



**ESTADO
DE LA NACIÓN**

Informe Estado de la Nación en Desarrollo Humano Sostenible 2018

Investigación de base

Seguimiento de las finanzas públicas y
gestión de la deuda

Investigadores:

Manfred Esquivel Monge
Valerie Lankester Campos

San José | 2019



Contenidos

Presentación.....	4
Resumen Ejecutivo.....	5
Introducción	5
Seguimiento de las finanzas públicas	6
Evolución general de las finanzas públicas, 2000-2018	7
Ingresos del gobierno central	9
Gasto del gobierno central	13
Deuda pública.....	17
Medidas del Ministerio de Hacienda ante el déficit de las finanzas públicas, 2016-2018	25
El déficit del 2018 fue menor de lo esperado, ¿por qué?.....	29
Gestión de pasivos del Ministerio de Hacienda	34
Perfil de la deuda soberana del Ministerio de Hacienda por plazos al vencimiento	35
Perfil de la deuda soberana por moneda.....	41
Estrategia de colocación de deuda soberana	42
Cantidad de eventos de colocación y variedad de plazos	42
Títulos estandarizados vs. no estandarizados	49
Contraste entre la estrategia anunciada y la ejecutada del emisor	50
Mejores prácticas internacionales y recomendaciones de organismos internacionales	52
Implementar una política de emisión regular a plazos de referencia preestablecidos	52
Sustituir las colocaciones directas por subastas competitivas.....	55

Eliminar las restricciones que impiden la participación de algunas instituciones en subastas y canje	57
Ampliar el tipo de inversionistas que accede directamente al mercado primario de deuda pública.....	57
Coordinación entre los dos emisores soberanos (Ministerio de Hacienda y Banco Central de Costa Rica) para emisión de su deuda	59
Permitir la reutilización del subyacente durante la vida de las operaciones de reporto.....	61
Evaluar en el mediano plazo la necesidad de contar con la figura de Creadores de Mercado.	62
Consideraciones finales.....	65
Referencias	69
Anexos	71

Presentación

Esta Investigación se realizó para el capítulo de Oportunidades, Estabilidad y Solvencia Económicas, del Informe Estado de la Nación 2019.

Las cifras de esta investigación pueden no coincidir con las consignadas en el Informe Estado de la Nación 2019 en el capítulo respectivo, debido a revisiones posteriores. En caso de encontrarse diferencia entre ambas fuentes, prevalecen las publicadas en el Informe.

Resumen Ejecutivo

Durante las últimas dos décadas, el balance de las finanzas públicas ha sido deficitario, con excepción de dos años. En este tiempo, la discusión sobre la necesidad de una reforma fiscal se ha dado en cada una de las administraciones desde el 2002. Desde el año 2016 el tema ha tenido predominancia dado que los indicadores de solvencia se acercaban a niveles críticos de acuerdo con diferentes evaluaciones de sostenibilidad. Por lo que este estudio pretende caracterizar, analizar y evaluar las medidas administrativas y de gestión de deuda tomadas por el Ministerio de Hacienda en dicho período.

Además, y dado que en diciembre del 2018 se aprobó en la Asamblea Legislativa la Ley de Fortalecimiento de las Finanzas Públicas, con medidas tanto para el gasto de gobierno como para la estructura tributaria, se quiere analizar los efectos previstos en esta ley. Para ello, se examina la evolución de las finanzas públicas desde el año 2000 así como la gestión de deuda desde el año 2006 de acuerdo con los criterios de mejores prácticas. Con base en estos elementos, se concluye con consideraciones hacia el futuro sobre la sostenibilidad fiscal y sobre la discusión del proyecto de ley para el endeudamiento externo.

Introducción

En cuestión de diez años Costa Rica pasó de tener un superávit en el balance financiero del gobierno central a tener una posición deficitaria e insostenible. La implementación de una política fiscal expansiva como respuesta a la crisis financiera del 2008, basada en un aumento permanente en los gastos corrientes es la principal causa. Sin embargo, también se ha manejado la hipótesis de que la gestión de deuda realizada por el Ministerio de Hacienda puede haber contribuido a que el desbalance financiero se agravara más rápidamente.

Se conoce que una posición fiscal débil prolongada disminuye de manera constante el margen de maniobra y respuesta para enfrentar las consecuencias de impactos macroeconómicos externos negativos o a desastres naturales. Además, conforme pasa más tiempo sin que se tomen decisiones para solucionar esta vulnerabilidad, la incertidumbre se traduce en una mayor prima por riesgo, desplazando la inversión empresarial y aumentando los costos del manejo de tesorería. Y como consecuencia inevitable, las principales agencias calificadoras revisan hacia la baja la calificación de los bonos soberanos.

A su vez, se debe considerar la afectación del factor de fragmentación política que ha tenido el caso costarricense durante las últimas dos décadas. Reflejo irrefutable de ello es el tiempo que transcurre en la aprobación de proyectos de ley, como sucedió con las propuestas para el fortalecimiento de las finanzas públicas en donde pasaron más de tres administraciones y se tuvo que llegar a un punto de solvencia crítico para que los diputados aprobaran dicha reforma.

En este marco, este estudio se propone dar seguimiento a los principales indicadores fiscales en Costa Rica durante los años recientes, 2016 - 2018, en perspectiva comparada con un plazo más largo, de 2002 hasta la actualidad, para después analizar las estrategias del Ministerio de Hacienda en la gestión de la deuda, la recaudación y la distribución del gasto público, a partir del cambio estructural en las finanzas públicas que se dio en el 2008.

Para ello, el documento tiene dos secciones principales y una última de consideraciones finales. En la primera se describe y analiza de manera detallada la evolución de las finanzas públicas, y las decisiones del Ministerio de Hacienda que han afectado dicha evolución. Se pretende dar una idea clara de la evolución y las principales características de sus determinantes. Así como una estimación del impacto de las medidas que tomó el MH desde el 2016 ante la no aprobación de la ley de fortalecimiento de las finanzas públicas y un análisis del porqué el déficit financiero en el 2018 fue más bajo de lo proyectado.

La segunda, se enfoca en analizar la gestión de pasivos que ha efectuado la Tesorería con la intención de evaluarla en comparación con las mejores prácticas internacionales. Se pretende analizar las estrategias que ha utilizado el Ministerio de Hacienda en los últimos 12 años para obtener el financiamiento de sus principales compromisos en el marco de las recomendaciones de las buenas prácticas internacionales de gestión de deuda soberana. También, se ofrece como una aproximación de rendición de cuentas, un análisis comparativo del plan de endeudamiento anunciado semestralmente con respecto a lo que efectivamente se coloca en el mercado local.

En esta sección también se incluye una descripción la función del Ministerio de Hacienda dentro del desarrollo del mercado de deuda costarricense.

Las consideraciones finales pretenden ser un espacio de discusión más distendido al referirse de manera subjetiva las principales conclusiones del estudio, así como a lo que se considera puede pasar en un futuro cercano con respecto al proyecto de ley sobre la emisión de bonos de deuda externa en el mercado internacional.

Seguimiento de las finanzas públicas

Al describir de manera general, la evolución de las finanzas del Gobierno Central desde el año 2000, se pone en perspectiva la situación actual. La trayectoria observada del balance entre ingresos y gastos, especialmente después de la crisis financiera del 2008, han conducido al país a un punto crítico en términos de sostenibilidad fiscal. Sin ella, la estabilidad macroeconómica y el dinamismo del crecimiento económico se ven amenazados.

Esta primera sección pretende caracterizar y analizar los principales indicadores fiscales. En este contexto, también se estudian las decisiones que ha tomado el Ministerio de Hacienda para afectar dicho comportamiento, dando especial énfasis a las disposiciones del último trimestre del 2018.

Evolución general de las finanzas públicas, 2000-2018

Al observar el comportamiento de las de las finanzas públicas en Costa Rica en las últimas dos décadas, específicamente de su balance financiero (ingresos totales menos gastos totales) se puede pensar en dos períodos: del año 2000 al 2008, en donde se dio una mejora significativa; y del 2009 al 2018, en donde las tensiones sobre ese balance fueron incrementándose con los años.

Durante el primer período, en el 2002 se registró un déficit de 4,4% del PIB, mientras que en los años 2007 y 2008 se experimentó un superávit de 0,6% y 0,2% del PIB respectivamente. Esta mejora en el balance fiscal es atribuible a una disminución en los gastos del gobierno central y a un aumento en los ingresos tributarios asociado el fuerte crecimiento de la economía que se presentó durante esos años.

El segundo período inicia en el 2009, después de detonada la crisis financiera internacional, que impactó el crecimiento económico (-0,97% en el 2009), y se caracteriza por un deterioro fiscal importante, motivado por una desaceleración en los ingresos tributarios y una política expansiva de gasto entre 2008 y 2010. El balance financiero pasó de un superávit de 0,2% del PIB en 2008 a un déficit de 5,4% del PIB en 2013.

Las

Gráfico 1

Gobierno Central, resultado financiero como porcentaje del PIB, 2000 – 2018

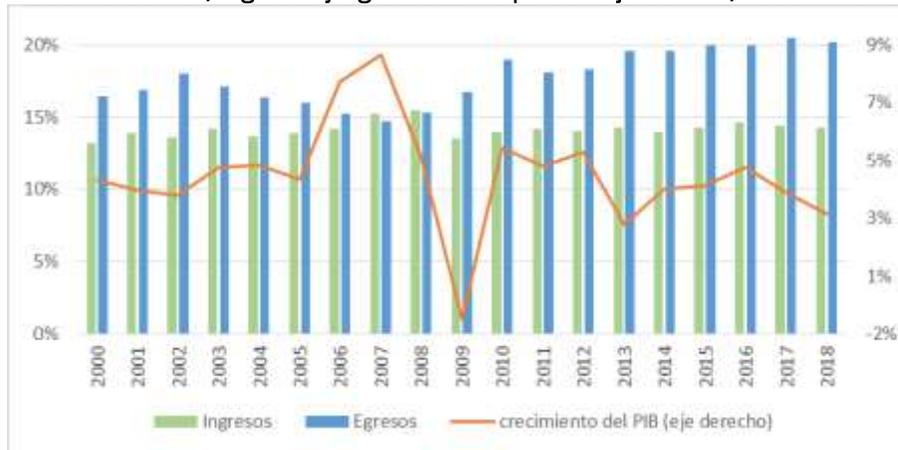


Fuente: Elaboración propia con base en datos del BCCR y el MH.

características mencionadas de ambos períodos se hacen evidentes en el Gráfico 1 y el Gráfico 2. El primero, muestra la evolución del resultado financiero del gobierno central, desagregado por el balance primario (la diferencia entre ingresos y gastos sin intereses) y el gasto en intereses. Es claro que el incentivo fiscal, o política fiscal expansiva, implementado en el 2009 para estimular a la economía tuvo repercusiones negativas en temas de sostenibilidad fiscal.

Gráfico 2

Gobierno Central, ingresos y egresos como porcentaje del PIB, 2000 – 2018



Fuente: Elaboración propia con base en datos del BCCR y el MH.

En el Gráfico 2 se muestra la evolución de los ingresos y gastos como porcentaje del PIB, así como la tasa real de crecimiento interanual de esa variable. Nótese cómo a inicios de la década de los años dos mil, la situación financiera no era tan diferente a lo experimentado en los primeros años de la década siguiente, 2010-2012: el déficit financiero rondaba el 4% del PIB y el crecimiento de la economía estaba entre 3% y 3,5%. ¿Cómo resolvió el Gobierno Central el problema de las finanzas públicas a inicios de la década y por qué la solución no fue sostenible?

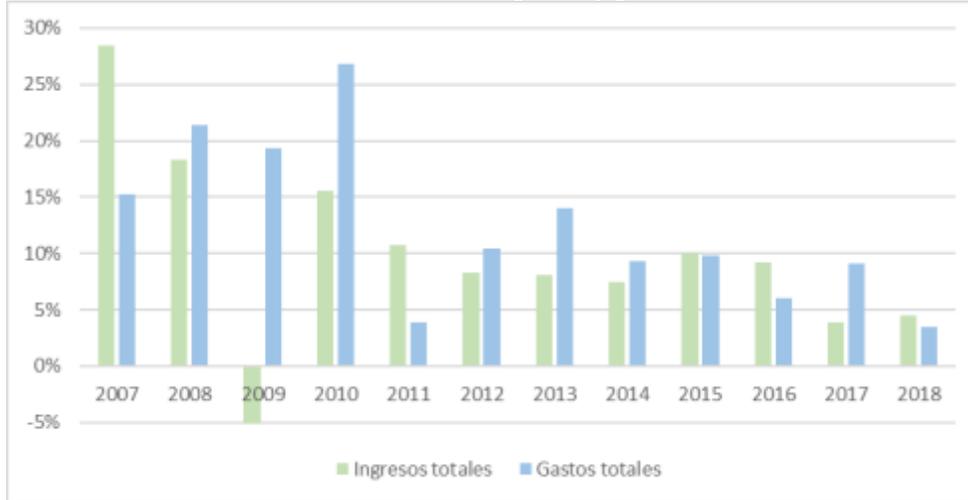
Entre el año 2002 y 2007, la administración Pacheco de la Espriella implementó una política restrictiva en el gasto, mientras la economía creció, en promedio, al 5,2%, lo que impulsó los ingresos fiscales (aumentaron 1,6% del PIB). Sin embargo, después de la crisis financiera, las perspectivas sobre el crecimiento de la economía costarricense disminuyeron, y por el lado del gasto, se implementó una política fiscal de carácter anticíclico, que consistió en aumentos en la remuneración de empleados del sector público y en las transferencias corrientes, principalmente a la Caja Costarricense de Seguro Social, CCSS¹. Esta política cambió las perspectivas de gasto hacia al alza, especialmente porque estos rubros son rígidos dentro la estructura del gasto del gobierno central, y no pueden revertirse fácilmente.

Esa combinación generó un desbalance financiero debido a que el incremento en los gastos fue sustancial, y el crecimiento económico experimentado no fue suficiente para que el incremento de los ingresos del Gobierno cubriera dichos gastos, como se hace evidente al observar la variación interanual de ingresos y gastos del gobierno central representada en el Gráfico .

¹ Específicamente, se incluyó un aumento del 15% en las pensiones del régimen no contributivo de la CCSS, se destinó un 5% del PIB a la inversión y se realizó la política del percentil 50, con el fin de equiparar los salarios de los profesionales del Gobierno Central con los del Sector Público Autónomo no Financiero.

Gráfico 3

Gobierno Central, variación interanual de ingresos y gastos totales, 2006 – 2018



Fuente: Elaboración propia con base en datos del BCCR y el MH.

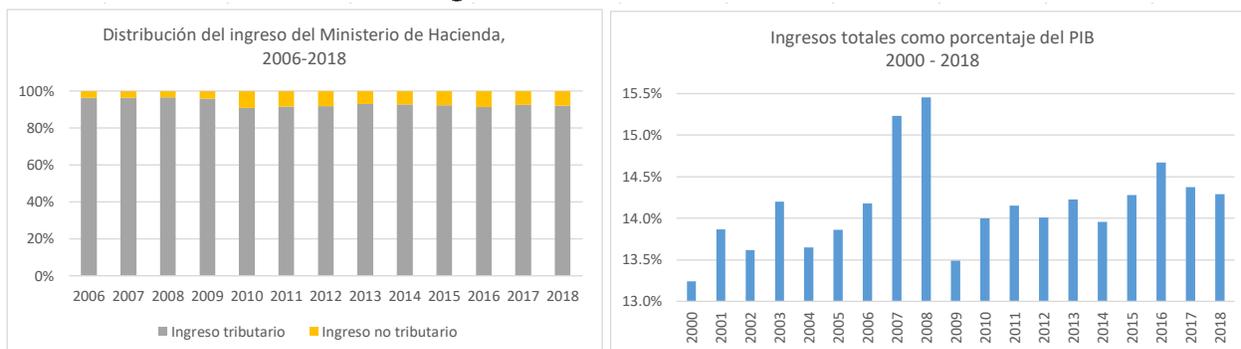
Es decir, la probabilidad de solventar el déficit siguiendo lo que se hizo a inicios de los 2000, era baja, a pesar de que la economía experimentó un crecimiento constante (cerca al 3%) en los años posteriores a la crisis. El rápido crecimiento de los gastos ensanchó la brecha con respecto a los ingresos a un mayor ritmo: el déficit presupuestario ha sido superior al del 5% del PIB en los últimos 5 años.

Ingresos del gobierno central

La estructura de los ingresos del gobierno central es sencilla cuando se define por los ingresos corrientes y los de capital. Para los primeros, la recaudación de impuestos representa más del 90% del total, y el resto se compone de contribuciones sociales, ingresos no tributarios y

Gráfico 3

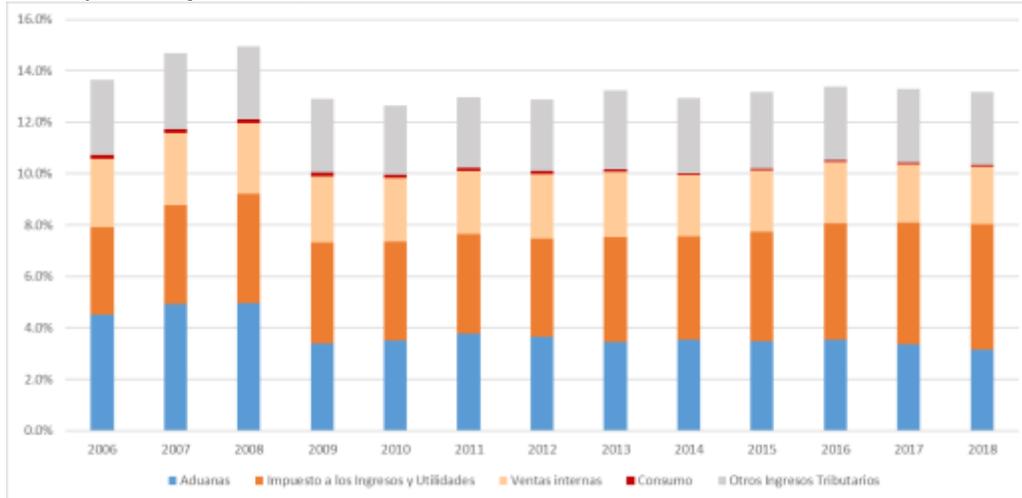
Gobierno Central, características del ingreso total, 2000 – 2018



Fuente: Elaboración propia con base en datos del BCCR y el MH.

Gráfico 4

Gobierno Central, desagregación del ingreso tributario por categoría tributaria, como porcentaje del PIB, 2006 – 2018



Fuente: Elaboración propia con base en datos del BCCR y el MH.

transferencias. Mientras que los ingresos de capital han sido en promedio el 0,3% del total de ingresos.

Como porcentaje del PIB, en las últimas dos décadas, los ingresos se han ubicado en un rango de entre 13% y 15,5%.

Dada la importancia del ingreso tributario, se muestra en el Gráfico 4 la distribución relativa de los impuestos con base en cinco categorías.

Entre el impuesto de renta (ingresos y utilidades) y el de consumo se obtiene más del 60% del total del ingreso tributario. Dentro de cada una de estas categorías hay diferentes impuestos. El Gráfico 4 muestra de manera específica los cinco impuestos que representan tres cuartas partes del total de recaudación².

Los impuestos en el Gráfico 5 representan entre el 93 y el 95% del total de los ingresos tributarios. Se desprende cómo los impuestos indirectos han ido perdiendo importancia relativa, mientras que los directos, como lo es el tributo al ingreso y las utilidades de personas físicas y jurídicas, han aumentado su representación dentro del total. Si bien los impuestos indirectos siguen constituyendo una parte fundamental de la estructura impositiva, es notable como su importancia ha disminuido con respecto al inicio de los años 2000³.

² En el anexo 1 se puede tener el detalle por impuesto como porcentaje del total.

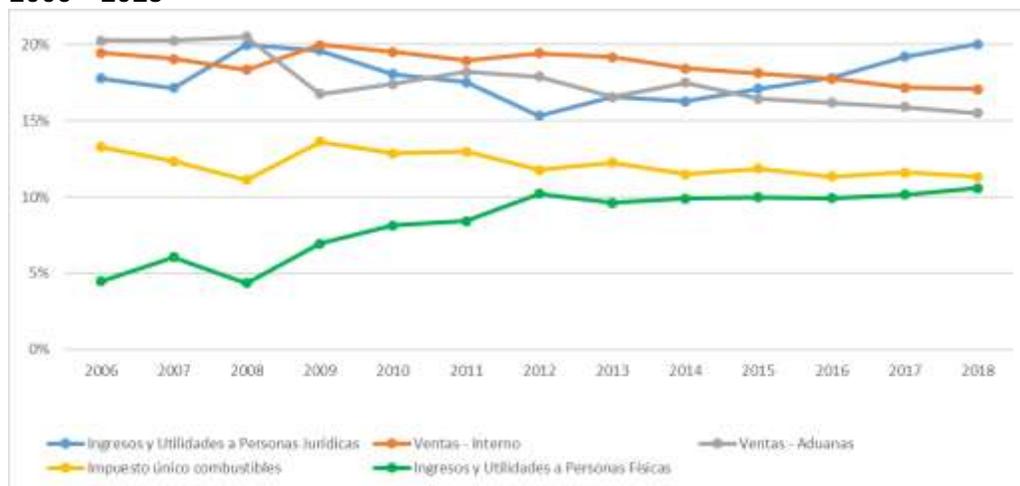
³ Esta tendencia se observa de manera más pronunciada si se compara con la década de los noventa. También se rescata durante estos años que los aranceles a la importación y los impuestos a la exportación se han ido reduciendo paulatinamente, como consecuencia de la activa política de acuerdos comerciales que tiene Costa Rica.

En cuanto a su comportamiento interanual, es clara la disminución del dinamismo que han presentado estos impuestos (ver Gráfico 6). Esta tendencia obedece principalmente a dos elementos. El primero tiene que ver con el impuesto de ventas y la erosión en su recaudación consecuencia de la importancia que han ganado los servicios dentro de la estructura de la economía costarricense, así como la menor tasa de crecimiento observada en los últimos años

Un menor ritmo de crecimiento de la economía generado en parte por una disminución en el consumo hace que disminuya el ingreso por impuesto de ventas a lo interno y ventas en aduanas, que se compone del impuesto selectivo de consumo y el impuesto sobre el valor aduanero de las mercancías. Sobre la recaudación correspondiente a aduanas, la importación de vehículos representa aproximadamente la cuarta parte de la recaudación, actividad que ha tendido a decrecer pronunciadamente en los últimos dos años; entre el 2017 y el 2018, por ejemplo, la recaudación ha caído 16% aproximadamente⁴.

Gráfico 5

Gobierno Central, desagregación del ingreso tributario según la importancia relativa de cada impuesto, 2006 – 2018



Fuente: Elaboración propia con base en datos del MH.

