



**ESTADO
DE LA NACIÓN**

Informe Estado de la Nación en Desarrollo Humano Sostenible 2020

Investigación de base

Seguimiento de las finanzas públicas y gestión de la deuda en 2019

Investigador:

Valerie Lankester Campos
Pablo Villamichel Morales

San José | 2020



336.728.6
L289s

Lankester Campos, Valerie

Seguimiento de las finanzas públicas y gestión de la deuda en 2019 : investigación de base / Valerie Lankester Campos, Pablo Villamichel Morales. -- Datos electrónicos (1 archivo : 2.200kb). -- San José, C.R. : CONARE - PEN, 2020.

ISBN 978-9930-540-72-5

Formato PDF, 64 páginas.

Investigación de Base para el Informe Estado de la Nación en Desarrollo Humano Sostenible 2020

1. BALANCE FINANCIERO. 2. DÉFICIT FISCAL. 3. DESEMPEÑO ECONÓMICO
4. DESEMPEÑO DE LA DEUDA. 5. REFORMA FISCAL. 6. DEUDA EL GOBIERNO.
7. FINANZAS PÚBLICAS. 8. COSTA RICA. I. Villamichel Morales Pablo. II. Título.



Índice

Resumen ejecutivo	4
Preguntas de investigación	5
Introducción	6
Seguimiento de las finanzas públicas	8
Evolución general de las finanzas públicas, 2000-2019	8
Ingresos del Gobierno Central	15
Gasto del Gobierno Central aumentó en forma significativa y permanente	21
¿Por qué el déficit financiero del 2019 fue mayor a lo esperado?	26
Deuda pública con crecimiento insostenible.....	28
Decisiones del Ministerio de Hacienda como complemento de la reforma fiscal	38
Gestión de pasivos del Ministerio de Hacienda	42
Perfil de la deuda soberana del Ministerio de Hacienda sin estrategia clara	44
Perfil de la deuda soberana por moneda.	51
Estrategia de colocación de deuda soberana	53
Cantidad de eventos de colocación y variedad de plazos.....	53
Algunos contrastes de la estrategia del emisor	55
Consideraciones finales	58
Referencias	60

Presentación

Esta investigación se realizó para el capítulo Oportunidades, Estabilidad y Solvencia Económicas, del Informe Estado de la Nación 2020.

Las cifras de esta investigación pueden no coincidir con las consignadas en el Informe Estado de la Nación 2020, en el Capítulo de capítulo Oportunidades, Estabilidad y Solvencia Económicas, debido a revisiones posteriores. En caso de encontrarse diferencia entre ambas fuentes, prevalecen las publicadas en el Informe.

Resumen ejecutivo

Después de más de quince años, Costa Rica aprobó a finales del 2018, una reforma fiscal, ley 9635, de cambios sustanciales tanto para los ingresos como para los gastos del gobierno. Además, incluye el precepto de la regla fiscal, la primera en la historia costarricense, como regla de gestión de las finanzas públicas, con el fin de lograr que la política presupuestaria garantice la sostenibilidad fiscal de largo plazo. Esta aprobación no llegó hasta lo que se ha denominado la “crisis fiscal del 2018”, un punto crítico en donde los recursos del Ministerio de Hacienda llegaron a un mínimo¹ y se tuvo que acudir al Banco Central por un financiamiento temporal con las letras del tesoro.

El tener que llegar a un límite o punto extremo para la aprobación de una ley que fortaleciera las finanzas públicas evidencia la débil capacidad que tiene la institucionalidad costarricense para llegar a acuerdos en momentos oportunos. La necesidad de cambios en ingresos y gastos fiscales se discutió con énfasis desde el año 2010 y no fue hasta que se entró en estado de emergencia que la economía política cedió para lograr el acuerdo estratégico en el campo fiscal. Esta es una debilidad estructural en las gestiones de gobierno de este país, que se refleja en la gradual reducción de la calificación internacional de riesgo en los últimos años.

El 2019 inició entonces con un panorama de menor incertidumbre para las finanzas públicas que se reflejó en la apreciación de los títulos de deuda del gobierno, que sugiere un aumento de la confianza de los inversionistas expresada en la reducción de las tasas de interés de financiamiento del gobierno. Y además, durante el segundo semestre, con la implementación de los cambios tributarios definidos en la reforma fiscal, los ingresos aumentaron más de lo esperado. Sin embargo, el Ministerio de Hacienda enfrentó otro tipo de retos; los organizacionales.

¹ Ver anexo 1 como referencia.

Con base en este contexto, este estudio pretende caracterizar y analizar los primeros resultados de la ley 9635, así como evaluar las medidas administrativas y de gestión de deuda que se han tomado en un escenario que prevé una (relativa) mayor holgura fiscal, pero que sigue al filo de la navaja. Su sostenibilidad es susceptible a choques y los resultados esperados están condicionados a no aplicar política fiscal expansiva en los próximos años.

Esta ponencia no se refiere al evidente efecto que tendrá sobre las finanzas públicas las medidas para contrarrestar el contagio del COVID19, toda vez que se limita en un inicio a analizar las finanzas del año 2019. Lo referente al 2020, que incluye los primeros efectos del COVID19 en las finanzas públicas se presentará, más adelante, en un suplemento a este documento.

El análisis en esta ponencia expone una situación fiscal que aún es y será precaria por algún tiempo. La capacidad de tener una política fiscal flexible que permita atender los objetivos del gobierno ante un entorno cambiante y riesgoso será limitada. Además, de que dificulta la implementación de mejoras en la gestión de deuda en situaciones donde los esfuerzos estarán concentrados en el financiamiento de las necesidades de caja durante un período de crecimiento económico comprometido.

A pesar de que la aprobación de la Ley de Fortalecimiento de las Finanzas Públicas se interpretó como paso en la dirección correcta, esta puede quedarse corta al no haber abordado el problema oportunamente y en la dimensión temporal apropiada. Mientras la implementación de las reformas tributarias ya empezó a dar resultados positivos financieramente, las acciones para dimensionar el gasto son muy graduales y no parecen contar con el compromiso del gobierno. Mientras tanto, los gastos en intereses erosionan la ya limitada capacidad de gasto y la vulnerabilidad de las finanzas se acrecienta.

Más allá del problema financiero, la dimensión política de la reducción del gasto conlleva la priorización de los objetivos, la reducción de duplicidades de funciones y a que simultáneamente se minimice el efecto negativo sobre la demanda agregada. Pareciera entonces, que la solución más virtuosa viene acompañada de reducción de regulación que propicie crecimiento de la productividad y de la economía.

Preguntas de investigación

- ¿Cuál fue el balance financiero del Gobierno Central en 2019, y cuáles son las variaciones principales de sus componentes (balance primario e intereses) en el mediano y largo plazo?
- ¿Qué factores explican el deterioro en el déficit fiscal entre el 2018 y 2019, a pesar de haber aprobado una reforma en diciembre del 2018?
- ¿Cuáles han sido las estrategias en materia del gasto en los últimos dos años?
- ¿Qué componentes explican las mayores presiones en el crecimiento del gasto en los últimos tres años?

