de la Ley N° 10.332, correspondió a la Comisión Ejecutiva, con el apoyo técnico del Comité Técnico Asesor, establecer las bases¹ para la “*Selección y Contratación del Asesor Legal Internacional para el proceso de emisión de títulos valores en el mercado internacional*” (las cuáles fueron publicadas en la página del Ministerio de Hacienda y del Banco Central de Costa Rica², de forma oportuna en aras de la transparencia y participación de los interesados). Estas bases establecían los criterios para la selección y la forma de la evaluación y puntuación tanto de la oferta técnica como la económica.

2. Del proceso de selección del asesor legal internacional

Una vez establecidos los criterios mínimos para la selección y su procedimiento de evaluación, de conformidad con lo establecido en el artículo 7 de la Ley N° 10.332, se procedió el día 10 de agosto del 2023, a realizar el anuncio en el medio electrónico de información internacional Bloomberg (sistema de información internacional que permite a profesionales del mundo financiero acceder al servicio Bloomberg Professional donde se puede consultar y analizar información financiera de los mercados en tiempo real) invitando a todas aquellas firmas legales internacionales interesadas en participar en el concurso, para que éstas accedieran a las bases en la página web del Ministerio de Hacienda y del Banco Central de Costa Rica. Adicionalmente, y en aras de promover la participación se llevaron a cabo invitaciones directas a firmas legales con experiencia en mercados de capitales conforme a la recomendación realizada por la Comisión y que se detallan a continuación.

1. Kirkland Ellis
2. Clifford Chance LLP
3. Linklaters LLP
4. Allen Overy LLP
5. Arnold&Porter
6. Cleary Gottlieb Steen & Hamilton
7. Skadden Arps Slate Meagher & Flom LLP
8. White&Case
9. Hogan Lovells US LLP
10. David Polk & Wardwell

¹Para mayor detalle del procedimiento visitar: https://www.hacienda.go.cr/docs/BASES_PARA_LA_CONTRATACION_DEL_ASESOR_LEGAL_INTERNACIONAL.pdf

² Para mayor detalle del procedimiento visitar: <https://www.bccr.fi.cr/publicaciones/eurobonos>



11. Latam and Watkins
12. Simpson Thacher Barlett

El día 17 de agosto del 2023, se cerró el plazo para la recepción de ofertas y se inició el proceso de selección y evaluación; presentando sus ofertas en tiempo, las seis firmas legales que a continuación se detallan:

- 1) Davis Polk & Wardwell LLP
- 2) Cleary Gottlieb Steen & Hamilton LLP
- 3) Skadden, Arps, Slate, Meagher & Flom LLP
- 4) White & Case LLP
- 5) Arnold & Porter Kaye Scholer LLP
- 6) Hogan Lovells

Se recibieron dos ofertas extemporáneas correspondiente a las firmas Latham & Watkins LLP y Simpson Thacher & Bartlett LLP.

Selección final del Asesor Legal Internacional

De las ofertas antes indicadas, se recibieron en tiempo y según la forma establecida en las bases de contratación, los atestados de cinco (5) firmas de asesores legales internacionales. Realizado la verificación de criterios de elegibilidad, la oferta de la firma Davis Polk & Wardwell LLP se excluyó debido a la ausencia del requisito indispensable de admisibilidad, el cual hacía referencia de poseer dentro de la oferta una firma por quien tenga poderes suficientes para ello; por lo tanto, se resolvió como admisibles cinco ofertas recibidas en el tiempo y forma establecido.

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



Firma Asesora	Experiencia de la firma como asesora a Gobiernos/Bancos colocadores en emisiones de deuda soberana	Experiencia del equipo que se involucraría en la transacción	Oferta Económica	Calificación Final
Puntaje	40%	30%	30%	100%
Cleary Gottlieb Steen & Hamilton LLP	31,46%	28,50%	12,19%	72,15%
Skadden, Arps, Slate, Meager & Flom LLP	0,00%	5,32%	30,00%	35,32%
White & Case LLP	17,75%	4,41%	10,68%	32,84%
Arnold & Porter Kaye Scholer LLP	25,00%	26,43%	14,44%	65,87%
Hogan & Lovells	1,22%	4,43%	19,50%	25,15%

Fuente: Dirección de Crédito Público

Tal como se puede observar, la firma Cleary Gottlieb Steen & Hamilton LLP alcanzó el resultado más alto en la calificación total final. Así las cosas, al haber obtenido un puntaje final de 72,15% y de conformidad con las bases del asesor legal internacional, y con base en la recomendación de la Comisión Ejecutiva, el Ministerio de Hacienda adjudicó el concurso a la firma Cleary Gottlieb Steen & Hamilton LLP. Por otra parte, cabe señalar que no se recibió ninguna apelación a la adjudicación durante el plazo establecido.

La contratación del asesor legal internacional se da por finalizada conforme resolución MH-DM-RES-0709-2023 con fecha 23 de agosto del 2023. Asimismo, la notificación a la firma ganadora se realizó mediante el oficio MH-DM-OF-1374-2023, del día 30 de agosto del 2023.

Contratación del Banco o Bancos Colocadores

En esta oportunidad, y de conformidad con el artículo 6 de la Ley N° 10332, que establece sobre el proceso de contratación de la colocación y el servicio de los títulos que: "(...) Este procedimiento de selección deberá



aplicarse, por lo menos, cada dos años. Cuando no se realice anualmente, el Ministerio de Hacienda deberá invitar, como mínimo a los preseleccionados en el concurso anterior”, se estableció que el concurso de contratación se llevaría a cabo con los bancos preseleccionados en el proceso de selección del primer semestre del 2023, por lo que no se llevó a cabo el proceso de preselección nuevamente.

1. Definición de criterios y procedimiento de evaluación

De conformidad con lo establecido en el artículo 6 de la Ley N° 10.332, en donde se autoriza al Ministerio de Hacienda para que, en representación del Poder Ejecutivo, contrate la colocación y/o el servicio de los títulos que esta ley autoriza emitir y para que realice todos los pagos que durante la vigencia de los títulos valores se requieran, la Comisión Ejecutiva, con el apoyo técnico del Comité Técnico se estableció los criterios para la selección de la mejor oferta, su ponderación y forma de evaluación, todo lo anterior conforme a las mejores prácticas del mercado a nivel internacional, la experiencia de procesos anteriores y la experiencia de otros países de la región. Estos criterios se plasman en el documento denominado “Bases para la selección y contratación del Banco o Bancos colocadores y asesor financiero para el proceso de emisión de títulos valores en el mercado internacional”³.

2. Etapa de Selección

Los cinco bancos preseleccionados en el primer semestre y que participaron en el concurso fueron JP Morgan, Banco Santander, Goldman Sachs, BofA Securities y BNP Paribas. Selección final de los Bancos Colocadores

El día 19 de setiembre del 2023 a más tardar a las 14:00 hrs (catorce horas) hora local de Costa Rica (GMT-6), se recibieron ofertas de los 5 bancos invitados. Una vez realizado el análisis correspondiente de la oferta técnica para la etapa de selección y considerando lo establecido en las Bases, se obtuvo como resultado la siguiente tabla de valoración de la oferta técnica.

³ Para mayor detalle del procedimiento visitar: <https://www.hacienda.go.cr/docs/BASESCONTRATAACIONBANCOCOLOCADOR.pdf>



Banco	Oferta Técnica
JP Morgan	55%
Banco Santander	53,1%
BofA Securities	51,9%
Goldman Sachs	50,5%
BNP Paribas	47,8%

Fuente: Dirección de Crédito Público

También se realizó una evaluación de la oferta económica.

La evaluación de la oferta económica tiene una calificación máxima de 45%. Cada una de las ofertas; y realizando la suma de los costos por participante, se ordenaron de menor a mayor.

Por lo tanto, el menor costo obtuvo la puntuación máxima y posteriormente se asignaron los puntajes siguientes por relación lineal descendente.