⁴ Esta información es con base en el análisis que hace la División Fiscal del Ministerio de Hacienda sobre el comportamiento de la importación de automóviles con información desde agosto del 2017 hasta agosto del 2018. Encontrado en: https://www.hacienda.go.cr/docs/5be1f77613d04_carros.pdf

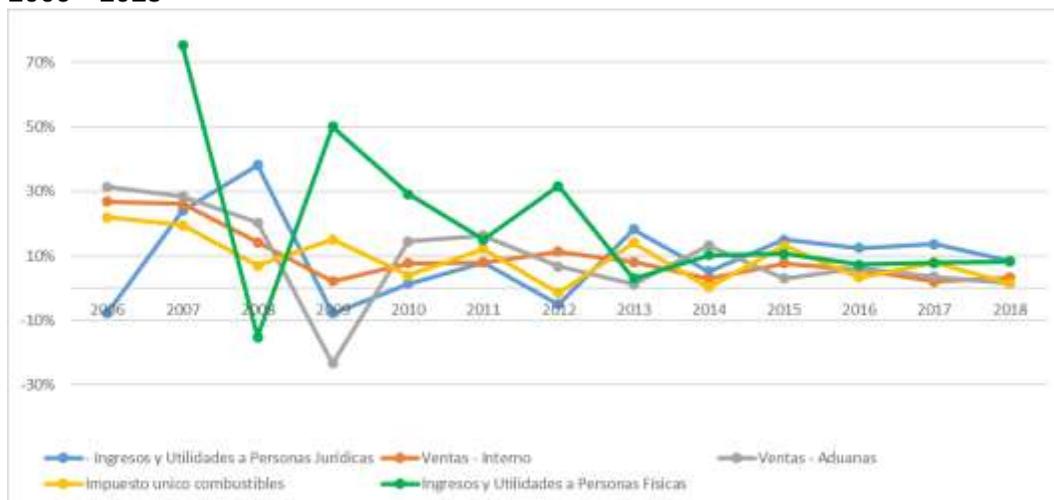
El segundo elemento, que afecta la proporción de los impuestos indirectos, es la disminución en la recaudación del impuesto selectivo de consumo interno y el impuesto específico a la venta de cigarrillos⁵, consecuencia del contrabando y de una menor demanda por este producto. El alto contrabando erosiona la base gravable de este impuesto y así como el menor consumo de cigarrillos por la ciudadanía.

Con respecto a los impuestos directos, se tiene que el aumento en la proporción que representan del total de ingresos tributarios obedece al incremento en los gastos corrientes, específicamente en remuneraciones dada la política fiscal expansiva del 2008, así como por el crecimiento del ingreso por renta y utilidades de las personas físicas, que incluye asalariados y profesionales liberales.

En general y de manera comparativa con el resto de América Latina (ALC), el estudio de la OECD

Gráfico 6

Gobierno Central, desagregación del ingreso tributario, Variación interanual de algunos impuestos, 2006 – 2018



Fuente: Elaboración propia con base en datos del MH.

(2018) muestra que en Costa Rica la recaudación de los impuestos sobre bienes y servicios es la mayor fuente de ingresos como proporción del recaudo tributario total, y representa la mitad de los impuestos totales. Además, menciona que la proporción de ingresos del impuesto sobre la renta de personas sigue siendo baja. En cuanto a la estructura tributaria (tax mix) en los países de ALC, de acuerdo con OECD (2018) el nivel de recaudación es bajo a partir de impuestos

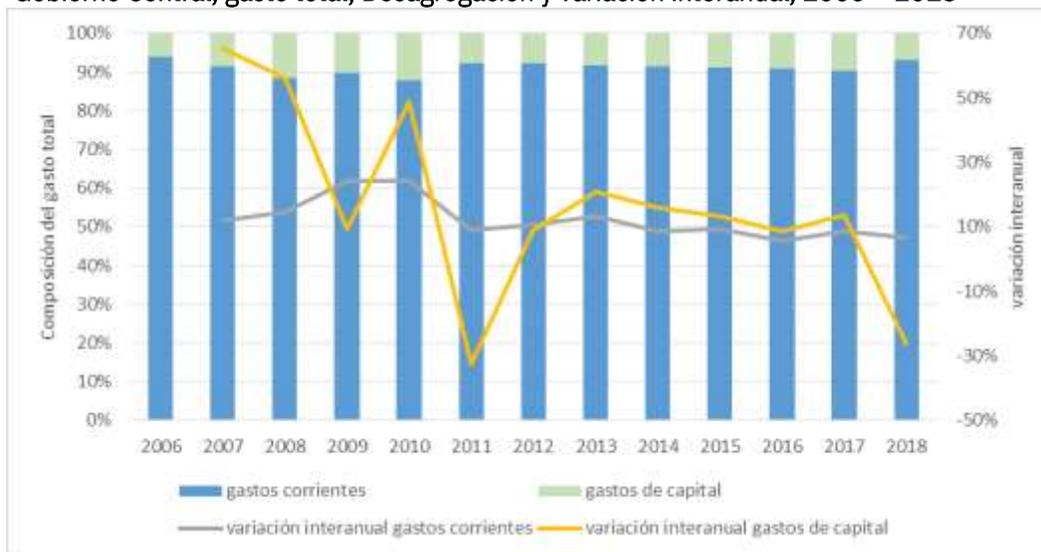
⁵ Desde el año 2013 hasta el 2018, disminuido en promedio 4.3% por año.

directos, mientras que el recaudo alto se ve en impuestos indirectos, esto en comparación al promedio observado en países miembros de OCDE. Esto mismo se evidencia en el caso de Costa Rica de acuerdo con lo mencionado anteriormente.

Otra característica que Costa Rica comparte con el resto de la región en términos de sistemas tributarios es un nivel de evasión significativo. Ueda y Pecho (2018) analizan la brecha tributaria para este país con datos de 2012 a 2016, y estiman la diferencia entre el ingreso tributario potencial y el recolectado, lo que definen como una brecha de incumplimiento de entre 1,7% y 2% del PIB. Además, señalan que el ingreso tributario que no se percibe por exoneraciones o regímenes especiales, representó en el 2016 un 5,34% del PIB.

Gráfico 7

Gobierno Central, gasto total, Desagregación y variación interanual, 2006 – 2018



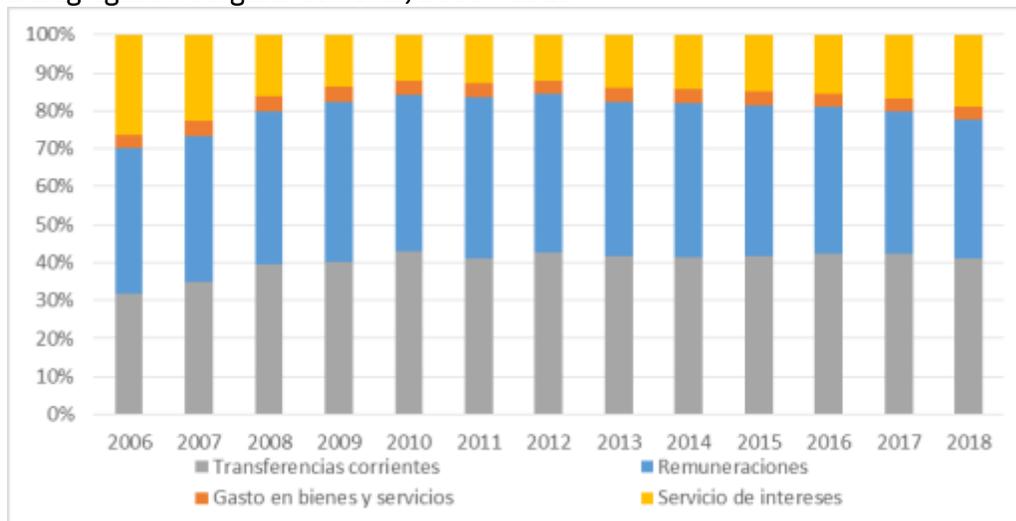
Fuente: Elaboración propia con base en datos del BCCR y el MH.

Gasto del gobierno central

El gasto del gobierno central puede separarse en dos grandes categorías, el gasto corriente y el gasto de capital. El gasto corriente es el principal: representa alrededor de un 87% del total del gasto, y en él se registran el pago de salarios y sueldos, intereses por servicio de deuda, y transferencias corrientes al sector público, al privado, y al externo. Además de ser el más representativo, es el que ha aumentado de manera constante desde el 2006 según se muestra en el Gráfico 7, su rango de variación interanual ha estado entre 5 y 25%.

El gasto de capital, por su lado, ha representado poco más del 10% del total del gasto y ha mostrado una mayor volatilidad en sus variaciones interanuales. Esta diferencia obedece en parte al grado de flexibilidad en la asignación de recursos para cada uno de los rubros mencionados. Dentro de los gastos corrientes está la asignación obligatoria de fondos, por ley o constitución, mientras que en los gastos de capital es el Poder Ejecutivo el que tiene el margen

Gráfico 8
Desagregación del gasto corriente, 2006 – 2018



Fuente: Elaboración propia con base en datos del BCCR y el MH.

de decisión. Sin embargo, esos grados de libertad se han visto reducido conforme el gasto corriente abarca un mayor porcentaje de los recursos. Un ejemplo de ello es acontecido el año 2018, cuando, según se muestre en el Gráfico 7, participación del gasto corriente dentro del total es más del 92% y el gasto de capital se redujo en 26% con respecto al 2017.

En el Gráfico 7 también se puede observar cómo la proporción del gasto que se destina a capital es la que ha tenido años con decrecimiento, 2011 y 2018, mientras que los gastos corrientes han mostrado variación positiva durante todo el periodo mostrado, siendo su crecimiento promedio del 9%.

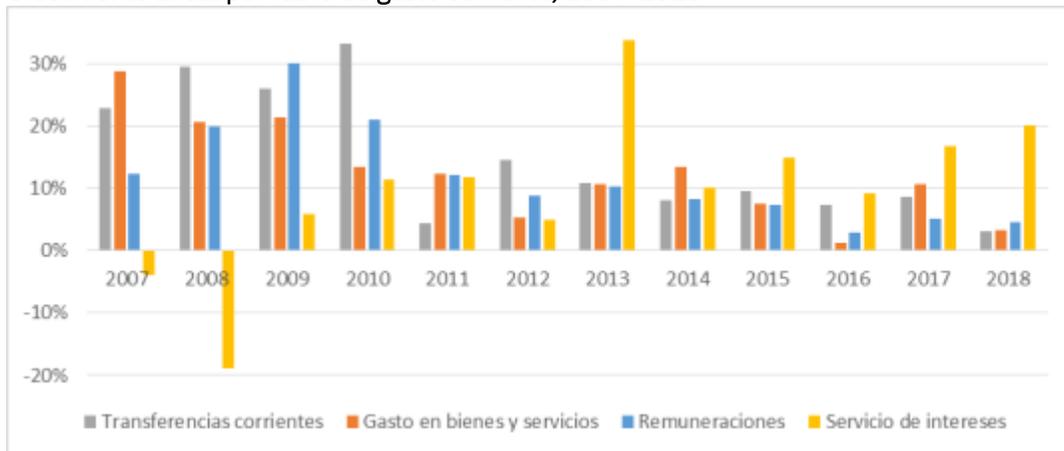
Como se ha mencionado en diferentes estudios⁶, esta rigidez del gasto o asignación obligatoria de fondos, aunado a la fragmentación del sector público en instituciones autónomas, las obligaciones de gasto vía legislación, y una recaudación tributaria relativamente baja⁷, son las principales causas del desbalance financiero del gobierno central observado. Los rubros

⁶ Por ejemplo, en el Estudio Económico de la OECD sobre Costa Rica del 2018.

⁷ Como se mencionó en el breve análisis sobre ingresos del gobierno central.

inflexibles dentro del gasto, disposiciones constitucionales y otras disposiciones legales, representaron más del 60% del total del gasto en el 2018, y si se suman los pagos destinados al servicio de la deuda, tan sólo un 5% del presupuesto del gobierno central es la porción sujeta a algún grado de manejo por parte de las autoridades del Poder Ejecutivo.

Gráfico 9
Crecimiento anual por rubro de gasto corriente, 2007-2018



Fuente: Elaboración propia con base en datos del BCCR y el MH.

En los gastos y transferencias obligatorias, las más importantes son las disposiciones constitucionales de asignar el 8% del PIB al Ministerio de Educación y el 6% de los ingresos actuales al Poder Judicial. Además de las disposiciones legales de asignar el 7% de la recaudación del impuesto sobre la renta al Patronato Nacional de la Infancia, PANI. También existe el mandato de transferir al Fondo de Desarrollo Social y Asignaciones Familiares, FODESAF, el equivalente a 593.000 salarios base.

Por otra parte, como explica Soto (2017:7-8), el crecimiento de las remuneraciones y las transferencias corrientes responde en un bajo porcentaje al incremento del salario base (indexación a la inflación), pero en un alto porcentaje a los incentivos salariales que se van adicionando. Como, por ejemplo, el pago de anualidades, que es una bonificación anual acumulativa de entre 2% a 5% al salario base, y el pago por prohibición o dedicación exclusiva, que es un monto que resulta de multiplicar el salario base por 65% (prohibición) o 55% (dedicación exclusiva)⁸.

⁸ Dentro de los principales pluses salariales también están los puntos por carrera profesional. Estos se remuneran de acuerdo con el valor asignado a cada uno de ellos. Aparte, existen otros incentivos salariales que varían según cada Ministerio u órgano de desconcentración máxima dentro del Gobierno Central, usualmente vinculados al salario base.

El Gráfico 9 muestra una forma de dimensionar el impacto de la decisión del Ejecutivo sobre la implementación de una política fiscal expansiva, así como el de los mandatos legales y constitucionales bajo el contexto de ingresos gubernamentales que crecen a una tasa relativamente constante, al observar las variaciones interanuales de cada uno de los rubros del gasto corriente.

La política fiscal expansiva fue una de las respuestas del Poder Ejecutivo a la crisis financiera del 2008. Y como menciona Saenz (2013:13) una de las motivaciones fue la equiparación del salario de un conjunto de aproximadamente 6.000 empleados del Gobierno Central al percentil 50 de los salarios del resto del sector público. Esta política luego debió aplicarse a todo el Magisterio⁹, con lo que la política del percentil 50 se tradujo en aumentos del salario base para la mayor parte del Gobierno Central. Estos cambios explican el aumento del 50% en el salario promedio reflejado en el rubro de remuneraciones. Asimismo, creció una buena parte de las pensiones y de transferencias a FODESAF, por estar indexadas al salario base del sector público. También, y con base en la Ley de Incentivos Médicos, aquel aumento salarial se extendió a los profesionales en ciencias médicas, así como a los profesionales del Ministerio de Salud y las universidades. Este aumento salarial se tradujo en una presión de las instituciones autónomas por recursos adicionales provenientes del Gobierno Central.

Además de esto, el deterioro del desempeño fiscal del año 2017 se explica en parte por la emisión de criterio legal por parte de la Sala Constitucional en el que dispuso un mecanismo más estricto para hacer cumplir con la asignación obligatoria de fondos para gastos sociales y de educación.

Ese año, los ingresos tributarios aumentaron 5,3%, mientras que el gasto aumentó en 9,1%, esta diferencia es una de las mayores observadas desde 2009. En particular, el gasto salarial y las transferencias al sector de instituciones descentralizadas, que se consideran dentro de los gastos corrientes, crecieron aceleradamente, así como los gastos de capital. Como reflejo de esta situación, el Gráfico 10 analiza el gasto primario, es decir sin considerar el servicio de intereses.

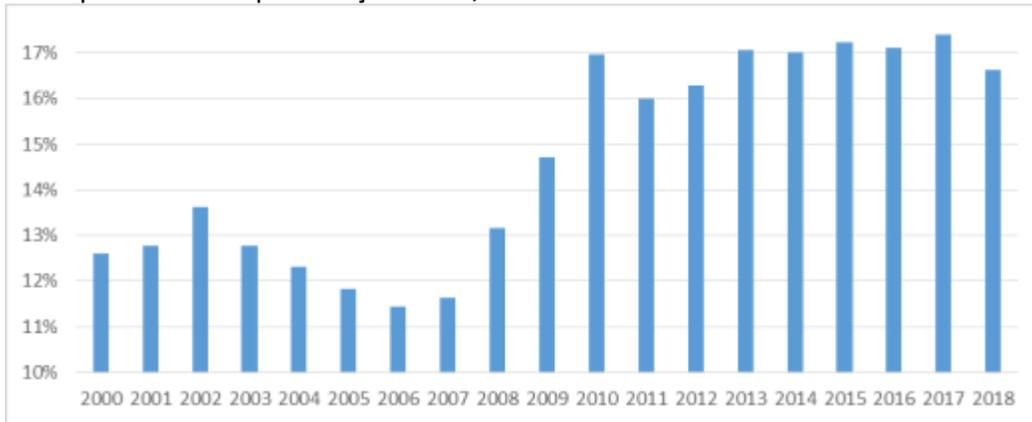
El gasto primario como porcentaje de PIB ha aumentado 5% entre el año 2007 y el cierre del 2018, pasando de 11,5% a 16,5% aproximadamente. Durante el bienio 2011-2012 se dio una disminución de alrededor de 1% atribuible a las directrices presidenciales sobre el congelamiento de plazas excepto en servicios esenciales como salud y educación, y la indexación de los aumentos salariales a la inflación. Dado que la inflación bajó de manera significativa¹⁰, pasó de

⁹ Esto debido a que un decreto del 23 de mayo de 1990 estableció que se debe aplicar al Magisterio los aumentos y beneficios salariales otorgados a otros empleados del Gobierno Central

¹⁰ Ver anexo 2 con el detalle de la variación acumulada al mes de diciembre del Índice de Precios al Consumidor.

un promedio de 11,3% del año 2000 al 2008, a un nivel de 4,6% entre 2011 y 2012, el impacto

Gráfico 10
Gasto primario como porcentaje del PIB, 2000-2018



Fuente: Elaboración propia con base en datos del BCCR y el MH.

fue notorio.

Lo inevitable de un déficit primario superior al nivel de estabilización de la deuda, es que la relación deuda/PIB aumente hasta que se hagan cambios estructurales para una consolidación fiscal. Dado que fue hasta diciembre del 2018 que se aprobó una legislación con dicho objetivo, en el Gráfico 9 se observa la velocidad de crecimiento del gasto en intereses como evidencia de lo inevitable; entre el 2013 y el 2018, el servicio de intereses creció alrededor del 10% o más, año con año.

Es decir, la dinámica del gasto primario junto con la perspectiva de gastos financieros crecientes asociados con aumentos en tasas de interés y en el nivel de la deuda pública, exacerbaban el déficit fiscal, tema que se analiza en la siguiente sección con base en el comportamiento de la deuda pública.

Deuda pública

En esta ponencia, la deuda del gobierno central se estudiará con una caracterización general en el presente apartado y con un análisis sobre su gestión en la sección 0. Sin embargo, para ambas referencias se cree necesario detallar los mecanismos y plataformas por medio de los cuáles esta institución coloca su deuda, así como los instrumentos que utiliza.

En el mercado local, el MH puede colocar instrumentos de deuda utilizando dos plataformas: Sinpe¹¹ que es provista por el BCCR, o la de la Bolsa Nacional de Valores, BNV. Un esquema de los instrumentos según se trate del tipo (estandarizado o individualizado), así como de los distintos mecanismos de colocación, se muestra en la Figura 1.

Cuando se utiliza SINPE, se dice que son colocaciones de Tesoro Directo, que es la plataforma de colocación bilateral de títulos en el mercado primario de valores, realizadas entre participantes y el MH. Los instrumentos que se negocien en esa plataforma pueden ser individualizados o estandarizados y participan las entidades públicas y financieras que se inscriban en el portal de Central Directo.

Figura 1

Mecanismos vigentes de colocación de deuda interna Ministerio de Hacienda



Fuente: Elaboración propia.

En la plataforma de la BNV se pueden adquirir las emisiones estandarizadas mediante subastas competitivas, y en algunos casos mediante ventanilla electrónica. En este mercado participa cualquier ahorrante por medio de un puesto de bolsa autorizado por la BNV.

Ahora, para diferenciar entre un instrumento individualizado y uno estandarizado, se podría pensar que los primeros son el equivalente a los certificados de depósito a plazo que ofrecen los bancos comerciales. Es decir, el emisor, en este caso MH, ofrece un instrumento a un plazo y una tasa de interés específica, y conforme las contrapartes inviertan se genera una serie única al instrumento. Por sus características a la medida y el hecho de que no esté inscrito en bolsa, hace que no sea negociable en el mercado secundario.

¹¹ El Sistema Nacional de Pagos Electrónicos (SINPE) es una plataforma tecnológica desarrollada y administrada por el Banco Central de Costa Rica

Por el contrario, un instrumento estandarizado tiene características comunes entre sus

Cuadro 1

Tipos de instrumento estandarizado ofrecido por el Ministerio de Hacienda

Instrumento	Moneda	Cupón	Plazo al vencimiento
Título de propiedad, cero cupón ¹²	colones	na	3, 6, 9 y 12 meses
	dólares	na	3, 6, 9 y 12 meses
Título de propiedad, tp, tasa fija	colones	semestral	3, 5, 7, 10, 15 y 20 años
	dólares	semestral	3, 5, 7, 10, 15 y 20 años
TUDES	unidades de desarrollo	semestral	10, 15, 20 y 30 años
Título de propiedad, tp, tasa variable	colones	semestral	10, 15 y 20 años

Fuente: Elaboración propia con base en información del MH.

tenedores y está inscrito para negociación en mercado secundario, es decir, el mercado provisto por la BNV. Actualmente, el MH ofrece una gama de emisiones estandarizadas¹³ como se muestra en el Cuadro 1.

Los TUDES son títulos indexados a la inflación y por ello su valor se especifica en unidades de desarrollo que es la unidad de equivalencia. Los títulos tasa variable pueden estar basados en la tasa básica pasiva estimada por el BCCR¹⁴, o pueden tener otra referencia. Un ejemplo de este último caso es el instrumento llamado Título de Propiedad Real Ajustable Soberado (TPRAS), que tiene sus cupones indexados a los rendimientos netos de la Curva Soberana calculada por el Banco Central de Costa Rica. Esta clase de títulos se subastaron por primera vez el 21 de noviembre del 2016.

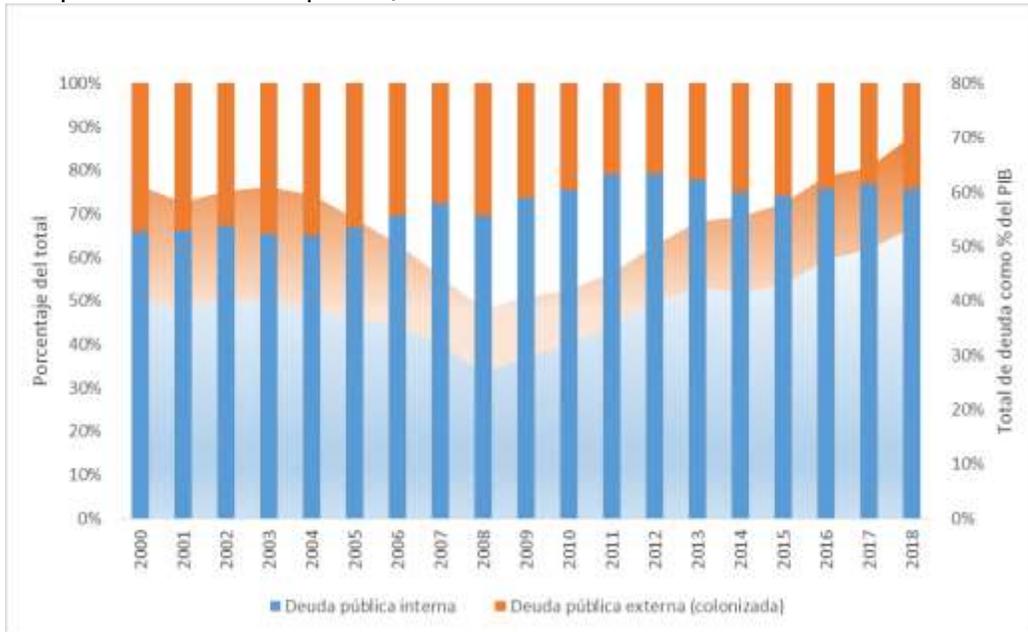
A estos instrumentos se adicionan los bonos de deuda externa que son categorizados como estandarizados pero son emitidos en el mercado internacional. Es decir, son títulos emitidos por el Gobierno de Costa Rica en moneda extranjera, y que se pueden negociar tanto en el mercado

¹² Tiene como principal característica no contar con cupones intermedios de interés, es decir; los intereses al inversionista se le pagan por medio del descuento simple en la compra del título.

