



Plan de Emisión de la Deuda Interna Estandarizada del Gobierno Central

Ministerio de Hacienda

Marzo 2021

Plan de Emisión de la Deuda Interna Estandarizada del Gobierno Central

Contenido

Introducción.....	3
Contexto.....	4
Características de la base de inversionistas	8
Mecanismos de colocación de valores.....	12
Alcance.....	16
Necesidades de financiamiento anuales	17
Fuentes de financiamiento.....	19
Selección de instrumentos	20
Operaciones de Gestión de Pasivos (OGP).	25
Calendario subasta y organización de las subastas.	25
Comunicación con el mercado	26
Revisión y Ajustes.....	26
Coordinación con Gestión de Caja	26
Coordinación con BCCR.....	26
Balance de riesgos.....	26
Bibliografía consultada.....	28

Plan de Emisión de la Deuda Interna Estandarizada del Gobierno Central

Introducción

El Plan de Emisión de la Deuda Interna Estandarizada del Gobierno Central (PEDIEGC) se fundamenta en las mejores prácticas internacionales¹, Y su diseño es fuente de referencia para los gestores de la deuda interna del MH, de manera que las decisiones de los involucrados fomenten el desarrollo de los mercados de deuda gubernamentales, para lograr que ese mercado sea más eficiente y líquido.

El Plan de Emisión de la Deuda Interna Estandarizada se enmarca en la Política de Endeudamiento para el Sector Público Costarricense dictada por el Ministerio de Hacienda y la Estrategia de Deuda de Mediano Plazo para Gobierno Central.

El Plan de Emisión define la emisión y colocación de la deuda interna estandarizada del Gobierno de la República con el objetivo de alcanzar las necesidades de financiamiento del Gobierno Central, que permitan cumplir oportunamente los compromisos financieros de la ejecución del Presupuesto de la República. El Plan de Emisión de la Deuda Interna Estandarizada del Gobierno Central es formulado por la Tesorería Nacional. En este documento se analizan las necesidades estimadas de financiamiento como porcentaje de Producto Interno Bruto, selección de instrumentos, organización de las subastas, organización de los vencimientos, operaciones de Gestión de Pasivos (OGP), calendario de subastas, comunicación con el mercado, y esquema para la revisión y Ajustes del Plan de Emisión.

¹ En el manual del Banco Mundial y el Fondo Monetario Internacional titulado “Developing Government Bond Markets A Handbook” publicado en Julio del 2001 el Banco Mundial y el Fondo Monetario Internacional y el manual Banco Mundial (2015). Issuance Plan for Government Securities: Guidance Note.

Contexto

A nivel macroeconómico se pueden identificar diferentes factores que influyen tanto positiva como negativamente en el Mercado de Deuda Pública Costarricense y por lo tanto, en el Plan de Emisión del Ministerio de Hacienda de Costa Rica.

Según la Revisión del Programa Macroeconómico 2020 -2021 (Banco Central de Costa Rica, BCCR, 2020) el crecimiento económico, medido por la variación real del producto interno bruto (PIB) en el periodo 2012-2017 fue de 3.6%, específicamente para el año 2017 fue de 3.4%, en el 2018 se observa una desaceleración por cuanto este indicador fue de 2,7%, tendencia que se mantiene en el 2019 para un crecimiento del 2.1%. Al panorama de la desaceleración económica se agrega la coyuntura de la pandemia del COVID-19, donde el Programa Macroeconómico 2021 -2022 indica que según estimaciones preliminares la producción de Costa Rica en el 2020 sufrió una caída de 4,5% y BCCR prevé una recuperación económica gradual, con una tasa de crecimiento real del PIB de 2,6% en 2021 y 3,6% un año después.

La disminución de la actividad económica se explicaba principalmente por causas internas, la reducción del consumo e inversión doméstico, el deterioro de la situación fiscal, la dificultad en lograr un acuerdo para dar solución al problema estructural de las finanzas públicas que motivó la huelga de funcionarios públicos en los últimos meses del año 2018 y alta incertidumbre sobre el futuro económico del país. Ya en el 2020 las medidas de contención de la pandemia y de restricción provocan una contracción en diversos sectores, pero principalmente en Hoteles y Restaurantes, Comercio, Construcción y Transporte.

A nivel externo también se encuentra explicación del menor crecimiento de la economía costarricense por la reducción de las economías socios comerciales debido a la Pandemia del COVID-19, lo que se agrega a otros factores como el bajo del crecimiento de la demanda externa afectada por el conflicto político de Nicaragua, las tensiones geopolíticas (por ejemplo, China – EEUU).

Aprobado el plan fiscal, se espera una senda de sostenibilidad del endeudamiento, pero se materializan vulnerabilidades ante la perturbación económica causada por la pandemia del COVID-19.

Con respecto al régimen monetario, el 31 de enero de 2018 se adoptó oficialmente un esquema monetario flexible de meta explícita de inflación, que culmina el proceso de transición iniciado en el 2005, cuyo objetivo es procurar a la sociedad costarricense una inflación baja y estable. En ese sentido la economía costarricense se ha caracterizado por contar con un indicador de inflación baja en los últimos cuatro años, con tasas menores al 4% desde febrero de 2015, siendo el mayor período consecutivo desde 1967 de inflación baja.

El BCCR desde el punto de vista monetario no observa presiones inflacionarias, en particular la inflación del 2020 fue de 0.89% y según el Programa Macroeconómicos del BCCR 2021 – 2022, la inflación se mantendrá por debajo del límite inferior del rango de tolerancia definido para la inflación en el mediano plazo ($3\% \pm 1$ p.p.), debido a la persistencia de fuerzas desinflacionarias en la economía; en particular, una brecha del producto negativa y un alto desempleo, combinados con una baja inflación mundial y expectativas de inflación bajas.

La inflación del 2021 sería de 1.3% y 1.2% en el 2022, lo anterior es un atenuante sobre las presiones de aumento del rendimiento exigido a los títulos valores y finalmente una inflación baja y estable contribuye al logro de la estabilidad macroeconómica, reduce la incertidumbre sobre el comportamiento de los precios relativos, por ende, facilita la toma de decisiones, entre ellas las de inversión y la adquisición de títulos valores.

En materia cambiaria, el tipo de cambio promedio del Mercado de Monedas Extranjeras (Monex) estuvo influenciado por dos factores determinantes: el primero asociado a los efectos de las medidas sanitarias de contención ante el COVID-19, y el segundo a la incertidumbre acerca de la probabilidad de que se alcanzaran acuerdos para abordar suficientemente la situación fiscal.

En este sentido en el primer cuatrimestre del 2020 el tipo de cambio se mantuvo relativamente estable, a pesar de que el país registró su primer caso de COVID-19 el 6 de marzo. En el segundo cuatrimestre prevaleció una tendencia a la depreciación del colón, explicado por factores estacionales. En el tercer cuatrimestre, se observa una mayor volatilidad en comparación con los meses previos y se mantuvo la depreciación. A pesar de la mayor flexibilidad en las medidas de contención sanitaria, la economía costarricense experimentó un incremento en la incertidumbre, asociado a la falta de un acuerdo nacional que permitiera aprobar las medidas necesarias para alcanzar la sostenibilidad de las finanzas públicas, lo que implicó mayor presión sobre el mercado cambiario, por ende, una mayor presencia del BCCR para contener los movimientos abruptos en el tipo de cambio.

El país enfrenta un serio problema estructural de déficit fiscal y endeudamiento público, donde los ingresos del Gobierno Central no son suficientes para cubrir todas las necesidades de la sociedad, situación que la pandemia contribuyó a acrecentar por la consecuente contracción económica nacional e internacional, donde los ingresos tributarios se contrajeron y hubo una moratoria tributaria establecida en la Ley de alivio fiscal (Ley 9830). En tanto los gastos aumentaron, por el incremento en las transferencias al sector salud para atender las secuelas pandemia y el otorgamiento de subsidios (Bono Proteger) para dar alivio a los sectores vulnerables afectados por el COVID-19.

Pese a las erogaciones para atender la crisis sanitaria, los esfuerzos por racionalizar y contener otros gastos llevaron a una reducción del gasto primario² de 5,7%. No obstante, la caída en los ingresos fue mucho mayor, lo que llevó a un aumento en el déficit primario del Gobierno Central de 0,7 p.p. con respecto a lo observado 12 meses atrás, para ubicarse en 3,4% del PIB en 2020. El mayor gasto por intereses contribuyó a un deterioro aún mayor del déficit financiero del Gobierno Central, que se ubicó en 8,1% del PIB al término del año (6,7% en 2019)

La estrategia de financiamiento de tal déficit por parte de la Tesorería Nacional, mezcló el uso de recursos externos y de los depósitos en el BCCR, lo que permitió mitigar presiones sobre las tasas de interés internas por la colocación de títulos en el sistema financiero nacional.