La puntuación obtenida en la valoración de la oferta económica por cada banco preseleccionado es el siguiente:

Banco	Oferta Económica
BofA Securities	45%
JP Morgan	31,6%
BN Paribas	29,6%
Banco Santander	29,5%
Goldman Sachs	28,3%

Fuente: Dirección de Crédito Público

De acuerdo con la valoración realizada, y sumando los resultados de la valoración técnica y oferta económica, los puntajes finales obtenidos por los bancos preseleccionados se muestra a continuación:

Banco	Nota Final
BofA Securities	96,9%
JP Morgan	86,6%
Banco Santander	82,6%
Goldman Sachs	78,8%
BNP Paribas	77,4%

Fuente: Dirección de Crédito Público



Como resultado final de análisis de ofertas por la Comisión Ejecutiva, se puede constatar según el cuadro anterior, que los bancos BofA Securities y JP Morgan obtuvieron los dos primeros lugares con los puntajes de 96,9% y 86,6% respectivamente. Por tanto, mediante resolución MH-DM-RES-0834-2023 del 27 de setiembre del 2023, se procedió con la adjudicación respectiva de los Bancos colíderes para el proceso de emisión y colocación de títulos valores y operación de administración de pasivos en el mercado internacional a los BofA Securities y J.P. Morgan. La oferta económica considerada como definitiva fue la de BofA Securities la cual fue aceptada y compartida con J.P. Morgan.

Calificación de Riesgo

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

Agencias Calificadoras	Calificación crediticia de la nueva emisión	Perspectiva
Fitch Ratings	BB-	Estable
Standard & Poor's Services	BB-	Estable
Moody's Investors Services	B1	Positiva

Fuente: Dirección de Crédito Público

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

Agencias Calificadoras	Costo puntos base	Oferta Económica en US\$
Fitch Ratings	3.8	570.000
Standard & Poor's Services	3.8	570.000
Moody's Investors Services	3.25	487.000

Fuente: Dirección de Crédito Público



Otras contrataciones

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

En ese sentido, el Ministerio solicitó a los bancos colocadores realizar el proceso de contratación del agente de pago (trustee) para ambas emisiones. Una vez remitidas las invitaciones por los bancos, éstos recibieron las propuestas formales de: Bank of New York Mellon y UMB Financial Corporation, eligiéndose a Bank of New York Mellon, como el agente de pago y conforme a los montos de pago establecidos con antelación.

A si mismo, se debía definir la elección de la bolsa de valores en donde se realizaría la inscripción y listado de los bonos emitidos. Para lo cual en esta oportunidad, se decidió realizar en la Bolsa de Valores de Londres, conocida en inglés como London Stock Exchange (LSE). Esta decisión se fundamentó en la mayor facilidad del proceso de inscripción, la mayor visibilidad del LSE en el mercado internacional, especialmente para emisores con altos estándares ambientales y sociales; y la disminución de costos, especialmente los costos anuales recurrentes.

Costo de las contrataciones realizadas

En relación con los costos administrativos originarios de las contrataciones de los servicios establecidos en los artículos de la Ley N°10.332 se presenta el costo total de los servicios contratados para la colocación el cual ascendió a la US\$2.171.375. El siguiente cuadro resume el total de los costos (costos brutos sujetos a los impuestos de Ley correspondientes) asociados a la emisión internacional y que son asumidos por el país:

Honorarios y gastos de proceso emisión internacional en US\$	
Bancos Estructuradores	375.000,00
Asesor Legal Internacional	160.000,00
Agencias Calificadoras	1.627.000,00
Agente de Registro	9.375,00
Total	2.171.375,00

Fuente: Dirección de Crédito Público



El total de costos incurridos representa cerca de 0.14% del monto total emitido, por lo que al agregar los costos adicionales de la emisión y de forma proporcional al monto de emisión, el costo total “all in” de la emisión sería de 7.76%, lo que representa un margen aproximado sobre los bonos del tesoro de los Estados Unidos de 295 puntos base, margen que se encuentra dentro de la restricción legal del artículo 4 de la Ley N° 10.332, la cual estipula que el rendimiento de la emisión no puede superar los 466 puntos base del spread promedio histórico para las emisiones amparadas a la Ley 9708.

II. PROCESO DE EMISIÓN

1. PREPARACIÓN DE DOCUMENTACIÓN Y DEBIDA DILIGENCIA

Para la segunda emisión del 2023, se elaboró el documento de oferta (Offering Circular) que es un tipo de prospecto para un bono, donde se presenta una compilación de los principales hechos económicos y de política pública que se han desarrollado en el país durante los últimos cinco años, respaldada con las cifras macroeconómicas históricas por un periodo de cinco años (2018-2022) y al primer semestre 2023, con cifras actualizadas conforme la última publicación disponible por parte del Banco Central de Costa Rica a noviembre de 2023. Este es uno de los principales documentos de análisis que los inversionistas institucionales calificados tienen como herramienta para la decisión de la inversión en riesgo soberano de Costa Rica.

Otras labores de documentación llevadas a cabo para la colocación internacional fueron las relacionadas con la formalización de los documentos legales necesarios para su realización, entre ellas el Offering Circular, los acuerdos con los bancos colocadoras y el Banco de Registro, pago y cumplimiento de la normativa bajo la regulación “S” y la regla 144A aplicable para emisiones internacionales que se negocian en los Estados Unidos y promovida en inversionistas institucionales calificados. Es importante hacer notar que toda la documentación girada por el Ministerio de Hacienda fue revisada por los asesores legales internacionales contratados, quienes realizaron recomendaciones y dieron su conformidad a las versiones finales de los documentos.

2. CLÁUSULAS DE ACCIÓN COLECTIVA

Para esta emisión se mantienen las cláusulas de acción colectiva (CAC) incorporadas desde la emisión del 2015, con la respectiva actualización conforme a la práctica internacional. Dichas cláusulas fueron



desarrolladas por el Fondo Monetario Internacional, el Tesoro de los Estados Unidos y la Asociación Internacional de Mercados de Capital (ICMA, por sus siglas en inglés), mismas que permiten un mejor manejo ante una eventual restructuración de la deuda y funcionan permitiendo a un grupo determinado de tenedores de bonos tomar decisiones sobre cambios en los términos y condiciones que rigen para el bono.

3. DEFINICIÓN DE LA FECHA DE SALIDA AL MERCADO

Costa Rica regresó nuevamente al mercado internacional el lunes 6 de noviembre con la colocación de US\$1.500 millones, aprovechando el mejor momento para realizar la colocación, la cual ocurre, después de contar con dos mejoras en las calificaciones de riesgo, siendo la primera Standard & Poors, pasando la calificación de B+ a BB-, con perspectiva estable; y posteriormente, Moody's realiza una mejora en su calificación de riesgo soberana, al ajustar la calificación de B2 a B1, asimismo ajusta la perspectiva de estable a positiva.

Adicionalmente, como el resultado de las últimas cifras publicadas del desempleo en Estados Unidos y que la Reserva Federal de Estados Unidos (FED) mantuvo sin cambios sus tasas de interés de referencia en un rango de 5,25-5,50% por segunda reunión consecutiva, permitieron definir la semana del 06 al 10 de noviembre como el momento propicio para acceder al mercado.

Para la definición del día de salida en esa semana, se consideran diversas variables financieras, económicas, flujos de fondos y ventanas de tiempo, las cuales influyen de forma significativa sobre los rendimientos esperados de los instrumentos internacionales y la disponibilidad de recursos, que son clave para realizar una colocación.

Se detalla que, a partir de noviembre de 2023, se observó una reducción del rendimiento de los instrumentos del Tesoro de los Estados Unidos (ver gráfico 1), siendo el último valor registrado por 4,54%, indicando las condiciones favorables del mercado en ese momento.



Gráfico N° 1

Precios de los Bonos del tesoro estadounidense a 30 años

Noviembre 2022-Noviembre 2023



Fuente: Bloomberg

De esta forma, según los analistas de los Bancos, no solo se capturó en el mercado las recientes mejoras de las calificaciones crediticias de Costa Rica por S&P y Moody's, sino que también se tenía la tasa del Tesoro Americano de 30 años más baja en el último mes, con un mercado altamente volátil a cualquier riesgo e información de la economía estadounidense y mundial.