¹³ Para otras características de estos títulos ver el anexo 3.

¹⁴ La tasa básica pasiva se calcula con base en las tasas de las captaciones de corto plazo del sistema financiero.

Gráfico 11
Composición de la deuda pública, 2000 – 2018



Fuente: Elaboración propia con base en datos del BCCR y el MH.

local como fuera del país. La emisión de estos bonos requiere de la aprobación de la Asamblea Legislativa, mientras que los de deuda interna pueden ser emitidos sin dicho requisito.

Esta descripción resume las características de la colocación de deuda del MH. Es decir, la deuda del gobierno costarricense se compone de obligaciones en el mercado interno y en el externo, se ofrecen títulos en moneda nacional o extranjera, con diferentes vencimientos y cupones, a través de dos plataformas de negociación.

El Gráfico 11 muestra la evolución de la deuda pública de Costa Rica como porcentaje del PIB, según se trate de externa o interna, para el periodo 2000-2018. En estas cifras se considera la deuda interna del gobierno central, del sector público y del sistema financiero, así como la deuda externa del sector público total.

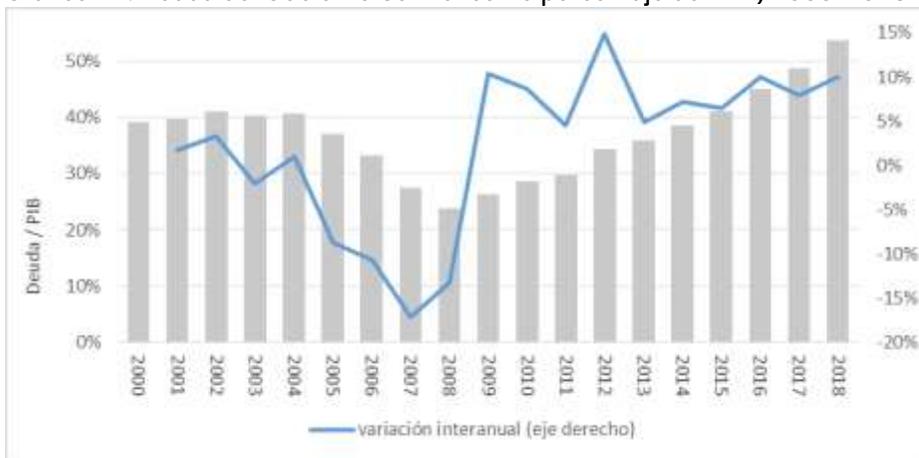
Se observa como la importancia relativa de la deuda externa aumentó a partir del 2012 cuando el Ministerio de Hacienda realizó una serie de emisiones que sumaron en conjunto \$4.000 millones. Los plazos de vencimiento de esas emisiones rondaron entre 10 y 30 años. Específicamente, entre 2012 y 2015, se hicieron cinco colocaciones:

- En el año 2012, se emitió un título a 10 años con una tasa facial de 4,25%, por un monto de \$1.000 millones.

- En el 2013 se colocaron dos emisiones por \$500 millones cada una. La primera a un plazo de 12 años con una tasa facial de 4,38% y la segunda a 30 años con una tasa facial de 5,63%.
- Para el año 2014, se hizo una emisión por otros \$1.000 millones, a 30 años con una tasa facial de 7%.
- Finalmente, en el 2015 se colocó un título a 30 años, con una tasa facial del 7,16% por un monto de \$1.000 millones más.

En el mismo Gráfico 11 se aprecia el cambio en la tendencia de la razón deuda/PIB. El año 2008 fue un punto de inflexión entre una tendencia decreciente y una creciente. En ese año la relación fue de 38%, monto que equivale a 7,9 billones de colones. Posteriormente, la razón deuda/PIB

Gráfico 12. Deuda del Gobierno Central como porcentaje del PIB, 2000-2018



Fuente: Elaboración propia con base en datos del BCCR y el MH.

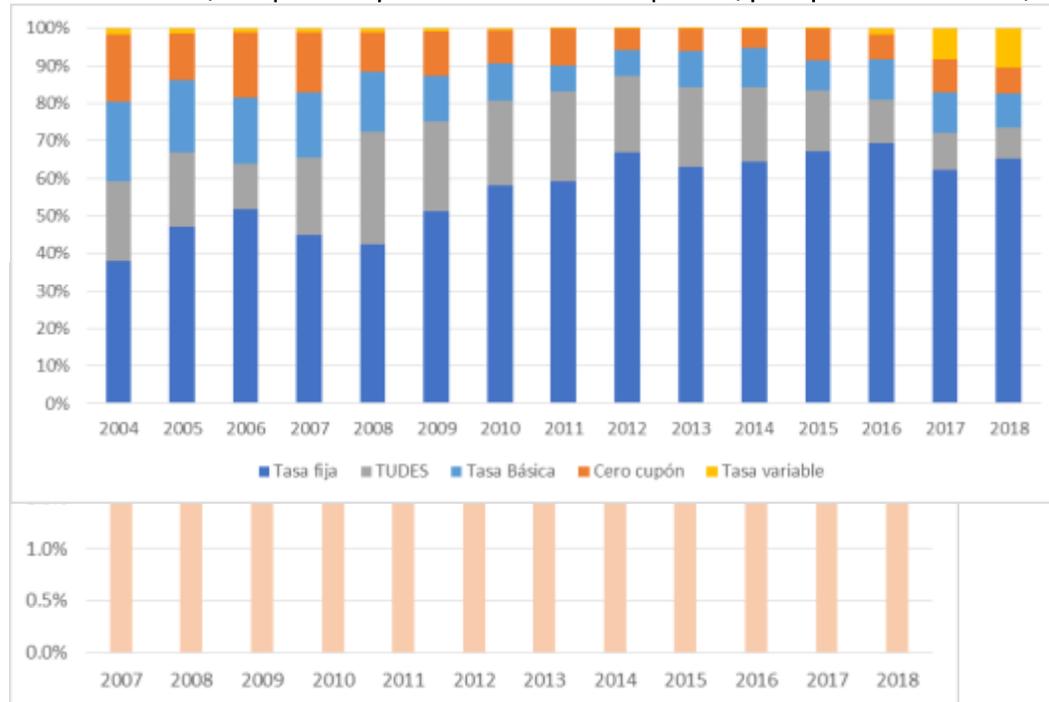
creció en forma sostenida casi que duplicándose en cuestión de diez años. Para el 2018 el resultado fue de 70,6% del PIB.

Esa tendencia se explica, principalmente por el endeudamiento del Gobierno Central necesario dado el contexto de escasez de ingresos sobre gastos explicado en secciones anteriores, así como por la ausencia de una reforma tributaria en el período de tiempo considerado en este análisis. El Ministerio de Hacienda recurrió al endeudamiento como estrategia para cumplir con sus obligaciones de pago. Como resultado, este nivel de deuda del gobierno central se duplicó entre el 2008 y el 2017, al pasar de ser menos del 25% del PIB a un 49%.

Como consecuencia natural, la factura por pago de intereses ahora representa casi la mitad del déficit actual: alrededor de 3% del PIB.

Gráfico 14

Gobierno Central, composición porcentual de la deuda pública, por tipo de instrumento, 2004-2018



Fuente: elaboración propia con base en datos del BCCR y el MH.

Entre el año 2013 y el año 2016, la deuda del gobierno central como porcentaje del PIB aumentó en alrededor de 10 p.p. mientras que el gasto en el pago de intereses pasó de 2,5% a 2,8% del PIB. Este aumento paulatino refleja una estrategia de endeudamiento de tasa variable y bonos denominados en moneda extranjera, los bonos de deuda externa.

Sin embargo, a partir del 2016 las vulnerabilidades de dicha estrategia se han hecho más evidentes al estar en un contexto de aumento de tasas de interés a nivel internacional y de un endurecimiento de la política monetaria nacional. Esto se refleja en el aumento a 3,1% del PIB del gasto en intereses durante el año 2017 y hasta 3,5% en el 2018.

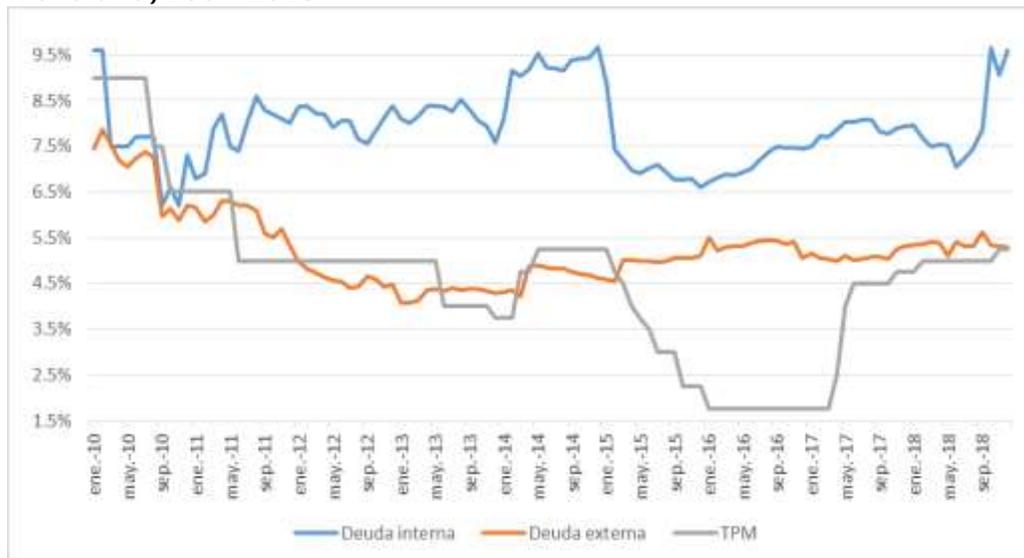
En cuanto a los instrumentos utilizados por el gobierno central para endeudarse, en el **¡Error! No se encuentra el origen de la referencia.** se aprecia que las emisiones con tasa de interés fija han predominado, y su participación ha sido creciente de manera relativa. El instrumento indexado a la inflación, denominado TUDES, pierde relevancia, posiblemente debido a una disminución en la demanda atribuible a la caída en su indicador subyacente. Los instrumentos de tasa variable redujeron su participación entre 2004 y 2012 y luego estabilizaron su importancia relativa durante un par de años. A partir del 2016 esto cambia con la emisión de los TPRAS, y pasan a representar alrededor del 20% del total.

Las últimas dos características que se analizarán en este apartado tienen que ver con la tasa de interés o el costo de colocación y la tenencia de la deuda¹⁵. Esto como marco de referencia para la sección 3, en donde se evalúa la gestión de la deuda con base en las recomendaciones y mejores prácticas internacionales.

A pesar de que el desequilibrio fiscal tiene una tendencia creciente desde el año 2008, según el Gráfico 15 las tasas de interés de la deuda del Gobierno Central no reflejaron dicha debilidad con un aumento sostenido. Ese comportamiento puede ser en parte atribuible a que el tono de la política monetaria fue relativamente laxo durante el primer quinquenio de la segunda década de los años 2000. Nótese en particular un drástico descenso en la tasa ponderada de la deuda interna que coincide con una serie de reducciones de la tasa de política monetaria (TPM) durante el año 2015.

¹⁵ También es necesario analizar el perfil de vencimientos, pero esto se hace con detalle en la sección 3.

Gráfico 15
Gobierno Central, tasa promedio ponderado por tipo de deuda y tasa de política monetaria, 2009-2018



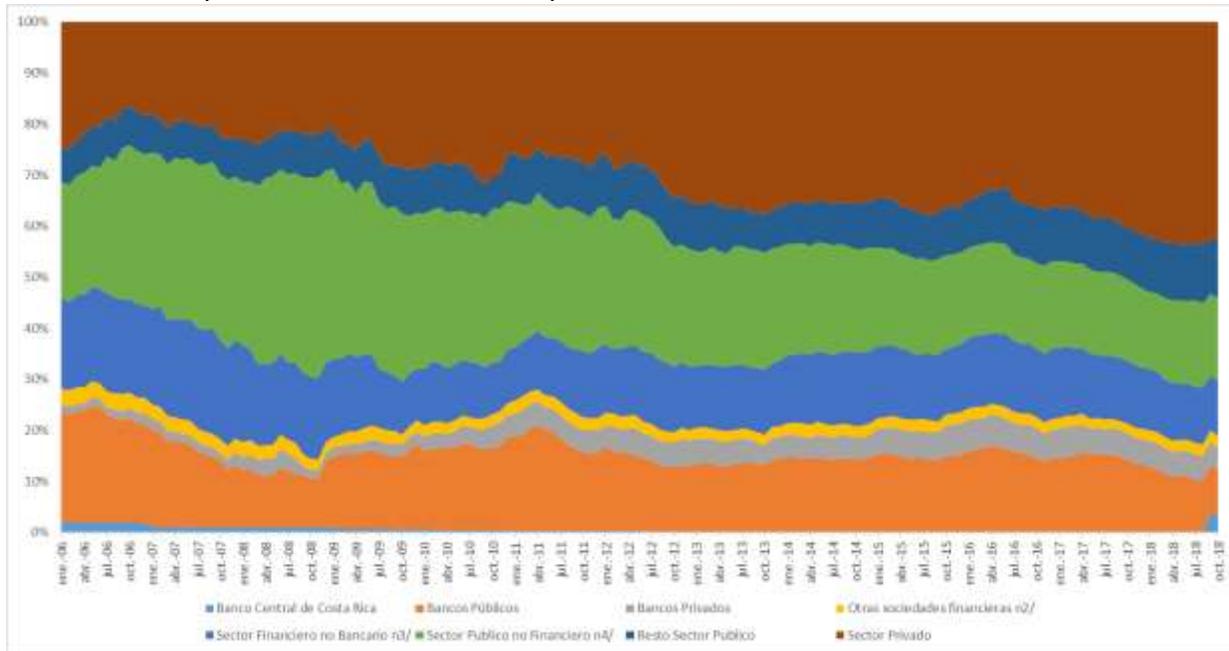
Fuente: Elaboración propia con base en datos del MH.

Ahora bien, desde inicios del año 2016, cuando la TPM se mantuvo sin cambios, la tasa ponderada promedio de la deuda interna inició una tendencia creciente que luego se acentuó coincidiendo con los incrementos de la TPM de la primera mitad del 2017. Ya para el año 2018, cuando la situación fiscal alcanza niveles críticos, la tasa ponderada de la deuda se desliga por completo de la TPM, subiendo cerca de 250 puntos base en tan solo 6 meses. Es importante señalar también el 2017 se caracterizó por una preferencia por deuda en moneda extranjera, pero sin un ajuste drástico en la tasa de interés de la deuda en moneda nacional, lo que sí cambió durante el 2018 donde se observó un incremento significativo y rápido en las tasas en colones.

En cuanto a la tenencia de la deuda, el Gráfico 16 muestra cómo el porcentaje del sector privado ha mostrado un incremento sostenido desde finales del año 2006. Por su parte, la porción de la deuda mantenida por el sector público no financiero decrece a partir del año 2010. Es importante señalar que, según estas cifras, el sector público mantiene alrededor de la mitad de la deuda interna estandarizada, y si se toma en cuenta la colocación de deuda individualizada, esta tenencia aumenta hasta alrededor del 60%.

El nivel de deuda actual del Gobierno Central (53,6% del PIB), así como el proyectado para el 2019, es insostenible y riesgoso en términos de la solvencia de corto plazo del Estado costarricense. Esta valoración se hace con base en dos criterios. Primero, el análisis de la OCDE (2018:53) sugiere que el límite para que la deuda empiece a producir efectos negativos sobre la

Gráfico 16
Gobierno Central, tenencia de la deuda interna, 2006-2018



Fuente: Elaboración propia con base en datos del BCCR.

economía podría ubicarse entre 30% y 50% del PIB para las economías emergentes. Esa entidad recomienda objetivos prudentes de endeudamiento que en promedio son 15 p.p. inferiores a los límites de deuda (OCDE, 2015). Segundo, el indicador del Límite Natural de Deuda, LND, estimado por Chaverri (2017), y por la Academia de Centroamérica (2015), establece que un nivel de deuda como porcentaje del PIB por encima de 48,6% y 47,6% respectivamente, no es coherente con el compromiso del gobierno de mantener la solvencia en caso de que los ingresos y gastos se ajusten a niveles mínimos históricos¹⁶. Es decir, por encima de dichos niveles, el riesgo de que el estado no pague sus obligaciones puede considerarse muy alto.

Medidas del Ministerio de Hacienda ante el déficit de las finanzas públicas, 2016-2018

¹⁶ En el caso de Chaverri (2017) se utilizan datos desde 1985 hasta 2015.

Dado este recuento de las finanzas públicas, interesa detallar las medidas que se han tomado recientemente como atenuantes a la senda deficitaria e insostenible de la situación financiera del Gobierno Central como parte de un análisis hacia futuro.

Han sido varios los intentos de reformas tributarias en años anteriores. Sin embargo, por las dificultades presentadas en la discusión dentro de la Asamblea Legislativa, así como el tiempo que requieren las consultas a la sala Constitucional, hasta diciembre del 2018, las autoridades solo habían promulgado algunas reformas parciales.

Además, el gobierno entrante (1 de mayo del 2018) se encontró con una situación atípica dado que lo presupuestado¹⁷ por el gobierno anterior no cubría un monto significativo, ¢900.000 millones aproximadamente, compuesto por ¢600.000 millones para el pago de deuda a corto plazo y una sobreestimación de los ingresos estatales por más ¢300.000 millones.

Dentro de este marco, y por el lado del gasto, se tomaron medidas para contener el crecimiento los salarios, y reducir los gastos de pensiones y transferencias a instituciones descentralizadas. Mientras que por el lado de los ingresos se trabajaron medidas para mejorar la recaudación de impuestos. Específicamente, y de acuerdo con los publicado en el informe de la OECD (2018:61), el gobierno ha introducido una serie de reformas destinadas a reducir la evasión fiscal: la introducción de la factura electrónica para grandes contribuyentes, el endurecimiento de los criterios para penalizar el contrabando, el incremento en la cantidad de empresas que pagan impuesto sobre la renta para cubrir a todas las inscritas en el Registro Nacional, y la facilitación del acceso de la administración tributaria a información de los contribuyentes almacenada por instituciones financieras.

También se modificó el régimen de pensiones eliminando los incrementos automáticos sustituyéndolos por indexar los ajustes a la inflación, se incrementaron las tasas de contribución para regímenes especiales de pensiones, se introdujo un impuesto a las pensiones que excedan los 10 salarios mínimos, y se redujo la posibilidad de heredar la pensión en algunos regímenes.

Por otro lado, la Ley de Eficiencia en la Administración de los Recursos Públicos (“Caja Única”), aprobada por la Asamblea Legislativa en agosto del 2016, le permitió al Gobierno recuperar transferencias obligatorias a instituciones autónomas que no las hayan gastado.

Estos cambios tuvieron un impacto positivo, aunque insuficiente: durante el 2016 ya que el déficit primario y el déficit financiero disminuyeron alrededor de 0,5 y 0,3 p.p. respectivamente. Este impacto, sin embargo, no colocaba la deuda en una trayectoria sostenible ya que la recaudación no cubriría el ritmo de crecimiento de los gastos corrientes. De hecho, la revisión

¹⁷ El presupuesto es anual y es aprobado por la Asamblea Legislativa durante el último trimestre del año anterior.

ograma macroeconómico del BCCR de julio del 2018, proyectaba un déficit financiero de 7,2% del PIB para el cierre del 2018 y de 7,5% para 2019.

Recuadro 1

Principales características de lo que se ha llamado “hueco fiscal”

Se piensa que llamar “hueco fiscal” a una situación específica de faltante de recursos puede generar confusión. Esta expresión pareciera aludir a un faltante de recursos entre los ingresos generados por el gobierno y su gasto, no a una diferencia entre los gastos e ingresos estimados enviados para aprobación legislativa (y posteriormente aprobados) y lo efectivamente observado. De hecho, las finanzas públicas del país han sido deficitarias por diez años consecutivos como se mostró en el gráfico 1, por lo que el “hueco fiscal” tiene tiempo de existir.

Sobre la diferencia puntual entre el presupuesto aprobado y lo observado, dado a conocer a mediados de 2018, por un monto de ¢900.000 millones, la Comisión Permanente Especial de Control del Ingreso y Gasto Público, de la Asamblea Legislativa, dictaminó en el mes de abril del 2019, un informe de mayoría sobre su investigación en este tema.

La discusión de la investigación tiene dos ejes. Uno en donde se quiere determinar si el gobierno anterior actuó con *dolo* al no incluir dentro del presupuesto el monto necesario para cubrir sus gastos correspondientes a deuda y sobre estimó los ingresos tributarios. Es decir, lo hizo aun cuando conocía que le iba a generar un faltante al gobierno entrante.

La diferencia en la estimación de la deuda se ha explicado como que los montos incluidos en el Presupuesto Nacional de 2018 supusieron una colocación de deuda de corto plazo, durante el segundo semestre del 2017, de ¢292.700 millones, cuando en realidad las colocaciones de este tipo (vencimiento en el 2018), en dicho semestre, fueron de ¢891.700 millones, sobre todo para cubrir los faltantes de liquidez del último trimestre del 2017. Esto generó una diferencia de ¢599.000 millones respecto a las previsiones.

En cuanto a los ingresos presupuestados, la ministra de Hacienda solicitó un segundo presupuesto extraordinario por un monto de ¢300.000 millones debido a que la economía creció menos que lo esperado (e incluido en el proyecto del presupuesto) y por ende, la recaudación tributaria fue menor en ese monto.

Y el segundo, en donde se busca definir si la forma en la que el actual gobierno financió ese faltante fue legal o no, ya que hicieron pagos de deuda sin la autorización presupuestaria de la Asamblea Legislativa por un monto de ₡182 mil millones entre junio y julio de 2018.

El informe de los congresistas lo que solicita es que se sienten las responsabilidades pertinentes y se estudie un mecanismo para que algo similar no suceda en el futuro.

Este resultado obedeció en parte a que durante el 2018, el Ministerio de Hacienda también trabajó en la iniciativa de Ley para el Ordenamiento de las Exoneraciones (expediente 19.531), y la propuesta de Ley para el Uso de Mecanismos de Financiamiento en el Mercado Internacional (expediente 20.535), así como en la aprobación de la Ley 9605 sobre la fusión del Banco Crédito Agrícola con el Banco de Costa Rica¹⁸.

A su vez, y como se menciona en la Memoria Anual del BCCR (2019:60), para contener el crecimiento del gasto, se emitió en enero de 2018 la directriz No. 098-H¹⁹ que, entre otras medidas, limitó la contratación de funcionarios en los ministerios, poderes y entidades públicas sujetas a la Autoridad Presupuestaria y mantuvo invariables los salarios de ministros, viceministros, presidentes ejecutivos y gerentes.