- ¿Cuál ha sido la evolución de los ingresos fiscales, ingresos tributarios, y sus principales componentes? ¿Qué componentes generaron las mayores variaciones sobre el crecimiento de los ingresos fiscales y tributarios?
- ¿Cuáles han sido las principales variaciones de la deuda pública del Gobierno Central y sus principales componentes?
- ¿Cuál es la importancia de las otras instituciones del sector público en la estrategia de colocación del Ministerio de Hacienda? (incluir la distribución y tipos de fondos públicos y privados que han captado la deuda pública).
- ¿Qué estrategias utilizó el Ministerio de Hacienda entre el 2015 y 2019 para obtener los recursos que necesita para el pago de sus principales compromisos y cuáles son los riesgos asociados?
- ¿Cómo ha cambiado la forma de colocación de deuda para este emisor y por qué?
- ¿Cuál ha sido la respuesta de los fondos y entidades que han invertido en deuda pública, respecto al riesgo y falta de sostenibilidad del Gobierno Central? ¿Ha variado el riesgo de estos fondos de pensiones y puestos de bolsa?

Introducción

El año 2019 fue un año de cambios sustantivos en lo fiscal por la implementación de la Ley 9635 de Fortalecimiento de las Finanzas Públicas, aprobada a finales de 2018. Para la Asamblea Legislativa las discusiones sobre proyectos de reforma fiscal no son nuevas. De hecho, se han dado recurrentemente desde el año 2002, cuando a pesar de que el balance fiscal no estaba en una condición crítica, se preveían cambios necesarios. Sin embargo, el balance superavitario del año 2006 y 2007 dio una falsa sensación de holgura fiscal permanente. Tanto así que como respuesta al impacto negativo sobre la economía de la crisis financiera del 2007-2008, el Gobierno respondió con una política fiscal expansiva. Específicamente, hizo aumentos sustanciales y permanentes sobre el gasto corriente, que llevaron a que en diez años Costa Rica pasara de tener un superávit financiero a una posición deficitaria e insostenible.

Este desbalance financiero ha sido cubierto por creciente deuda, tanto interna como externa, que ha evidenciado deficiencias en la colocación. El Informe Estado de la Nación 2020 detalla cómo esta gestión incumple con las buenas prácticas internacionales, lo que ha incrementado aún más el costo del crédito público. A su vez, este aumento en el servicio de la deuda del gobierno agravó el desbalance financiero y ha generado un crecimiento casi inercial en el rubro de gasto por intereses, que para finales del 2019 llevó el déficit a un 7% del PIB, con una carga de intereses equivalente al 4.2% del PIB. Además, el aumento de la demanda de recursos por el Gobierno y el aumento en las presiones sobre las tasas de interés dificultan un crecimiento más acelerado de la economía.

Esta posición deficitaria ha sido prolongada y ha disminuido la capacidad de reacción de la política fiscal, lo que se traduce en una disminución de su efectividad ante choques macroeconómicos externos negativos o a desastres naturales². Por lo tanto, el 2019 inició como un año en el cual la esperada reforma fiscal sería implementada, pero sin holgura fiscal o resiliencia ante choques negativos, como el que efectivamente se está enfrentando en los primeros meses de 2020 por la pandemia de COVID19.

En efecto, el balance fiscal no es un fin en sí mismo, sino un medio para mejorar la capacidad de responder a los riesgos que podría enfrentar la economía, considerando sus impactos sociales. El problema de una situación fiscal estructuralmente deficitaria como la costarricense surge cuando el gobierno requiere hacer gastos no anticipados como respuesta a eventos de riesgo o incrementar el gasto como política económica expansiva ante una desaceleración económica. En esas circunstancias su capacidad de reacción se ve comprometida por la poca capacidad de acceder a financiamiento a un costo razonable. En casos extremos, puede no existir un financiamiento a través de mecanismos de mercado financieros de deuda y se puede volver necesario acudir a organismos internacionales para obtener recursos.

Bajos este marco, este estudio se propone dar seguimiento a los principales indicadores fiscales en Costa Rica durante los años recientes, 2018-2019, en perspectiva comparada con un mediano plazo, desde la crisis del 2007-2008, y un plazo más largo, desde 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 documento³ describe y analiza el resultado financiero del gobierno central en la siguiente sección, para luego estudiar la gestión de la deuda pública y la holgura fiscal en la sección sucesiva, y terminar con una sección de consideraciones en donde se discuten, las posibles implicaciones de las decisiones que ha tomado el Ministerio de Hacienda durante el 2019 e inicios del 2020.

² Por ejemplo, de acuerdo con el Informe del Estado de la Nación (2017 y 2018), el costo económico de recuperar la infraestructura vial, educación, agricultura y otros, por los daños causados por la Tormenta Nate y el huracán Otto, fue de 1,3% y 0,4% del PIB de 2017 y 2016, respectivamente.

Uno de los temas de estos eventos climatológicos, es que de manera anticipada se conocen las zonas más vulnerables a dichos impactos, y por tanto se podrían ajustar partidas presupuestarias de manera anticipada para responder a dichas emergencias, sin embargo, éstas no existen y en caso de que ocurran, dado el limitado margen de acción fiscal, lo más probable es que su respuesta se deba financiar con endeudamiento.

³ Este documento en parte sigue el análisis de Esquivel y Lankester (2019), para actualizar lo que los autores habían expuesto en la ponencia para el informe del Estado de la Nación 2020.

Seguimiento de las finanzas públicas

La reforma fiscal aprobada tiene un diseño de aplicación paulatino, que podría resultar insuficiente para ordenar las finanzas públicas en un plazo razonablemente corto. Aun así y a pesar de que los ingresos tributarios aumentaron más de lo esperado, producto de la reforma, el 2019 sorprendió con un déficit financiero mayor al proyectado. En efecto, el total de gastos superó a los ingresos en un monto equivalente a 7% del PIB, es decir 1,52 billones de colones. Este déficit resultó 0,7 p.p. por encima del resultado proyectado para ese año de 6,3% del PIB. Mientras que el nivel de deuda superó el 50% del PIB.

Para un mejor entendimiento de cómo el país llegó a estos resultados, esta primera sub sección describe de manera general, la evolución de las finanzas del Gobierno Central desde el año 2000 con base en los principales indicadores fiscales. Y analiza las decisiones del Ministerio de Hacienda dentro de este contexto.