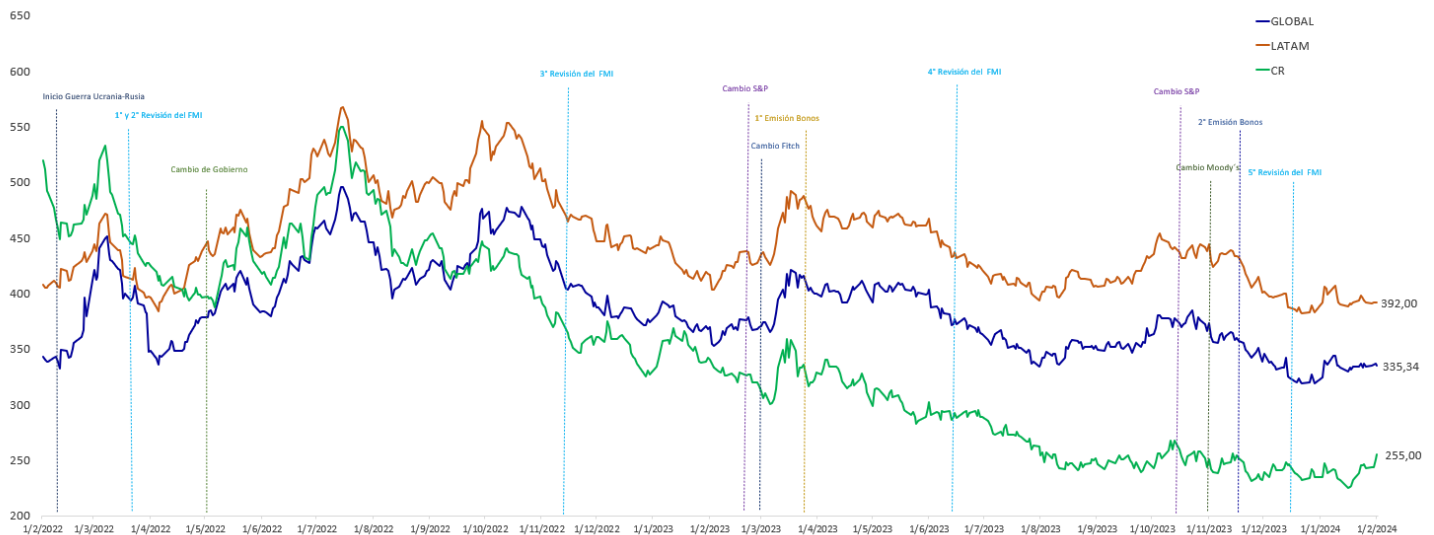
La salida al mercado de otros soberanos hace ver que esta percepción sobre la evolución de los mercados era generalizada y que había que aprovechar ese momento antes de que el mercado se viera impactado por nuevas noticias, o riesgos, lo cual podría limitar el flujo de inversionistas y por ende las tasas de interés.

Adicional a lo anterior, en el gráfico N° 2 se observan los datos del Indicador EMBI calculado por JP Morgan, el cuál refleja el spread entre los bonos soberanos de países emergentes respecto a un instrumento libre de



riesgo (generalmente el bono del Tesoro a 10 años). Como se observa, la percepción de riesgo por parte de los inversionistas hacia Costa Rica había disminuido considerablemente.

Gráfico N° 2
Emerging Bonds Index (EMBI), Global, Latinoamérica y Costa Rica



Fuente: Bloomberg

Por lo tanto, antes de la colocación se abría una excelente ventana de oportunidad para salir al mercado, con un escenario optimista en términos de las condiciones financieras para realizar la colocación y conociendo que la FED mantendría la tasa de política (resultado esperado por el mercado) y sin presiones adicionales en el mercado, esto considerando que al momento de la colocación el mercado de soberanos estaba en buenas condiciones, favoreció a la posterior colocación de Costa Rica.

Otras operaciones de soberanos realizadas en los mercados internacionales alrededor de la semana en que Costa Rica accedió al mercado internacional fueron Colombia, Uruguay, Paraguay, lo que constituye otro elemento indicativo sobre el momento oportuno en que se realizó la emisión costarricense.

Por lo indicado en párrafos anteriores, la decisión de salir al mercado en la primer semana del mes de noviembre de 2023, se consideró como la mejor ventana de oportunidad en los mercados internacionales de



tal forma que se redujeran los costos de colocación para el país en un contexto de reducción de tasas en el Mercado para los Bonos a 30 años plazo, así como las mejoras en las calificaciones de riesgo país, lo cual generó un aumento de confianza en el mercado, lo cual fue bien aprovechado por Costa Rica, en aras de capturar los recursos y con ello, disminuir la presión sobre el mercado doméstico. Adicionalmente, es necesario aclarar que el Gobierno de Costa Rica no tiene la total libertad de elección para realizar sus emisiones ya que por Ley esta debía efectuarse en el II semestre del año, por ello se buscó la mejor oportunidad en el Mercado.

4. DETERMINACIÓN DEL MONTO A COLOCAR

De acuerdo a lo establecido en la Ley 10332, de la autorización para emitir los Títulos Valores en el Mercado Internacional, se establecía un monto máximo autorizado US\$1.500 millones para emitir en el II semestre, suma que en forma conjunta con los bancos se decidió emitir en su totalidad, a fin de conseguir una emisión mucho más líquida y de mayor aceptación por parte de los inversionistas institucionales así como lograr una concentración importante del volumen de captación. Por otra parte, dada la operativa de Costa Rica para realizar los procesos de contratación y servicios asociados a la colocación, se deben maximizar estos esfuerzos y aprovechar el máximo de autorización posible.

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

5. PLAZO DE LA COLOCACIÓN

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



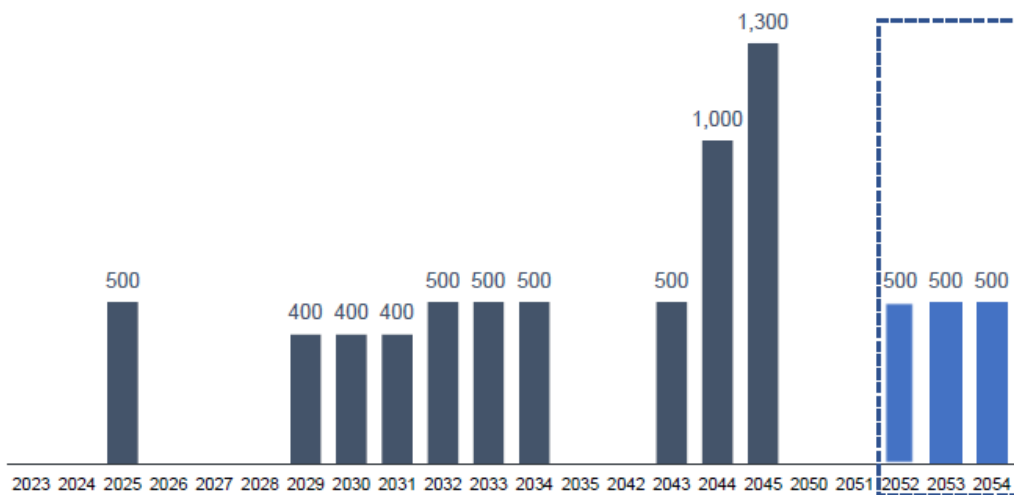
La decisión de la emisión de US\$ 1.500 millones, con un vencimiento al año 2054, se fundamenta en aspectos técnicos y estratégicos que se consideraron para el mayor beneficio del país, como lo es, disminuir la presión en el mercado Interno y con esto presionar las tasas, ya influenciadas por la política monetaria restrictiva, además de contar con liquidez para hacer frente a los compromisos del Gobierno y su plan de financiamiento y continuar con la mejora en la confianza en el país, al emitir un bono de un plazo de 30 años, lo cual favorecerá a la posición fiscal y gestión de la deuda. Adicionalmente, una emisión en un plazo mayor a 20 años, permite generar puntos de referencia en la parte superior de la curva lo cual favorece a un adecuado perfil de vencimientos y a su vez extendiendo el vencimiento promedio de la deuda, siempre buscando una generación de precios de futuras colocaciones basados en consideraciones técnicas y financieras.

En esta ocasión, se determinó que de acuerdo a la estrategia de endeudamiento del Ministerio de Hacienda y la recomendación de los Bancos estructuradores, lo ideal era emitir en un tracto, adicionalmente, determinar un largo plazo que favoreciera a la curva de rendimientos extendiendo el vencimiento promedio de la deuda de Costa Rica, por ello se determinó el plazo de 30 años, el cual es muy importante en curvas soberanas, para fomentar la atracción de clientes con preferencias de Largo Plazo y así disminuir la concentración de la deuda en plazos de 10 a 15 años.