También, en mayo del 2018, se anunció la propuesta denominada “Sostenibilidad fiscal por el bienestar de Costa Rica”²⁰, que se enfocó en la disminución de las remuneraciones, el empleo y la compra de bienes y servicios en el sector público. Específicamente,

- Se decreta un monto fijo idéntico de aumento salarial²¹ para todos los empleados públicos.
- Se limita la ocupación de plazas vacantes a un 25% del total.
- El pago de la anualidad, a partir del 1 de junio de 2018, será un monto fijo en lugar de un porcentaje sobre el salario base.
- El incentivo de los puntos por carrera profesional queda sin variación, y a los nuevos funcionarios no se les reconocerá puntos por carrera profesional por el título requerido en su puesto.
- Los pluses de prohibición y dedicación exclusiva, para los nuevos funcionarios, se reconocerán sobre el salario base, el 10% por bachillerato y 25% para licenciatura.
- Se reduce el presupuesto de pago de horas extra en 50%.

¹⁸ Publicada en la Gaceta del 19 de setiembre de 2018.

¹⁹ Publicada en la Gaceta del 26 de enero de 2018. Esta directriz fue actualizada por la directriz No.003-H en junio de ese mismo año.

²⁰ Los respectivos decretos ejecutivos son: 41157-H, 41161-H y 41162-H, y las directrices son: 003-H, 007-H, 008-H, 009-H, 011-H, 012-H y 013-H. Se publicaron en la Gaceta del 6 de junio de 2018.

²¹ Fue de ₡3.750 para el segundo semestre de 2018.

- Se solicitan además, reducciones en el gasto en publicidad, asesorías, alquileres, actividades protocolarias y viajes.

Estas medidas se extendieron a todo el sector público a partir de la aprobación de la Ley de Fortalecimiento de las Finanzas Públicas. Por tanto, se podría decir que el mejor resultado financiero del Gobierno Central para el 2018 combinó una desaceleración en los gastos con un mayor crecimiento en los ingresos. Sin embargo, esto se analiza con mayor detalle en el siguiente apartado.

El déficit del 2018 fue menor de lo esperado, ¿por qué?

A lo largo del año 2018, la situación fiscal se caracterizó por el aumento de la brecha entre ingresos y gastos, lo que se agravó por un ambiente de incertidumbre debido a la discusión en la Asamblea Legislativa del proyecto Ley de Fortalecimiento de las Finanzas Públicas. Dicho proyecto, posteriormente aprobado²², incluyó: i) cambios en el impuesto sobre la renta; ii) la transformación del impuesto de ventas en un impuesto al valor agregado; iii) mandatos para contener el crecimiento del gasto (límites a las remuneraciones y una regla fiscal) y; iv) una amnistía tributaria.

A pesar del complejo ambiente, el resultado fiscal del 2018 no fue tan malo como se proyectaba. El déficit financiero del Gobierno Central fue de 5,9% del PIB, 0,2 p.p. menos que el resultado del año 2017 y 1,3p.p. por debajo de lo estimado por el BCCR en su Programa Macroeconómico en julio de ese año. De manera general, esta diferencia puede explicarse por los rendimientos generados en la etapa inicial de la amnistía tributaria, un aumento en los ingresos de capital por el tema de Banco Crédito Agrícola de Cartago (BCAC), y por una disminución en los gastos de capital y las transferencias corrientes, como se detalló en el apartado anterior. Pero además, se tomaron medidas puntuales y coyunturales que se explican puntualmente en el Cuadro 2.

El panel A, muestra que por el lado del gasto, fueron las erogaciones de capital las que tuvieron una mayor reducción al disminuir 0,59% del PIB entre 2017 y 2018. El rubro de transferencias corrientes fue el segundo en importancia al reducirse en 0,14% del PIB. Y por el lado de los ingresos, la amnistía aportó 0,2% del PIB.

El panel B muestra la diferencia entre las cifras observadas en el 2018 y el presupuesto aprobado en el mes de noviembre del año 2017. A pesar de que los ingresos presupuestados eran mayores en 0,66% del PIB, con respecto a lo observado, se dispuso de ₡28,000 millones adicionales en el rubro de ingresos de capital. Este monto obedeció a la recuperación de los títulos del BCAC. De manera contraria, los gastos presupuestados fueron 2% del PIB por

²² pasó a ser Ley de la República (No. 9635) el 4 de diciembre de 2018.

menores a lo presupuestado. Esta disminución se dio en todos los rubros del resultado financiero que aquí se presentan.²³

Otra forma de analizar las cifras es al comparar los meses de diciembre de cada año. En el rubro de transferencias tenemos una disminución de 41,5% entre 2017 y 2018, y en gasto de capital la caída fue de 51,3%.

²³ Esta información se complementa con los gráficos de los crecimientos anuales por rubro del resultado financiero del gobierno central presentados anteriormente.

Cuadro 2
Finanzas del gobierno central, datos observados y proyectados, 2017 y 2018

	Datos observados (A)			Presupuesto (B)	
	2017	2018	Diferencia	2018	Diferencia
Ingresos totales	4,742,918.5	4,956,655.3	213,736.8	5,187,351.0	-230,695.7
% del PIB	14.4	14.3	-0.1	14.9	-0.6
Ingresos corrientes totales	4,735,623.9	4,925,246.1	189,622.2	5,184,333.0	-259,086.9
% del PIB	14.3	14.2	-0.1	14.9	-0.7
Ingresos tributarios totales	4,390,059.4	4,567,131.5	177,072.1	4,833,803.0	-266,671.5
% del PIB	13.3	13.2	-0.1	13.9	-0.7
Ingresos no tributarios	345,564.5	358,114.6	12,550.1	350,530.0	7,584.6
% del PIB	1.0	1.0	0.0	1.0	0.0
Ingresos de capital	7,294.6	31,409.2	24,114.6	3,018.0	28,391.2
% del PIB	0.0	0.1	0.1	0.0	0.1
Gastos totales	6,764,020.2	6,995,166.9	231,146.7	7,708,418.0	-713,251.1
% del PIB	20.5	20.2	-0.3	22.2	-2.0
Remuneraciones	2,290,203.5	2,394,708.5	104,505.0	2,620,861.0	-226,152.5
% del PIB	6.9	6.9	0.0	7.6	-0.7
Gasto en bienes y servicios	216,985.4	224,112.2	7,126.8	311,695.0	-87,582.8
% del PIB	0.7	0.6	0.0	0.9	-0.3
Transferencias corrientes	2,584,538.7	2,667,443.3	82,904.6	2,821,327.0	-153,883.7
% del PIB	7.8	7.7	-0.1	8.1	-0.4
Servicio de intereses	1,022,347.5	1,228,710.4	206,362.9	1,376,805.0	-148,094.6
% del PIB	3.1	3.5	0.4	4.0	-0.5
Gastos de capital totales	649,282.2	479,519.4	-169,762.8	577,730.0	-98,210.6
% del PIB	2.0	1.4	-0.6	1.7	-0.3
Déficit financiero	-2,018,214.0	-2,037,838.0	-19,624.0	-2,521,066.0	-483,228.0
% del PIB	-6.1	-5.9	0.2	-7.3	-1.4

Fuente: Elaboración propia con base en datos del BCCR y el MH.

Con base en la información presupuestaria de la Contraloría General de la República y lo presentado en la Memoria Anual del BCCR (2019:63-65), se puede distinguir entre algunas de las instituciones públicas el aporte a esta disminución en el déficit financiero del gobierno central por parte de los gastos. Esto se muestra en el Cuadro 3.

Las transferencias corrientes tienen el mayor peso relativo dentro de la estructura de gastos (38,1%). De este total, el 67,2% son transferencias al sector público, como las asignadas al Fondo Especial para la Educación Superior Pública, FEES, a la CCSS (régimen no contributivo y

seguridad social) y al Fondo de Desarrollo Social y Asignaciones Familiares, FODESAF. De las

Cuadro 3

Finanzas del gobierno central, transferencias corrientes y gastos de capital, 2017 y 2018

	Variación anual, en porcentaje	
	2017	2018
Transferencias corrientes	9,5	3,6
FEES	8,6	3,7
CCSS	6,3	8,1
FODESAF	6,7	-7,4
IMAS	26,4	4,8
Otros (Municipalidades, INA, PANI)	12,3	5,1
al Sector Privado	4,1	6,2
Gastos de capital	13,6	-26,1
CONAVI	39,3	-32,5
Juntas de educación	24,8	-56,9
Gobiernos locales	48,0	36,1

Fuente: BCCR y Contraloría General de la República, CGR.

transferencias al sector privado, el 82% aproximadamente, se destinó al pago de pensiones²⁴ con cargo al presupuesto nacional (Magisterio Nacional principalmente).

Con respecto a los gastos de capital, la disminución de 26,1% es consecuente con el traslado de menos recursos al sector público, en particular para el Consejo Nacional de Vialidad, CONAVI, las Juntas de Educación y los girados a los gobiernos locales, en el marco de la Ley de Simplificación y Eficiencia Tributaria.

En la parte de los ingresos, la disminución observada obedece a un menor crecimiento anual en el monto recaudado de todos los impuestos con excepción del correspondiente a ventas internas, que creció como consecuencia a las acciones del MH para disminuir la evasión, así como debido al uso ampliado de la factura electrónica.

En los ingresos no tributarios se observó un crecimiento de 3,6% con respecto al año 2017 proveniente de la recuperación de inversiones por la absorción del BCAC por parte del Banco de Costa Rica (BCR), por un monto de USD 50 millones y al aumento en el traspaso de dividendos,

²⁴ Las pensiones representan alrededor del 10% del gasto total.

Cuadro 4

Finanzas del gobierno central, deuda pública como porcentaje del PIB, 2017 y 2018

Deuda pública bruta total como porcentaje del PIB		
	2017	2018
Deuda interna	45,4	49,2
Gobierno Central	38,4	42,8
Resto SPNF	0,4	0,4
BCCR	6,5	6,0
Deuda externa	18,9	20,4
Gobierno Central	10,2	10,8
BCCR	0,0	1,8
SPF	4,0	3,3
Resto SPNF	4,7	4,6
Deuda pública bruta total	64,3	69,6

Fuente: Memoria Anual BCCR 2019.

de acuerdo al artículo 52 de la Ley No. 8653 correspondiente al 25% utilidades del Instituto Nacional de Seguros (INS).

Al analizar el financiamiento del 2018, se observa que el Gobierno Central continuó enfocado en la colocación de títulos, operaciones de canje y subasta inversa. Además, utilizó el principio de caja única, recurrió a los contratos de colocación, y a otros instrumentos extraordinarios, como las Letras del Tesoro colocadas en el Banco Central. Como resultado el gasto en intereses aumentó un 0,44% del PIB entre 2017 y 2018.

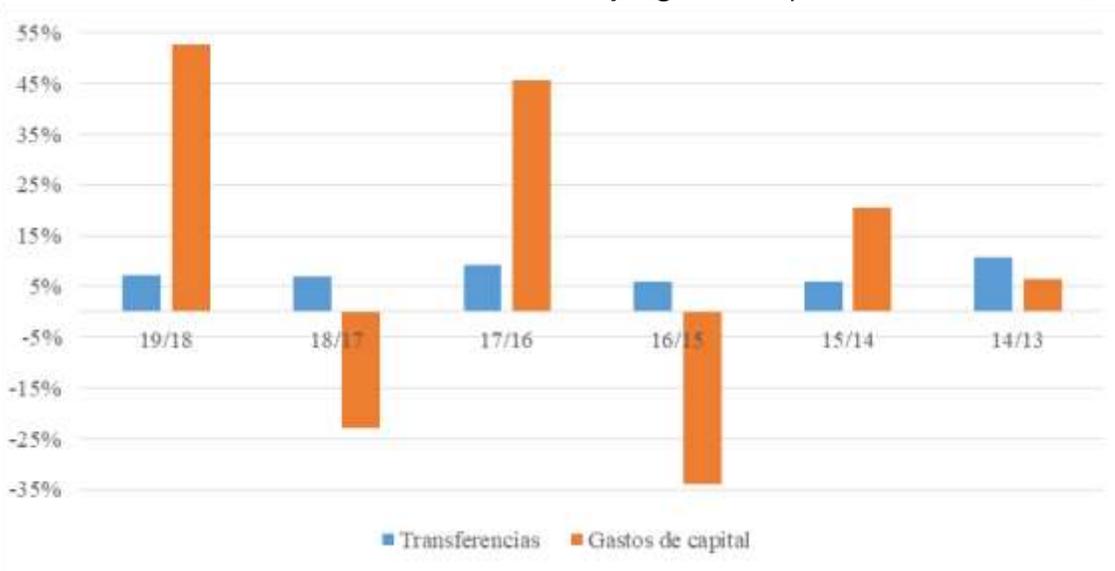
Lo que pareciera entonces es que las medidas que se tomaron y tuvieron un impacto en la disminución del déficit fiscal, fueron puntuales y sin un impacto sostenido en el tiempo. De hecho, al observar el primer cuatrimestre del 2019 se nota la reversión en su comportamiento. Específicamente, en la parte de transferencias y gastos de capital. Para el mes de enero del 2019, estos últimos tuvieron una variación de 1.289% con respecto a enero del año anterior, mientras que las transferencias aumentaron un 7,5%.

De manera acumulada al mes de abril, como se muestra en el Gráfico 17, se tiene que el crecimiento en el gasto de capital es el más alto desde el 2014, y la variación del rubro de transferencias es similar al promedio de los últimos seis años.

Lo revisado en esta sección II pretende dar un marco comprensivo para la evaluación de la gestión de la deuda por parte del Ministerio de Hacienda durante estos años de déficit creciente. Dado que las decisiones que se han tomado en cuanto a instrumentos, plazo, tasas de interés y mecanismos de colocación juegan un rol determinante en el costo de dicho manejo, se puede definir un grado de cumplimiento en el manejo de Tesorería de acuerdo con las mejores prácticas internacionales.

Gráfico 17

Variación acumulada año a año de las transferencias y el gasto de capital del Gobierno Central, 2013-2018



Fuente: Elaboración propia con base en datos del Ministerio de Hacienda.

Gestión de pasivos del Ministerio de Hacienda²⁵

Para efectos de este informe, se entiende por gestión de pasivos del Ministerio de Hacienda al conjunto de acciones y políticas de emisión que dan forma al perfil de la cartera de deuda y que determinan el modo en que los ahorrantes pueden acceder a financiar al Estado costarricense mediante la adquisición de títulos de deuda.

El perfil de la cartera de deuda está determinado por la composición por plazos al vencimiento de las emisiones vigentes, la composición por moneda y la composición por tipos de instrumentos colocados. Así, por ejemplo, el conjunto de emisiones de deuda puede tener un perfil caracterizado por concentrarse en el largo plazo, estar denominado mayoritariamente en moneda nacional y altamente concentrado en bonos estandarizados, o bien concentrarse en el corto plazo, denominarse mayoritariamente en moneda extranjera y concentrarse de forma importante en instrumentos no estandarizados hechos a la medida de los demandantes.

La evolución hacia un panorama fiscal cada vez más negativo, así como las características de la deuda soberana costarricense, descritos en la sección anterior acentúa la importancia de una

²⁵ En esta ponencia se usan de manera indistinta gestión de deuda y gestión de pasivos, aunque se entiende que el primero se utilice para caracterizar las nuevas emisiones, mientras que lo segundo se hace para el acervo colocado.

gestión de deuda que propicie que el Ministerio de Hacienda logre las mejores condiciones posibles en términos de las tasas de interés que paga por la deuda que emite.

Una sana y adecuada gestión de deuda de parte del Gobierno en los mercados de capital impacta de forma positiva no solamente el costo del endeudamiento, sino además el buen funcionamiento y a la larga el desarrollo de los mercados de valores. Altas concentraciones de vencimientos en periodos cortos de tiempo, por ejemplo, restan grados de libertad al emisor soberano para poder negociar mejores tasas de interés en las colocaciones. Esto debido a la urgencia de recursos con que acude el emisor a esos periodos de colocación. Por otro lado, un inadecuado balance de monedas en el perfil de la cartera de crédito puede exponer al emisor a un excesivo riesgo cambiario, lo que potencialmente puede incrementar la cuantía de deuda y volverla insostenible. Finalmente, la tendencia a captar recursos por medio de instrumentos no estandarizados desincentiva la actividad en los mercados secundarios de deuda, daña la formación de precios e incrementa el premio por iliquidez que demandan los agentes económicos que financian al Ministerio de Hacienda.

Otra forma en que una mala gestión de deuda produce un perfil de pasivos subóptimo desde el punto de vista del costo que enfrenta el emisor soberano es la utilización de un excesivo número de emisiones de poca cuantía. Esta práctica puede coartar la liquidez de las emisiones en el mercado secundario dado que conduce a que sea más difícil hallar contrapartes para la compra y venta de títulos, y por lo tanto el nivel de tasa de interés que los ahorrantes exigirán al Ministerio de Hacienda para adquirir esos valores será mayor. Este costo extra atribuible a la poca liquidez de los instrumentos es conocido como premio por iliquidez.

¿Cuál ha sido la evolución del perfil de la deuda soberana emitida por el Ministerio de Hacienda? ¿Se apega esa evolución a las mejores prácticas internacionales y a las recomendaciones emanadas de instituciones como el FMI y la OCDE? En esta sección se pretende dar respuesta a esas dos interrogantes.

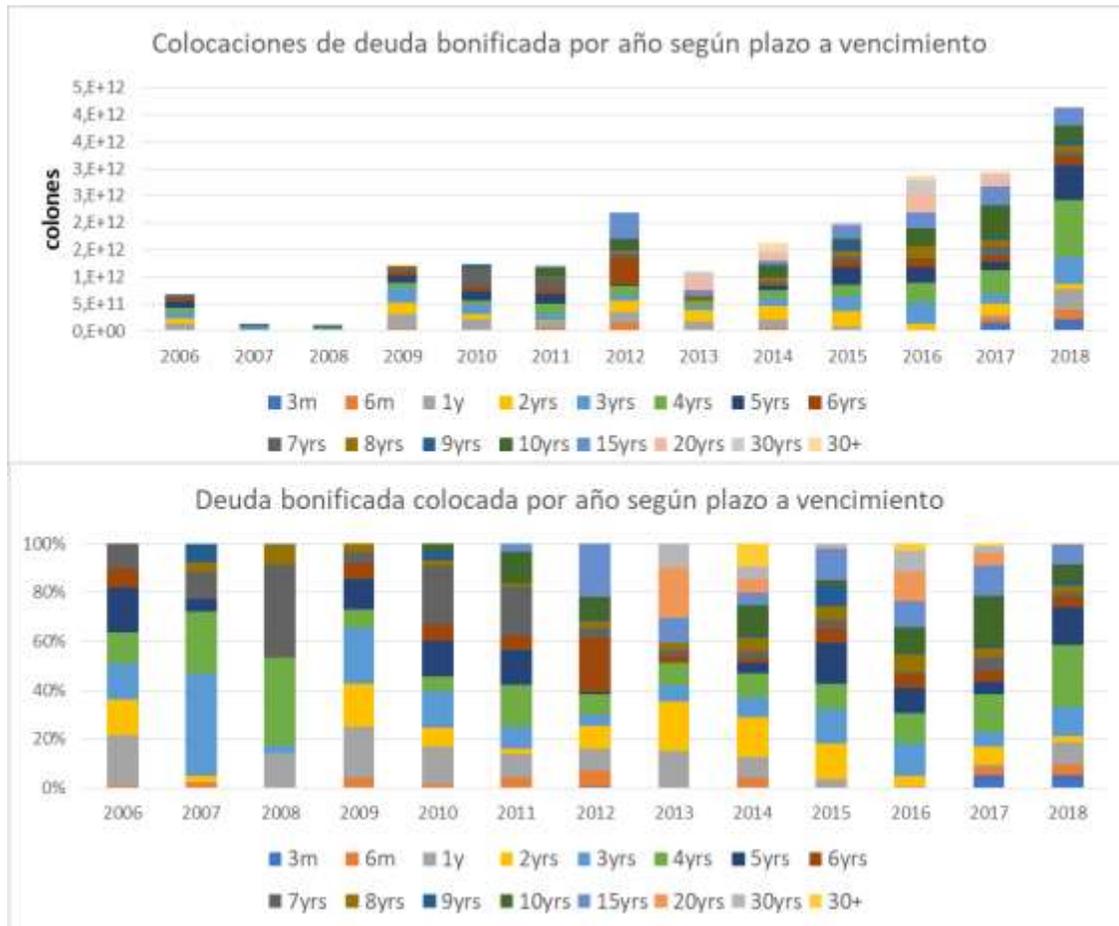
Perfil de la deuda soberana del Ministerio de Hacienda por plazos al vencimiento

Entre las características más relevantes del perfil de la cartera de pasivos de cualquier entidad, y en especial de los emisores soberanos, está la distribución de los montos adeudados según el plazo a vencimiento. Esto es relevante no solamente por que define la urgencia relativa de recursos de corto plazo para atender el pago de emisiones prontas a vencer, sino también por que determina la abundancia relativa de títulos negociables a distintos plazos, y por tanto la calidad de la referencia de precios para el resto de emisiones de deuda, pública y privada, en la economía.

Dentro de la dinámica de la emisión periódica que ejecutan los emisores soberanos, es posible analizar dos dimensiones de la distribución por plazos al vencimiento. Por un lado el perfil temporal de las nuevas emisiones (el flujo), y por otro el perfil temporal del total de emisiones

Gráfico 18

Perfil de deuda bonificada colocada por año y plazo al vencimiento, 2006 - 2018



Fuente:Elaboración propia con datos de la Bolsa Nacional de Valores.

vigentes (el acervo). El panel superior del Gráfico 18 muestra el flujo del monto colocado total en nuevas emisiones de deuda estandarizadas a lo largo del tiempo, mientras en el panel inferior se muestra, para cada año, el porcentaje que representan esas nuevas emisiones según el plazo al vencimiento con que se emiten.

Es claro que el monto de nuevas colocaciones cambió, a partir del año 2009, la tendencia decreciente que mostró entre los años 2006 y 2008. Para el año 2018, el monto de nuevas colocaciones fue casi 40 veces superior al que se presentó en el año 2008.

Ahora bien, el número de plazos distintos a que se colocó nueva deuda mediante bonos estandarizados también se incrementó a partir del año 2008. En ese año, de los 16 plazos distintos en que se agrupan las nuevas emisiones en el Gráfico 18, el Ministerio de Hacienda

emitió a 6 plazos distintos, mientras para el año 2018 realizó emisiones a 14 de los 16 posibles plazos que se muestran en la figura.