Por el resultado financiero del Gobierno Central, el saldo de la deuda del Sector Público General y del Gobierno Central en diciembre del 2020 ascendió a 83,1% y 67,5% del PIB, respectivamente, es decir, alrededor de 11,7 p.p. y 10.9 p.p. respectivamente superior a lo registrado en el 2019. Lo anterior

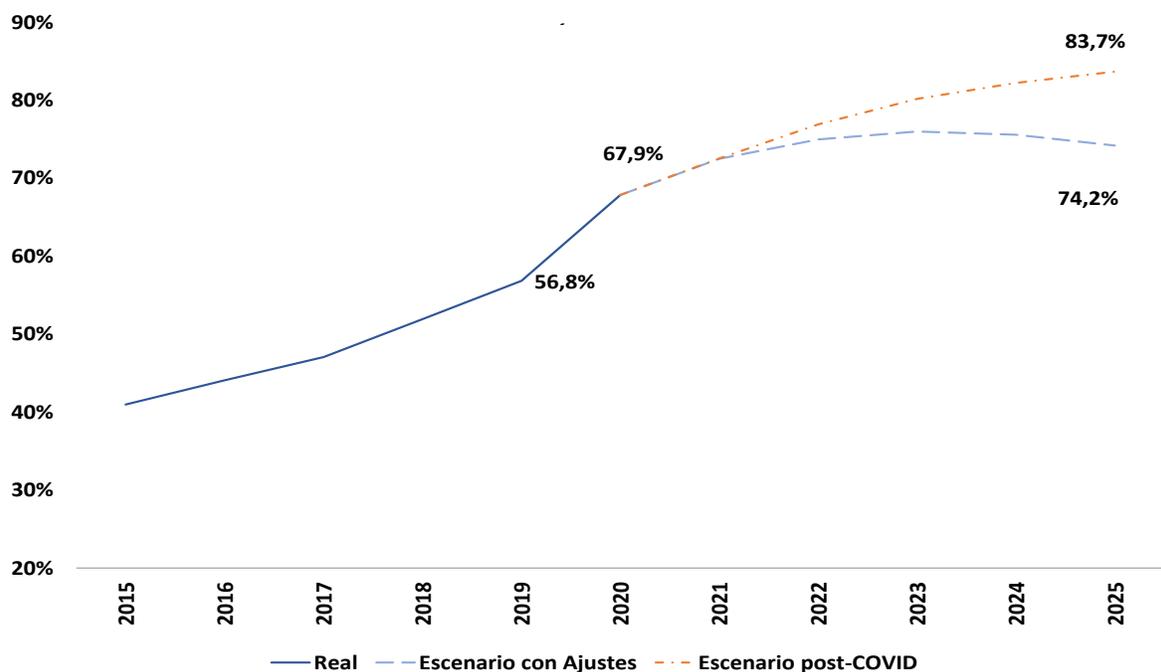
² El gasto primario se define como la diferencia entre ingresos y gastos excluyendo el pago de los intereses.

significa que para el 2021 el 42.9% de Presupuesto del Gobierno Central está orientado a atender la amortización y pago de interés de la deuda.

El país enfrenta un serio problema estructural de déficit fiscal y endeudamiento público, donde los ingresos del Gobierno Central no son suficientes para cubrir todas las necesidades de la sociedad.

Según el plan de financiamiento para el I semestre del 2021 del Ministerio de Hacienda, el déficit alcanzaría un 7% del PIB en el 2021, por lo cual es necesario recurrir al endeudamiento público, rubro que tiene un comportamiento creciente, tal que, al 2025 bajo un escenario base, el nivel de endeudamiento rondaría el 83,7% del PIB.

Gráfico 1: Escenarios de evolución de deuda (2015-2025)



Fuente: Dirección de Crédito Público.

Múltiples son las causas del déficit fiscal que enfrenta el país, algunas son de carácter histórico, político y coyuntural, su origen obedece a elementos estructurales de la política fiscal, e implica soluciones del mismo nivel y de alta complejidad, lo cual requiere a su vez, de acuerdos nacionales para atender este problema latente en las finanzas públicas.

Entre esas causas, entidades como la Contraloría General de la República (CGR), el Ministerio de Hacienda, la Asamblea Legislativa y la academia, en diferentes momentos y documentos, han señalado como orígenes de esa problemática, a elementos como el presupuesto de la República que está sujeto a disposiciones constitucionales y/o legales que crean destinos específicos de los recursos, por ejemplo, asignan a educación (8% del PIB), Poder Judicial (6%), asignación de 7 % de lo

recaudado en renta para el PANI y gasto electoral. La existencia de egresos rígidos como el pago de remuneraciones, transferencias, la atención del servicio de la deuda y el pago de pensiones con cargo al Presupuesto Nacional, convierte al presupuesto en inflexible para la distribución de los recursos; donde al Gobierno le queda únicamente un margen de maniobra de alrededor del 4,0% en promedio del presupuesto para implementar nuevas políticas de gasto, entre otros.

Ese comportamiento y la incertidumbre sobre la aprobación de la Ley de fortalecimiento de las finanzas públicas incidieron de manera directa en la gestión del financiamiento del déficit fiscal, donde el Ministerio de Hacienda tuvo que incrementar en los últimos meses del año 2018, las tasas de interés para cubrir sus necesidades de financiamiento, ampliar los mecanismos de captación interna, en especial con los contratos de colocación, mayor regularidad o presencia en el mercado de valores, aplicar un fuerte programa de canjes de deuda y la venta de Letras del Tesoro al Banco Central de Costa Rica (BCCR), las cuales tenían que pagarse a finales del mismo año.

“...Ante esta situación, organismos internacionales, como el FMI, la OCDE, calificadoras de riesgos, ven con urgencia concretar una solución integral y balanceada entre ingresos y gastos del país de manera que permita reducir sustancialmente el déficit fiscal y estabilizar la deuda pública, restablecer la sostenibilidad fiscal y remover el principal riesgo para el crecimiento económico que enfrenta el país...”³

En línea con tal necesidad, se han tomado una serie de medidas administrativas para el controlar el gasto y en diciembre del 2018, se aprueba y entra en vigencia la Ley de Fortalecimiento de las Finanzas Públicas (Ley 9635), aspecto con el cual se redujo la incertidumbre y se espera restablecer gradualmente la sostenibilidad de las finanzas públicas en el mediano plazo, con ello mejorar la confianza de ahorrantes, así como de las agencias financieras nacionales, extranjeros y multinacionales, sobre la capacidad del Gobierno para honrar sus obligaciones que permitirían el acceso a los recursos financieros requeridos para financiar el déficit fiscal.

La deuda pública costarricense se compone de las obligaciones que contraen, tanto a nivel nacional como internacional, el Gobierno Central, el Banco Central de Costa Rica (BCCR) y el resto del Sector Público No Financiero (SPNF).

Sin embargo, la tendencia de la deuda pública se explica, principalmente, por el endeudamiento del Gobierno Central, el cual incluye el Poder Ejecutivo, la Asamblea Legislativa, la Contraloría General de la República, la Defensoría de los Habitantes, el Poder Judicial y el Tribunal Supremo de Elecciones. En promedio el adeudo del Sector Público correspondiente al Gobierno Central representa el 99.2% del total, convirtiéndolo en el principal deudor, monto que la vez representa un 67.5% por ciento del PIB en 2020.

La deuda pública que acumulan el resto del SPNF y el BCCR representa, en promedio, una tercera parte de la deuda pública total, con una relación deuda/PIB que se ha mantenido estable, alrededor del 17 por ciento en los últimos doce años. Este resultado se deriva de la amortización continua que efectúa el BCCR de sus pasivos y de la naturaleza del endeudamiento que realizan las instituciones del resto del SPNF que permitan potenciar el crecimiento económico y, a su vez, aumentar los ingresos

³ Marco fiscal de mediano plazo, Dirección General de Presupuesto Nacional, Ministerio de Hacienda., pág. 37

obtenidos por la venta de bienes y servicios. A diferencia del resto del SPNF, el Gobierno Central se endeuda básicamente para cubrir sus gastos corrientes ante la insuficiencia de ingresos corrientes.

La deuda interna del Gobierno Central es el principal componente de la deuda pública total y la que explica la dinámica de su comportamiento. Para el 2020, el 76,25% de la deuda del Gobierno Central es deuda interna.

La gestión de la deuda en Costa Rica es conducida por el Ministerio de Hacienda y el Banco Central de Costa Rica. En principio, el Ministerio de Hacienda es responsable de emitir y administrar aproximadamente el 93% de la deuda pública, principalmente en vencimientos de más de 3 años, mientras que el Banco Central gestiona deuda con vencimientos menores a 3 años, donde ambas organizaciones han emitido deuda fuera de sus atribuciones en los últimos años. Si bien existe un grado de coordinación y comunicación entre estas instituciones, no existe una estrategia unificada de gestión de la deuda de mediano plazo.

Características de la base de inversionistas

En este apartado se realiza una breve descripción del mercado de valores costarricense, y a su vez se comentarán las características de los participantes, así como, de las limitaciones que presenta cada uno debido a la diferente normativa establecida por los reguladores, o por políticas internas que pueden afectar su participación en el mercado de valores nacional.

En el mercado de valores existen una variedad de participantes que se definen como la base de inversionistas, que demandan los títulos valores del Ministerio Hacienda. El Cuadro N°1, muestra el número de los participantes por estrato o segmento. Cada tipo de participante tienen giros de negocio, normativa reguladora y objetivos distintos, y es esto lo que define en gran medida la estructura de la demanda de bonos del gobierno.