Evolución general de las finanzas públicas, 2000-2019

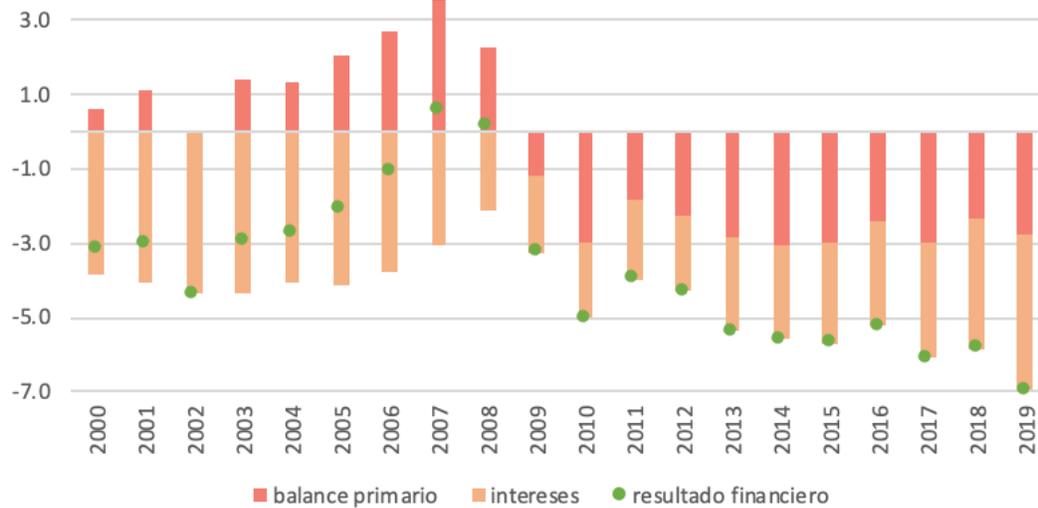
Si tomamos como punto de partida del análisis el año 2000, el resultado financiero del Gobierno Central ha sido deficitario con la excepción del período entre los años 2007 y 2008 (superávit de 0,6% y 0,2% del PIB respectivamente). Es decir, durante la mayor parte del siglo XXI el Gobierno ha gastado más de los ingresos que recibe, y para financiarse debe endeudarse. Esto per se, no es negativo; depende de la magnitud de la diferencia y de los réditos generados por las áreas en donde más se gasta. Si los gastos realizados generan beneficios, se compensa, en el tiempo, el servicio de la deuda que fue necesario adquirir para cubrir ese diferencial entre ingresos y gastos. Sin embargo, para el caso de Costa Rica, el servicio de la deuda ha sido creciente y absorbe progresivamente más recursos sin que el crecimiento económico lo compense por medio mayor ingreso tributario, limitando las opciones de política que tiene el Gobierno.

Con base en el comportamiento del balance primario reflejado en el Gráfico 1, se pueden distinguir dos períodos de manera clara: antes del 2008 cuando el balance primario fue positivo y posterior a dicha fecha, cuando fue negativo.

El balance primario es el resultado de ingresos menos gastos, pero sin contemplar lo gastado en intereses. Es decir, sin considerar el efecto directo del costo del financiamiento.

Gráfico 1

Gobierno Central, resultado financiero como porcentaje del PIB 2000 – 2019



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

Del año 2000 al 2008, se refleja una mejora del resultado financiero, atribuible a una racionalización de los gastos del Gobierno Central y un aumento de los ingresos tributarios que se beneficiaron del auge económico local e internacional que se presentó durante esos años. La reducción del gasto estuvo impulsada en primera instancia por una disminución en el gasto de capital, que pasó de representar un 1,66% del PIB en el año 2000 a ser 0,92% en el año 2006. Y luego, entre 2006 y 2008, por una contención en el crecimiento del gasto corriente, que pasó de 14,30% del PIB a 13,16% en esos tres años.

En cuestión de un año, entre 2008 y 2009, el balance financiero pasó de un superávit de 0,2% del PIB a un déficit de 3,3% del PIB. Este cambio se enmarca en una caída del PIB de 5,6% y una expansión del gasto de alrededor de 1,5% del PIB. Puntualmente, se conjugaron dos factores principales,

- el impacto negativo sobre el crecimiento económico como consecuencia de la crisis financiera internacional (-0,97% en el 2009), y su efecto consecuente en la desaceleración de los ingresos tributarios y,
- una política fiscal expansiva de gasto con cambios permanentes implementada a partir de 2008.

Posterior al 2008, la desmejora en el resultado financiero ha sido constante. Entre el 2010 y el 2019, en promedio, el déficit ha sido 5,4% y su variación interanual 9,5% por año, a pesar de que la última observación, 2019, ya contempla un semestre de implementación de los cambios tributarios en el impuesto al valor agregado y el aumento en el impuesto de renta.

Las características mencionadas de ambos períodos se detallan en el Gráfico 2, con la evolución de los ingresos y gastos como porcentaje del PIB. Del año 2000 al 2003 la diferencia entre ingresos y gastos fue en promedio -4,2% del PIB, mientras que el crecimiento de la economía promedió 3,7%.

Gráfico 2

Gobierno Central, resultado financiero, ingresos y egresos como porcentaje del PIB 2000 – 2019



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

Posterior al 2003 se observa un cambio en la tendencia de gastos impulsada por la administración Pacheco de la Espriella (2002-2006). Este gobierno implementó una política restrictiva en el gasto⁴ durante una coyuntura económica favorable, en el que se registró un crecimiento económico promedio de 5,2% anual. Adicionalmente, este crecimiento contribuyó a que los ingresos fiscales aumenten a 1,6% del PIB y a que la diferencia entre los crecimientos de ingresos y de gastos fuera en promedio -2,6% del PIB.

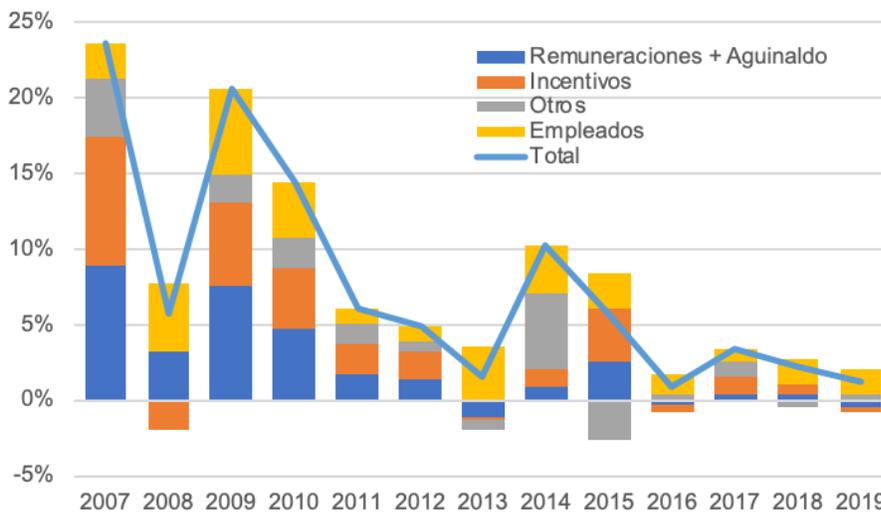
Sin embargo, el choque negativo sobre la producción de la crisis financiera 2007-2008, la respuesta de política fiscal expansiva por parte del gobierno Arias Sánchez (2006- 2010) y la caída en las perspectivas sobre el crecimiento, revirtieron las tendencias de ingresos y gastos gubernamentales.

⁴ De acuerdo con Rosales (2005), si se considera el promedio bianual, entre los períodos 2001-2002 y 2003-2004, la relación con el PIB de los gastos de salarios, pensiones e intereses se mantuvo e incluso tendió a incrementarse. Pero, los gastos en bienes y servicios, las transferencias corrientes y de capital, así como la formación bruta de capital, experimentaron una contracción. Para mayor detalle, referirse a la sección de “medidas de contención del gasto”, del estudio de Rosales (2005, p.8).