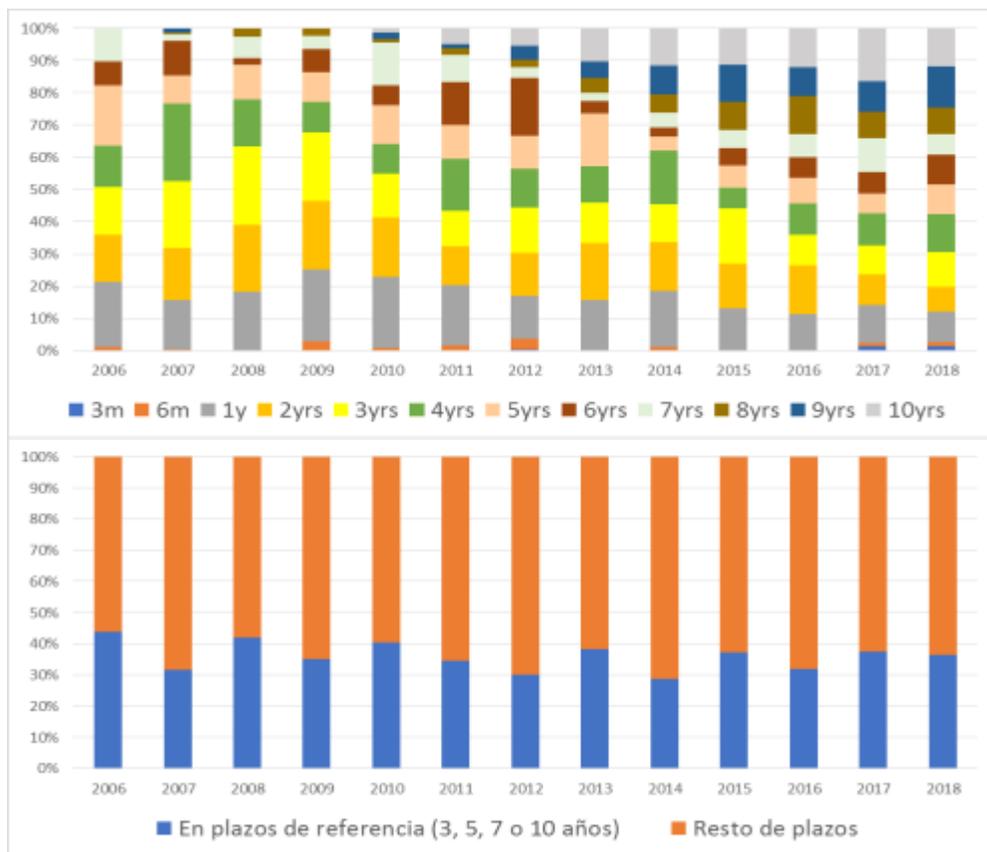
La creciente necesidad de financiamiento no solamente requirió un mayor monto de endeudamiento por esta vía, si no que la variedad de plazos a que se endeudó el Estado fue ha venido creciendo. Más importante aún para efectos de facilitar la liquidez en los mercados secundarios, esa creciente variedad de emisiones nuevas no se ha venido concentrando en emisiones individuales más grandes a plazos focales de referencia. Esto se nota al observar que en la distribución porcentual por plazo a vencimiento de las nuevas emisiones (panel inferior del Gráfico 18) no existe una concentración importante en un grupo reducido de plazos. Por el contrario, las nuevas emisiones emergen con plazos a vencimiento que guardan poca relación

Gráfico 19

con alguna estrategia de concentración de emisiones a plazos focales.

Aquella falencia en la estrategia de colocación por plazos de las nuevas emisiones termina manifestándose en el perfil de vencimientos del acervo de deuda vigente. El panel superior del Gráfico 19 ilustra cómo la cantidad de plazos a vencimiento a que está colocado el acervo de deuda total bonificada no solo se ha incrementado, si no que no existe una tendencia a concentrar la deuda en algunos plazos de referencia.

Gobierno central, acervo de deuda bonificada por plazo a vencimiento, 2006 - 2018²⁶



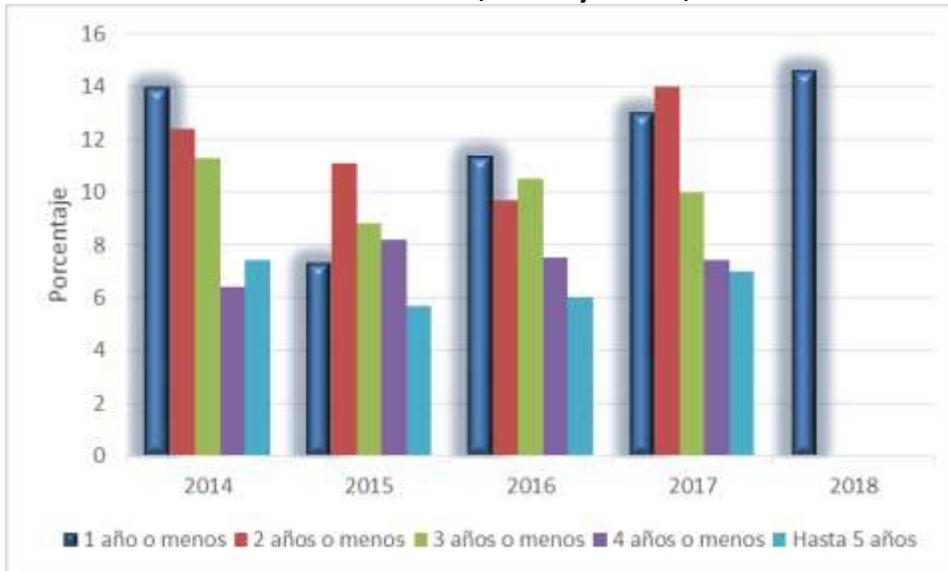
Fuente: Elaboración propia con datos de la Bolsa Nacional de Valores.

²⁶ El anexo 4 muestra la distribución por muy corto (menos de un año al vencimiento), corto (entre uno y tres años), mediano (entre tres y cinco años) y largo plazo (más de cinco años).

Las buenas prácticas internacionales y las recomendaciones de organismos especializados en la materia dictan que el emisor soberano debería concentrar el volumen de sus emisiones en pocos plazos de referencia. Esto para propiciar emisiones de buen tamaño que faciliten una adecuada distribución entre una amplia base de tenedores, lo que a su vez conduce a una mejor liquidez

Gráfico 20

Perfil de vencimientos de la deuda total (colones y dólares) del Ministerio de Hacienda



Fuente: Elaboración propia con datos del Ministerio de Hacienda.

en los mercados secundarios y a la larga a un menor costo de la deuda.

Tanto el Banco Mundial (año 2012) como el Fondo Monetario internacional (año 2015) han recomendado al Ministerio de Hacienda concentrar el acervo de deuda bonificada a plazos de referencia focales. Específicamente indican que la deuda debería concentrarse en vencimientos a 3, 5, 7 y 10 años. El panel inferior del Gráfico 19 muestra cómo el Ministerio de Hacienda ha desatendido sistemáticamente esta recomendación. La estrategia de colocación por plazos no ha conducido a un incremento sistemático de la porción de la deuda bonificada colocada a los plazos de referencia. De hecho, al comparar el inicio de la muestra (año 2006) con el último año completo (2018), se nota más bien una disminución (de 44% a 36%) de la porción de deuda que está colocada a los plazos de referencia.

Una de las posibles consecuencias directas de no seguir la recomendación de distribuir las emisiones nuevas entre plazos focales de referencia, es la eventual acumulación de vencimientos en el muy corto plazo. El Gráfico 20 muestra los porcentajes de deuda total (en colones y dólares) con vencimientos a distintos plazos desde el año 2014. Esta información no está directamente disponible en el sitio web del Ministerio de Hacienda, así que se reconstruyó

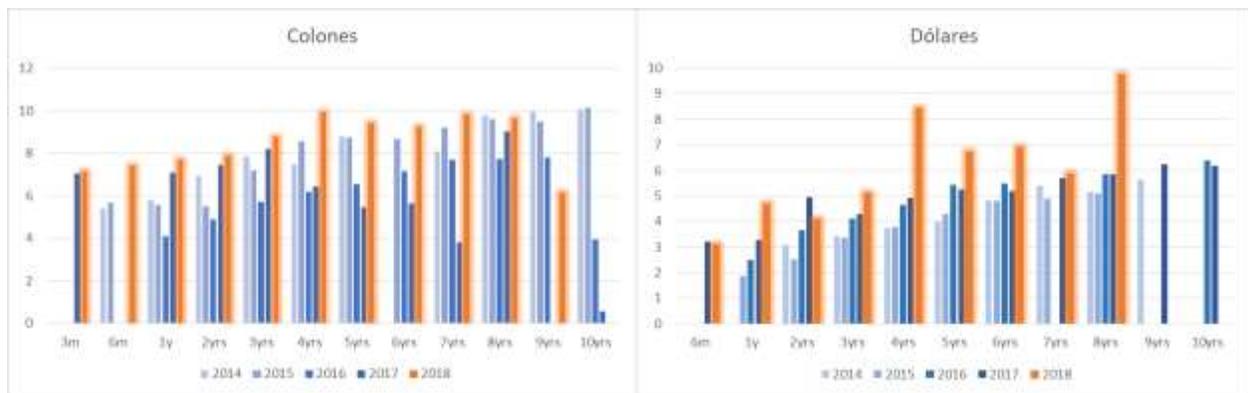
utilizando las presentaciones de los Planes de Endeudamiento que cada año, desde 2014, han venido publicando los dos emisores soberanos del país. La última versión de esa presentación de la que se dispuso (I semestre de 2018) mostraba una desagregación por plazos distinta a las anteriores, es por eso que para el año 2018 solo se muestra el porcentaje de vencimientos a un año o menos. Esta categoría (un año o menos) precisamente es la que interesa resaltar. Nótese como, a partir del año 2015 gana participación pasando de representar cerca de 7% hasta alcanzar casi 15% en el año 2018.

Esta creciente acumulación de vencimientos en el muy corto plazo pone al emisor en una situación de urgencia por recursos que es completamente inconveniente al negociar las nuevas colocaciones. Al no tener espacio para una apropiada negociación, se termina accediendo a condiciones de precio, e incluso de vencimientos no convenientes para el emisor.

El Gráfico 21 muestra las tasas promedio de las nuevas colocaciones en colones (panel de la izquierda) y dólares (panel de la derecha) según plazo a vencimiento desde 2014 a 2018. Nótese como, para casi todos los plazos y en ambas monedas, la tasa de interés promedio de las colocaciones en el año 2018 es superior a las de los demás años. En particular vale la pena

Gráfico 21

Tasa promedio de asignación de la deuda en colones en mercado primario



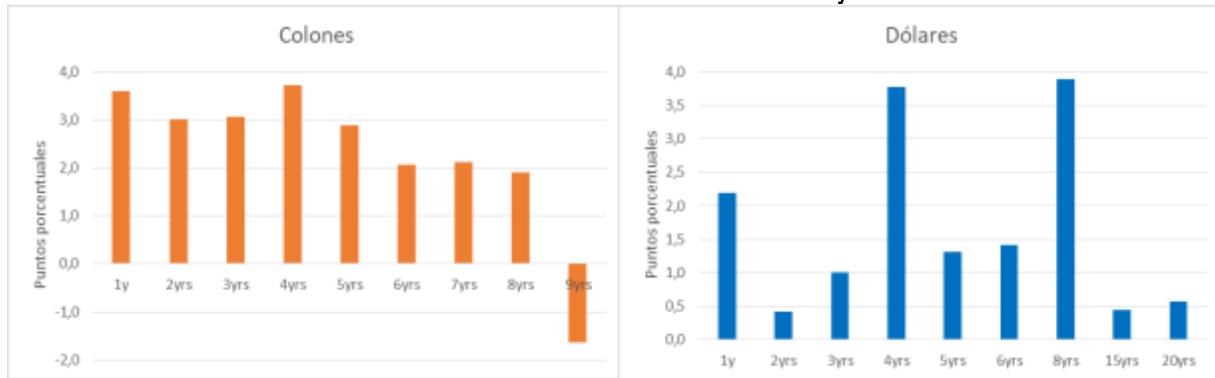
Fuente: Elaboración propia con datos del Ministerio de Hacienda.

resaltar que a pesar de que en 2014 el déficit primario del gobierno central fue de 3,1% de PIB y en el 2018 éste bajó a 2,3%, las tasas en 2018 son sustancialmente superiores. Así que un componente importante de la explicación de esa diferencia en el costo de las nuevas colocaciones es atribuible a la inadecuada gestión de la deuda.

El incremento en la tasa de interés media de un espectro amplio de plazos de la deuda se ilustra aún mejor en el Gráfico 22. En este se muestra la diferencia entre el promedio de las tasas de colocación de la nueva deuda en el año 2018 y el 2016, tanto para colones (izquierda) como para

Gráfico 22

Diferencia entre tasas medias de colocaciones nuevas de los años 2018 y 2016



Fuente: Elaboración propia con datos del Ministerio de Hacienda.

dólares (derecha). Se elige comparar el nivel del año 2018 con el de 2016 debido a que este último año fue el primero en el que no se dispuso del financiamiento externo proveniente de los denominados “Eurobonos” cuya emisión fue aprobada en la administración Chinchilla Miranda. Acá queda explícita la presión emanada de la urgencia de fondos atribuible a la concentración de vencimientos a menos de un año (ver Gráfico 20). En colones y para las colocaciones entre 1 y 4 años al vencimiento la tasa de interés se incrementó más de 300 puntos base, mientras que en dólares la diferencia llega casi a los 400 puntos base para plazos de 4 y 8 años.

Perfil de la deuda soberana por moneda

Otro aspecto relevante sobre el perfil de la deuda es su distribución por monedas. El Gráfico 23 ilustra la dinámica de la evolución y composición del saldo de la deuda bonificada según moneda en que se emite. En el panel superior se puede apreciar que tanto el saldo en colones como en dólares muestran una clara tendencia al crecimiento a lo largo de la muestra utilizada. Destaca el crecimiento que mostró el componente en dólares en el año 2009, cuando su cuantía se multiplicó por un poco más de 5 veces. De los 13 años que componen la muestra utilizada, en 7 de ellos el crecimiento del saldo en dólares es superior al del saldo en colones.

Como resultado de esa dinámica, la distribución del saldo de la deuda por moneda, que se muestra en el panel inferior del Gráfico 23, ha cambiado de manera importante. Mientras que en el año 2006 la porción de la deuda bonificada representaba solamente el 6% del total, para el año 2018 llegó a representar un 23%.

Es claro que la estrategia de gestión de la deuda ha tendido en los últimos 11 años a favorecer la emisión en moneda extranjera. Si bien es cierto las condiciones de tasas de interés bajas en los mercados financieros internacionales al inicio de la segunda década de los años 2000 eran

muy favorables, debido fundamentalmente a la política monetaria expansiva que aplicaban la mayoría de economías desarrolladas, la emisión en moneda extranjera acarrea el riesgo de tipo de cambio que no enfrenta la emisión en moneda local.

A pesar de que los mercados internacionales representan una fuente importante, y hasta el momento accesible, para el financiamiento de la deuda del Ministerio de Hacienda, una cartera de deuda bonificada en la que casi ya casi una cuarta parte enfrenta ese riesgo cambiario no parecería ser una práctica sana. Más aun considerando la paulatina flexibilización del precio de la moneda extranjera que ha venido practicando el Banco Central. Esa flexibilización es consistente con el esquema monetario (metas de inflación) que la autoridad monetaria ha adoptado con buen suceso en términos de reducción de los niveles inflacionarios, y que por tanto posiblemente se consolide en largo plazo.

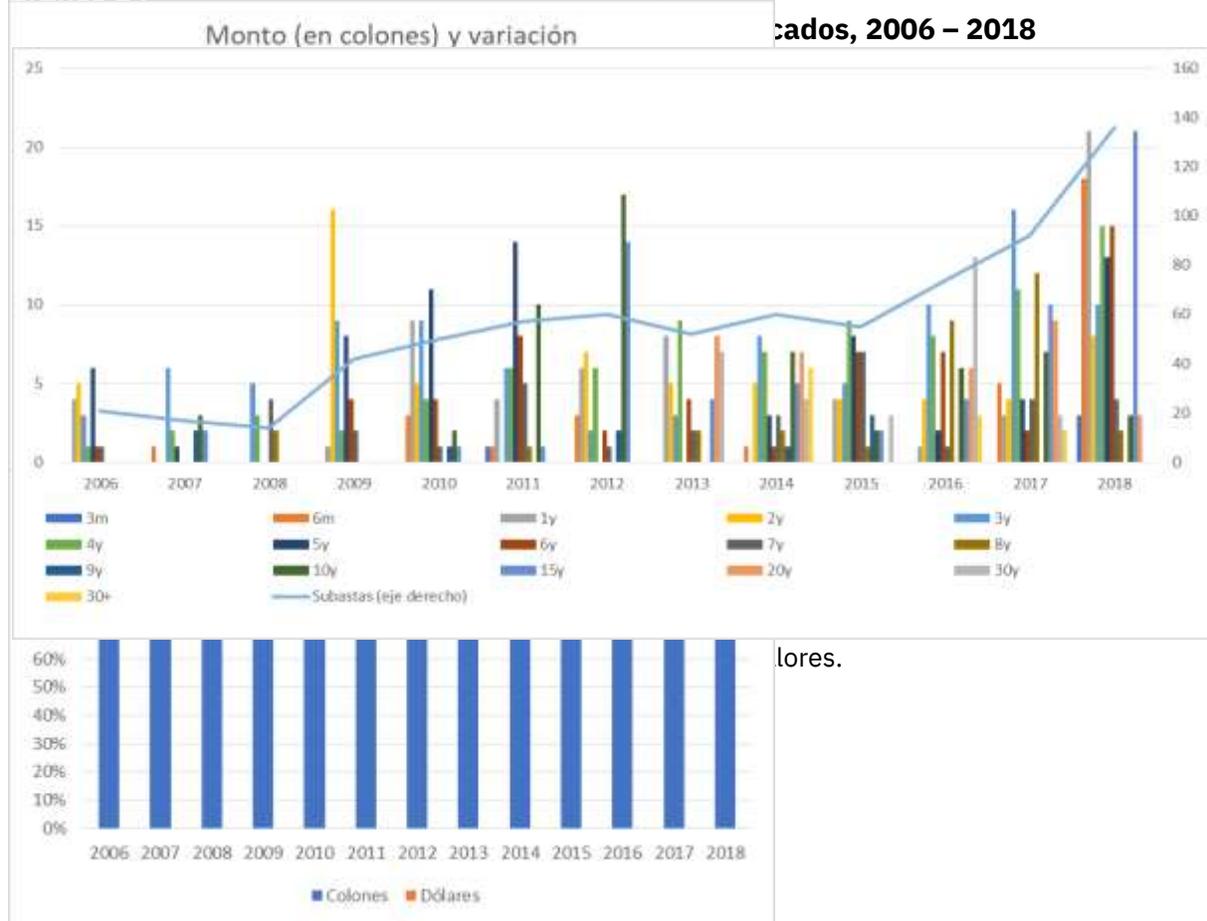
Estrategia de colocación de deuda soberana

Cantidad de eventos de colocación y variedad de plazos

Directamente relacionada con la distribución por plazos al vencimiento mencionada anteriormente, otra dimensión en que la estrategia de colocación del Ministerio de Hacienda ha

Gráfico 23

Saldo de la deuda bonificada total del Gobierno Central y composición por moneda, 2006 – 2018



Fuente: Elaboración propia con datos de la Bolsa Nacional de Valores.

tendido a alejarse de las buenas prácticas es la del número de eventos de colocación (subastas en este caso) que efectúan durante el año, y el número de emisiones distintas que ofrece en cada evento. Las buenas prácticas indican que el emisor soberano debería llevar a cabo pocos eventos de colocación y, en cada uno de esos eventos, ofrecer el menor número de emisiones distintas. Esto favorece que la mayor cantidad de agentes demandantes por deuda se concentre en puntos específicos del tiempo, y por tanto que el precio se forme reflejando la verdadera escasez relativa de recursos y, a la larga, que se logren mejores condiciones de tasa de interés para el emisor.

En el Gráfico 24 se muestra el número total de eventos de subasta por año desde el 2006 al 2018 junto con la cantidad de plazos al vencimiento distintos de los bonos que se colocaron en esos eventos. Nótese en primer término cómo la cantidad de subastas por año ha venido creciendo sostenidamente. En el año 2008 se efectuó la menor cantidad de subastas del periodo que se muestra, sólo 14; mientras en que en el 2018 hubo un total de 136 eventos de colocación de este tipo. Es decir que durante el 2018 hubo evento de subasta casi en la mitad de los días hábiles del año²⁷.

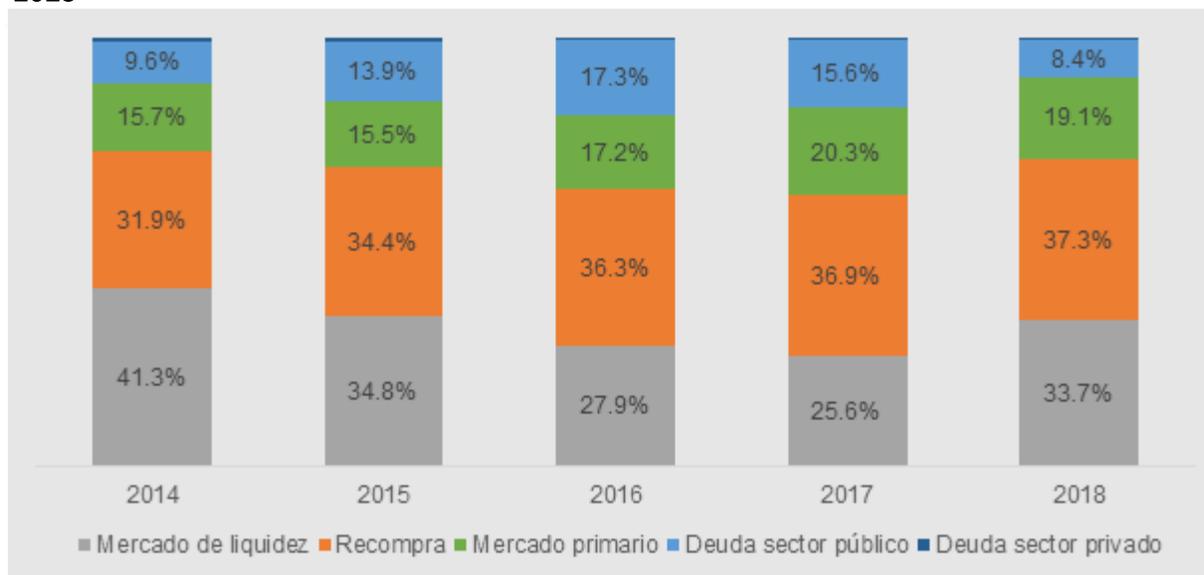
La gestión del mercado primario tiene efectos directos sobre el mercado secundario dado que la demanda por los instrumentos del emisor puede ser satisfecha en ambos mercados pero si existe gran número de eventos de subasta, por ejemplo, para el demandante disminuye la necesidad de participar en el secundario. Este comportamiento se refleja en el volumen transado en el mercado secundario costarricense como se muestra y detalla en el recuadro 2.

²⁷ Se suponen aproximadamente 250 días hábiles por año.

Recuadro 2**Principales características del mercado secundario costarricense**

El mercado secundario costarricense se ha desarrollado dentro de las plataformas de negociación que ofrece la Bolsa Nacional de Valores, BNV. En ellas, se puede negociar cualquier tipo de instrumento financiero siempre y cuando esté inscrito dentro del Registro Nacional de Valores e Intermediarios, RNVI, de la SUGEVAL.

Del volumen total colonizado, se observa en el Gráfico 25 que el 99% está dividido entre el mercado de liquidez, el mercado de recompras, el mercado primario (subastas y ventanilla BNV, de acuerdo con la figura 1) y el mercado secundario de deuda del sector público. Lo que predomina es la negociación de financiamiento: mercado de liquidez y mercado de recompras. Entre estos dos mercados abarcan entre el 60 y 70% del total de lo negociado.