Cuadro N°1: Participantes de la base de inversionistas del Ministerio de Hacienda.
(23 de marzo 2021)

Tipo de participante	Cantidad	Porcentaje de Tenencia de deuda interna del MH ^{1/}
Puesto de Bolsa	16	0,29%
Grupos Financieros	4	n.d.
Bancos	14	12,86%
Cooperativas	22	2,17%
Fondos de Inversión	13	2,36%
Asociaciones Solidaristas ^{2/}	5	0,93%
Seguros	6	6,15%
Operadoras de Pensión	10	39,16%

1/ Datos contruidos con información proporcionada por SUGEVAL. Las tenencias de otros sectores son: Empresas públicas no financieras 18,48%, Fideicomisos 9,09%, Personas físicas y jurídicas 4,16%, fundaciones 1,04%, empresas financieras 0,51%.

2/ Entidades que serán supervisadas por SUGEVAL, a partir del 1° de enero del 2021.

Fuente: Sugeval, Sugef, Supen. Sugese.

El mercado de valores costarricense es un mercado pequeño y cerrado, el mismo tiene diferentes sectores participantes, los mismos regulados por; Superintendencia General de Mercado de Valores (SUGEVAL), Superintendencia General de Entidades Financieras (SUGEF), Superintendencia General de Pensiones (SUPEN), Superintendencia General de Seguros (SUGESE), las cuales emiten diferentes lineamientos para el actuar de los participantes, estos lineamientos en ocasiones impacta la gestión del emisor soberano, ya que incide en la participación de éstos en la adquisición de emisiones del Ministerio de Hacienda, en los plazos de inversiones para cumplir con lo reglamentado por su ente regulador.

Aunado a lo anterior, en el mercado existen dos grandes emisores que compiten por los recursos, el Ministerio de Hacienda (MH) y el Banco Central, ambos persiguen objetivos diferentes, por un lado, el MH busca captar recursos para financiar parcialmente presupuesto, mientras que el BCCR incide en su política monetaria.

A continuación, se presentan las principales características de cada sector participante en el mercado de valores:

Cooperativas de Ahorro y Crédito

Las Cooperativas de Ahorro y Crédito se encuentran reguladas por SUGEF, su principal característica es que las reguladas son las de nivel de activos netos al 31 de diciembre de cada año superior a los $\text{¢}200,0$ millones⁴, las cooperativas con un menor saldo de activos realizan la reserva de liquidez en colones según la normativa del BCCR⁵, generalmente apuntan a plazos de inversión en corto y mediano (5 a 7 años). Cada cooperativa tiene su propia política de Inversión interna, se basa en los lineamientos y objetivos de cada cooperativa. Las cooperativas participan en inversiones OTC mediante la plataforma Tesoro Directo y también de Central Directo. Deben mantener la reserva de liquidez en colones únicamente en títulos del BCCR. Por lo que en grupo de cooperativas se logran distinguir dos perfiles, las cooperativas pequeñas menos reguladas, y las cooperativas grandes que funcionan de manera análoga a un banco comercial.

Asociaciones Solidaristas

Las Asociaciones Solidaristas no tienen una regulación específica en términos de inversión, no obstante, se está desarrollando en CONASSIF una normativa que se prevé inicie en 2021, la lista de entidades que serán reguladas por la SUGEF son 5. Al igual que las cooperativas tienen la obligación de mantener la reserva de liquidez en títulos del BCCR, ellas tienen su propia reglamentación en términos de inversión, igual se clasifican según su término de riesgo de acuerdo con las características y tamaño de cada entidad. Las asociaciones participan generalmente invirtiendo en títulos OTC a través de la plataforma de Tesoro Directo.

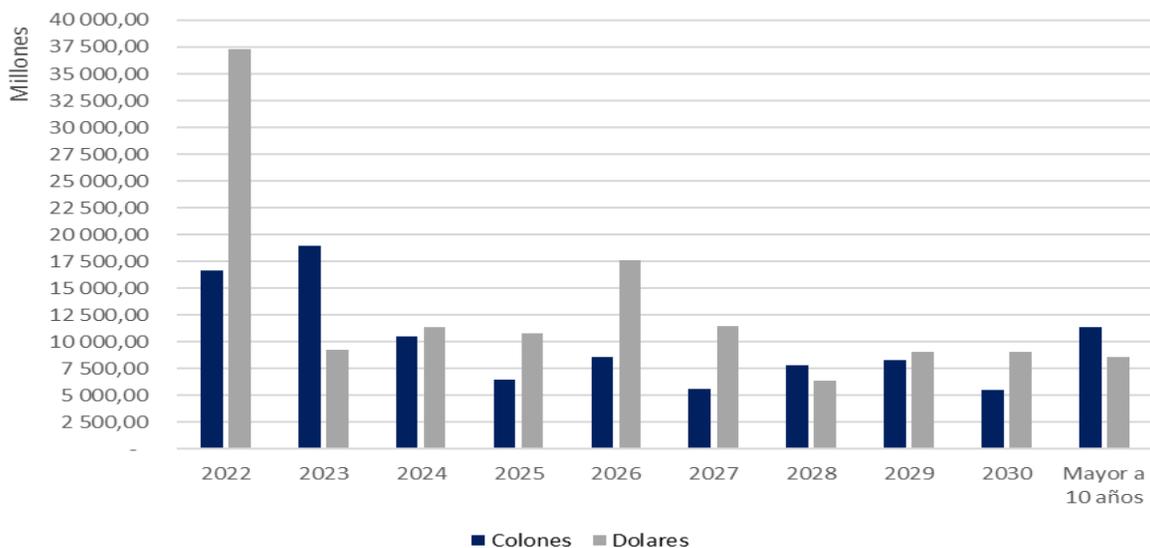
⁴ Aprobado en la Sesión 4856-96, artículo 2, numeral 2, celebrada el 31 de enero de 1996, publicado en la Gaceta 34, del 16 de febrero de 1996. Actualizado al 2 de abril de 2020 -sesión 5922-2020, artículo 9, numeral 1, del 18 de marzo del 2020 (fecha de entrada en vigencia de la reforma).

⁵ Las Cooperativas de Ahorro y Crédito que realizan operaciones financieras con no asociados y cuyo nivel de activos netos al 31 de diciembre de cada año sea igual o superior a los $\text{¢}200,0$ millones son sujetas al Encaje Mínimo Legal.

Fondos de Inversión

Los Fondos de Inversión realizan sus inversiones dependiendo de las características de cada uno, por ejemplo, los fondos de mercado de dinero, invierten a plazo no mayor a 180 días podrían valorar otros plazos menores, pero también se encuentran los fondos ingreso y crecimientos, quienes manejan diferentes opciones de inversión. Estos se beneficiarían de esquemas como Fondos Tesoros, de títulos con un atractivo para ser negociados en mercado secundario.

Gráfico 2: Perfil de vencimientos deuda del Ministerio de Hacienda para la tenencia de Fondos de Inversión por moneda, en millones (2022-2050).



Bancos Comerciales

Los Bancos Comerciales tienen como característica principal estar sujetos a los indicadores que establece la SUGEF como su ente regulador, esto incide en la demanda por los títulos valores. Entre los indicadores se encuentra el requerimiento del Indicador de Cobertura de Liquidez (ICL), el cual fue implementado a partir del 1 de enero del 2015, y representa una prueba de estrés sobre la liquidez de un banco con un horizonte de 30 días, donde se confrontan los activos líquidos de alta calidad (numerador) versus las salidas de efectivo netas (denominador). Entre otros indicadores normativos se encuentra la necesidad de cumplir con el indicador de Suficiencia Patrimonial que incide la capacidad de los intermediarios en adquirir inversiones en el Ministerio de Hacienda. Los Bancos también deben cumplir desde 2018 con la Norma Internacional de Información Financiera (NIIF) 9: Instrumentos financieros, que busca establecer los principios para la información financiera sobre activos financieros dentro de los estados financieros, necesaria para la evaluación de los importes, calendario e incertidumbre de los flujos de efectivo futuros de la entidad. Otro elemento que puede explicar la demanda del sector es la metodología de cálculo del Valor en Riesgo, la misma toma en consideración los precios de valoración para los 521 días en los que interviene el VeR, y no se consideran emisiones en las cuales no existen cotizaciones.

Los bancos tienen como preferencia invertir en títulos estandarizados que sirvan como garantía ICL, invertir en títulos no mayores a 3 años, invertir tanto en colones y dólares para cumplir con la suficiencia

patrimonial, también invertir en Títulos con poco tiempo de inscritos porque sus políticas internas no les permite tener concentraciones altas por series.