Gráfico N° 3

Perfil de Maduración de los Bonos de Costa Rica

En millones de dólares estadounidenses



Fuente: Banco colocador



Para el caso de emisión de Costa Rica 2054, se incluyó una característica muy común en los mercados internacionales que permite reducir el riesgo de refinanciamiento y la presión futura sobre el flujo de caja, se conoce como un “soft bullet”, lo cual consiste en diluir los pagos de amortización en los años cercanos al vencimiento de forma que, en promedio siga siendo una emisión de 30 años, pero con una suavización en los pagos. El capital de los Bonos se pagará en tres cuotas el 13 de noviembre de 2052, el 13 de noviembre de 2053 y en la fecha de vencimiento. La República puede, a su elección, redimir los Bonos, en su totalidad o en parte, antes del vencimiento en los términos y condiciones de los Bonos.

6. DETERMINACIÓN DEL PRECIO

La colocación se realizó con un descuento, para mantener como objetivo la atracción de demanda por parte de los inversionistas, ya que son preferidas aquellas transacciones que tienen descuentos asociados, porque permite una protección adicional, ante un escenario de default, siendo el rendimiento asociado a la transacción depende de las condiciones de mercado al momento de realizar la colocación y se monitorea constantemente durante la continua comunicación con los inversionistas.

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

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

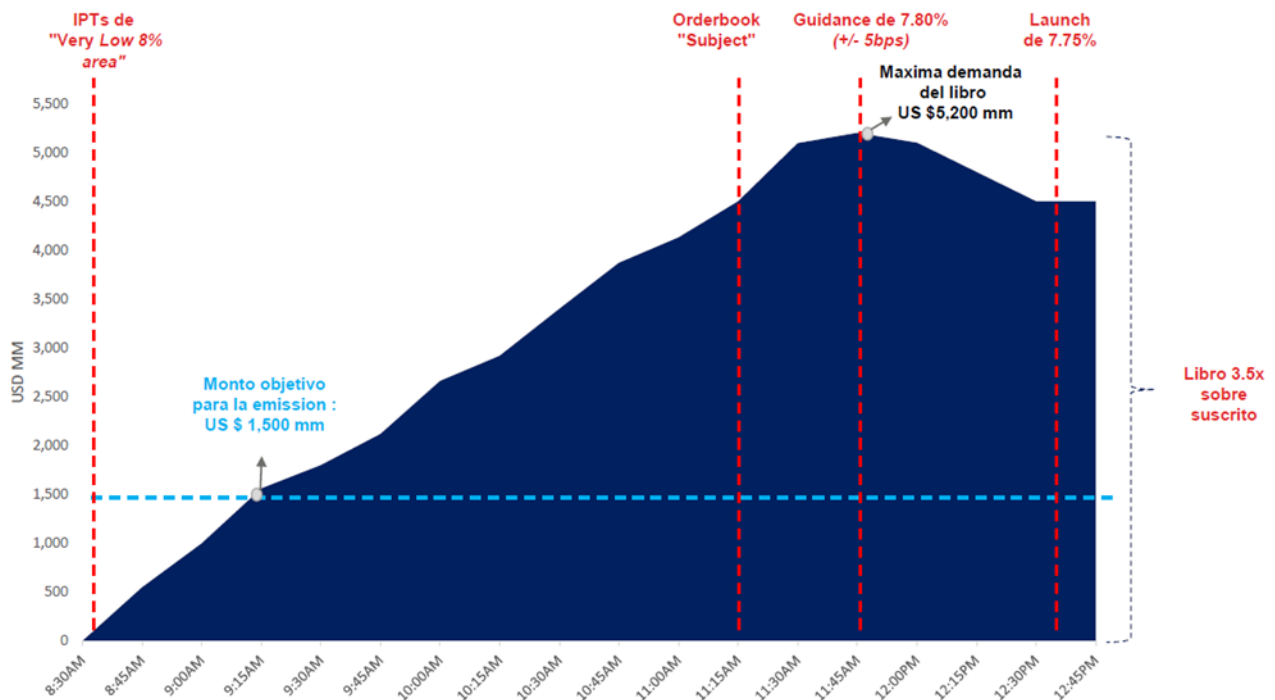
Por otra parte, es necesario indicar que debido a la emisión de marzo del 2023 y conforme lo establecido en la ley No. 10332, se mantuvo contacto con inversionistas internacionales y la publicación activa de informes posterior a la emisión. Además, de una amplia divulgación de los logros fiscales y económicos hacia la comunidad inversionista.

Es así como el Gobierno cerró la asignación a 7,30% de tasa cupón, y un rendimiento de 7,75%, lo cual fue posible gracias a una posición muy fuerte de las ofertas, no solo en volumen que superó en 3,4 veces el monto



de la colocación autorizada, sino también por la amplia participación de inversionistas con vocación de inversión de largo plazo como fondos de pensión, administradores de portafolio, bancos y otros inversionistas institucionales. Los inversionistas fueron muy receptivos a la transacción, siendo que el libro de demanda superó los US\$5,200 millones y contó con más de 10 órdenes por encima de US\$100 millones y un total de 230 órdenes, mostrando el interés por la emisión que hacía el país.

Gráfico N° 4
Colocación título valor internacional
Evolución del libro de ofertas



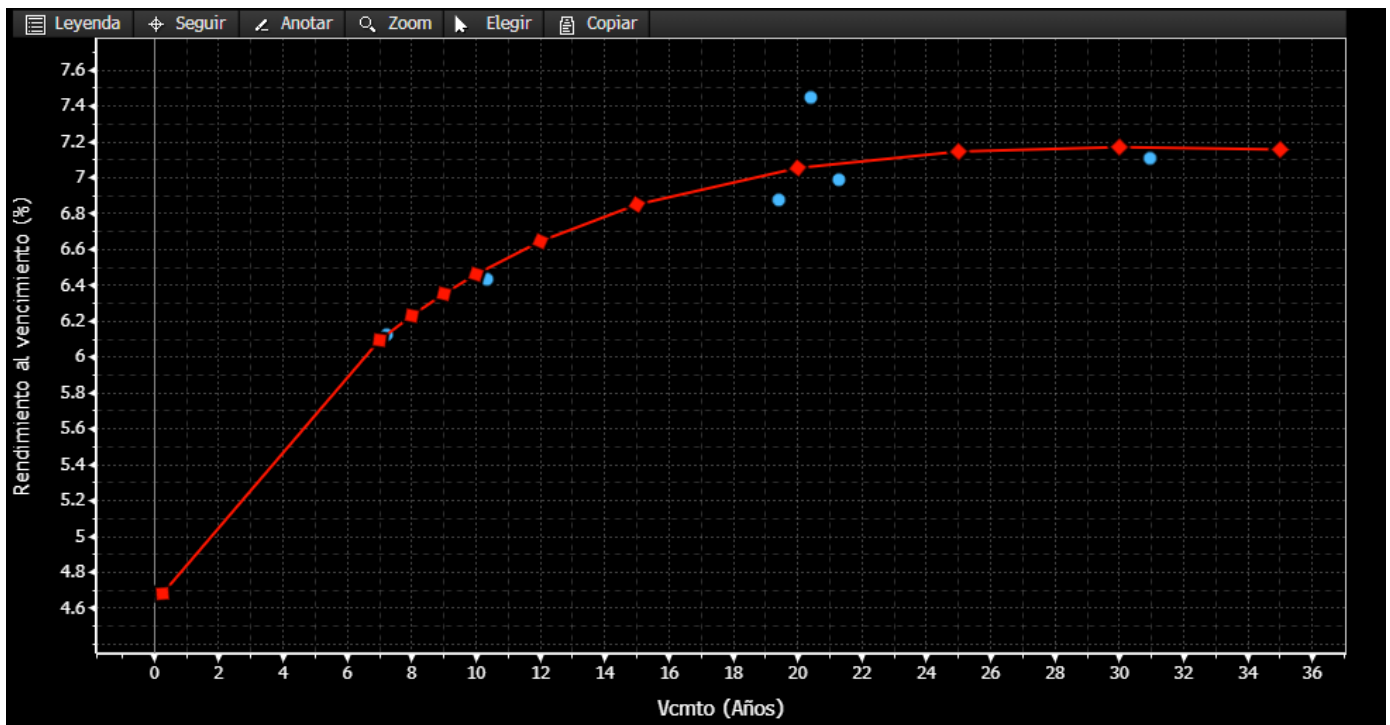
Fuente: Bancos colocadores

Lo mostrado anteriormente, demuestran el apoyo de los inversionistas internacionales de más de 20 países, para la economía de Costa Rica, además, reafirman la confianza en las reformas y las acciones implementadas con la reforma fiscal, así como los impactos positivos en las finanzas públicas.