Específicamente, la política fiscal luego de la crisis financiera global del 2007-2008 consistió en un aumento permanente del gasto corriente a partir del año 2009, principalmente a la remuneración de empleados del sector público y en las transferencias corrientes, principalmente a la Caja Costarricense de Seguro Social, CCSS⁵, sin tener mejoras en los ingresos o una contrapartida de ingresos que financiara dicho aumento. Como se observa en el Gráfico 3, las remuneraciones de empleados del Gobierno Central crecieron en forma significativa en términos reales entre 2007 y 2010. Estos aumentos contemplaron incrementos en las remuneraciones, los incentivos y el número de empleados.

Para este aumento permanente del gasto, no se contempló una estrategia de salida para el momento en el cual el gasto fiscal expansivo ya no fuera necesario. Por el contrario, debido a un crecimiento económico menor al observado en años previos a la crisis, los ingresos por impuestos fueron menores respecto al PIB. Este cambio estructural del gasto y la falta de una reforma que lo compensara provocó que a partir de 2010 el déficit fuera creciente y que alcanzara una senda de insostenibilidad solo unos años después. En efecto, cada año que pasaba, la diferencia entre ingresos y gastos aumentó, y de manera consecuente, el nivel de deuda que a su vez acrecentó el servicio de la deuda, propiciando un círculo vicioso en el cual una parte cada vez mayor del presupuesto tenía que ser utilizado para el pago de intereses.

Gráfico 3
Gobierno Central, descomposición del crecimiento real de las remuneraciones 2007 – 2019



Fuente: Elaboración propia con base en datos de la CGR (SIPP), BCCR y el MH.

⁵ Específicamente, se incluyó un aumento del 15% en las pensiones del régimen no contributivo de la CCSS 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.

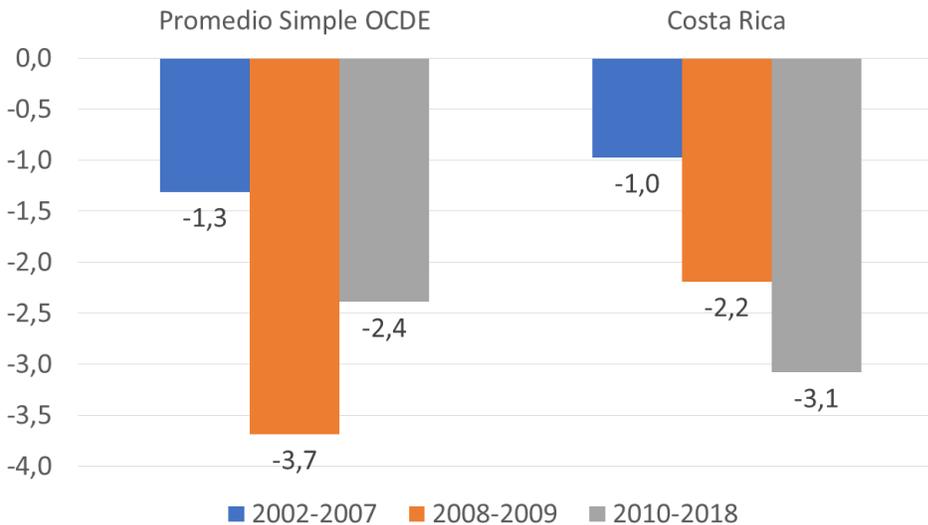
La rigidez del gasto con que se pretendió contrarrestar la gran crisis financiera del 2007- 2008 diferenció a Costa Rica de las políticas que adoptaron los países miembros de OCDE. De los 26 países con que se cuenta con información para todo el período 2002- 2018⁶, 22 redujeron su resultado del gobierno general⁷ luego de la crisis.

Posterior a la crisis financiera muchos de estos países consiguieron consolidar nuevamente las finanzas públicas, la mayoría teniendo la precaución de evitar medidas permanentes de contención del gasto. En promedio, el resultado del gobierno general de estos países mejoró en un 1,3% en promedio entre 2010 y 2018, como se puede observar en el Gráfico 4.

De los 22 países que empeoraron su resultado hasta 2009, 17 han mejorado posteriormente. Por el contrario, el Gobierno de Costa Rica mantuvo una situación en la que el déficit del Gobierno General continuó aumentando hasta alcanzar un 3,5% del PIB en 2018.

Gráfico 4

Comparativo del resultado financiero del Gobierno General como porcentaje del PIB, promedio OCDE y Costa Rica, 2002-2018



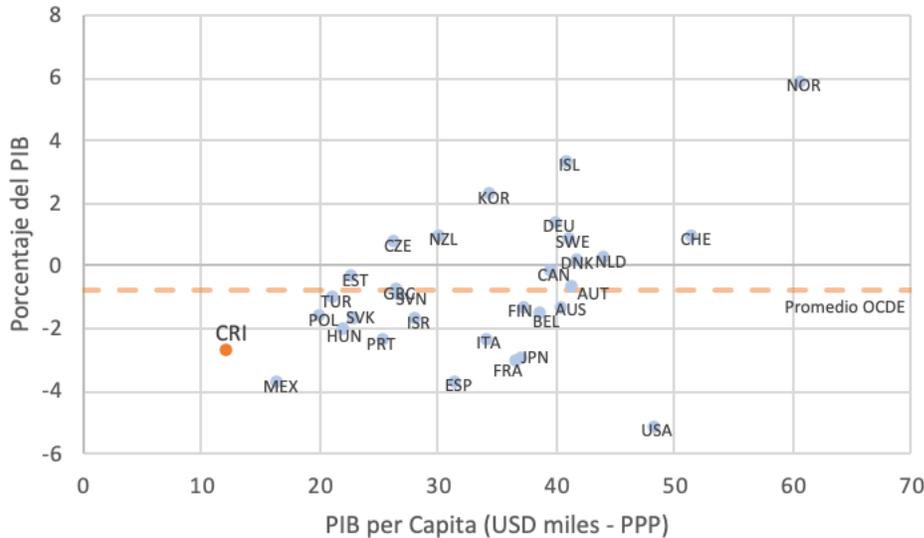
Fuente: Elaboración propia con base en datos de OCDE.

⁶ AUS, AUT, BEL, CAN, CHE, CRI, CZE, DEU, DNK, ESP, EST, FIN, FRA, GRC, HUN, ISL, ISR, ITA, MEX, NLD, NOR, POL, PRT, SVK, SVN, SWE y USA

⁷ De acuerdo a la definición utilizada por OCDE, las cuentas del gobierno general son cuentas consolidadas del Gobierno Central, estatal y local, fondos de seguridad social e instituciones sin fines de lucro sin mercado controladas y financiadas principalmente por unidades gubernamentales.