Operadoras de Pensión

Las Operadoras de Pensión son reguladas por la Superintendencia de Pensiones SUPEN, en el Reglamento de Gestión de Activos, del 2 de noviembre del 2018 se definen límites generales a las inversiones en el Sector Público. Los valores emitidos por el Sector Público local se pueden concentrar en hasta el 80% de la cartera total. Los valores emitidos en el mercado extranjero hasta el 25%. Este porcentaje puede ser ampliado hasta el 50% demostrando, con base en el cumplimiento de las disposiciones previstas en el “Título II. Gobierno de las Inversiones”, que la ampliación del límite cumple con lo establecido en el artículo 62 de la Ley de Protección al Trabajador. En valores emitidos por un mismo grupo o conglomerado financiero local, o en el ámbito internacional en un mismo emisor, sus subsidiarias y filiales, hasta el 10%.

Seguros

Con lo que respecta a las aseguradoras, no hay normativa en cuanto a límites de inversión por emisor. Queda a discreción de cada entidad los títulos en los que invierte, pero deben respetar lo establecido por SUGESE en el Reglamento sobre la Solvencia de las Entidades de Seguros y Reaseguros, en el Capítulo III Activos para la Cobertura de Provisiones Técnicas, Título III, Normas de Valoración de Activos y Pasivos que establece que las entidades solo deben invertir en activos e instrumentos cuyos riesgos puedan vigilar, gestionar y controlar debidamente. Los activos deben invertirse considerando la seguridad, liquidez y rentabilidad del conjunto de la cartera, además de mantener activos líquidos para respaldar sus provisiones técnicas a plazos menores a un año.

Inversionistas Extranjeros

Por último, existe la posibilidad de que inversionistas internacionales compren títulos de deuda interna, no obstante, éstos deben enfrentar barreras regulatorias y tributarias que inciden en su participación en el mercado de valores local. Debido al principio de concentración, los inversionistas extranjeros que deseen participar en el mercado local deben realizarlo a través de puestos de bolsa o bancos, autorizados para brindar los servicios, cumpliendo con la debida diligencia con el puesto de bolsa⁶. Adicionalmente el participante deberá completar la información de acuerdo con la Ley N° 8204, sobre estupefacientes, actividades conexas, legitimación de capitales, además de la Política Conozca a su Cliente, de la entidad; deben contratar a un puesto de bolsa autorizado, para que este realice la intermediación bursátil, reciba la asesoría correspondiente y ejecuten la venta o compra de valores. Lo anterior indica que debe contar con los servicios de un custodio local autorizado. En general, Mencionar las limitaciones de información que dispone el MH sobre este sector, además por el secreto bursátil el Ministerio de Hacienda no puede acceder a conocer los tenedores individuales de su deuda, solo por sector al cual pertenece.

⁶ Asimismo, si el participante extranjero participa en una subasta por un monto significativo, y dependiendo del tamaño y disponibilidad de capital del custodio, el participante deberá contar con los fondos previamente. Además, de necesitar una liquidación de la subasta diferenciada, usualmente superior a T+2.

Mecanismos y plataformas de colocación de valores y sistemas de compensación y liquidación.

La Tesorería Nacional utiliza 3 mecanismos de colocación⁷ para su deuda interna estandarizada: subasta de valores, colocación directa y contratos de colocación.

Subasta de Valores.

La Subasta de Valores es aquella en la que el agente colocador ofrece instrumentos de deuda en el mercado primario y las ofertas de los inversionistas se refieren tanto a la cantidad o al monto como al rendimiento o precio al que se desea comprar. El agente colocador deberá establecer en forma clara la regla que utilizará para la asignación, así como los casos en que se considerará desierta una subasta. Actualmente, el Ministerio de Hacienda utiliza las plataformas para negociar su deuda interna de SIOPEL de la Bolsa Nacional de Valores y SINPE del BCCR.

La Colocación Directa.

La Colocación Directa (ventanilla de valores (VEV)) es un mecanismo de colocación de valores emitidos en forma estandarizada, administrado por el emisor para colocar sus emisiones de valores directamente en el mercado financiero donde las ofertas de los inversionistas se refieren únicamente a la cantidad que se desea comprar al rendimiento o precio previamente establecido por el agente colocador; se puede utilizar las plataformas SIOPEL y SINPE.

En primer lugar, se desarrolló el servicio de Ventanilla de Valores Estandarizada en SINPE y, en segundo lugar, el de Subasta de Valores. Ambos servicios permiten la participación directa de los asociados al SINPE⁸ como inversionistas en la colocación de deuda interna en mercado primario, donde el emisor mantiene la organización y control operativo del mercado.

Contrato de Colocación.

El último mecanismo habilitado es el de Contrato de Colocación en donde el emisor y un suscriptor firman un contrato de colocación para la prestación de los servicios de colocación y distribución de valores, acatando las disposiciones sobre contratos de colocación contenidas en el Reglamento de Intermediación de Valores y Actividades Complementarias; se puede utilizar las plataformas SIOPEL y SINPE.

Independientemente del mecanismo de colocación, las colocaciones se pueden realizar fuera o dentro de bolsa, y con o sin la participación de un intermediario.

Cuando se realicen colocaciones por la Bolsa Nacional de Valores, estas se sujetarán a los mecanismos y disposiciones que la bolsa disponga por vía reglamentaria.

⁷ Artículo 42 del reglamento de oferta pública. “Existen tres mecanismos de colocación de valores: directa, subasta y contratos de colocación (...)”

⁸ Asociaciones solidaristas, Bancos, Puestos de Bolsa, Operadoras de Pensiones, Mutuales, Cooperativas, Gobierno, Financieras, Cooperativas de servicios públicas, casas de cambios, entidades remeseras, liquidadores externos, fondos de inversión se tienen 125 entidades conectadas.

Los mecanismos de colocación se encuentran regulados por el siguiente vasto número de normas:

- Ley de la Administración Financiera de la República y Presupuestos Públicos. (Ley N° 8131: artículo N° 80, publicada en el diario Oficial la Gaceta N° 198 el 18 de setiembre del 2001).
- Ley de Reestructuración de la Deuda Pública (Ley N° 8299, publicada en el diario Oficial la Gaceta N° 167 el 2 de setiembre del 2002), emitida por el Ministerio de Hacienda.
- Ley de Presupuesto Ordinario y Extraordinario de la República de Costa Rica, publicada en el diario Oficial la Gaceta N° 233, el 06 de diciembre del 2019, emitida por el Ministerio de Hacienda.
- Ley Reguladora del Mercado de Valores, (Ley N° 7732: artículos N° 10 y 12), publicada el 17 de diciembre de 1997, emitida por la Superintendencia General de Valores.
- Reglamento sobre Oferta Pública de Valores (artículos N° 42 y 43), publicado en el Diario Oficial la Gaceta N° 88 el 09 de mayo del 2006, emitido por la Superintendencia General de Valores.
- Reglamento del Sistema de Pagos (del 2 de mayo del 2018), cuya última versión fue publicada en el diario Oficial la Gaceta N° 87 el 21 de abril del 2020, emitido por el Banco Central de Costa Rica.
- Reglamento de Custodia (artículo N° 19), emitido por la Superintendencia General de Valores, publicado en el Diario Oficial La Gaceta N° 47 del 9 de marzo del 2015.
- Reglamento sobre valoración de instrumentos financieros (artículo N° 26) valoración, publicado en el Diario Oficial La Gaceta N° 168 del 28 de Agosto del 2009, emitido por la Superintendencia General de Valores.
- Reglamento de Compensación y Liquidación de Valores (artículos N° 8, 12 y 13), publicado en el Diario Oficial la Gaceta N° 124 del 29 de junio del 2009, emitido por la Superintendencia General de Valores.
- Normativa Complementaria de Subasta de Valores emitida por el Banco Central de Costa Rica del 13 de marzo del 2019.
- Tratado sobre Sistemas de Pagos y de Liquidación de Valores de Centroamérica y República Dominicana (Ley N° 8876, del 12 de enero del 2011).

El Ministerio de Hacienda cuenta con dos sistemas para colocar su deuda interna en el mercado primario. El Sistema de Negociación de Valores Estandarizados (SIOPEL) administrado por la Bolsa Nacional de Valores, en el que se transan los títulos valores en el mercado bursátil costarricense y se compone de varias ruedas transaccionales.

Por otro lado, la Subasta de Valores (SVA) servicio brindado por el Banco Central de Costa Rica por medio de la plataforma de SINPE, que es un canal de distribución de valores, administrado por el emisor (MH) para colocar sus emisiones de valores directamente en el mercado primario de valores, permite la participación de todos los usuarios de SINPE, tales como bancos comerciales, puestos de bolsa, cooperativas de ahorro y crédito, mutuales de ahorro y préstamos, operadoras de pensiones, administradores de fondos de inversión y entidades públicas.

Los valores que se coloquen por SVA, son objeto de oferta pública, cumpliendo con lo dispuesto en la Ley Reguladora del Mercado de Valores e inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios, con código ISIN, condiciones que permiten su negociación en mercado secundario, por medio de la Bolsa Nacional de Valores. El servicio SVA cuenta desde diciembre 2020 con el servicio de neteo en la liquidación de subastas y vencimientos de fechas focales de deuda interna, lo que permiten a la Tesorería Nacional una eficiente administración de la liquidez en el flujo de caja del Gobierno.