Como se muestra en la gráfica siguiente, la curva de rendimiento de Costa Rica un día antes de realizar la transacción, situaban al rendimiento de los bonos a 30 años plazo alrededor del 7,3%, como se muestra en el siguiente gráfico.

Gráfico N°5
Curva de rendimiento Soberana
al 06 de noviembre del 2023 (previo a la colocación).



Fuente: Bloomberg

De hecho, las referencias previas a la colocación para los valores de Costa Rica situaban el rendimiento del bono con vencimiento al 2045 en un 7,375%, siendo este el Bono de más Largo plazo que tenía Costa Rica.

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



situación que podría repercutir negativamente en futuras operaciones de emisión del país y llevar a posiciones de venta que se reflejarían en precios menores y por tanto la exigencia de mayores rendimientos.

En su primera fecha de negociación, la emisión tuvo un desempeño positivo en el mercado secundario, se negoció a 96,43%, es decir se pactó con un aumento de 1,6%, siendo un movimiento típico de bonos que han tenido colocaciones efectivas en plazo y tasa similar. En el caso del valor promedio en mercado secundario ha rondado los 96,95%, este comportamiento del Bono denota el interés creciente de los Inversores, siendo que muchos de los que no lograron completar sus ofertas iniciales, debido a la mayor suscripción que se presentó en la oferta del mercado primario, están pujando la tasa de interés para poder adquirir el título en el mercado secundario de negociación, por ello se dio una subida al precio.

Luego de la colocación (CR54), tal y como se muestra en la siguiente gráfica, el precio en los siguientes días permaneció bastante cercano a su referencia, esta situación demuestra que el precio de asignación final fue adecuado y cumplió plenamente con los intereses del emisor y la contraparte inversionista, logrando un precio justo para las partes.

Gráfico N°6
Evolución precio Título valor Costa Rica 2054
-días posteriores a la colocación-



Fuente: Bloomberg



Al 23 de noviembre, prácticamente dos semanas después de la colocación, los bonos se cotizan con un precio alrededor de 99,88%, sin embargo, este no responde a un comportamiento post colocación, sino al efecto que se ha visto en todas las emisiones de Costa Rica que a raíz de los excelentes resultados fiscales, la cuarta revisión del FMI en noviembre 2023 que manifestaba la correcta adopción de medidas por parte de las autoridades en aras de fortalecer el programa de reformas económicas, el adecuado control inflacionario, y que la política monetaria del Banco Central proactiva a los choques económicos fortalecieron la acumulación de reservas y mayor flexibilidad cambiaria; Además, de la solidez en el desempeño fiscal y las mejoras en las calificaciones crediticias, permitieron una valoración positiva de los bonos costarricenses, lo cual continuará en el tanto el país se mantenga mejorando su desempeño macro fiscal.

III. RESULTADOS DE LA COLOCACIÓN

Como se explicó en los apartados anteriores, el rendimiento de esta emisión se ubicó por debajo del rango de referencias esperado por CR, debido a las mejoras financieras asociadas a la calificación de crédito del país. Al igual que en la emisión de marzo 2023, esta emisión se realizó con un etiquetado por parte del Banco JPMorgan, la cual utiliza la metodología del Instituto de Finanzas para el Desarrollo (Estructuración DFI), indicando que el país tiene una intensidad alta, según las proyecciones brindadas por el país, para contribuir a los objetivos de Desarrollo Sostenible de las Naciones Unidas, reforzando el compromiso del País, con la sostenibilidad, al incluir el componente de Finanzas para el Desarrollo centrado en ocho Objetivos de Desarrollo de Sostenibilidad de las Naciones Unidas.

Los inversionistas internacionales mantienen conceptos muy positivos sobre la economía y finanzas del país. Los títulos emitidos han presentado un desempeño positivo y su precio se mantuvo muy cercano al 94,78% (valor con el descuento), con un precio promedio de 96,95% durante las primeras semanas de su cotización en el mercado secundario.

Por otra parte, el esfuerzo de mercadeo del equipo que representó a la República logró el soporte del mercado que requería el país, para enfocar en las perspectivas de recuperación a futuro (e.g. deuda a GDP) del crédito costarricense, en lugar de elementos pasados. Lograr el apoyo del mercado respecto del desempeño crediticio de Costa Rica, fue un enorme detonante para el éxito de la colocación y de su evolución en mercados secundarios.



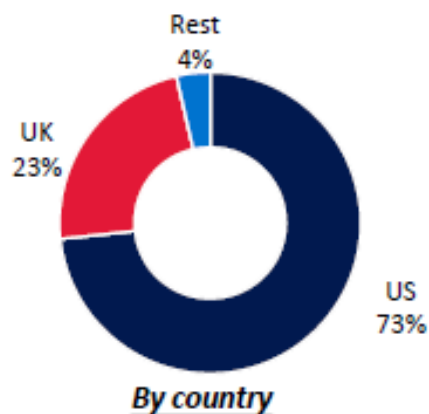
Estas colaciones tienen un efecto importante para la composición del portafolio de deuda del Gobierno ya que permiten un alargamiento en el plazo de la deuda. Por otra parte, se reduce la presión de las tasas de interés en el mercado local, impactadas por el aumento en la tasa de política monetaria,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

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

1. DISTRIBUCIÓN GEOGRÁFICA

La emisión con vencimiento en el 2054 presentó respaldo en diversas regiones, tal y como se puede observar en el siguiente gráfico, en donde se destaca la participación de Estados Unidos con un 73%, seguido por Reino Unido con un 23% y el resto de los sectores con un 4%. A pesar de la concentración en Estados Unidos, lo cual es una tónica usual en las operaciones de Costa Rica, especialmente por el plazo del vencimiento, se logró continuar diversificando la base de inversionistas y fuentes de financiamiento.

Gráfico N°7
Colocación Títulos valores internacionales en la II emisión del 2023
Distribución geográfica



Fuente: Banco colocador



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

Estos esfuerzos por ampliar el interés de inversionistas de diversas áreas geográficas por las emisiones costarricenses, debe mantenerse de forma sostenida a lo largo del tiempo, ya que al ampliar el grupo de potenciales inversionistas se incrementa de forma significativa la demanda por posibles emisiones futuras, lo que repercutirá de forma positiva en la formación de precios de referencia y los costos asociados a la colocación de emisiones.

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

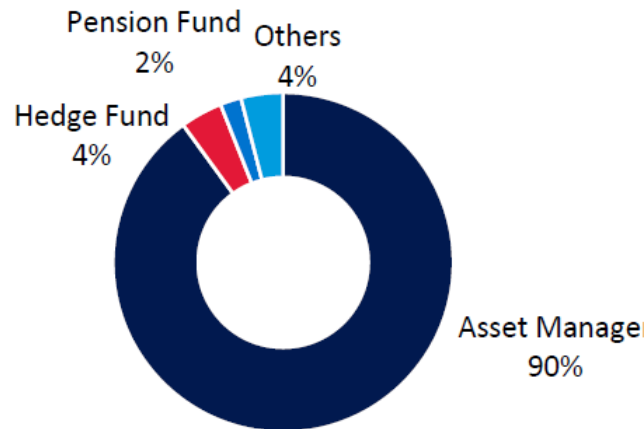
2. DISTRIBUCIÓN POR TIPO DE INVERSIONISTA

Otro aspecto relevante y que demuestra la confianza de los inversionistas internacionales es el elevado porcentaje de participación y asignación de Administradoras de Fondos, con un perfil de largo plazo y por lo tanto, más orientados a la compra y tenencia de los valores a su vencimiento, evitando con esto los movimientos excesivos de valores por razones especulativas. Se presentó una importante concentración en Administradores de Activos (Asset Manager), los que representaron el 90% del total asignado, seguido por los Fondos de Inversión (Hedge Fund) que representaron el 4%, posteriormente fondos de pensión con un 2% y el restante con un 4%. Lo anterior, se puede observar en el siguiente gráfico:



Gráfico N°8

Colocación títulos valores internacionales en la II emisión del 2023 Distribución tipo de inversionista



By investor type

Fuente: Banco colocador

Lo anteriormente señalado, es un comportamiento típico de mercado para bonos de largo plazo, siendo muy atrayente para los administradores de activos y los fondos de inversión.