Gráfico 5

Gobierno General, resultado financiero como porcentaje del PIB y PIB per cápita PPP, países miembros de OCDE y Costa Rica, promedio 2015-2018



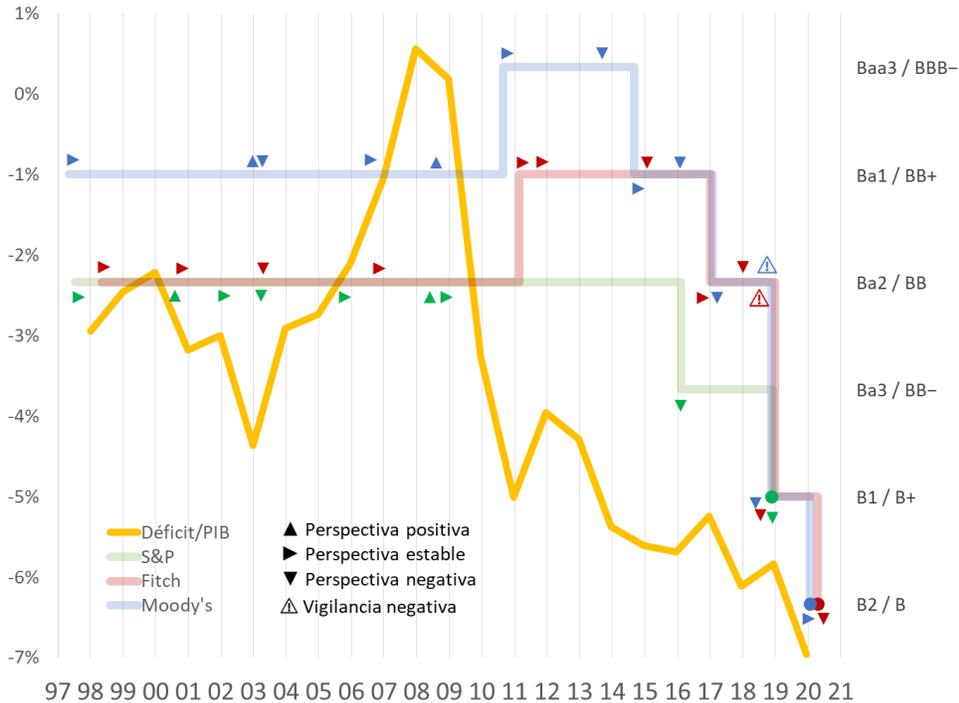
Fuente: Elaboración propia con base en datos de OCDE y FMI.

La diferencia entre el ajuste en los países de la OCDE en gran medida se debe a la diferencia de ingreso per cápita de sus países miembros que permiten financiar una política fiscal deficitaria. Como se puede ver en el Gráfico 5, Costa Rica se encuentra en el rango inferior del resultado financiero del gobierno general como porcentaje del PIB, y también en un rango bajo del PIB per cápita medido por paridad de poder de compra. Las restricciones que impone un PIB menor constriñen las políticas fiscales que impliquen déficits fiscales recurrentes en la medida que a los ingresos de sus ciudadanos se les dificulta cubrir ajustes tributarios, y de manera corresponsal, no les dificulta ahorrar.

Este gradual, pero persistente deterioro de las finanzas públicas de Costa Rica profundizó la necesidad de un ajuste, urgido por las calificadoras internacionales de crédito al menos desde el año 2014, y que culminó hasta finales del 2018 con la aprobación de la reforma fiscal. Sin embargo, poco después de su aprobación las tres principales calificadoras internacionales de crédito interpretaron el esfuerzo como tardío y casi simultáneamente redujeron la calificación a un nivel en el cual la deuda del Gobierno de Costa Rica es considerada con una alta vulnerabilidad ante condiciones financieras o económicas adversas, que probablemente afectarían la capacidad de cumplir con sus compromisos financieros en el futuro. Además, las tres reportaron su calificación con perspectiva negativa.

Gráfico 6

Evolución de calificaciones de riesgo⁸ y resultado financiero del Gobierno Central como porcentaje del PIB



Fuente: Moody's, S&P ratings y Fitch Ratings.

De acuerdo con Moody's, la rebaja de la calificación se debió al empeoramiento continuo y proyectado de las métricas de deuda a causa de grandes déficits a pesar de los esfuerzos de consolidación fiscal; así como a desafíos de financiamiento a medida que aumenta la deuda, los déficits y los costos de intereses que conducen a un rápido aumento de las necesidades de endeudamiento. En tanto que justificó la perspectiva negativa en que los esfuerzos de consolidación fiscal presentan riesgos de implementación.

En general, la ley aprobada en diciembre de 2018 contempló cambios en tarifas y diseño tributario, medidas para contener el crecimiento del gasto, así como una regla fiscal para el gasto corriente. Sin embargo, los resultados observados durante el 2019 fueron principalmente en la parte de ingresos. Los cambios aprobados en los impuestos entraron a regir en el segundo semestre del 2019 y resultaron en una recaudación mayor a la esperada, que se detalla en el apartado siguiente.

Con base en la reforma fiscal aprobada, el Banco Central de Costa Rica, BCCR, así como otros organismos nacionales e internacionales, proyectaron que para el 2019 el déficit financiero del Gobierno Central estaría alrededor de 6,3% del PIB. Sin embargo, a inicios del año 2020, el MH reportó un déficit de 7% del PIB, 1,2 p.p. más que el cierre del 2018, producto del pago de los

⁸ Esta calificación se refiere a la deuda de mediano y largo plazo denominada en moneda extranjera.

intereses de la deuda, que pasó de 3,5% del PIB en el 2018 a 4,2% del PIB y del aumento de las transferencias corrientes y de capital. Estos resultados propiciaron reducciones adicionales de dos de las calificaciones riesgo.

Con lo que el déficit primario pasó de 2,3% en el 2018 a 2,8% para el cierre de 2019. Durante diciembre el Gobierno debió incurrir en una serie de gastos de capital (+0,61% del PIB), intereses de la deuda (+0,67% del PIB) e imprevistos. Específicamente, éstos últimos, de acuerdo con MH (2019, p.11), se reflejaron en los siguientes incrementos:

- Transferencia de ₡22 mil millones a JAPDEVA para su proceso de reestructuración (0,06% del PIB)
- Incremento de transferencias a CONAVI, por más de ₡71 mil millones (0,2% del PIB)
- Aumento de ₡12 mil millones a las Juntas de Educación (0,03% del PIB)
- Capitalización del Banco de Costa Rica por ₡30 mil millones (0,08% del PIB), tras el cierre del BCAC
- Cancelación del aporte al BCCR para la capitalización de la Corporación Andina de Fomento, CAF (0,16% del PIB).

El supuesto detrás de estos gastos es que fueron inesperados y por ello no se incluyeron dentro de las proyecciones fiscales del 2019. Sin embargo, se puede argumentar que algunos eran pagos recurrentes que correspondían al siguiente año y que podían esperar. Esta decisión de economía política de no posponer dichos pagos corresponde temporalmente al cambio de rectoría en el Ministerio de Hacienda; el ministro fue nombrado en los últimos días del mes de octubre.

Ingresos del Gobierno Central

La estructura de los ingresos tiene tres fuentes principales: ingresos corrientes, ingresos de capital y financiamiento. Cada una de ellas se compone de diferentes cuentas; los ingresos corrientes abarcan los ingresos tributarios, las contribuciones sociales, ingresos no tributarios⁹ y transferencias corrientes; los ingresos de capital se componen de la venta de activos, la recuperación y anticipos por obra de utilidad pública, la recuperación de préstamos, las transferencias de capital y otros ingresos de capital; el financiamiento puede ser interno, externo o de recursos de vigencias anteriores.