La plataforma SVA mantiene enlaces con los sistemas de compensación y liquidación; así como con los sistemas de las entidades de custodia, centrales de anotación en cuenta en BCCR (SAC), entidades de depósito, miembros liquidadores, el Sistema Nacional de Pagos Electrónicos (SINPE) y la Superintendencia General de Valores, de manera que se asegura una transmisión de los datos sobre los contratos bursátiles y su proceso de liquidación y compensación.

Las emisiones del Ministerio de Hacienda que se coloquen mediante estos servicios, favorecen la profundización del mercado y la eficiente formación de precios. La fundamental diferencia entre ambos sistemas, es el tipo de usuarios, en SIOPEL participan los puestos de bolsa autorizados y supervisados por Superintendencia General de Valores y en Subasta de Valores participan los usuarios de SINPE, incluyendo puestos de bolsa, bancos comerciales, cooperativas, mutuales, operadoras de pensiones, otros.

Las plataformas de negociación de la deuda interna mencionadas anteriormente, interactúan con los servicios de Compensación y Liquidación del país, donde el término compensación se refiere al proceso por el cual las entidades de compensación y liquidación, luego de cerrados los contratos bursátiles y que las respectivas entidades de custodia confirman los detalles de la transacción y la asignación de los titulares; calculan las obligaciones de liquidación, de modo que al término de cada proceso, cada miembro liquidador conoce cuáles son sus obligaciones finales de liquidación.

Mientras que el proceso de liquidación consiste en el cumplimiento de las obligaciones asumidas por los miembros liquidadores como consecuencia de la negociación, mediante la transferencia de valores del vendedor al comprador y la transferencia de fondos del comprador al vendedor.

Le corresponde a las entidades de compensación y liquidación establecer en el reglamento operativo los tipos de compensación y liquidación aceptadas por el Sistema. En donde los miembros liquidadores de las entidades de compensación y liquidación, pueden ser los puestos de bolsa y los bancos inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios como entidades de custodia autorizadas y las instituciones públicas que cumplan con los requisitos especiales que, para el efecto, la Superintendencia establezca mediante acuerdo de alcance general.

En cuanto a la organización del sistema de compensación y liquidación, el Sistema está integrado por las entidades de compensación y liquidación de valores, las cuales son: 1) bolsas de valores, 2) sociedades de compensación y liquidación y 3) centrales de valores que cumplan con los requisitos exigidos por la SUGEVAL, a las sociedades de compensación y liquidación.

El ciclo de operación de negociación de las plataformas de negociación: SIOPEL y Subasta de Valores (SVA) se conforma de los siguientes procesos: Convocatoria, Negociación, Asignación, Distribución y Confirmación, donde se concluyen todos los procesos y se procede a la liquidación en el Sistema de

Anotación en Cuenta (SAC), confrontando los valores anotados versus el efectivo recibido en el Sistema Nacional de Pagos Electrónicos (SINPE).

En donde el Sistema de Anotación en Cuenta (SAC), aplica para todos los valores provenientes tanto de emisores públicos como privados, que sean representados por medio de anotaciones electrónicas en cuenta que sean objeto de oferta pública.

El SAC funciona en 3 niveles: La anotación en cuenta de primer nivel, cuyo principal objetivo es garantizar que la suma de todos los tenedores de valores sea igual a la totalidad de la emisión. Para ello se realizará una conciliación diaria de las cuentas de todos los custodios, independientemente de la situación de cada valor (pendiente de entrega o de liquidación, pignorado o embargado, emisión pendiente de colocar, etc.) de forma que sumen la emisión completa.

El primer nivel tiene relaciones directas de tipo mayorista con las siguientes entidades: los emisores (suscripción, información estadística y cobro de derechos económicos); los diversos mercados (bolsas, interbancario); los custodios (puestos de bolsa y bancos).

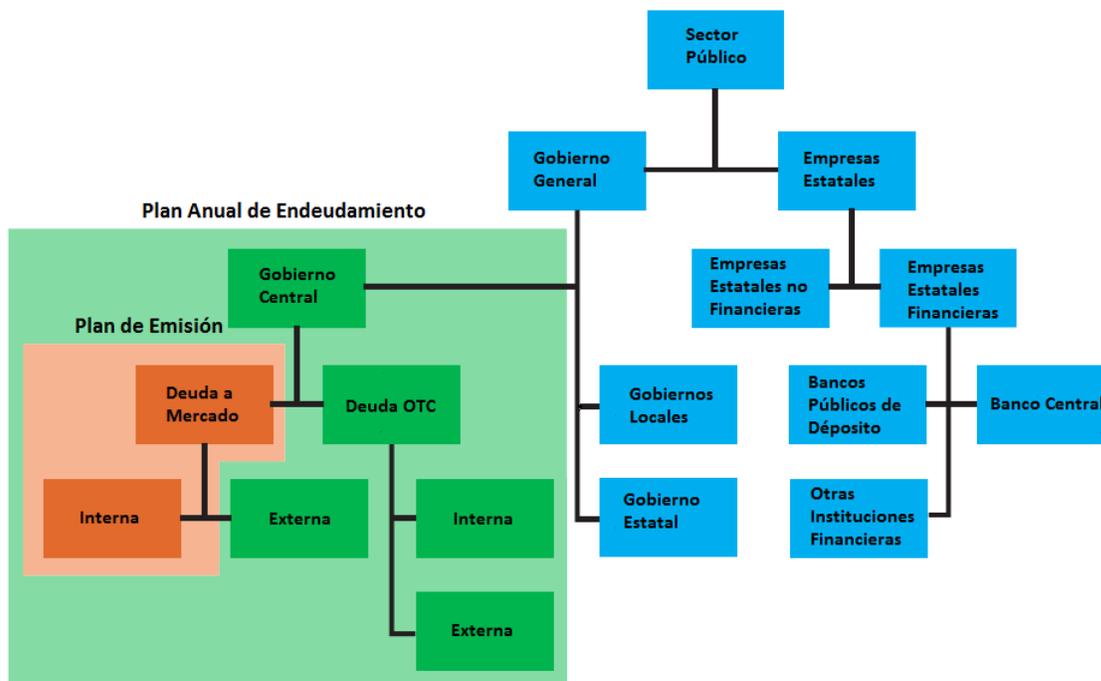
Custodia básica de segundo nivel, es la relación de los custodios con los inversionistas en los siguientes servicios: acceso a la anotación en cuenta del primer nivel; liquidación de las operaciones con valores; gestión de cobro de derechos económicos; estados de cuenta e información sobre las carteras de valores de los clientes.

El tercer nivel es la compensación y liquidación, la compensación y liquidación garantiza la integridad jurídica de los traspasos de valores, coordina de forma más eficaz la liquidación de valores y de fondos, y la liquidación en general de las operaciones con valores.

Alcance del Plan.

El alcance del Plan de Emisión de Deuda Interna Estandarizada del Gobierno Central abarca las colocaciones a mercado de los títulos de deuda interna, como se presenta en la Figura N°1.

Figura N°1: Ámbito del plan de emisión



Fuente: Banco Mundial (2015). Issuance Plan for Government Securities: Guidance Note.

Dado el alcance del Plan de Emisión de Deuda Interna Estandarizada del Gobierno Central, se debe separar el componente de deuda interna Over the Counter (OTC), y endeudamiento externo de la Estrategia de Gestión de la Deuda de mediano plazo, por este motivo la estrategia de endeudamiento interno es diferente pero coherente con la estrategia de colocación para la deuda total.

Necesidades de financiamiento anuales estimadas

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 estimadas que representan en promedio aproximadamente el 11,6% del PIB para los siguientes 5 años, tal y como se observa en el siguiente Cuadro N°2:

Cuadro 2 Necesidades y Fuentes de Financiamiento del Gobierno Central (% del PIB)

	Ejecutado		Por ejecutar					
	2020	2021e	Enero 2021	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Necesidades de Financiamiento	13,0%	13,5%	1,1%	12,4%	12,4%	11,2%	10,5%	8,8%
Déficit del Gobierno Central	8,1%	7,0%	0,5%	6,5%	5,9%	4,3%	3,4%	2,6%
Amortización Total	4,9%	6,5%	0,6%	5,9%	6,5%	6,9%	7,1%	6,2%
Fuentes de Financiamiento	13,0%	13,5%	1,1%	12,4%	12,4%	11,2%	10,5%	8,8%
Deuda Doméstica	8,6%	8,8%	1,1%	7,7%	8,3%	7,6%	8,3%	6,8%
Deuda Externa	2,8%	4,7%	0,0%	4,7%	4,0%	3,6%	2,2%	2,0%
Uso de activos y otros	1,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Fuente: Ministerio de Hacienda.

El mercado interno, históricamente ha sido capaz de absorber las necesidades del Gobierno Central, pero resulta necesario disponer de fuentes alternativas de financiamiento tales como líneas de crédito internas y externas, que permitan solventar necesidades temporales de liquidez, en condiciones favorables para las arcas del Estado.

Para el Ministerio de Hacienda la colocación de deuda interna en muchos casos representa la única fuente de financiamiento, debido a que en Costa Rica las emisiones de deuda externa bonificada, y las operaciones de crédito, requieren una aprobación especial por la Asamblea Legislativa.