Gráfico 25**Participación por tipo de operación en el volumen negociado dentro de las plataformas de la BNV, 2014 - 2018**

Fuente: Elaboración propia con datos de la Bolsa Nacional de Valores.

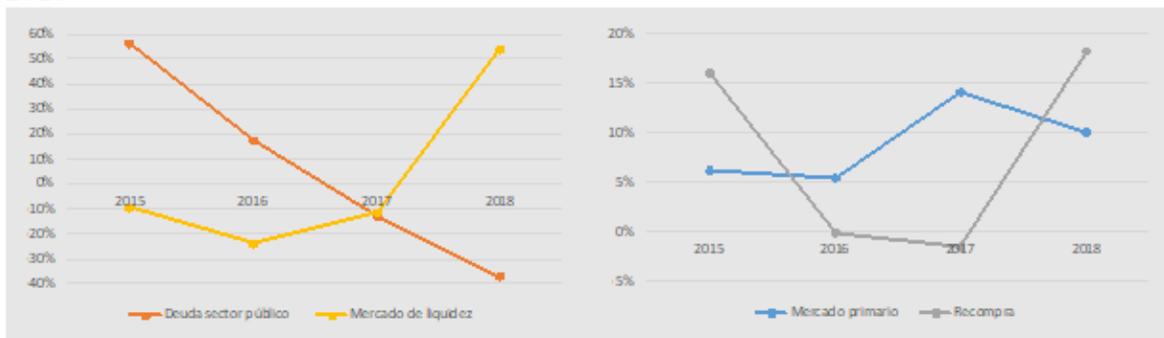
El año 2015 fue cuando se hizo la última emisión de bonos de deuda externa, por lo que la fuente de financiamiento del MH a partir del 2016 ha sido el mercado interno. Parte de lo que se puede observar en el gráfico anterior es cómo en estos años el mercado primario toma relevancia relativa, y como la participación del mercado secundario de deuda pública la pierde. Además, pareciera que cuando el volumen de este mercado se reduce, la necesidad de liquidez, reflejada en el volumen negociado dentro del MEDI o mercado de liquidez se incrementa de manera significativa.

Si el volumen total negociado lo separamos en dos grandes categorías como instrumentos del sector público y del sector privado, lo que se tiene es que los primeros representan el 90% del total.

Cuando se comparan las variaciones anuales en términos reales para cada una de las plataformas transaccionales, se observa que el mercado de liquidez creció un 54% entre 2017 y 2018, y el de recompras un 18,3%. Mientras que el mercado secundario de deuda del sector público cayó un 37%. Por su lado, el mercado primario que había crecido 6,1% y 5,4% en 2015 y 2016, pasó a crecer en cifras de dos dígitos para 2017 y 2018: 14% y 10% respectivamente.

Gráfico 26

Variaciones anuales en términos reales para cada una de las plataformas transaccionales, 2015 – 2018



Fuente: Elaboración propia con datos de la Bolsa Nacional de Valores.

De la mano con este incremento en la frecuencia de las colocaciones, se presenta un ensanchamiento del número de plazos distintos a los que el emisor soberano vendió sus instrumentos de deuda. Mientras en los 14 eventos de subasta del año 2008 se colocaron títulos a solo 4 plazos diferentes, en las 136 subastas del año 2018 hubo colocaciones a 13 plazos diferentes.

Ahora bien, la agrupación por plazo al vencimiento con que se elabora el Gráfico 24 minimiza el problema de cantidad de emisiones distintas con que ha estado trabajando el Ministerio de Hacienda²⁸. En cada plazo a vencimiento puede haber una o más emisiones distintas. Una idea más exacta del número distinto de emisiones nuevas que ha venido creando este emisor se aprecia en el Gráfico 27. En este se aprecia cómo, con excepción de lo acontecido entre 2012 y 2013, el número creciente de eventos de subasta ha sido acompañado por un incremento sostenido en el número distinto de títulos ofrecidos. Mientras en 2008 el Ministerio de Hacienda

²⁸ En la agrupación por plazos que se muestra en el **¡Error! No se encuentra el origen de la referencia.** la categoría “1y” corresponde a emisiones con plazo al vencimiento entre 6 meses y un año, la categoría 2y a plazos superiores a un año pero menores que dos, y así sucesivamente.

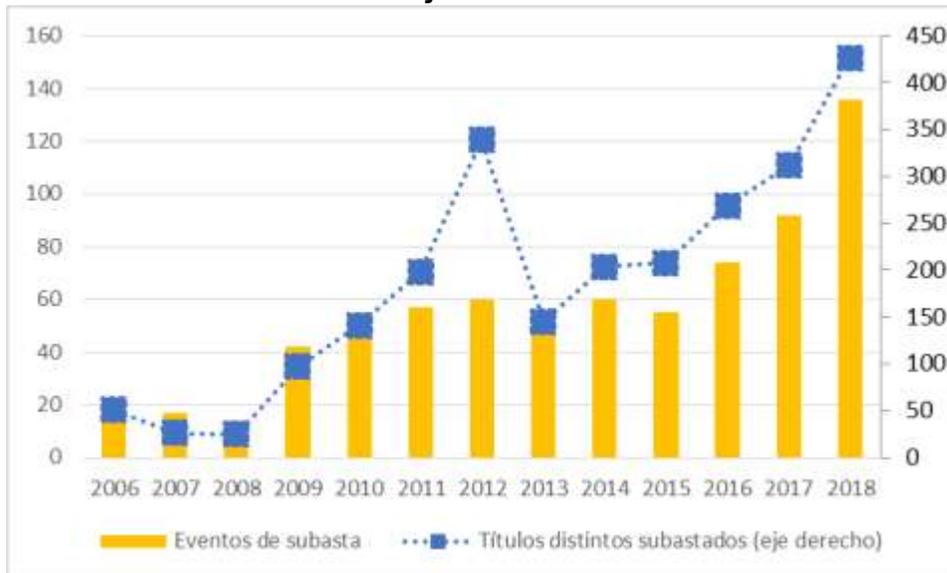
subastó únicamente 25 títulos diferentes, en 2018 colocó una sorprendente cantidad de 136 bonos diferentes.

Este crecimiento en la cantidad de emisiones nuevas distintas puede constituirse en un buen indicador alternativo del estrés por recursos que enfrenta el Ministerio de Hacienda. Al estar presionado por la necesidad de financiamiento y ser reacio a reflejar esa condición en las tasas de interés, este emisor trata de hacer sus emisiones atractivas ofreciendo plazos de vencimiento convenientes para un sector importante de la demanda. Esto termina siendo en alguna medida efectivo en vista de la gran iliquidez del mercado secundario de deuda, donde a los tenedores de títulos soberanos se les dificulta gestionar su tesorería mediante operaciones de compra y venta, por lo que tener acceso a emisiones con vencimientos convenientes resulta atractivo. Como se aprecia en el Gráfico 15, si bien desde 2015 hay un incremento ligero en la tasa promedio de la deuda interna, ese costo parece haber sido contenido y el estrés sobre el financiamiento de Hacienda se manifestó más por el lado del incremento en el número de emisiones nuevas distintas que se incrementó sustancialmente entre ese año y el 2018.

Las consecuencias para la liquidez del mercado secundario de semejante dispersión de la oferta

Gráfico 27

Número de títulos subastados y de eventos de subasta²⁹ 2006 - 2018



Fuente: Elaboración propia con datos de la Bolsa Nacional de Valores.

son importantes. El origen y las consecuencias de esta estrategia de emisión de parte del Ministerio de Hacienda están relacionados en un círculo vicioso que acarrea solo consecuencias

²⁹ Para un detalle mensual del número de subastas referirse al anexo 5.

negativas tanto para el emisor como para los demandantes y tenedores de la deuda soberana. Por ejemplo, las empresas proveedoras de precios, como Pipca y Valmer, utilizan la información del mercado para sus estimaciones. Entre más títulos se negocien con poca profundidad, menos representativo del mercado es cada uno de esos precios por lo que se aumenta el riesgo de referencia.

¿Por qué el Ministerio de Hacienda efectúa tal atomización de sus emisiones? En primer término, porque es un emisor urgido de recursos, esto lo coloca en una posición de vulnerabilidad frente a los demandantes de deuda. Estos últimos, dado lo radicalmente ilíquido que es el mercado secundario de deuda (no se puede comprar y vender con facilidad para hacer efectivo un título de hacienda), ven limitada una adecuada gestión tesorería mediante la compra y venta de títulos en el mercado secundario. Esto a su vez los conduce a tratar de acomodar esa gestión con las colocaciones y vencimientos de los bonos de Hacienda. Así, el emisor soberano, si quiere cubrir sus necesidades urgentes, debe ofrecer un perfil de fechas de colocación y vencimientos acorde a esa demanda atomizada, lo que provoca que deba efectuar subastas con una alta frecuencia y colocar una amplia gama de títulos distintos. Esto minimiza la posibilidad de que esos títulos se transen en el mercado secundario y por tanto agravan el problema de iliquidez que origina la misma demanda atomizada.

Además, la gran cantidad de eventos de subasta, así como de títulos a subastar, son señales al mercado de una fuerte necesidad de liquidez, y por tanto, se aumenta el incentivo para esperar una corrección en el precio por parte del demandante; haciendo las subastas menos eficientes en términos de colocación.

Dado que en cada subasta se ofrece más de un título, el siguiente gráfico muestra la cantidad de veces que al menos uno de los instrumentos ofrecidos se quedó sin una contraoferta por parte del mercado.

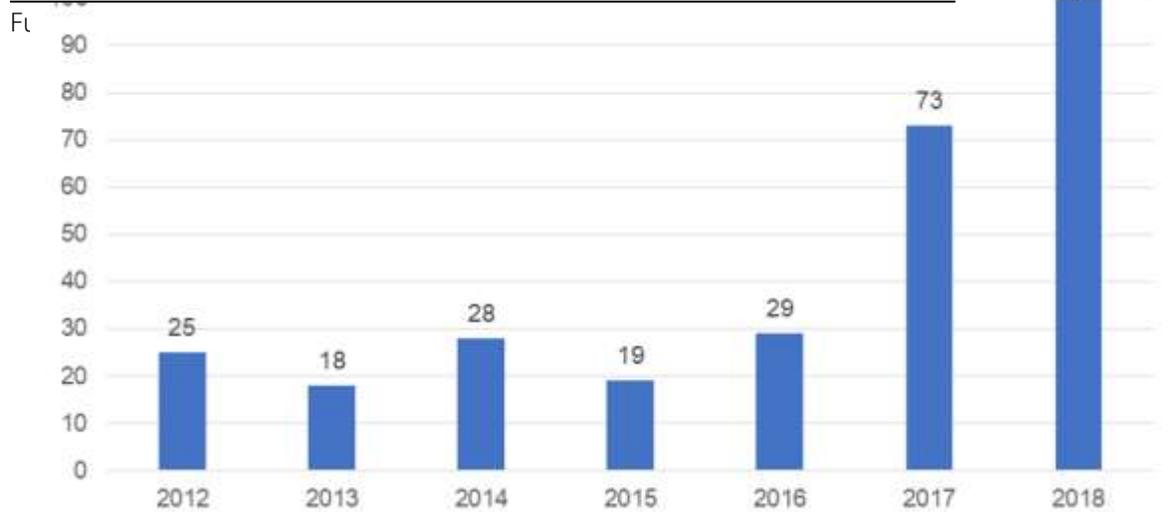
Títulos estandarizados vs. no estandarizados

El panorama de atomización ilustrado en el Gráfico 24 y en el Gráfico 27 incluye solamente las emisiones estandarizadas de deuda del Ministerio de Hacienda. Quedan excluidas de esos datos las llamadas “colocaciones directas”. En esas colocaciones se pactan condiciones de financiamiento mediante negociación directa entre el emisor y algunas instituciones públicas. Estas colocaciones son por lo general hechas a la medida (en términos de monto, fecha de colocación, plazo a vencimiento) del oferente de recursos y la tasa de interés negociada no necesariamente mantiene una relación de igualdad con la tasa de los bonos de similar plazo que circulan en el mercado secundario. Esto no solamente crea una distorsión de precios, sino que,

Cuadro 5

Saldo de deuda interna del Gobierno Central en títulos, según mecanismo de colocación (a diciembre de cada año en millones de colones)

Año	Total en títulos (1)	Colocación Individualizada (2)	(1)/(2)
2014	7.848.150	572.777	7,3%
2015	8.694.537	734.794	8,5%
2016	9.902.378	793.172	8,0%
2017	11.543.707	820.450	7,1%
2018	13.640.816	1.015.312	7,4%



Fuente: Elaboración propia con datos de la Bolsa Nacional de Valores.

al ser títulos únicos, y por tanto tener prácticamente cero posibilidades de ser negociados en el mercado secundario, drenan aún más liquidez de ese mercado.

La información histórica sobre estas colocaciones directas es sumamente limitada. Para efectos

Cuadro 6

Estrategia de colocación anunciada vs ejecutada del Ministerio de Hacienda

Año	Estrategia				Ejecutado			
	Colocación bruta	Tipo de instrumentos	Plazo de instrumentos	Periodicidad de eventos	Colocación bruta	Tipo de instrumentos	Plazo de instrumentos	Periodicidad de eventos
2014	1.840.000	Tasa fija (colones y dólares), tasa variable, cero cupón y UDES	6 meses a 30 años	Semanal	1.215.926	Cero cupón, tasa fija, tasa variable, tasa real	6 meses a 30 años	Semanal
2015	2.080.000	Tasa fija (colones y dólares), tasa variable, cero cupón y UDES	6 meses a 30 años	Semanal	1.693.017	Cero cupón, tasa fija, tasa variable, tasa real	6 meses a 20 años	Semanal
2016	1.885.000	Tasa fija (colones y dólares), tasa variable y cero cupón	6 meses a 30 años	Semanal	2.189.169	Cero cupón, tasa fija, tasa variable	6 meses a 34 años	Semanal
2017	2.050.000	Tasa fija (colones y dólares), tasa variable y cero cupón	Mayor a 3 años (coordinación con BCCR)	Semanal	1.861.672	Cero cupón, tasa fija, tasa variable	6 meses a 33 años	Mayoría semanal. Desde octubre hasta 7 veces por mes
2018	3.250.000	Tasa fija (colones y dólares), tasa variable y cero cupón	1,3,5,7 y mayor a 10 años	Semanal	2.956.498	Cero cupón, tasa fija, tasa variable	6 meses a 11 años	Muchos eventos por mes, mucha ventanilla continua.

Fuente: Elaboración propia con datos del Ministerio de Hacienda y del Banco Central de Costa Rica.

de esta ponencia únicamente se pudo acceder a las colocaciones individualizadas desde el año 2014 mediante consulta al Banco Central de Costa Rica. El Cuadro 5 muestra tanto el saldo de la deuda en colones del Ministerio de Hacienda que es respaldada por títulos (columna “Total en títulos”), como las colocaciones individualizadas también en colones. Éstas últimas incluyen: los préstamos otorgados al Estado mediante la facilidad de Central Directo, los llamados depósitos a plazo, y las colocaciones efectuadas por entidades con acceso a la plataforma Sinpe mediante esa plataforma.

En 2015 estas colocaciones llegaron a representar casi el 8,5% del saldo de la deuda en títulos. Si bien la importancia relativa de esas colocaciones ha disminuido ligeramente desde ese año, aún en 2018 representaron un 7,4%, un porcentaje superior al del año 2014. El que una porción importante como esta del total de la deuda se emita en la forma de títulos no estandarizados tiene consecuencias nocivas tanto para el emisor como para el mercado de valores en general. Ese 7,4% equivale a la nada despreciable suma de un billón de colones, o sea aproximadamente \$1.500 millones. Todo ese financiamiento podría efectuarse mediante mecanismos competitivos de colocación que le generen mejores condiciones al Ministerio de Hacienda en términos de tasa de interés, y además propiciar mejor formación de precios en el mercado de valores al emitirse títulos estandarizados sujetos a compra y venta en el mercado secundario.

Contraste entre la estrategia anunciada y la ejecutada del emisor

Está en el interés del emisor soberano concentrar la mayor demanda por sus títulos en cada evento de colocación que efectúe. Esto le genera mejores condiciones de tasa de interés y

además una mejor formación de precios. De ahí que, como se mencionó con anterioridad, las buenas prácticas dictan llevar a cabo pocos eventos de colocación y, en cada uno de ellos, ofrecer la menor cantidad posible de instrumentos distintos. Esta estrategia debería estar debidamente preanunciada para que los demandantes de esos títulos planeen con antelación y puedan efectuar sus mejores ofertas.

Ahora bien, si los demandantes de títulos conocen que el emisor soberano está en una posición de urgencia por recursos, y que además históricamente ha sido propenso separarse de su estrategia de colocación planeada y preanunciada, tendrán poco incentivo para acudir a los eventos de colocación inicialmente anunciados. Esto a sabiendas de que aquella urgencia conducirá a la apertura de nuevos eventos de colocación o a mecanismos alternativos de captación de recursos. Como resultado, la demanda por títulos no se concentrará adecuadamente en los puntos temporales previamente anunciados por el emisor, y las condiciones de colocación no serán las mejores.

En el Cuadro 6 contrasta la estrategia de colocación de deuda anunciada con la finalmente ejecutada por parte del Ministerio de Hacienda desde el año 2014 al 2018. Nótese en primer término como, salvo por el año 2016, el monto a colocar preanunciado siempre fue menor al que finalmente se colocó. En cuanto a tipos de instrumento no se dio un contraste importante, Hacienda suele anunciar que colocará en una amplia gama de tipos de instrumento (tasa fija, tasas variables, ceros cupón y en UDES) y así efectivamente lo termina haciendo³⁰.

Más relevante aún es la diferencia entre el plazo de los instrumentos que preanuncia que colocará, y los plazos a que termina colocando, especialmente en los años 2017 y 2018. En 2017 el plan inicial consistía en emitir títulos solamente a plazos superiores a los 3 años. Esto en coordinación con el Banco Central, que en concordancia con las buenas prácticas en países en los que existen dos emisores soberanos, se reservaría los plazos inferiores para hacer el manejo tanto de sus operaciones de esterilización como del manejo de la liquidez. Sin embargo, Hacienda terminó emitiendo títulos en un rango de plazos entre los 6 meses hasta los 30 años. De igual forma, para 2018 el plan inicial era, en línea con las buenas prácticas y las recomendaciones de organismos internacionales, emitir solamente a plazos focales de referencia (3, 5, 7 y más de 10 años). Sin embargo, la realidad terminó siendo la de un emisor soberano captando mediante títulos en un rango de plazos desde los 6 meses hasta los 11 años (ver también el Gráfico 18).

Debe notarse además que, en su comunicado de estrategia de colocación, cada año desde 2014 el Ministerio de Hacienda anunció que llevaría a cabo eventos semanales de colocación. Esto lo estuvo cumpliendo hasta el año 2016. Desde octubre de 2017 efectuó hasta 7 eventos de

³⁰ Referirse al gráfico 15 como referencia de la distribución de la deuda pública por tipo de instrumento.

colocación por mes, mientras que durante el año 2018 efectuó varios eventos por mes y una activa colocación por medio de ventanillas de captación permanentes.

Mejores prácticas internacionales y recomendaciones de organismos internacionales

El sano funcionamiento de los mecanismos de financiamiento de los Gobiernos en los mercados de capital impacta de forma positiva no solamente el costo del endeudamiento, sino además la operación y el desarrollo de los mercados de valores. Sin una adecuada planeación de las necesidades de financiamiento y una estructuración acorde de los eventos de colocación de deuda, es esperable que la entidad encargada de gestionar la deuda estatal enfrente condiciones de precio menos favorables debido a que acudirá frecuentemente al mercado en condiciones de urgencia que le restan grados de libertad para la negociación.

Por otra parte, en tanto el precio de la deuda soberana es la principal referencia para establecer el costo del endeudamiento que enfrentan las entidades privadas en el mercado de capitales, una adecuada formación de precios de esa deuda es condición necesaria para un eficiente flujo del ahorro por medio del mercado de valores.

Dado ese papel clave, es de interés común que la gestión de la deuda soberana se implemente de una manera tal que propicie tanto la buena formación de precios como el desarrollo del resto del mercado de valores. En Costa Rica, cuyo mercado de valores ha crecido y evolucionado a un ritmo menor al de otros países con similares condiciones, el tema es sumamente relevante. Una de las razones a las que se le atribuye esa falta de crecimiento y desarrollo es precisamente la amplia gama de oportunidades de mejora que tiene la gestión de pasivos de los emisores soberanos, Ministerio de Hacienda (MH) y Banco Central de Costa Rica (BCCR).

Esas oportunidades de mejora han sido ampliamente documentadas en informes de asistencia técnica elaborados por organismos como el Banco Mundial (2012), el Fondo Monetario internacional [ver Oliva, Arbeleche, y Contreras (2015)] y la Organización para la Cooperación y el Desarrollo [ver OCDE (2018)]. Incluso el documento del Banco Mundial del año 2012 fue parte de las referencias que se mencionan en la “Ruta estratégica para el desarrollo del mercado de valores en Costa Rica”. Este último es un documento que elaboró el “Consejo Nacional para el Desarrollo del Mercado de Valores” en el año 2012 en el marco de la declaración de interés público del Mercado de Valores por parte del Poder Ejecutivo de aquel momento. A continuación, se resumen las principales recomendaciones esbozadas en los documentos mencionados y se evalúa su grado de implementación.

Implementar una política de emisión regular a plazos de referencia preestablecidos

La gestión de deuda soberana debe, en esencia, perseguir dos objetivos principales: procurar minimizar el costo de la deuda, y que el precio de las emisiones se constituya en una adecuada referencia para establecer los precios de otros instrumentos financieros. Para lograr ambos objetivos se requiere que los instrumentos de deuda soberana sean suficientemente líquidos en los mercados secundarios. La liquidez acá es entendida como la facilidad relativa con que es posible transar esos instrumentos. Por ejemplo, si para poder vender un bono del Ministerio de Hacienda se debe bajar sustancialmente el precio para poder encontrar un comprador, se dice que ese bono tiene baja liquidez.

La liquidez de sus títulos de deuda es de vital importancia para el emisor soberano. En primer término, los títulos líquidos son más atractivos para un mayor número de inversionistas. Así que dados los demás factores, los inversionistas exigen un rendimiento menor por títulos con mejor liquidez. Téngase en cuenta que desde el punto de vista del inversionista los instrumentos del mercado de valores ofrecen una ventaja esencial respecto a las formas de ahorro bancario. Con los títulos del mercado de valores es posible convertir las inversiones en dinero en efectivo en cualquier momento. Esto a diferencia de la mayoría de tipos de ahorro bancario cuya transformación en efectivo procede únicamente en la fecha de vencimiento pactada. En tanto un instrumento de deuda soberana deje de poseer la característica de liquidez, perderá esa ventaja relativa respecto a otras formas de ahorro, y se le exigirá, por tanto, un rendimiento mayor. Ese rendimiento mayor exigido significa, para el Ministerio de Hacienda, un mayor costo de la deuda.

Por otra parte, para constituirse como buenas referencias para el precio de otros instrumentos financieros, la correcta formación de precios de la deuda soberana es clave. La calidad de la formación de precios de los títulos de deuda soberanos está directamente relacionada con el nivel de liquidez que estos exhiban. Si los títulos del Ministerio de Hacienda se compran y venden poco en el mercado secundario, es decir si son muy ilíquidos, existirá gran incertidumbre sobre cuál es su precio, con lo cual su papel como referencia para el precio de otros instrumentos no se cumplirá adecuadamente.