Los ingresos del gobierno central están compuestos principalmente por ingresos corrientes. Los

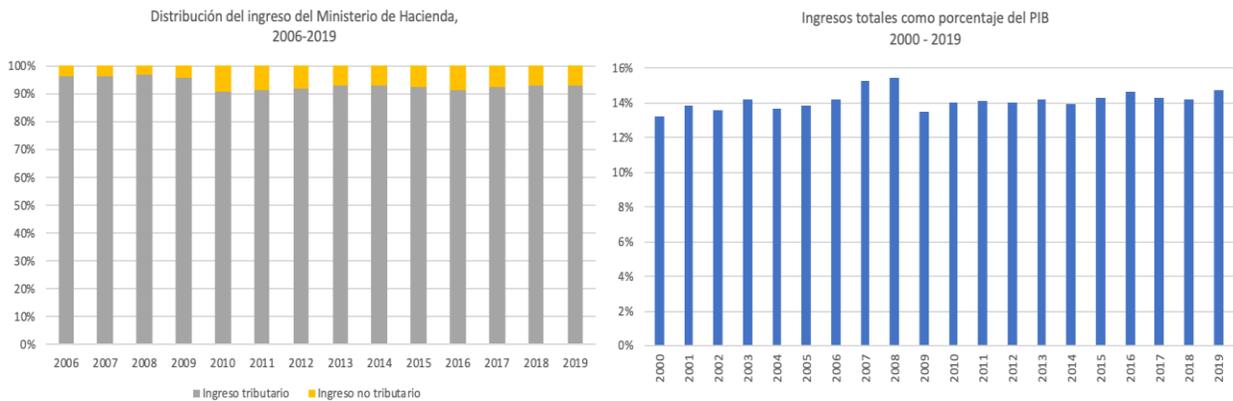
⁹ Dentro de los ingresos no tributarios están los ingresos por venta de bienes y servicios, ingresos de la propiedad (renta de la propiedad, renta de activos financieros, etc.), multas, sanciones, remates y comisos. Las transferencias contemplan las transferencias corrientes del sector público, privado y externo. Estas últimas consideran las transferencias corrientes de organismos internacionales y gobiernos extranjeros, por ejemplo.

ingresos de capital representan menos de un 1% del total de los gastos. De los ingresos corrientes, más de un 90% proviene de los impuestos. El resto se compone de contribuciones sociales, ingresos no tributarios y transferencias.

Como se muestra en el Gráfico 7, durante las últimas dos décadas, el porcentaje del PIB que representa el total de ingreso tributario se ha mantenido en un rango entre 13% y 15,5%, con una ligera tendencia al alza. Estos ingresos tienen un alto grado de prociclicidad documentado en la literatura y acorde con la intuición; entre más crece la economía, mayor es la recaudación tributaria.

Gráfico 7

Gobierno Central, características del ingreso total e ingresos tributarios, 2000 – 2019



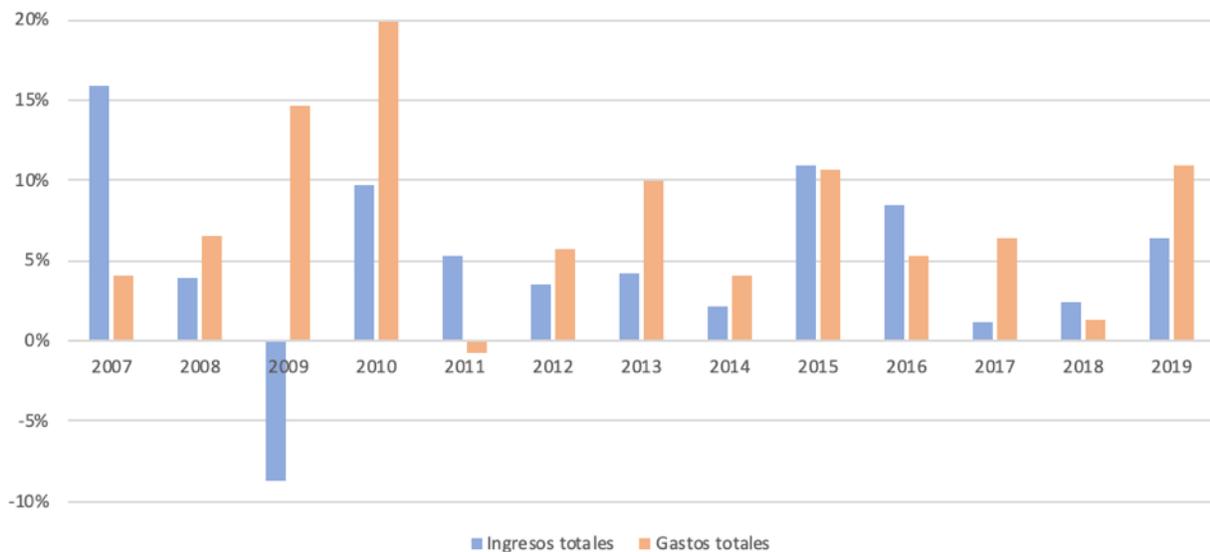
Fuente: Elaboración propia con base en datos del BCCR y el MH.

En el 2019 los ingresos totales representaron 14,8% del PIB (14,2% un año atrás), y en particular los ingresos tributarios alcanzaron el equivalente a 13,5% del PIB, 0,4% más que durante el 2018.

Con base en el Gráfico 8, se observa que la variación de los ingresos en términos reales alcanzó el 6% durante el 2019. Este incremento obedeció a factores coyunturales y estructurales. Dentro de los primeros, está la amnistía tributaria contribuyó 0,38% del PIB, y la recuperación de los recursos que el Ministerio de Hacienda facilitó en el proceso de absorción del Banco Crédito Agrícola de Cartago por parte del Banco de Costa Rica. Mientras que dentro de los estructurales está la entrada en vigor del impuesto al valor agregado (IVA), así como la transferencia del 25% de las utilidades del Instituto Nacional de Seguros según el artículo 52 de la Ley 8653.