Es importante mencionar que en Costa Rica la deuda pública se clasifica como interna o externa según su plaza de colocación, y no por la residencia de los inversionistas; esto es relevante ya que inversionistas extranjeros han demostrado apetito por la deuda interna, abriendo así las posibilidades de Hacienda para financiarse por encima de la capacidad de los inversionistas domésticos. Pero a pesar de esto, los inversionistas extranjeros experimentan restricciones operativas, reguladores que afectan su participación en el mercado de valores local, situación que es de interés de las autoridades de Gobierno, para lograr ampliar la base de inversionistas de la deuda interna.

Por el recurrente déficit fiscal existe una alta concentración de los portafolios de los inversionistas en el títulos del Gobierno Central, producto de esta concentración es que teóricamente se aduce que existe un límite a la capacidad de los participantes locales, el sector bancario, financieras y pensiones entre otros intermediarios deben cumplir con principios de diversificación, gestión de riesgos, indicadores y límites de inversión que reducen la capacidad del Ministerio de Hacienda de colocar sus títulos valores en el mercado interno para financiar el creciente déficit fiscal.

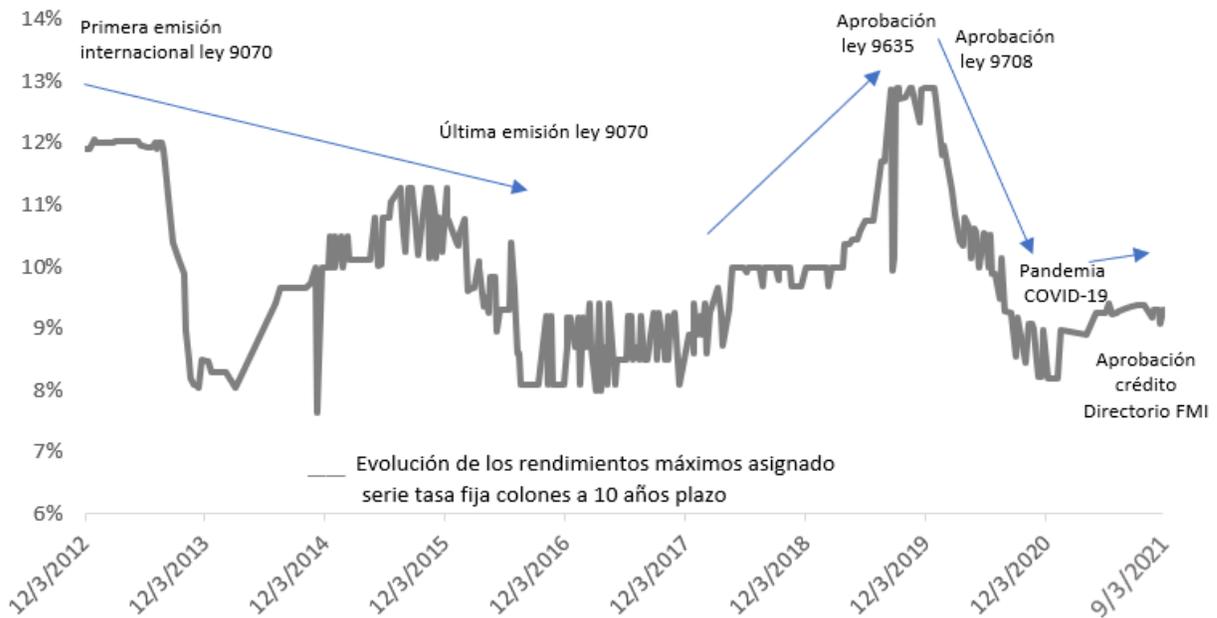
Entonces, a pesar de que existe una limitada capacidad de ahorro nacional, donde el ahorro neto como proporción del PIB mantiene un nivel promedio del 9.3% desde 1991 y hasta el 2020, lo cual evidencia que la capacidad de ahorro de la economía costarricense no ha aumentado y debido a las altas necesidades de financiamiento, las cuales han pasado de representar un 10% del PIB en el 2010 a ser estimadas en 13% del PIB debido a la pandemia del COVID-19.

En consecuencia, la adecuada gestión de la deuda y la reducción de presiones sobre las tasas de interés locales se encuentran condicionadas al acceso al financiamiento externo. Por ejemplo, para el 2019, el Gobierno fundamentado en necesidades de financiamiento recurrentemente altas y porque casi el 50% de esas necesidades brutas se explicaban por vencimientos de la deuda del Gobierno Central, es que el Ministerio de Hacienda planteó a la Asamblea Legislativa la colocación de 6000 millones de dólares distribuidos de manera que 1500 millones de dólares se colocaran en los años 2019 y 2020 y otros 1000 millones en 2021, 2022 y 2023. Esta estrategia pretendía eliminar las presiones de tasas de interés que provocarían las necesidades de financiamiento sobre el mercado local.

Finalmente, la Asamblea Legislativa aprobó en el 2019, mediante la Ley 9708, el monto de 1500 millones de dólares, lo que es solo una fracción de lo requerido para no ejercer presiones sobre las tasas de interés y estabilizar la deuda, a medida que la reforma fiscal empieza a surtir efecto, pero este efecto está siendo diluido por la desaceleración de la producción por las restricciones que plantea la pandemia del COVID-19 en la economía.

El gráfico 3 muestra que las emisiones de deuda externa han provocado menos presiones sobre los rendimientos por parte de los inversionistas, tal como se observa con la emisión internacional acaecida entre el 2012 y 2014 (Ley N° 9070) y más recientemente con la aprobación y colocación de 1500 millones de dólares el pasado mes de noviembre del 2019 (Ley N° 9708); así como la aprobación de la reforma fiscal por medio de la Ley del Fortalecimiento de la Finanzas Públicas (Ley N° 9635).

Gráfico 3: Evolución de Rendimiento Máximo Tasa Fija Colones a plazos mayores a 10 años



Fuente: Tesorería Nacional Ministerio de Hacienda

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, según la Estrategia de Deuda de Mediano Plazo para Gobierno Central. 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 como proporción del PIB, un 11,6% correspondió a financiamiento local. Para el año 2020 se redujo la deuda doméstica, para financiar el 8,6% del total de 13% del PIB, complementado con deuda externa (aprobación de préstamos externos) por 2,8% y uso de activos y otros (uso saldo de eurobonos 2019) por 1,6%. 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.

La estrategia de endeudamiento del 2021 -2024 y los escenarios de Crédito Público indican que se incorporarán emisiones de títulos en los mercados internacionales. Adicionalmente la estrategia de endeudamiento externo busca 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”⁹, y la aprobación de créditos de apoyo presupuestario.

A pesar del alto financiamiento requerido para los siguientes años, las emisiones de títulos en el exterior previstas para el periodo 2022-2024, solventarían un importante porcentaje de las

⁹ Informe Anual Sobre el Estado y Evolución de la Deuda Pública Interna y Externa. Dirección de Crédito Público.

necesidades brutas de financiamiento del Gobierno, por lo que la colocación en el mercado internacional es fundamental para mantener alejadas las presiones en el mercado interno y el cumplimiento del Plan de Emisión de la Deuda Interna Estandarizada del Gobierno Central.

Selección de instrumentos

Es importante reiterar que se pueden presentar desviaciones de la estrategia considerada ideal ("benchmark") 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.

La frecuencia de eventos en el mercado primario incide en el desarrollo del mercado secundario ya que se comporta como sustituto (UAEF, 2020b), por lo que se elige seguir el esquema de colocación de series de referencia para fomentar el desarrollo del mercado de deuda, para reducir las primas de liquidez en los costos de captación del emisor soberano.

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

Cuadro 3: Estrategia de Deuda Interna Mediano Plazo con cambio de escala¹⁰.

Moneda	Tipo de Tasa	Estrategia deuda interna
Colones	Fija	56,00%
Colones	Básica	15,00%
Colones	Descuento	9,76%
Dólares	Fija	7,32%
UDES	Indexado	12,20%

Fuente: Tesorería Nacional.

Cuadro N°4: Estrategia de Deuda Interna Mediano Plazo, (con cambio de escala)⁹ por plazo.

Moneda	Tipo de Tasa	Plazo al vencimiento	Estrategia deuda interna
		(años)	
Colones	Descuento	1	9,76%
Colones	Fija	3	15,85%
Colones	Fija	5	15,85%
Colones	Fija	7	24,39%
UDES	Fija	10	6,10%
UDES	Fija	15	6,10%
Dólares	Descuento	1	0,00%
Dólares	Fija	5	0,00%
Dólares	Fija	10	7,32%
Colones	Básica	12	14,63%

Fuente: Tesorería Nacional, con datos de la Dirección de Crédito Público.

¹⁰ Cabe aclarar que la estrategia de colocación presentada en el cuadro N°3 presenta un cambio en la escala, de la estrategia publicada por la Dirección de Crédito Público que tiene como ámbito la deuda total del Gobierno Central. El cambio de escala se realiza para reflejar el ámbito del Plan de Emisión el cual corresponde a la Deuda Interna a mercado, la cual representa para el 2020 un 56% de la deuda total.