Ahora bien, ¿cómo se relaciona esto con la recomendación emitir a pocos plazos de referencia preestablecidos? Un rasgo común en los mercados de títulos de deuda es que el tamaño de las emisiones determina en una medida importante su liquidez. Típicamente las emisiones más grandes son más líquidas. Existe evidencia al respecto en muchos mercados y el mercado secundario de deuda de Costa Rica no es la excepción³¹. Las emisiones grandes normalmente están mejor distribuidas y repartidas entre una mayor cantidad de agentes económicos, lo que facilita el encuentro de posiciones de compra y venta a lo largo del tiempo.

Los agentes económicos que participan de los mercados de valores conocen que las emisiones grandes normalmente son más líquidas, por lo tanto, son más atractivas y se ofrecerá por ellas

³¹ Ver Briceño, Esquivel, y Brunner (2013)

un precio más alto, con lo cual la tasa de interés que pagará el emisor debería, dados los demás factores, ser más baja. En Costa Rica, por ejemplo, donde el mercado de reportos es relativamente activo, las emisiones grandes son usualmente las preferidas por los intermediarios para utilizarlas como subyacente debido a la relativa facilidad con que se podría hacer efectiva la garantía en caso de ser necesario.

Para un monto dado de necesidad de financiamiento, una mayor cantidad de emisiones distintas implica que cada emisión será, en promedio, de menor tamaño, con lo cual se coarta su potencial para constituirse en una emisión líquida. De ahí que un esquema de endeudamiento que implique una reducida cantidad de emisiones a pocos plazos de referencia (3, 5, 7 y 10 años es la recomendación del FMI³²), estaría asociada con tamaños mayores de cada emisión y por tanto con mayor potencial para estas sean líquidas.

Es importante mencionar que transformar una cartera de pasivos constituida por una gran cantidad de emisiones a plazos diversos, en una compuesta solo por pocas emisiones a pocos plazos de referencia, requiere habilitar la posibilidad de reaperturas de emisiones, y la implementación de programas de recompras y canjes coherentes con esa estrategia.

La misión de asistencia técnica del FMI³³, en su reporte de resultados, recomienda que este ordenamiento debiera implicar, respecto a las subastas de colocación del MH, los siguientes elementos:

- Concentrar las emisiones de bonos en colones y dólares en títulos que operen como referencia.
- Diseñar un calendario de vencimientos de deuda que evite concentraciones de pago y que genere un flujo de vencimientos uniforme en el tiempo.
- Reducir el número de títulos a subastar en cada evento de subasta.
- Reducir la frecuencia de las subastas.

La reducción del número de títulos a subastar en cada evento, así como la reducción en la frecuencia de las subastas tiene como objetivo de fondo paliar la utilización de las facilidades de colocación en mercado primario del Ministerio de Hacienda como herramienta de tesorería por parte de algunos agentes económicos, en especial instituciones públicas no financieras. Tal manejo debería canalizarse hacia el mercado secundario, otorgándole más volumen de negociaciones y por ende más liquidez. Lo cual a la larga se traduciría en un premio por liquidez menor cobrado en el mercado primario al emisor soberano.

Grado de implementación de la recomendación

³² Ver Oliva, Arbeleche, y Contreras (2015)

³³ Idem

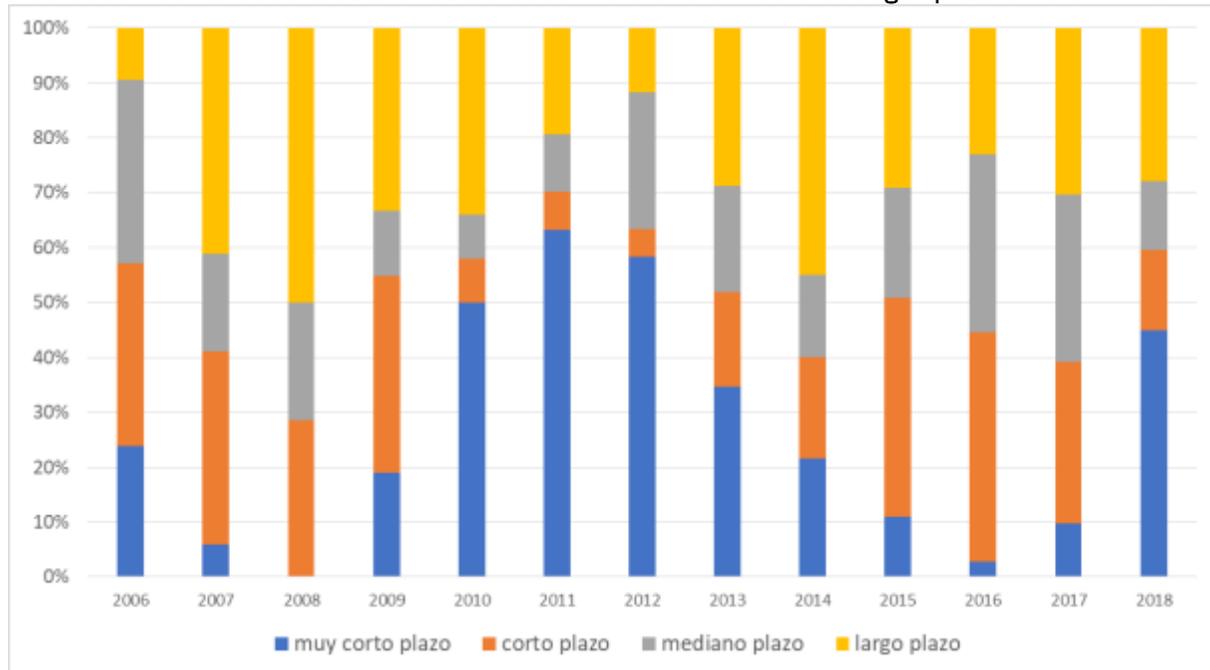
Los hallazgos de las secciones anteriores, específicamente los hechos ilustrados entre el Gráfico 24 y el Gráfico 27, señalan un alejamiento sistemático de la estrategia de gestión de pasivos de parte del Ministerio de Hacienda respecto a esta recomendación. No se ha tendido a concentrar las emisiones en plazos focales de referencia (ver panel inferior del Gráfico 19); se ha ampliado no solamente el número de emisiones distintas ofrecidas y los eventos de subasta por año (ver Gráfico 24), sino también la variedad de plazos al vencimiento de los títulos colocados (ver Gráfico 23).

También es importante resaltar que la aceleración en la frecuencia de eventos de subasta que se ha dado desde 2016 coincide con una marcada concentración de colocaciones a corto plazo. Lo cual también es contrario a las buenas prácticas internacionales y a las recomendaciones emitidas por los organismos anteriormente mencionados. La distribución por categoría de plazo al vencimiento de las colocaciones que se muestra en el Gráfico 29 señala que la porción de subastas de títulos a menos de un año pasa de representar un 2,7% del total en el año 2016, a casi el 45% en el año 2018.

Sustituir las colocaciones directas por subastas competitivas

Gráfico 29

Distribución de títulos colocados en subastas del Ministerio de Hacienda según plazo al vencimiento³⁴



Fuente: Elaboración propia con datos de la Bolsa Nacional de Valores

³⁴ Títulos de “muy corto plazo” vencen en un año o menos; los de “corto plazo” vencen desde uno a tres años; los de “mediano plazo” vencen entre tres a cinco años; y los de “largo plazo” vencen a más de cinco años.

Las llamadas colocaciones directas consisten en el otorgamiento de crédito al Ministerio de Hacienda por parte de agentes económicos (usualmente instituciones públicas) mediante negociación bilateral y formalizada mediante la emisión de títulos no estandarizados³⁵. Estos son títulos únicos que en principio solo posee la institución que lo adquiere. Más que parecerse a un instrumento del mercado de valores, en términos de realidad económica es más parecido a un certificado de ahorro bancario (el cliente elige qué día específico vence y la tasa de interés es la negociada por las partes).

Las colocaciones directas afectan negativamente la formación de precios. Este tipo de colocaciones restan demanda por títulos que podría canalizarse hacia las subastas competitivas del Ministerio de Hacienda, donde concentrarían una mayor cantidad de oferentes en competencia y mejorarían la formación de precios; o hacia los mercados secundarios, donde contribuirían a mejorar la liquidez.

Además, la disponibilidad de colocaciones de deuda sumamente frecuentes hace prácticamente irrelevante el mercado secundario para los agentes económicos que desean canalizar sus disponibilidades de ahorro. Al tener a disposición esas colocaciones directas hechas a la medida, las instituciones públicas no financieras (que por ley están obligadas a colocar sus excedentes de recursos en la caja única de la Tesorería Nacional), no tienen incentivo para canalizar esos recursos al mercado secundario pues el manejo de su tesorería le efectúa acomodando los vencimientos a su conveniencia.

Este tipo de colocaciones incrementa el costo de la deuda en términos de la tasa a la que logra endeudarse el Ministerio de Hacienda por dos motivos. En primer término, por que impide la competencia entre oferentes de recursos a la hora de la colocación. Y en segundo lugar porque esos instrumentos suelen mantenerse hasta el vencimiento (es decir quienes los adquieren usualmente no salen a venderlos antes de que venzan), con lo cual drenan liquidez del mercado secundario e implican, dados los demás factores, un premio por iliquidez (una tasa de interés más alta) exigida al emisor.

Aparte de lo anterior, las negociaciones bilaterales generan precios de financiamiento para Hacienda que no necesariamente reflejan la escasez relativa del ahorro en la economía, lo cual genera distorsiones en la asignación de recursos y con esto ineficiencias en los procesos productivos.

Grado de implementación de la recomendación

³⁵ Un título no estandarizado consiste en documento o representación de derecho que respalda una operación de crédito con condiciones de monto y plazo negociadas bilateralmente entre la institución que presta los recursos y el Ministerio de Hacienda.

Según la evidencia que se muestra en el Cuadro 5, esta recomendación está lejos de cumplirse por parte del Ministerio de Hacienda. Entre los años 2014 y el 2018 este tipo de colocaciones no estandarizadas incrementó su importancia dentro del total de deuda interna colocada en forma de títulos desde un 7,3% a un 7,4%.

Eliminar las restricciones que impiden la participación de algunas instituciones en subastas y canje

Según el artículo 6 de la Ley 8299 (Ley de Reestructuración de la Deuda Pública): “Las inversiones de los entes y órganos públicos en valores emitidos por el Estado, deberán realizarse mediante compra directa en el Banco Central de Costa Rica o en el Ministerio de Hacienda, sin costo alguno.” En vista de que las subastas competitivas que efectúa el Ministerio de Hacienda se realizan en las plataformas de la Bolsa Nacional de Valores, cuyo acceso (bajo las reglas actuales) requiere contratar los servicios de un puesto de bolsa, tal disposición se ha constituido en un impedimento para que una buena cantidad de entidades públicas no acuda a las subastas y opten por preferir las colocaciones directas. Esto ha fragmentado la demanda por títulos soberanos en los eventos de subasta, y genera los efectos no deseados mencionados anteriormente (distorsiona precios, encarece la deuda y debilita la liquidez del mercado secundario).

Grado de implementación de la recomendación

Para solventar esta situación existen fundamentalmente dos opciones. En primer término, un cambio legal que modifique los términos del mencionado artículo, o bien que el Ministerio de Hacienda migre la plataforma en que efectúa las subastas hacia las facilidades del Banco Central.

Hasta la fecha no existe un proyecto de ley que pretenda modificar el artículo 6 de la ley 8299. Sin embargo, si existen avances en la adopción de la medida alternativa. Desde finales del año 2016 el Ministerio de Hacienda solicitó al Banco Central de Costa Rica extender los desarrollos tecnológicos del proyecto “Tesoro Directo” con el objetivo de implementar la realización de subastas competitivas mediante la plataforma Sinpe. La atención de dicha solicitud fue culminada, bajo los alcances iniciales establecidos por el Ministerio de Hacienda, en el año 2018. Sin embargo, hasta la fecha esta facilidad no ha sido utilizada por ese Ministerio para efectuar las subastas de colocación. Por tanto, los beneficios, en términos del acceso de la mayor cantidad de inversionistas a las subastas competitivas, no se han materializado.

Ampliar el tipo de inversionistas que accede directamente al mercado primario de deuda pública.

La intermediación que efectúan los puestos de bolsa ha encarecido históricamente el costo de la deuda pública. El acceso directo a las subastas competitivas de títulos de deuda soberana

(esto es, la posibilidad de ingresar ofertas en las plataformas de negociación), que usualmente se han efectuado en las facilidades de la Bolsa Nacional de Valores, ha sido reservado a puestos de bolsa. Estos agentes intermediarios ofrecen, aparte de la conexión a los eventos de colocación de los emisores soberanos, servicios de asesoría en general sobre inversiones en el mercado de valores, y en particular sobre las inversiones en instrumentos de deuda soberana.

Así que con independencia de si los inversionistas han requerido ese servicio de asesoría, han pagado por él para acceder al mercado primario. En el caso de inversionistas de naturaleza financiera, es de aceptación general que, debido al giro propio de su negocio, poseen un nivel de conocimiento y experiencia tales que aquel servicio de asesoría no les es necesario. Así que por muchos años han incurrido en un costo de acceso básicamente por el privilegio que tienen los puestos de bolsa de ser los únicos que canalizan las ofertas inversoras en el mercado primario cuando los eventos son en las plataformas de la BNV. Inevitablemente, el precio ofrecido por esos inversionistas financieros ha incorporado una fracción de ese costo por acceder a las facilidades de la BNV por medio de los puestos de bolsa, lo cual termina reflejándose en una tasa de interés más alta que debe pagar el emisor soberano.

La práctica a nivel internacional permite el acceso de intermediarios financieros al mercado primario. Si bien existen excepciones como por ejemplo las exclusividades de acceso que se dan a intermediarios que se comprometen a tener un papel de creadores de mercado para las emisiones, el acceso no se suele reservar a la figura equivalente del puesto de bolsa. Esto a resultado no solo en más eficientes mercados primarios, sino además en secundarios de mayor tamaño, con mejor liquidez, con mejor difusión de información, más competencia y en general, en mejores resultados para todos los participantes.

Grado de implementación de la recomendación

En la legislación y regulación actuales no existe impedimento para que los inversionistas de naturaleza financiera puedan acceder al mercado primario de deuda soberana. Así que basta con que los administradores de las plataformas en que se efectúan los eventos de subasta habiliten ese acceso para poder solventar esta situación.

La Bolsa ha habilitado paulatinamente, para algunos agentes institucionales, el acceso directo (sin la intermediación de un puesto de bolsa). De igual forma algunos puestos han optado por no aplicar el cobro para el acceso al mercado primario a algunos de estos agentes. Sin embargo, el acceso no se ha generalizado.

La habilitación generalizada de este acceso para inversionistas de naturaleza financiera promovería un mayor número de ofertas compradoras en los eventos de colocación, una mejor formación de precios y a la difusión de varios riesgos (operativos, de compensación y liquidación).

Coordinación entre los dos emisores soberanos (Ministerio de Hacienda y Banco Central de Costa Rica) para emisión de su deuda

La primera, y quizá más obvia razón para que mientras existan dos emisores soberanos estos deberían coordinar sus emisiones, tiene que ver con no provocar competencia entre ellos. Si los emisores soberanos compiten por el ahorro disponible, el costo de la deuda emitida posiblemente será más alto respecto a una situación en la que cada uno es el único oferente. En segundo término, eventualmente se presentarán contextos en los que los objetivos que ambos persiguen podrían ser contrarios. Por ejemplo, en una situación de incremento en las necesidades de financiamiento del Ministerio de Hacienda en medio de una coyuntura deflacionaria. En tal situación la necesidad de Hacienda presionaría al alza las tasas de interés mientras que el Banco Central desearía reducirlas.

Para evitar la competencia entre ambos emisores, el principal tema a solventar es la separación de los plazos a que colocan tanto el Banco Central de Costa Rica como el Ministerio de Hacienda.

La mayoría de las necesidades de un banco central giran en torno a operaciones que le permitan gestionar el costo de la liquidez influenciando los mercados de dinero (estas son conocidas como *operaciones monetarias convencionales*). Este tipo de operaciones por lo general son de magnitud pequeña, de corta duración y usualmente se concretan acelerando o desacelerando el ritmo al que se inyecta dinero en la economía. Debe mencionarse, sin embargo, que, si bien menos a menudo, un banco central requiere también efectuar operaciones de esterilización. Éstas se utilizan para neutralizar la expansión monetaria resultado de compras de moneda extranjera, financiamiento de pérdidas de la entidad monetaria u operaciones de prestamista de última instancia. Las operaciones de esterilización tienden a caracterizarse por ser de montos altos, de una duración más larga y usualmente con el objetivo de absorber liquidez. Debido a que las operaciones monetarias convencionales dominan el quehacer de la mayoría de los bancos centrales, es natural que estas entidades concentren la gestión de pasivos emitiendo mayoritariamente a corto plazo.

Los ministerios de finanzas, o de hacienda como se le denomina en Costa Rica, gestionan por lo general un volumen de pasivos mucho mayor y son siempre operaciones de deuda, por lo que la emisión a plazos largos le permite gestionar más holgadamente las necesidades de financiamiento. De ahí que el estándar internacional tiende a que cuando existen dos emisores soberanos (banco central y del ministerio de hacienda), y para evitar los inconvenientes antes mencionados, el primero concentra sus operaciones en el corto plazo (dos años o menos), mientras que el segundo opera el mayor volumen de pasivos a plazos superiores a dos años.

Por otra parte, existe un elemento de incertidumbre en la formación de precios que podría añadirse cuando existe más de un emisor soberano. En principio, si los agentes económicos creen que las emisiones de ambos tienen exactamente los mismos tipos y magnitud de riesgo, las emisiones serán tratadas como equivalentes. Sin embargo, cuando las creencias de los

agentes económicos son heterogéneas en términos de los riesgos atribuidos a los dos emisores, se genera una distorsión en la formación de precios que es transmitida a la valoración de los demás instrumentos de deuda que se transan en el mercado. La consecuencia es una formación de precios subóptima que impide la más eficiente colocación de los flujos de ahorro en la economía.

La coordinación debería existir al menos en dos dimensiones. No solo los eventos de colocación no deberían coincidir en el tiempo, sino que los plazos de las emisiones que efectúen deberían ser mutuamente excluyentes. Típicamente los bancos centrales concentran sus emisiones en plazos cortos y los ministerios de hacienda en el mediano y largo plazo. El razonamiento en que se basa esa repartición de plazos tiene que ver con la efectividad con que los bancos centrales son capaces de influir en el nivel de tasas de interés de corto plazo mediante sus operaciones de mercado abierto, y con la necesidad de suavizar en el tiempo la distribución de vencimientos por parte de los ministerios de hacienda.

Grado de implementación de la recomendación

Según los hallazgos que se incluyen en el Cuadro 6, a pesar de que el Ministerio de Hacienda anunció en sus planes de endeudamiento de los años 2017 y 2018 que concentraría sus emisiones en plazos mayores a tres años, dejando los plazos inferiores para el Banco Central, lo cierto es que las colocaciones que terminó efectuando invadieron, en ambos años, el terreno que inicialmente sería reservado a la Autoridad Monetaria.

Valga mencionar que, en contraste con ese comportamiento de parte del Ministerio de Hacienda, el Banco Central sí ha reservado el manejo de sus emisiones nuevas en plazos de tres años o menos luego del año 2016 (ver Cuadro 7). Respetando así las buenas prácticas internacionales en países en los que coexisten dos emisores soberanos.

Cuadro 7

Estrategia de colocación anunciada vs ejecutada del Banco Central de Costa Rica

Año	Estrategia				Ejecutado			
	Colocación bruta	Tipo de instrumentos	Plazo de instrumentos	Periodicidad de eventos	Colocación bruta	Tipo de instrumentos	Plazo de instrumentos	Periodicidad de eventos
2014	743.950	Cero cupón, tasa fija, tasa variable, tasa real	Todos los plazos	Semanal	564.019	Cero cupón, tasa fija, tasa variable, tasa real	Hasta 7 años	Semanales
2015	789.541	Cero cupón, tasa fija, tasa variable, tasa real (principalmente tasa fija)	Todos los plazos	Semanal	845.078	Cero cupón, tasa fija	Hasta 10 años	Semanales, solo 2 en enero
2016	926.000	Tasa Fija	6 meses a 5 años	Semanal	611.186	93% tasa fija 7% cero cupón	6 meses a 5 años	Semanales
2017	299.700	Tasa Fija	1 a 3 años	Semanal	119.107	Tasa fija	1 a 5 años	Semanales, 2 por mes de setiembre a diciembre
2018	415.000	Tasa Fija y Flotante	2 años	Semanal	379.472	Tasa fija principalmente, tasa variable	2 años	semanales I Semestre y mensuales el II Semestre

Fuente: Elaboración propia con datos del Banco Central de Costa Rica.

Permitir la reutilización del subyacente durante la vida de las operaciones de reporto.

En el mercado de reportos en Costa Rica se negocian solamente operaciones de reporto tripartitas. En tales operaciones la titularidad del subyacente o garantía de la operación es trasladada a favor de la Bolsa, en propiedad fiduciaria, durante el plazo de la operación. Esta situación impide que los títulos dados en garantía sean sujetos de negociación en el mercado secundario, con lo cual podría estarse drenando liquidez del mercado secundario. El problema es aún más grave cuando se considera que los títulos más apetecidos para utilizarse como garantías en las operaciones de reporto suelen ser los más líquidos en el mercado secundario.

De manera que el esquema tripartito coarta la liquidez justamente de los títulos que más se transan.

En las operaciones de recompra bipartitas, es usual que el subyacente o garantía cambie de titularidad entre las contrapartes de la operación. Con esto, el agente denominado vendedor a plazo (esto es, quien presta el dinero y recibe en garantía títulos valores al inicio de la operación de reporto) puede ofrecer los títulos que recibe como garantía en el mercado secundario. Con lo cual el potencial de generar liquidez en el mercado secundario de esos títulos dados en garantía no se ve afectado.

Grado de implementación de la recomendación

En las actuales reglas del Negocio de la Bolsa Nacional de Valores³⁶ solo se prevén operaciones de reporto tripartito. De manera que en esta dirección no existen avances, al menos de parte de la entidad que administra la plataforma en la que se transan las operaciones de reporto, para la implementación de esa recomendación.

Evaluar en el mediano plazo la necesidad de contar con la figura de Creadores de Mercado.

Una de las herramientas que se utilizan en mercados de valores para incentivar la liquidez de los valores que se transan es la designación de agentes que tengan el papel de creadores de mercado. Un creador de mercado es un agente económico, por lo general una entidad financiera de tamaño medio o grande, que se compromete a tener permanentemente ofertas abiertas de compra y venta de un valor. Por tanto, las emisiones que tienen asignado uno o varios creadores de mercado tienen ofertas permanentes de compra y venta, lo que posibilita transarlos en todo momento y garantiza una liquidez mínima. Esto disminuye en gran medida la incertidumbre que enfrentan los tenedores de esos títulos valores en relación a la facilidad, en términos de renuncia a una porción importante del valor, con la que pueden transarlos.

Dados los demás factores, una emisión con creador de mercado tiene menor riesgo de liquidez que otra sin creador de mercado. Debido a esto, el rendimiento que los inversionistas le exigirán será menor. En razón de lo anterior, los emisores y las plataformas donde se negocian valores con baja liquidez usualmente están dispuestos a conceder algunos beneficios a los agentes económicos que estén en disposición de ejercer el papel de creador de mercado de alguna emisión.