Gráfico 8

Gobierno Central, variación interanual de ingresos y gastos totales, en términos reales con base en el IPC, 2007 – 2019



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

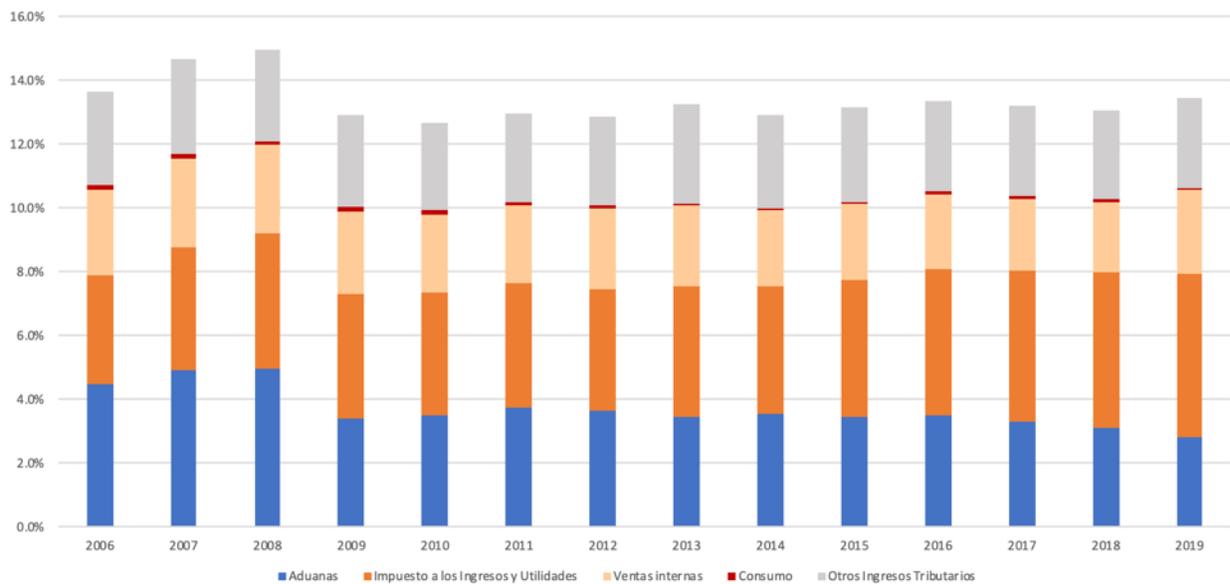
La amnistía tributaria estuvo vigente hasta marzo de 2019 y generó ingresos por un monto aproximado sobre renta de ¢114.227 y sobre ventas se recaudó ¢10.517. El resto de la reforma tributaria, que contenía cambios a los impuestos sobre la renta y ventas, entró en vigor gradualmente, según los transitorios establecidos en la ley, y después de los cambios necesarios en los sistemas para su cobro, por lo que su impacto en la recaudación fue evidente para los resultados del segundo semestre del 2019, como se observó en la sección de ingresos tributarios de esta ponencia.

El aumento en la recaudación tributaria por estos cambios en las cargas tributarias se evidencia en el Gráfico 9 que muestra la distribución relativa de los ingresos tributarios con base en cinco categorías. El impuesto por ventas internas pasó de una recaudación equivalente de 2,23% del PIB en el 2018 a 2,64% en el 2019 y la recaudación del impuesto a los ingresos y utilidades pasó de representar un 4,86% del PIB a 5,11% respectivamente para esos años.

Este gráfico también evidencia la disminución relativa del impuesto de aduanas sobre el total de 0,27% del PIB, pasó de 3,12% del PIB en el 2018 a 2,85% un año después. Así como que la combinación del impuesto de renta (ingresos y utilidades) con el de consumo, representa más del 60% del total del ingreso tributario. Pero cada una de estas categorías está compuesta por diferentes impuestos; comparativamente, el impuesto a los ingresos y utilidades de las personas jurídicas es el que ha tenido el mayor aumento y ha sido sostenido desde el 2014, seguido por el impuesto al ingreso y utilidades de personas físicas.

Gráfico 9

Gobierno Central, desagregación del ingreso tributario por categoría tributaria, como porcentaje del PIB, 2006-2019



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

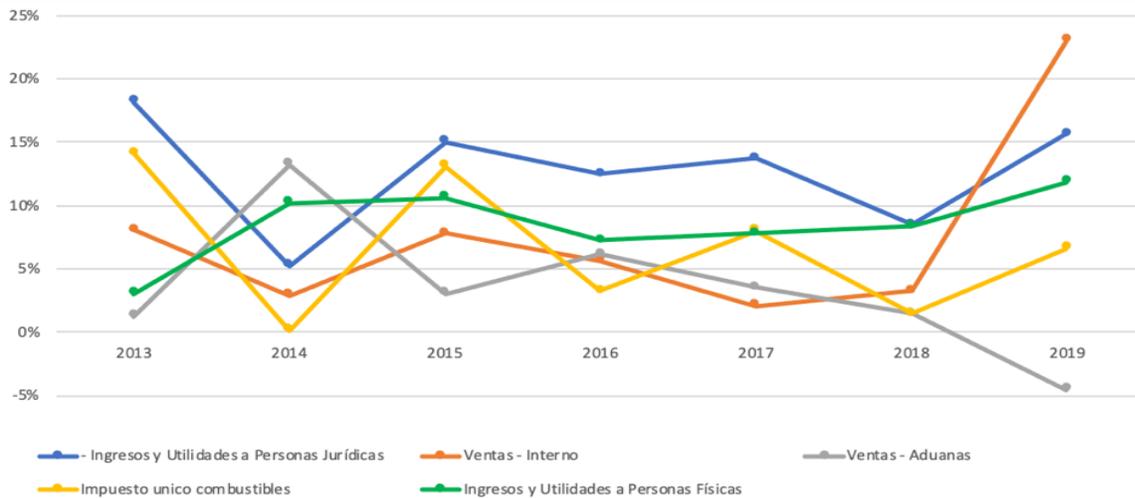
Para esta muestra temporal, la recaudación como porcentaje del PIB del impuesto a los ingresos y utilidades de las personas jurídicas ha sido en promedio 2,43%. Para el año 2019, su recaudación representó 2,9% del PIB. Con respecto a este mismo impuesto, pero para las personas físicas, el promedio ha sido 1,14% y mientras que en el año 2006 representó 0,6% del PIB, en el 2019 fue 1,5%.

Por último, el gráfico muestra el cambio significativo en el impuesto de ventas interno producto del cambio en la tasa y la base impositiva.

En cuanto a su comportamiento interanual, el Gráfico 10 muestra como todas las categorías, con excepción de aduanas, tuvieron una variación interanual positiva durante el 2019. Resalta el caso del impuesto de ventas interno, que tuvo una variación del 20%, cuyo caso se explica no sólo por el aumento en la tasa impositiva, pero por la inclusión de servicios dentro de lo gravable. En años anteriores, se observó una erosión en la recaudación de dicho impuesto como consecuencia de la pérdida de importancia relativa que tenían los bienes dentro de la composición de producción y consumo de la economía (con respecto a los servicios).

Gráfico 10

Gobierno Central, desagregación del ingreso tributario variación interanual de algunos impuestos, 2013 – 2019



Fuente: Elaboración propia con base en datos del MH.

Otra consideración sobre el ingreso por impuesto de ventas a lo interno y ventas en aduanas, es su dependencia del crecimiento económico. A pesar, de que la economía costarricense mostró una mayor actividad durante el segundo semestre del 2019, el consumo no ha vuelto a los niveles observados durante 2016. A modo de ejemplo, sobre la recaudación correspondiente a aduanas, la importación de vehículos representa aproximadamente una cuarta parte del total, y esta actividad ha tendido a decrecer pronunciadamente en los últimos tres años; entre el 2017 y el 2019, disminuyendo la recaudación en 20% aproximadamente¹⁰.

Durante el 2019, la recaudación de impuestos en las aduanas mostró una caída interanual de 5,3%, lo que es congruente con el menor dinamismo de las importaciones, en particular de bienes de consumo duradero (vehículos particulares y equipo móvil de transporte, herramientas y accesorios) y en los productos para industrias de metal mecánica y construcción.