Tomando en consideración la presente estrategia de colocación de mediano plazo y dada la situación fiscal, este sería un período de transición del Plan de Emisión, pero se definen los lineamientos de emisión siguiendo el esquema de series de referencia:

Con la entrada en vigencia de la Ley N°9635 Ley de Fortalecimiento de las Finanzas Públicas, el 01 de julio del 2019, se procedió a cerrar las series vigentes al 30 de junio, con la tasa impositiva del 8%, y se crearon series benchmarks tasa fija, cero cupón y variables tanto en colones como en dólares con el impuesto del 15%.

Para la creación de las series vigentes a partir de julio 2019, se tomó en consideración el perfil de vencimientos del Gobierno para los próximos años, así como los meses focales de vencimientos, para definir los meses en los plazos de referencia de las series a inscribir, de manera que no existieran mayores presiones en los vencimientos (selección oportunista). En este sentido se procedió con la inscripción de las series de la siguiente forma:

Título	Plazo	Mes vencimiento	Monto de Emisión
Tasa Fija Colones	3	febrero, junio, agosto (escenario oportunista)	¢500.000.000.000,00
	5		
	7		
	10		
	15		
Tasa Fija Dólares	5	julio	\$800.000.000,00
	7		
	10		
	15		
Tasa Variables	10	enero	¢500.000.000.000,00
	20		

Con el Plan de Emisión, el proceso de inscripción de series seguirá los siguientes lineamientos:

- Para la creación de series nuevas se deberá considerar:
 - Que la serie se haya colocado en al menos 75% del monto de emisión.
 - Cambios en las tasas faciales por condiciones de mercado.
 - Cambios tributarios asociados a los impuestos sobre inversiones en valores de deuda.
 - Condiciones macroeconómicas (actividad económica, y recaudación de ingresos).
 - Demanda del mercado y sus participantes (casos excepcionales justificados).
- Se inscribirán series nuevas tasa fija cada dos años en los plazos largos de referencia de 3, 5, 7, 10 y 15 años. Es decir por ejemplo, la serie a 3 años a 1440 días, la serie a 5 años a 2160, la serie a 7 años a 2880 años, 10 años se inscribirá a 3960 días, la serie a 15 años a 5760 días a lo sumo.

- Los cupones de los títulos inscritos serán a rendimientos de mercado vigentes en el momento de su inscripción, es decir los títulos se venderán lo más próximo posible a la par en su primera colocación. El emisor podría inscribir las emisiones con cupones inferiores a los rendimientos vigentes, si las autoridades perciben tendencia futura a la baja de las tasas de interés.
- No se realizarán reaperturas¹¹ de las series, en tanto las reaperturas (o incrementos de saldos) son sustitutas del mercado secundario y reducen la liquidez de éste.
- En el caso que una serie coloque la totalidad del monto de emisión y existan dos de las siguientes tres condiciones: demanda por el plazo, no exista choque con las concentraciones definidas por la estrategia, necesidades de caja críticas, se inscribirá una serie entre 180 y 360 días más larga que la serie sin saldo. Lo anterior, con el fin de mantener el año del bono benchmark.
- No se inscribirán títulos de renta fija cuponados a plazos menores de 540 días.
- Las operaciones de gestión de pasivos se concentrarán en todas las series menores a 1080 días al vencimiento, y se canjearán por los títulos de referencia. El objetivo de estas operaciones de gestión de pasivos será suavizar las concentraciones del perfil de vencimientos al canjear al menos el 30% de esos vencimientos por serie (riesgo de refinanciamiento)¹².
- Los plazos de referencia de títulos tasa fija en colones serán 3, 5, 7, 10 y 15 años, y para los títulos en dólares, los plazos: 5, 7, 10, y 15 años, según análisis de conglomerados (UAEF, 2020b). El emisor podría inscribir emisiones en dólares a plazos menores de 5 años, si las autoridades perciben oportunidades en la gestión de financiamiento interno y/o en los objetivos de la estrategia de endeudamiento público del Gobierno.
- Se mantiene principios de no fragmentación de las series para los títulos indexados y de tasa variable, aunque estos no son instrumentos de referencia.
- El monto de inscripción de las emisiones deberá considerar las necesidades de financiamiento, la estrategia concentración mínima, y prever un porcentaje de la serie para las operaciones de gestión de pasivos, al menos 30% (promedio histórico).
- El tamaño de las series será¹³:
 - 700.000.000.000 colones para títulos de tasa fija
 - 300.000.000 dólares para títulos de tasa fija.
 - 500.000.000.000 colones para los títulos de tasa variable
 - 400.000.000 UDES, para los títulos en Unidades de Desarrollo.
- Los títulos cero cupón serán inscritos a los plazos de 6, 12 y hasta por un máximo de 18 meses, con vencimiento a los 15 de cada mes, tendrán un saldo de 100.000.000 colones y se usarán para operaciones de gestión de caja.
- Se procurará que los rendimientos de títulos cero cupón tengan referencia en negociaciones del BCCR, con el fin de mantener la coordinación con la política monetaria en los tramos menores a dos años donde el BCCR coloca su deuda.

¹¹ Una reapertura hace referencia a una situación donde una serie off the run o sin saldo, se le agrega saldo para una nueva emisión.

¹² Los objetivos de las operaciones de gestión de pasivos no se limitan al de refinanciamiento, sino, además de buscar la recomposición del portafolio, en términos del costo por servicio de la deuda, objetivos que no serán excluyentes entre sí.

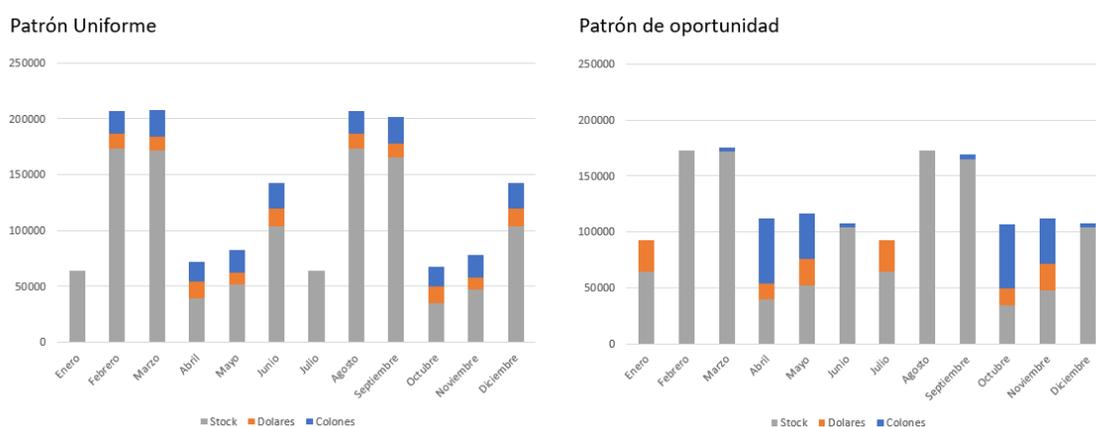
¹³ Recuadro 1.

- Se deberá colocar al menos el 75% de saldo de una serie antes de una nueva inscripción, para mantener la profundidad de la serie.

La definición de los meses para la asignación de las fechas de los cupones puede seguir dos patrones, el patrón de oportunidad indica que se deben asignar los nuevos cupones a los meses con poca carga del servicio de la deuda; el patrón uniforme consiste en asignar un mes a cada vencimiento, lo que tiene como ventaja que los cupones quedan distribuidos durante el año y se administra el riesgo de liquidez.

La propuesta de la TN es mantener el patrón de oportunidad mientras se hace la transición a series de referencia, debido a que actualmente los cupones se encuentran concentrados en los meses focales de febrero, marzo, agosto y setiembre.

Figura N°5: Ejemplo de calendarización de cupones para series nuevas según escenarios uniforme y oportunista.



Fuente: Unidad de Análisis Económico y Financiero (UAEF) (2020b).

El cambio del escenario oportunista al uniforme requiere un período de transición estimado en 5 años aproximadamente, debido a que se requiere que un grupo de instrumentos colocados en las fechas focales llegue a su vencimiento para suavizar el perfil del servicio de la deuda futura.

Recuadro 1: Tamaño de las series requerido para emisiones de referencia a inscribirse cada dos años.

Para la definición de las series de referencia se toman en cuenta las siguientes variables:

- Un porcentaje de colocación por canjes, definido en 30% según el histórico.
- Las necesidades de financiamiento brutas al PIB promedio de los próximos dos años, información incluida en el ejercicio presupuestario 2021, por la Dirección de Crédito Público.
- Las concentraciones de la Estrategia de Deuda Mediano Plazo para garantizar que los porcentajes expuestos por la estrategia sean factibles.
- El número de líneas por plazo de las estrategias, por ejemplo, en títulos a 3 años solo hay una serie, pero para títulos mayores a 5 a años hay 3 series.

- Los años que se desean las series estén “on the run” el tamaño de la serie tiene que ser lo suficientemente grande para evitar nuevas inscripciones por llenado o ampliaciones de los saldos de las series, y garantizar su vigencia por al menos 2 años.