3. IMPACTO EN EL MERCADO DOMÉSTICO

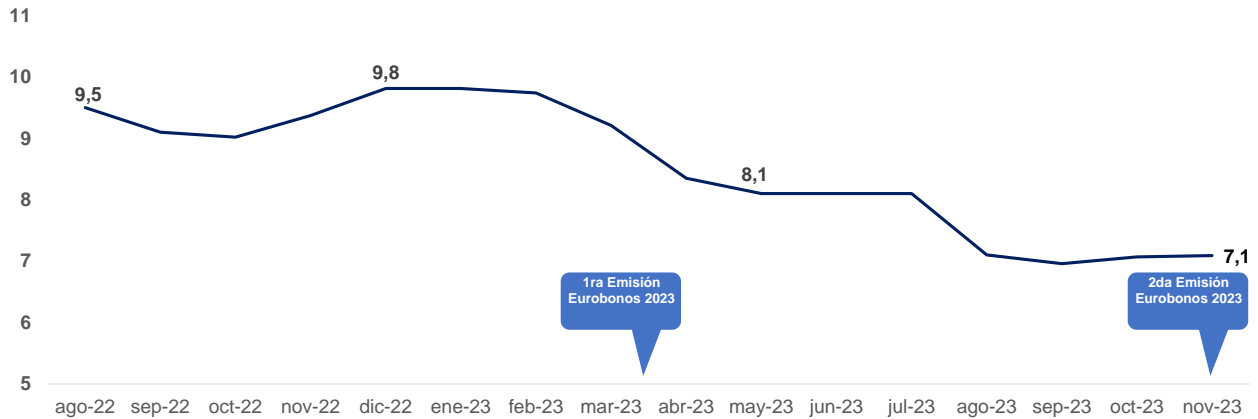
El captar en el mercado internacional tiene como objetivo reducir la presión sobre el mercado doméstico de capitales, diversificar las fuentes de financiamiento, ampliar la base de inversionistas, acceder a un considerable monto de dinero a través de una sola operación y aprovechar las condiciones internacionales de costo de los recursos, para evitar generar más presión a las tasas internas, ya impactadas por la Política Monetaria.

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



Gráfico N°9

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



Fuente: Dirección de Crédito Público

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

4. REVALORACIÓN DE LA CURVA DE RENDIMIENTO INTERNACIONAL

La presencia de Costa Rica en los mercados internacionales en el 2023, luego de un estado de ausencia desde el 2019, sin duda, ha impactado en la imagen, el posicionamiento y reconocimiento de las metas alcanzadas y mejoras en el aspecto fiscal y económico del país, mejorando el manejo eficiente del endeudamiento del país y diversificando su portafolio.

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



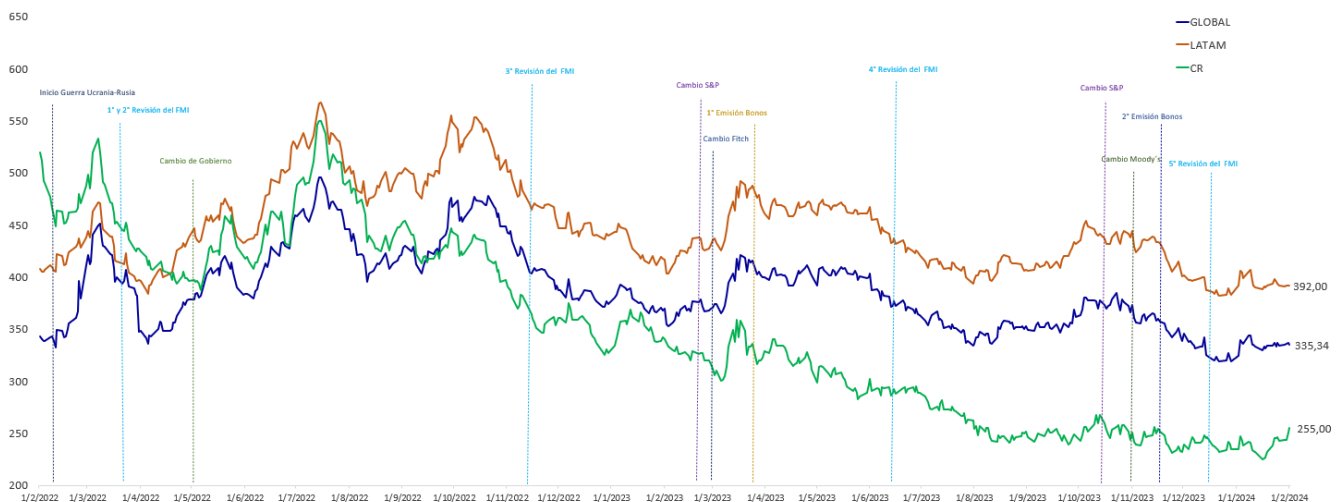
obtener dinero, para así financiar servicios gubernamentales y déficits presupuestarios. La emisión de bonos reciente señala el potencial de Costa Rica como emisor y genera señales positivas en la imagen del país en el entorno internacional, destacando sus buenos resultados fiscales, económicos y la capacidad de pago por los compromisos adquiridos.

Lo indicado anteriormente, genera una oportunidad para transparentar ante el inversionista, los resultados de la reforma fiscal, su implementación y demás acciones de política fiscal que se han venido implementando, elementos que se vieron reflejados en una reducción en las tasas de referencia en los mercados internacionales y una mejor conformación de la curva al incorporar una referencia a 30 años plazo.

El riesgo observado para Costa Rica se puede observar mediante el indicador del EMBI CR, el cual ha logrado ubicarse inclusive por debajo del EMBI LATAM y EMBI GLOBAL. Al comparar el EMBI CR (233,00) con el Global (343,93), al 29 de noviembre se observó una diferencia de 110,9 pb y 175,0 pb con respecto a LATAM (408.00), esto demuestra, que el Mercado percibe las mejoras de Costa Rica e incorpora en sus percepciones el riesgo al adquirir Bonos de CR de manera positiva, logrando valores mínimos, como el registrado el 29 de noviembre, que no habían sido registrados anteriormente para el país.

Gráfico N°10

JP Morgan EMBI Global, LATAM, Costa Rica
Enero del 2022 a Noviembre 2023



Fuente: Bloomberg



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

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

5. BENEFICIOS FISCALES

Los beneficios fiscales son resultado de la oportunidad de colocación en el mercado internacional, que contribuye a disminuir la presión de tasas de interés en el mercado interno, así como, gestionar el costo del financiamiento del Gobierno.

Si bien es cierto, la FED seguirá con una política monetaria restrictiva para reducir la inflación, tanto el mercado como la misma FED esperan que en 2024 se puedan dar recortes en las tasas de interés, de acuerdo con lo anterior, existe la posibilidad de que las tasas de interés se mantengan elevadas; por lo cual, fue oportuno aprovechar la emisión temprana de bonos, dada la coyuntura internacional y el crecimiento mundial esperado para 2024.