Grado de implementación de la recomendación

Hasta la fecha ninguna emisión del Ministerio de Hacienda, ni del Banco Central, cuenta con creadores de mercado.

En el Cuadro 8 se ofrece un resumen de las más importantes recomendaciones para mejorar la gestión de la deuda pública emitidas por organismos internacionales junto con una breve justificación y el grado de implementación actual de cada recomendación.

Debe anotarse que la adopción de estas mejores prácticas implica, en varios casos, la adopción de cambios estructurales en la gestión de la deuda por parte del Ministerio de Hacienda. Y que

³⁶ Ver Bolsa Nacional de Valores (2019) https://www.bolsacr.com/sites/default/files/MAB/Reglas/reglas_negociopdf

como tales, tomaría tiempo su implementación. Lo que acá se pretende resaltar es que postergar el inicio de esos cambios tiene un costo importante en términos de costo de la deuda y de propiciar un ambiente apropiado para el desarrollo del resto del mercado de valores.

Cuadro 8**Resumen de recomendaciones para la buena gestión de la deuda pública**

Recomendación	Justificación	Grado de implementación
Implementar una política de emisión regular a plazos de referencia preestablecidos.	Concentrar la demanda por deuda, reducir el costo de la deuda, aumentar el tamaño de las emisiones, mejorar la liquidez del mercado secundario y la formación de precios.	Ninguno
Sustituir las colocaciones directas por subastas competitivas.	Concentrar la demanda por deuda, mejorar las condiciones de tasas de interés del emisor, favorecer la liquidez del mercado secundario.	Ninguno
Eliminar las restricciones que impiden la participación de algunas instituciones en subastas y canje.	Concentrar la demanda por emisiones, reducir el costo de la deuda.	Parcial. Se tiene terminado el desarrollo tecnológico pero no se ha implementado
Ampliar el tipo de inversionistas que accede directamente al mercado primario de deuda pública.	Concentrar la demanda por emisiones, reducir el costo de la deuda.	Parcial*
Coordinación entre los dos emisores soberanos (Ministerio de Hacienda y Banco Central de Costa Rica) para emisión de su deuda.	Evitar la competencia entre emisores soberanos, reducir el costo de la deuda, minimizar distorsiones en la formación de precios.	El Banco Central ha cumplido, pero no así el Ministerio de Hacienda
Permitir la reutilización del subyacente durante la vida de las operaciones de reporto.	Favorecer la liquidez en el mercado secundario.	Ninguno*
Evaluar en el mediano plazo la necesidad de contar con la figura de Creadores de Mercado.	Mejorar la liquidez y la formación de precios en el mercado secundario.	Ninguno

* La implementación de esta recomendación no depende del Ministerio de Hacienda
Fuente: Elaboración propia.

Consideraciones finales

Aparte de dar un seguimiento a los determinantes del balance financiero del gobierno central, esta ponencia se propuso como objetivo valorar el perfil de la deuda del Ministerio de Hacienda con base en las recomendaciones y buenas prácticas internacionales para emitir un criterio del grado de cumplimiento. Como se resume en el cuadro 8, la gestión de la deuda soberana todavía tiene una diversidad de áreas por mejorar.

Pareciera que la urgencia de financiamiento para compensar la brecha entre ingresos y gastos ha definido la estrategia de colocación de la Tesorería: se coloca o emite de acuerdo con la preferencia de la demanda en vez de basarse en los objetivos de sostenibilidad y mejores prácticas de la oferta. Esto es evidente por el número de series vigentes, la presión sobre las tasas de interés, el (corto) plazo promedio de colocación, la importancia relativa de las colocaciones individualizadas, así como la participación del sector público como tenedor de la mitad aproximadamente del total de la deuda interna.

En un contexto de desequilibrio fiscal, la gran cantidad de eventos de colocación de deuda también fomenta en los demandantes un comportamiento de mayor poder en la determinación del rendimiento; pueden esperar varios eventos hasta que la necesidad de liquidez del oferente lo lleve a una tasa de interés alta en donde se pida un premio adicional sobre el riesgo percibido.

Si se quisiera pensar en un indicador agregado que evalúe la gestión de deuda, el grado de liquidez de las emisiones podría funcionar, ya que entre más líquidas sean los instrumentos negociados, mayor flexibilidad para la definición de la estrategia por parte del emisor. En el caso del Ministerio de Hacienda, dado el gran número de emisiones vigentes, con características diversas en plazo, rendimiento, tipo, etc., así como el monto relativamente bajo de sus saldos, parecieran reflejar a priori un grado de liquidez bajo. Esto sustentaría la idea de que hay áreas de mejora en la gestión de deuda por parte del MH.

Ahora, a pesar de que en julio entra en vigor la ley 9635, se cree que los esfuerzos del MH deben continuar en línea con lo sugerido en OECD (2018): mejorar la calidad institucional con la introducción de un marco de gasto multianual completo, la creación de un consejo fiscal y un enfoque para el desarrollo del mercado en moneda local, y modernizar la gestión de la deuda reduciendo la cantidad de valores de referencia y mejorando la comunicación con los mercados.

Además de eso, en el análisis resalta una razón central que impide una adecuada gestión de la deuda en momentos en donde la restricción presupuestaria del gobierno se contrae y es la distribución de funciones entre el subsistema de tesorería del MH y el subsistema de crédito

público. La ley 8131 establece el marco de funciones dentro de la administración financiera y asigna los siguientes objetivos³⁷ a la tesorería:

- Mantener al menor costo posible la liquidez necesaria, para cumplir oportunamente los compromisos financieros de la ejecución del Presupuesto de la República.
- Propiciar la recaudación adecuada de los ingresos correspondientes al tesoro público.
- Realizar, de manera eficiente y eficaz, los pagos que correspondan.
- Administrar la liquidez del Gobierno de la República en procura del mayor beneficio de las finanzas públicas.
- Mantener al día el servicio de la deuda pública.

Mientras que para crédito público define:

- Promover la utilización adecuada del financiamiento por parte del sector público, dentro de las limitaciones que la ley establezca para el efecto y los lineamientos que dicten los órganos correspondientes.
- Obtener y controlar los recursos internos o externos provenientes del endeudamiento público y darles seguimiento.
- Propiciar la utilización de las fuentes de financiamiento más favorables para el país, por parte de las dependencias del sector público.
- Procurar que se mantenga al día el servicio de la deuda pública interna y externa.
- Registrar adecuadamente la deuda pública externa e interna; asimismo, tener disponible la información sobre los mercados financieros internacionales.

Es decir, a éste le corresponde definir la estrategia de gestión de la deuda, mientras a la tesorería le corresponde la ejecución. Sin embargo, a la tesorería también le corresponde el manejo del flujo de caja del gobierno con una prioridad más alta, por lo que la buena gestión de la deuda, queda supeditada a dicho objetivo. Esto se ha hecho evidente con lo mostrado en la sección 3. Por lo que se recomienda revisar y definir de una manera clara esta distribución de funciones de acuerdo con las mejores prácticas de gobierno corporativo.

En línea con estas recomendaciones, hay otro tema importante que no se analizó de manera directa en las secciones anteriores pero que vale la pena mencionar y es la falta de mecanismos de rendición de cuentas y transparencia. Para este estudio no se encontró un documento público por parte del MH en donde se evalúe de manera objetiva la gestión de la deuda, explicando las razones para el cumplimiento (o no) de lo anunciado previamente. También, el proceso para obtener los datos, especialmente de las colocaciones no estandarizadas, fue tedioso y tomó

³⁷ Artículo 59.

semanas. Mejorar en ese aspecto puede ser beneficioso para la transparencia y credibilidad de esta institución.

Finalmente, hay tres temas que se consideran relevantes en el futuro inmediato. El primero tiene que ver con la discusión sobre la posible exclusión de algunas instituciones públicas dentro de la aplicación de la regla fiscal aprobada dentro de la ley 9635. Se cree que el riesgo es mayúsculo. Si la Sala Constitucional o la demanda de estas instituciones resulta en favor de la exclusión, se abre un portillo que prácticamente invalida la regla fiscal. Si se define que hay instituciones *por encima de la ley*, la probabilidad de cumplimiento de la regla fiscal va a ser mínima, así como su impacto. Y, por tanto, la senda no va a ser hacia sostenibilidad. Ha quedado claro que el margen de acción del MH dado el grado de inflexibilidad del gasto, es mínimo y que los cambios implementados que resultaron en un menor déficit para el 2018, no parecieran ser permanentes, por el contrario, fueron puntuales y reversibles.

Con base en el recuadro 5 del Programa Macroeconómico del BCCR 2019-2020, se observa que el impacto de la regla fiscal sobre la proporción del gasto primario sobre PIB es de -0,3% en el 2020, -0,3% en el 2021, -0,6% en el 2022 y -0,5% en el 2023. Mientras que el aumento en los ingresos totales como proporción del PIB se estima en 0,6% en el 2020, 0,2% en el 2021, 0,1% en el 2022 y 0% en el 2023. Es decir, si se invalida la regla o su impacto se minimiza, el resultado en balance primario va a ser sobre una senda de deterioro constante, y por tanto, el nivel de la deuda que los financie sería insostenible.

La importancia de la aplicación de la regla fiscal a todo el sector público no puede enfatizarse lo suficiente.

El segundo, se refiere al proyecto de ley para el endeudamiento externo por \$1.500 millones aprobado por la Comisión de Asuntos Económicos en la Asamblea Legislativa. Se conoce, que originalmente el proyecto planteaba un endeudamiento por \$6.000 millones a lo largo de cuatro años. Sin embargo, a finales de mayo del 2019, la mencionada comisión modificó el texto del proyecto.

De manera general, dado el nivel actual de deuda, así como el servicio de intereses, la decisión de aumentar el endeudamiento en este monto incrementa el riesgo de solvencia de gran manera. Más aun, aumentar el nivel de deuda y la proporción que representa lo denominado en moneda extranjera, implica un riesgo presupuestario dado la volatilidad cambiaria. Sin embargo, si los recursos se van a utilizar para reestructuración del portafolio de deuda con el fin de disminuir el efecto estrujamiento y el costo agregado de la deuda, el resultado sería positivo. Si este es el propósito, debería plantearse un mecanismo de evaluación público con un plazo definido y estudiarse la posibilidad de emitir dichos instrumentos con una opción de *call*. Esto significa que conforme pasa el tiempo, el MH tiene la posibilidad de mostrar a los mercados internacionales su cumplimiento y redimir de manera anticipada estas nuevas emisiones.

El tercero y último, tiene que ver con la discusión de la estrategia de crecimiento de corto y mediano plazo. La implementación de la ley 9635 impone restricciones importantes al uso de los recursos recibidos por el gobierno, por lo que va a ser imprescindible reforzar el seguimiento fiscal y buscar la mayor eficiencia en la utilización de los recursos.

Referencias

- Banco Central de Costa Rica. (2018). *Revisión del Programa Macroeconómico 2018-2019*. . <https://activos.bccr.fi.cr/sitios/bccr/publicaciones/DocPolíticaMonetariaInflación/RevisiónPM-2018-2019.pdf>.
- Banco Central de Costa Rica. (2019). *Memoria anual 2018*. https://activos.bccr.fi.cr/sitios/bccr/publicaciones/DocMemoriaAnual/Memoria_Anual_2018.pdf.
- Banco Mundial. (2012). *Asistencia técnica, elaboración de un plan de ruta estratégico para el mercado de valores de Costa Rica*. IFC/World Bank Securities Markets Group.
- Bolsa Nacional de Valores. (2019). *Reglas del Negocio. Bolsa Nacional de Valores y Subsidiarias*.
- Briceño, R., Esquivel, M., & Brunner, S. (2013). *Liquidez del mercado secundario de deuda: diagnóstico y propuesta de mejora*. Sugeval.
- Chaverri Morales, C. (2017). Límite natural de deuda para la economía costarricense. *Economía y Sociedad* 22 (51), 1-15.
- Loría, M., & Umaña, C. (2015). *Costa Rica: la sostenibilidad fiscal de una economía endeudada*. Programa Visión, Academia de Centroamérica.
- Ministerio de Hacienda. (2018). *Breve análisis del comportamiento de la importación de vehículos (automóviles, Jeeps y Pick-up) de las partidas arancelarias 8703 y 8704, gravados con el Impuesto Selectivo de Consumo y sin Derechos Arancelarios a las importaciones*. División Fiscal. https://www.hacienda.go.cr/docs/5be1f77613d04_carros.pdf.
- OCDE. (2018). *Estudios Económicos OCDE: Costa Rica*. París: OECD.
- Oliva, M., Arbeleche, A., & Contreras, M. (2015). *Reporte de asistencia técnica sobre el manejo de la deuda pública*. FMI.
- Sáenz, M. (2013). *Finanzas del Gobierno Central en un Contexto de Creciente Deterioro*. Ponencia informe del Estado de la Nación en Desarrollo Humano Sostenible.
- Soto, M. (2017). *Análisis de las finanzas públicas en Costa Rica, origen y estado de una crisis latente*. Informe del Estado de la Nación en Desarrollo Humano Sostenible.

Ueda, J., & Pecho, M. (2018). *COSTA RICA: Programa de análisis de brechas tributarias en la administración de ingresos públicos: Análisis de brechas tributarias en el impuesto general sobre las ventas y el impuesto a la renta de las sociedades*. Departamento de Finanzas Públicas, FMI.

Anexos

Anexo 1

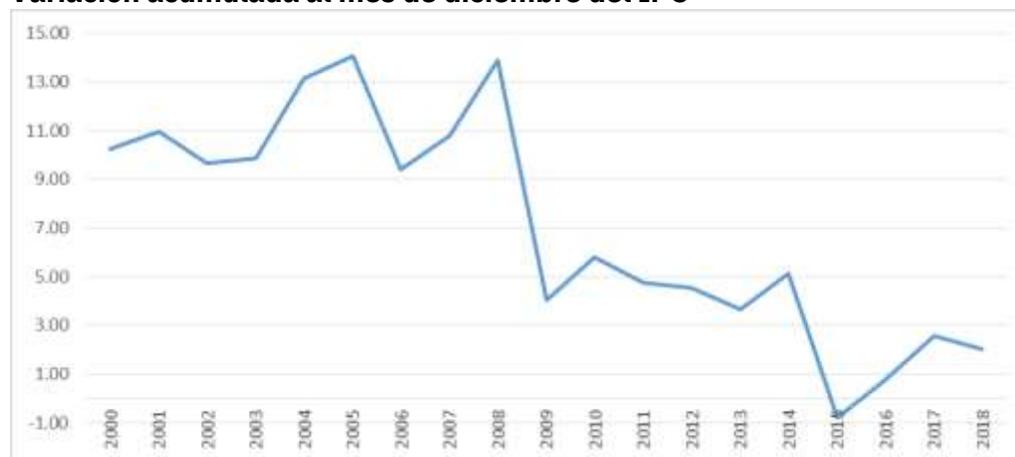
Impuestos como porcentaje del total de ingresos tributarios del gobierno central

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Ingresos y Utilidades a Personas Jurídicas	17.8%	17.2%	20.0%	19.6%	18.1%	17.5%	15.3%	16.6%	16.3%	17.1%	17.8%	19.2%	20.0%
Ventas - Interno	19.5%	19.1%	18.4%	20.0%	19.5%	19.0%	19.4%	19.2%	18.5%	18.1%	17.8%	17.2%	17.1%
Ventas - Aduanas	20.3%	20.2%	20.5%	16.8%	17.4%	18.2%	17.9%	16.6%	17.5%	16.5%	16.2%	15.9%	15.5%
Impuesto unico combustibles	13.3%	12.4%	11.1%	13.6%	12.9%	13.0%	11.8%	12.3%	11.5%	11.9%	11.3%	11.6%	11.3%
Ingresos y Utilidades a Personas Físicas	4.5%	6.1%	4.3%	6.9%	8.1%	8.4%	10.2%	9.6%	9.9%	10.0%	9.9%	10.2%	10.6%
Consumo - Aduanas	6.0%	6.6%	5.9%	4.1%	4.9%	5.4%	5.4%	4.7%	4.9%	5.3%	5.6%	5.0%	4.4%
Remesas al Exterior	0.9%	1.0%	0.8%	1.4%	1.8%	1.6%	1.8%	2.3%	2.4%	3.0%	3.8%	3.9%	4.0%
Propiedad de vehiculos	2.4%	2.6%	2.8%	3.4%	3.8%	3.1%	3.4%	3.5%	3.7%	3.8%	3.8%	3.7%	3.8%
Importaciones - Arancel	5.4%	5.3%	5.2%	4.3%	4.2%	4.4%	4.3%	4.0%	4.0%	3.8%	3.8%	3.5%	3.3%
Dividendos e Intereses s/ Títulos valores	1.8%	1.9%	3.5%	2.5%	2.0%	2.3%	2.3%	2.3%	2.4%	2.2%	2.4%	2.3%	2.5%
Derechos de Salida del Territorio Nacional	1.3%	1.1%	1.0%	1.1%	1.0%	0.9%	0.8%	0.8%	0.9%	1.0%	1.0%	1.1%	1.1%
Impuesto bebidas alcohólicas	1.4%	1.2%	1.2%	1.3%	1.1%	1.2%	1.2%	1.1%	1.0%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%
Otros impuestos	5.7%	5.4%	5.3%	5.1%	5.2%	5.0%	6.2%	7.2%	6.9%	6.3%	5.5%	5.4%	5.3%

Fuente: Elaboración propia con base en información del Ministerio de Hacienda.

Anexo 2

Variación acumulada al mes de diciembre del IPC



Fuente: Elaboración propia con base en INEC.

Anexo 3

Características comunes de las emisiones estandarizadas del Ministerio de Hacienda

Montos mínimos de asignación:

Colones: Múltiplos de ₡250.000

Dólares: Múltiplos de \$1000

Unidades de desarrollo: 500 unidades

Mecanismo de asignación: mediante precio y/o rendimiento ofrecido. El Ministerio de Hacienda anunciará para cada subasta de títulos valores, de acuerdo al calendario vigente, un precio y un rendimiento de referencia, así como un monto garantizado de asignación para cada evento.

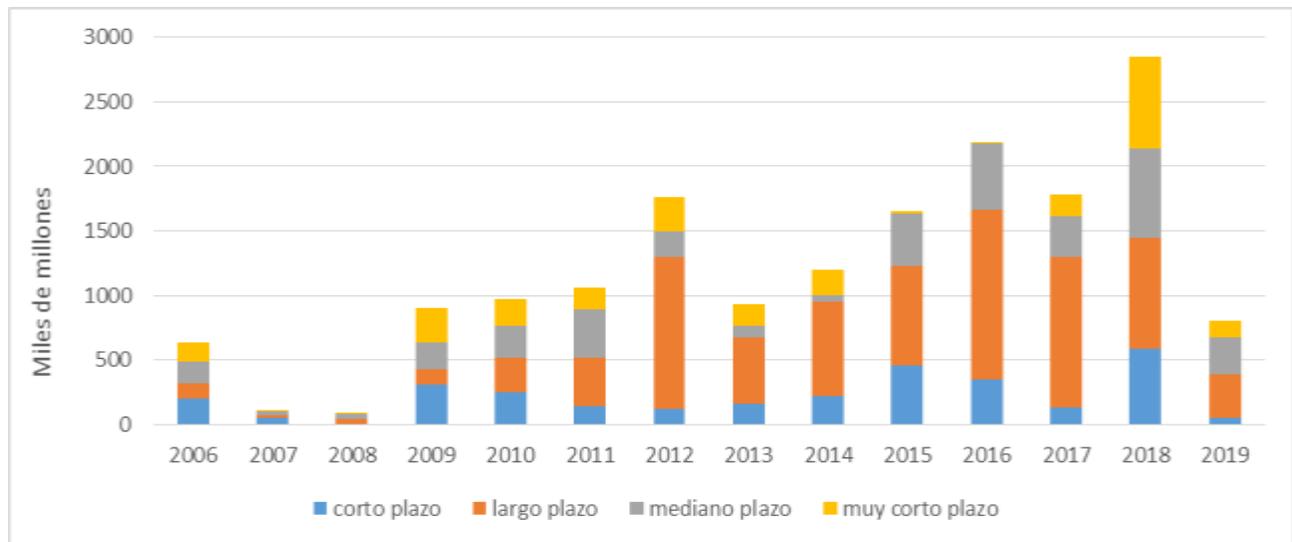
La liquidación de las operaciones de colocación se lleva a cabo usualmente dos días hábiles siguientes a la fecha de la subasta (T+2).

Expuestos al impuesto sobre la renta, actualmente con una tarifa impositiva del 8%.

Fuente: Ministerio de Hacienda con base en la información publicada en su página de internet.

Anexo 4

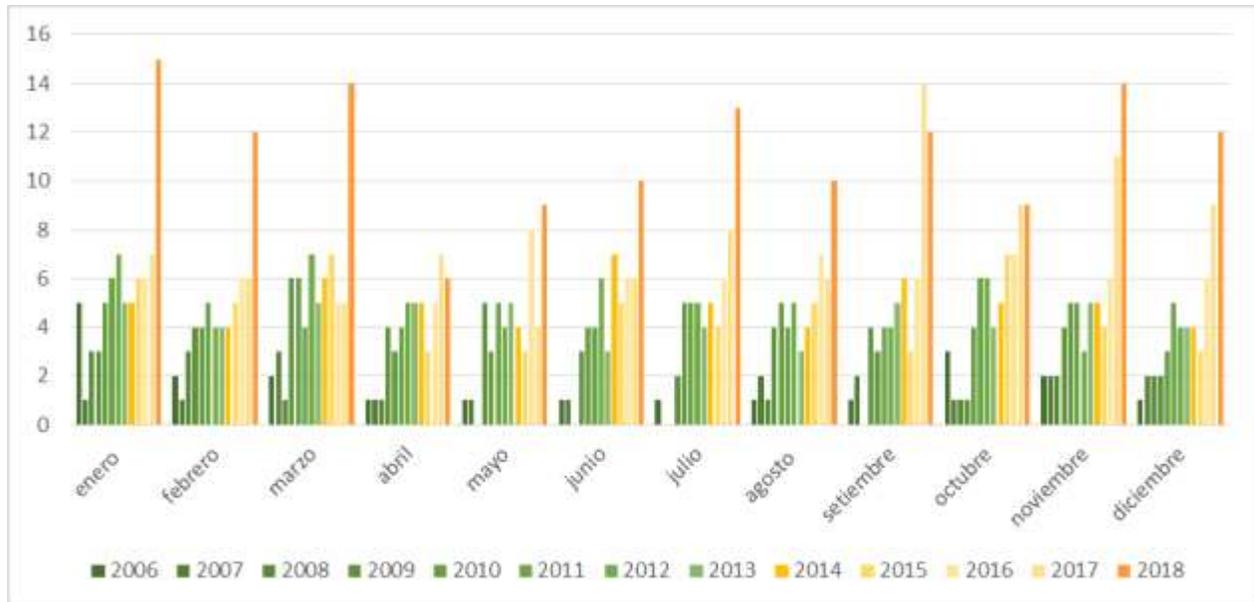
Monto colocado por año de deuda del Ministerio de Hacienda, por plazo al vencimiento, 2006-2018



Fuente: Elaboración propia con base en datos del Ministerio de Hacienda.

Anexo 5

Número de eventos de subasta realizado por el Ministerio de Hacienda, por mes, 2006-2018



Fuente: Elaboración propia con base en datos del Ministerio de Hacienda.