Tomando en cuenta todo lo anterior se procede a los realizar los cálculos en el siguiente cuadro. Este cuadro muestra los resultados obtenidos para las emisiones de Costa Rica, según las variables planteadas y la estrategia de la Dirección de Crédito Público re-escalada para la deuda interna del Gobierno Central.

Estimaciones saldo de una serie (con financiamiento externo)			
Instrumento	Saldo mínimo requerido	Saldos a escala de dos años	Saldo inscripción actual (Millones)
TP	689.181,28	1.378.362,57	500.000,00 [700.000,00]
Variables	295.363,41	590.726,82	500.000,00
UDES	370,53	741,06	400
Tp\$	71,79	143,58	300

Un tamaño de inscripción menor al mínimo requerido indicado en el cuadro provocaría que la estrategia de colocación de deuda de la Dirección de Crédito Público no sea factible.

Unidad de Análisis Económico y Financiero (2020b).

Dado el perfil de vencimientos observado del 2020-2024, la selección de los meses focales de vencimiento de las emisiones se procurará realizar en la modalidad de selección oportunista (en meses con menores presiones en el perfil) y para el periodo del 2025 en adelante, se fijan los meses que se detallan a continuación:

	Meses focales	
	Periodo 2020-2024	Del 2025¹⁴ en adelante
Tasa Fija Colones	Enero-Febrero-Junio-Agosto-October	3-5-7 Marzo-Setiembre 10-15 Junio
Tasa Fija Dólares	Mayo-Julio-Noviembre	Mayo - Noviembre
TPRAS	Enero-Abril	Abril-October
Tasa básica u otra referencia	Enero	Abril-October
TUDES	Enero	Enero, Julio

¹⁴ En el escenario que se cumplan las reformas del Gobierno y la deuda pública se establece en el 60% del PIB.

Operaciones de Gestión de Pasivos (OGP).

La estrategia de gestión de pasivos es un complemento perfecto del Plan de Emisión de Valores de la Deuda Interna Estandarizada, ya que las operaciones de gestión de pasivos forman parte de los lineamientos para la emisión de series de referencia, al mitigar el riesgo de refinanciamiento que genera tener pocas líneas de emisión u otros riesgos identificados. Por lo tanto, la elección de los títulos a comprar debe ser fundamentada en un proceso técnico que mejore las condiciones generales del portafolio desde un enfoque de la optimización.

Para ello resulta necesario brindar seguimiento a un conjunto de indicadores de línea base que permitirán identificar el efecto de la operación de gestión de pasivos sobre el portafolio de deuda, siendo el objetivo de la recompra y canje de deuda, reducir el riesgo de refinanciamiento producido por las emisiones de referencia.

Conforme los lineamientos para la emisión de los valores de referencia (benchmarks), el monto de inscripción de las series deberá prever un porcentaje de la serie para las operaciones de gestión de pasivos de al menos 30% (promedio histórico) de su total.

Además, se indica que las operaciones de gestión de pasivos se concentran en todas las series menores a 1080 días al vencimiento, y se canjearán por los títulos de referencia. El objetivo de estas operaciones de gestión de pasivos será suavizar las concentraciones del perfil de vencimientos al canjear al menos un tercio de esos vencimientos.

Calendario subasta y organización de las subastas.

El calendario de subastas es propuesto por la Tesorería Nacional a la Comisión de Subastas de Deuda Interna del Gobierno de la República, una vez aprobado se comunica al mercado a través de un Hecho Relevante.

De las recomendaciones del diagnóstico del FMI del 2018, la Tesorería Nacional implementó desde enero 2019 y a la fecha, un calendario trimestral de subastas que comunica no solo las fechas de subastas y su liquidación, sino el tipo de instrumento a colocar, la moneda, el plazo de colocación, la plataforma donde se colocarán los valores (SIOPEL-SINPE) y fechas fijadas para las operaciones de pasivos, lo cual brinda información clave a los inversionistas para la toma de decisiones de sus portafolios, a la vez que permite, por las fechas libres de subasta y rotación de plazos de referencia, fomentar las negociaciones y fijación de precios en el mercado secundario.

En términos de la organización de las subastas, el Ministerio de Hacienda se rige por la normativa del mercado de valores emitida por la SUGEVAL, y particularmente, la operativa de las subastas a lo interno del Ministerio se rige por decretos que constituyen los comités, que participan en la toma de decisiones en las operaciones de gestión de deuda interna (subastas, canjes de deuda, subastas inversas, otros).

Comunicación con el mercado

Cada seis meses, se presentará una meta de endeudamiento semestral que se encuentra circunscrita al Plan de Emisión de Deuda Interna Estandarizada, al Plan Anual de Financiamiento y a la Estrategia de Endeudamiento de Mediano Plazo. En esta presentación, la Tesorería Nacional mostrará los resultados del semestre, así como la estrategia y monto a colocar del semestre, congruente con la estrategia de gestión de la deuda de mediano plazo. La Dirección de Crédito Público por su parte presentará lo concerniente a la evolución del portafolio de deuda, y el endeudamiento externo.

Revisión y Ajustes

El Plan de Emisión se ajustará anualmente, con revisiones semestrales sobre la evolución de las metas de endeudamiento y las concentraciones por instrumento asociadas a la estrategia.

Se realizará un informe de seguimiento anual identificando los factores que impiden la convergencia a la Estrategia de Gestión de la Deuda de Mediano Plazo.

Coordinación con Gestión de Caja

La gestión de caja se encuentra en la Tesorería Nacional, por la que la coordinación es estrecha, debido a que existen mecanismos para favorecer la coordinación y el flujo de información sobre los saldos de caja y las necesidades de caja, en forma periódica.

Coordinación con BCCR

Mediante reuniones mensuales se coordina con el BCCR temas de tasas de interés, para mantener la coherencia entre los rendimientos ofrecidos y la política monetaria. La estrategia de coordinación se enfoca en la segmentación de la curva de rendimientos en 2 tramos, el tramo monetario (BCCR) de títulos menores a 3 años y el tramo de deuda con títulos del MH con vencimiento mayor a 3 años.

Es claro que los objetivos del BCCR y el Ministerio de Hacienda son distintos por lo que pueden ocurrir diferencias en la coordinación, por lo que el espacio de reunión entre los funcionarios técnicos de ambas dependencias busca minimizar esas divergencias en la coordinación.

Durante la presentación del Plan de Endeudamiento, el BCCR participará comunicando su estrategia.

Balance de riesgos

En este apartado se enumeran los elementos que de ocurrir comprometen el cumplimiento del Plan de Emisión:

- Atrasos en los desembolsos de financiamientos externos o la carencia de financiamientos.
- No acceso a líneas crédito.
- Gestión de Activos (Inversiones) por excedentes de caja.

- Cambios en la Política de Endeudamiento Público, la Estrategia de Endeudamiento, el Plan Anual de financiamiento de la Dirección de Crédito Público, modificará lo descrito en este Plan de Emisión.
- Los recurrentes Presupuestos Extraordinarios podría aumentar las necesidades de financiamiento descritas en el plan, y pueden propiciar que una serie de referencia se agote.
- Perturbaciones internas y externas.

Bibliografía consultada

- Banco Mundial (2015). Issuance Plan for Government Securities: Guidance Note.
- Banco Central de Costa Rica (2020). Revisión del Programa Macroeconómico 2020-2021.
- Departamento de Política de Endeudamiento de Mediano y Largo Plazo. Estrategia de Deuda de Mediano Plazo para Gobierno Central. Dirección de Crédito Público.
- IMF and World Bank (2001). “Developing benchmark issues”, Developing Government Bond Markets: A Handbook.
- Fondo Monetario Internacional, Banco Mundial (2009). Formulación de una estrategia de gestión de la deuda a mediano plazo: Nota de orientación para las autoridades nacionales.
- Tesorería Nacional. (2012). Políticas Generales de Captación por medio de Valores de Deuda Interna. Ministerio de Hacienda
- Tesorería Nacional. (2012). Procedimientos internos. Ministerio de Hacienda.
- Unidad de Análisis Económico y Financiero (2019). Marco Teórico del Plan de Emisión de Deuda Interna del Gobierno Central de Costa Rica. Tesorería Nacional.
- Unidad de Análisis Económico y Financiero (2019). Estrategia de Gestión de Pasivos. Tesorería Nacional.
- Unidad de Análisis Económico y Financiero (2020a). Ficha metodología de la Encuesta a Participantes del Mercado y Análisis Preliminar de Resultados. Tesorería Nacional.
- Unidad de Análisis Económico y Financiero (2020b). Lineamientos de emisión de series de referencia. Tesorería Nacional.
- Unidad de Análisis Económico y Financiero (2019). Lineamientos Criterio sobre la implementación de subastas de monto fijo en las emisiones de mercado primario del Ministerio de Hacienda. Tesorería Nacional.
- Unidad de Atención de la Deuda. (2020). Estructura y características de la base de inversionistas (borrador). Tesorería Nacional.
- Unidad de Control y Registro de Operaciones de Deuda (2020). Infraestructura de negociación y liquidación de valores: descripción y aspectos de mejora (borrador). Tesorería Nacional.