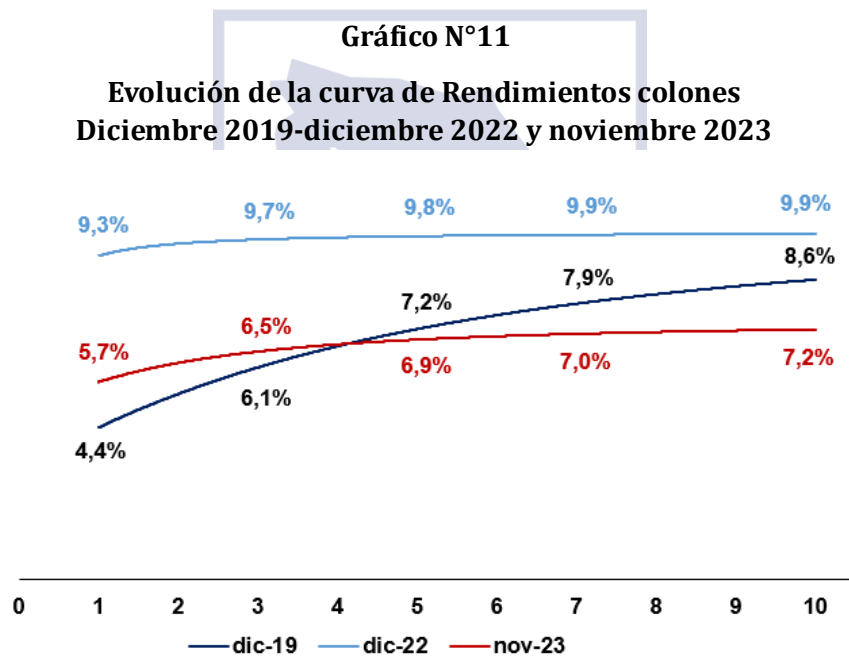
Por otro lado, de no haber realizado la colocación en el mercado externo se habría tenido que presionar más el mercado doméstico para conseguir los recursos, y posiblemente habría generado mayor incertidumbre entre los inversionistas locales e internacionales, esta circunstancia, más la presión sobre los limitados recursos disponibles, habría impulsado un aumento en las tasas de interés internas, ya impactadas desde el año anterior por la Tasa de Política Monetaria del BCCR.

Históricamente, las necesidades brutas de financiamiento del Gobierno Central son cubiertas en su mayoría con fuentes domésticas, en el año 2022 este financiamiento en mercado primario se realizó en un 70% con títulos denominados en colones y 30% con títulos denominados en moneda dólares, tal y como se indicó con anterioridad, durante el año 2023 el mercado de valores doméstico anticipó la caída de tasas de interés,



resultado de las políticas fiscales y estrategia de financiamiento que ha venido desarrollando el Gobierno, entre ellas la implementación del programa de emisiones de bonos internacionales aprobado por la Asamblea Legislativa. Ejemplo de lo anterior, un título tasa fija colones y con vencimiento al 2034 tenía a diciembre 2022 un rendimiento de 9,8%, ya para noviembre 2023 se ubicó en 7,1%, lo cual evidencia una caída de 270 puntos básicos.

La siguiente gráfica muestra la curva de rendimientos locales tanto en dólares como colones al cierre 2019, 2022 y de noviembre 2023, (días cercanos a la colocación internacional). Como se puede notar, asumiendo que en el mercado doméstico se pudieran obtener US\$1.500 millones, una colocación en el mercado local en dólares a 10 años plazo se hubiera captado con un rendimiento cercano al 7.0%, si no considera el ajuste a la baja dado por la aprobación de la Ley 10.332 en noviembre 2022.

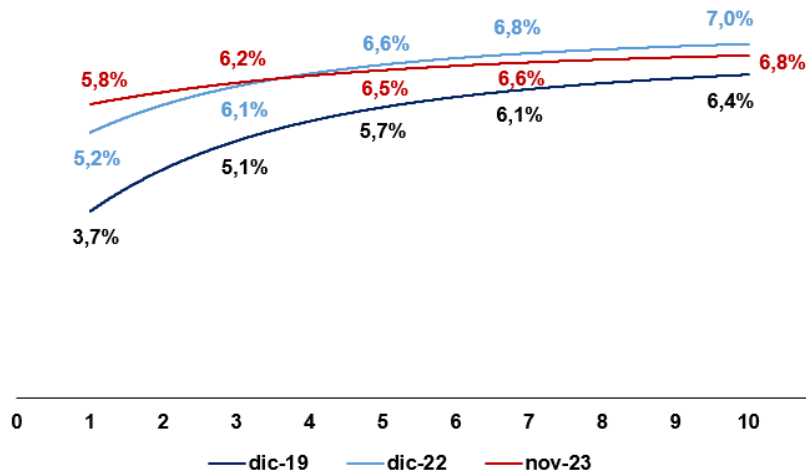


Fuente: Dirección de Crédito Público



Gráfico N°12

Curva de rendimientos dólares Diciembre 2012, diciembre 2022 y noviembre 2023



Fuente: Dirección de Crédito Público

Además de lo anterior, de no haber captado los recursos en el mercado internacional y tener que recurrir al mercado doméstico, parte de esta captación se hubiese realizado en instrumentos tasa fija colones y un rendimiento de 9,9%, sin considerar los ajustes a la baja en la tasa de interés y atribuibles a la aprobación de la Ley 10.332. Al considerar lo indicado anteriormente, se obtuvo un ahorro directo en el costo de intereses de \$ 19,0 millones anuales, sin considerar los posibles ajustes al alza en las tasas del mercado doméstico.

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

Importante mencionar que la disminución de los rendimientos presentados durante el año 2023, aplicaría para todas las nuevas colocaciones del Gobierno en el mercado doméstico y para el ejercicio económico 2024, además, la sustitución de fuente correspondiente a la segunda emisión de eurobonos de noviembre 2023, se ejecutará a inicios del año 2024, rebajando el monto del financiamiento total aprobado por ₡ 4.906.695 millones.



6. SOBRE LAS OPERACIONES DE PASIVOS EN EL MERCADO INTERNACIONAL

A pesar de que la Ley No. 10332, en su artículo No. 3 autoriza al Poder Ejecutivo, por medio del Ministerio de Hacienda, para canjear, consolidar, convertir, renegociar y/o realizar cualquier otra forma de gestiones de las colocaciones y los respectivos vencimientos de títulos valores ejecutados en el mercado internacional, siempre y cuando derive en un beneficio para la gestión del portafolio de pasivos, en esta oportunidad no se consideró oportuno realizar alguna operación de pasivos especialmente porque el vencimiento más cercano es para el 30 de abril del 2025 por un monto de USD\$500 millones, sin embargo, esta emisión tiene una tasa cupón de 4.375%, muy por debajo a las condiciones financieras que ofrece el mercado internacional actualmente.

El resto de las emisiones vigentes, antes de la colocación de noviembre 2023, aún cuentan con un importante plazo al vencimiento, éstas vencen en los años 2043, 2044, 2045, por lo cual no era apropiado realizar un manejo de pasivos.

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

Costa Rica no ha aprovechado las ventajas del mercado de capitales externo durante muchos años, a pesar de las recomendaciones constantes de las calificadoras de riesgo crediticio más relevantes a nivel internacional. Estas agencias destacan la importancia de que el país mantenga flexibilidad en sus herramientas de financiamiento, lo cual es clave para el desarrollo económico y la inversión en proyectos importantes. La falta de uso de estas oportunidades podría deberse a varios factores internos del país y limita su potencial de crecimiento y desarrollo.

Sin embargo, a pesar de no haber utilizado plenamente el mercado de capitales externo en el pasado, recientemente Costa Rica ha realizado esfuerzos significativos para mejorar su situación fiscal y económica. Estos esfuerzos han sido reconocidos por las agencias de calificación, lo que indica un cambio positivo en la percepción internacional sobre la estabilidad económica y la gestión de riesgos del país. Este cambio puede ofrecer nuevas oportunidades para Costa Rica en términos de acceso a financiamiento externo y crecimiento económico, siempre y cuando mantenga su trayectoria de reformas y estabilidad.



Se debe tener presente que los financiamientos y préstamos deben ser aprobados por la Asamblea Legislativa. En ocasiones, la legislatura ha retrasado la aprobación, obligando al Gobierno a depender de un pequeño mercado interno. Dichos obstáculos políticos han afectado la previsibilidad de la gestión de la deuda y han reducido la flexibilidad financiera del gobierno.

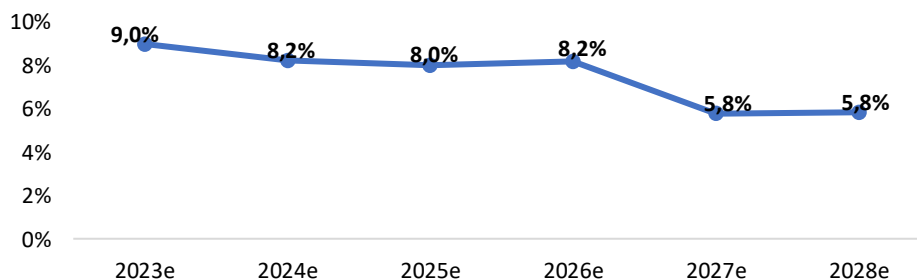
Adicionalmente, ante la necesidad de dotar al Poder Ejecutivo de mayor flexibilidad en la gestión del endeudamiento público, en el marco de las reformas de la gestión de la deuda institucionales, establecidas entre el Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Gobierno, según la carta de intenciones, existe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

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

Gráfico N°13

Gobierno Central

Necesidades brutas de financiamiento estimadas a PIB 2023-2028



Fuente: Dirección de Crédito Público



Por lo tanto, es importante que el Gobierno tenga la capacidad de participar de manera activa en el mercado internacional y de emitir títulos valores cuando sea favorable. Esto servirá como una herramienta clave en la implementación de la estrategia de deuda. Es importante señalar que una de las desventajas en las operaciones que realiza el país es la gran cantidad de información que el mercado recibe sobre los montos y el tiempo de las emisiones del Costa Rica, donde esto podría disminuir las ventajas de estas emisiones.

La capacidad del Ejecutivo para obtener financiamiento de esta manera es fundamental para satisfacer las necesidades de financiamiento del Gobierno. A pesar de que estas necesidades revelan una tendencia estimada decreciente estas siguen siendo representativas para seguir accediendo al mercado internacional, donde sigue siendo una herramienta vital de endeudamiento para cumplir con estas obligaciones y evitar ejercer más presión en el mercado local.

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

8. LA PERCEPCIÓN DE ESPECIALISTAS LOCALES

La primera emisión de eurobonos, realizada el 27 de marzo del 2023, se distinguió por una alta demanda y condiciones de mercado favorables, en la cual se vio reflejado la robustez del compromiso de sostenibilidad fiscal, social y ambiental que se evidenció en las ofertas recibidas.

Para esta segunda colocación, se generaron cuestionamientos divididos, como fue la necesidad de realizar dicha emisión con tasas elevadas en el mercado internacional. No obstante, se reconoció lo primordial que es el cumplimiento del manejo de futuras deudas y de las obligaciones legales, y en general se puede señalar que



los especialistas quedaron muy satisfechos con los resultados obtenidos en el proceso de colocación, considerando la situación fiscal actual y las mejoras de calificación de riesgo crediticio del país.

A continuación, algunas de las opiniones:

El medio de comunicación La República se realizó, el día 6 de noviembre del 2023, el artículo denominado: *“Colocación de eurobonos por \$1.500 millones revela datos que demuestran apetito y confianza por Costa Rica”* en donde se mencionó que esta segunda emisión se percibió de manera positiva y se caracterizó por varios factores claves. Primero, la calificación de riesgo del país que mejora. Segundo, la cantidad y condiciones de las ofertas que reflejaron un fuerte interés y confianza en los bonos del país, esto señalado por el gerente general de BN Valores, Melvin Garita. Tercero, la importancia para la gestión de la liquidez del país, ya que se enfrenta a vencimientos de deuda en el año 2024, que ascienden a los \$2.700 millones. Cuarto, el aprovechamiento por el cumplimiento del país con los compromisos con el Fondo Monetario Internacional (FMI).

De parte del periódico La Nación, el 06 de noviembre, se indicó que fue una colocación positiva y bien recibida en el mercado, evidenciando confianza en la economía del país y una gestión fiscal eficaz, agregando el contexto internacional incierto y altas tasas de interés, como fue la diferencia de alrededor de 300 puntos base con los bonos del Tesoro fue observada como favorable. Además, aunque la demanda fue menor que en la primera emisión, esta continúa siendo significativa. Para el monto captado al finalizar esta segunda colocación se seleccionó una tasa cupón para mitigar la presión de los pagos a la hora de realizar la amortización.

IV. LECCIONES APRENDIDAS PROCESO DE COLOCACIÓN

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

1. El Ministerio de Hacienda tiene el personal y el conocimiento técnico para llevar a cabo estos procesos de una forma eficiente y logrando los mayores beneficios para el país.



2. La administración debe tener mayor flexibilidad en la Ley para la contratación de servicios, la descripción del procedimiento de contratación en la ley limita el margen de acción del ejecutivo y anticipa a la contraparte inversionista que se acerca una nueva emisión.
3. Los anuncios sobre los procesos de contratación anticipan la salida al mercado y ponían en constante riesgo la operación haciéndola más vulnerable a la manipulación de precios.
4. Los procedimientos autorizados en la Ley deben adecuarse mejor a las mejores prácticas internacionales y más que concursos para las contrataciones el Ministerio de Hacienda, debe constituir registros de elegibles de los oferentes de servicios y poder elegir discrecionalmente entre ellos, con base en las ofertas presentadas.
5. El país recibió ofertas hasta por US\$5.144 millones, lo que demuestra la confianza del mercado en Costa Rica y la gestión del Gobierno lo que evidencia que las operaciones del mercado internacional no deberían estar limitadas ni a un monto global ni a un monto máximo de cada colocación. Lo primero porque se anticipa el fin de las colocaciones y causan mayores presiones en el mercado doméstico al saber que el Gobierno deja de tener acceso al mercado internacional y lo segundo porque se desaprovechan oportunidades en el mercado al no poder realizar colocaciones mayores. Se sugiere que la autorización de colocación futura esté asociada a una proporción de las necesidades de financiamiento anual del presupuesto nacional.
6. La aprobación de un programa de emisión multianual es fundamental. La aprobación de emisiones anuales o acotadas son un desestímulo importante para los inversionistas que quieren una relación de largo plazo y redundan en mayores costos para la República.
7. Es indispensable que el Ministerio de Hacienda cuente con líneas de crédito contingente, que le permitan postergar una operación en caso de situaciones imprevistas.
8. El país debe continuar la senda de la sostenibilidad fiscal y de forma que se continúe en la mejora de la calificación de riesgo, así como al acceso a las mejores condiciones de financiamiento.

El Gobierno de Costa Rica, tiene su fortaleza en su gran compromiso ambiental, social y de sostenibilidad fiscal que se vio reflejado en la gran cantidad de ofertas recibidas y el rendimiento favorable al que concluyó la operación.



V. CONCLUSIONES

El regreso de Costa Rica a los mercados internacionales de deuda durante el año 2023 puede considerarse exitosa, no solo se logran bajas tasas de rendimiento y plazos al vencimiento más amplios, sino que también se logró limitar las presiones sobre el mercado local, tanto en plazo como en tasa.

Con la emisión del bono con vencimiento al 2054, Costa Rica obtuvo un éxito destacable y reconocido a nivel internacional, pues no solo retoma su presencia en los mercados internacionales, sino que demostró la capacidad de sostener la confianza de los inversionistas, lo que refleja credibilidad en su transparencia, rendición de cuentas y en sus prácticas de política macroeconómica.

Los rendimientos de colocación responden a las circunstancias actuales en los mercados internacionales, las cuales resultaron favorables para el país dado su mejora en el nivel de riesgo crediticio, siendo que por otra parte de haberse tratado de colocar un monto de esa magnitud en el mercado interno no habría sido posible hacerlo exclusivamente en dólares y en un plazo tan breve, lo cual habría producido una presión al alza sobre las tasas de interés internas, que han sido impactadas por la política monetaria restrictiva del año 2022, tanto en moneda nacional como extranjera, donde podría haber limitado en extremo el acceso a recursos financieros por parte de los restantes actores de la economía del país, con consecuencias negativas para Costa Rica.

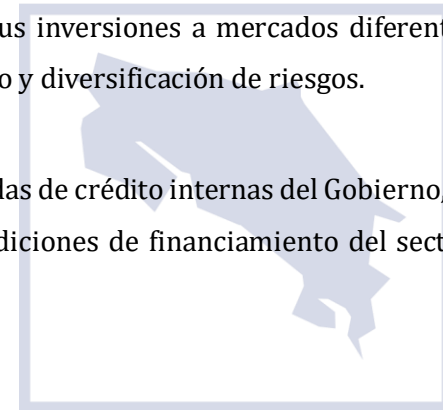
Además de la exposición de Costa Rica a retos que provienen del entorno económico internacional, y que tienen consecuencias sobre las condiciones en que las economías emergentes pueden obtener financiamiento internacional, el país tiene situaciones de su economía interna, como el desempleo, rezago en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



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

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

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



V.B Ariel Barrantes Soto Director de Crédito Público