También, dentro de los impuestos indirectos, el ingreso por el impuesto selectivo al consumo interno disminuyó 47,5%, durante el 2019, debido a la desaceleración de la demanda interna y la reducción de la importación de automóviles. No obstante, su aporte es relativamente bajo, 0,2% del total de ingresos tributarios.

En resumen, los ingresos del Gobierno Central de Costa Rica se componen en más de un 90% por los ingresos tributarios, los cuáles son procíclicos y cuyas tarifas sólo pueden ser ajustadas por ley. Sin cambios legales, la evolución de la recaudación tributaria durante la última década, entre el 2009 y el 2019, ha sido marcada por el cambio en la estructura productiva de esta economía, entre bienes y servicios, así como por sus ciclos de crecimiento, con un impacto

¹⁰ 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.

negativo. Sin embargo, la aprobación de la Ley 9635 significó un cambio para el 2019.

Durante este año, los ingresos totales mostraron un crecimiento de 8,1% (3,7 p.p. por encima de lo del 2018) y representaron 14,8% del PIB. De estos, 13,5 puntos porcentuales correspondieron a mejoras en la recaudación tributaria principalmente de los impuestos de renta, aduanas y ventas internas¹¹. Específicamente y a modo de síntesis, el aumento en estos ingresos obedeció a los siguientes factores coyunturales y estructurales,

- La amnistía tributaria, vigente entre el 4 de diciembre de 2018 y el 4 de marzo de 2019, incidió en la recaudación por el impuesto a los ingresos y utilidades, especialmente en los resultados del primer trimestre del 2019.
- La entrada en vigor del IVA, así como el uso de la factura electrónica incidieron en el aumento de un 23% del impuesto sobre las ventas internas.
- “Otros ingresos tributarios” crecieron 5,6% durante el año. En esta categoría se contemplan varios impuestos menores, pero el aumento en la recaudación obedeció al impuesto único a los combustibles y el traspaso de bienes inmuebles.
- Los ingresos no tributarios y de capital contemplaron la recuperación de recursos por parte del MH dada la absorción del Banco Crédito Agrícola de Cartago, BCAC, por parte del Banco de Costa Rica, BCR, por US\$50 millones y el aumento en el traspaso del 25% de las utilidades del Instituto Nacional de Seguros, INS, de acuerdo con el artículo 52 de la Ley 8653.

De esta forma la aplicación de los cambios regulatorios en el lado del ingreso fiscal contemplados en la Ley de Fortalecimiento Fiscal se reflejaron en una recaudación record desde el año 2008. Esto apuntaría a una mejora en el resultado financiero del Gobierno Central o al menos a una estabilización. A pesar de ello, el resultado empeoró.

Como se verá en la siguiente sección, esto es atribuible a un aumento del gasto, que denota por un lado, que las medidas sobre el gasto de la Ley de Fortalecimiento de la Finanzas Públicas tienen efectos más dilatados, y por otro, que el creciente e ineludible servicio de la deuda impone un peso cada vez mayor sobre el total del gasto, pero además, la gestión de recursos y compromisos por parte del Ministerio de Hacienda no evidencia un compromiso político patente y permanente con la racionalización del gasto.

¹¹ Representan cerca del 73% de la recaudación.

Gasto del Gobierno Central aumentó en forma significativa y permanente

Los gastos totales del Gobierno Central se dividen en gastos corrientes y gastos de capital. Los primeros contemplan remuneraciones (sueldos y salarios, cargas sociales), gasto en bienes y servicios, el pago de intereses (deuda interna y externa), así como las transferencias al sector privado, público y externo. Los gastos de capital son integrados por el gasto en inversión y transferencias de capital al sector privado, público y externo.

Más del 87% del total del gasto del Gobierno Central se dedica al gasto corriente, mientras que el gasto de capital representa alrededor de un 10%. Si se considera el período del 2006 al 2019, se observa con base en el Gráfico 11, que el gasto corriente ha tenido variaciones positivas año con año. La menor variación fue en 2016 con un resultado de 5,8% y la mayor fue en 2009 con un resultado de 24,3%. En promedio, para este período, la variación interanual ha sido de 12%. Sin considerar los cambios estructurales en el gasto durante 2009 y 2019, el resultado de estar variación sigue siendo alta, entre el 2011 y el 2019, se registra que en promedio, el gasto corriente aumenta en un 9% año con año.

El gasto de capital, por su lado, representa alrededor del 10% del total de gasto y tiene un rango de variación mucho más amplio, desde -30% hasta 70%. Este comportamiento obedece de acuerdo con la literatura (Roubini y Sachs, 1989, Calderón, Easterly y Servén, 2003, entre otros) a que es una variable de ajuste. Cuando se responde a un choque en la economía con una política fiscal restrictiva de reducción del gasto, la variable de compensación es el gasto de capital principalmente porque es una variable de ajuste flexible.

Cuando se compara con el gasto corriente, en el caso de Costa Rica, éste está definido en gran medida por mandatos legales o constitucionales provocando que la asignación de fondos dentro de este rubro sea prácticamente fija e inflexible. Los rubros inflexibles dentro del gasto, disposiciones constitucionales y otras disposiciones legales, han representado alrededor del 60% del total del gasto en los últimos años y si se suman los pagos destinados al servicio de la deuda, sólo es un 5% del presupuesto del gobierno central sobre el que existe algún grado de libertad. A pesar de que no todos los años se cumple de manera estricta con los porcentajes designados, siempre son estos gastos los que representan la mayor proporción de la distribución, por lo que el margen ha sido bajo y es característico de este país ya por mucho tiempo.

Gráfico 11

Gobierno Central, gasto total Desagregación y variación interanual, 2006 – 2019



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

Los gastos definidos legalmente se han destinado a instituciones con un papel importante en el desarrollo. Las más representativas son las disposiciones constitucionales de asignar el 8% del PIB al Ministerio de Educación y el 6% de los ingresos actuales al Poder Judicial, junto con la disposición de asignar el 7% de la recaudación del impuesto sobre la renta al Patronato Nacional de la Infancia, PANI¹².

Sin embargo, aunque es claro que estos mandatos garantizan la estabilidad en sectores clave para el desarrollo social, es la distribución de estos ingresos dentro de las entidades lo que pareciera ser el problema: es el crecimiento de las remuneraciones y las transferencias corrientes lo que responde a la asignación de la mayoría de estos recursos. De manera específica, es el alto porcentaje que se adiciona sobre el salario base por incentivos salariales, como, por ejemplo, el pago de anualidades y el pago por prohibición o dedicación exclusiva¹³, sin una contrapartida de evaluación o efectividad, lo que representa la mayor proporción de los recursos asignados.

¹² Otro rubro significativo es el que define la transferencia al Fondo de Desarrollo Social y Asignaciones Familiares, FODESAF, el equivalente a 593.000 salarios base.

¹³ La anualidad es una bonificación anual acumulativa de entre 2% a 5% al salario base, y el monto de prohibición se estima al multiplicar el salario base por 65% (prohibición) o 55% (dedicación exclusiva). 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. Soto (2017:7-8).

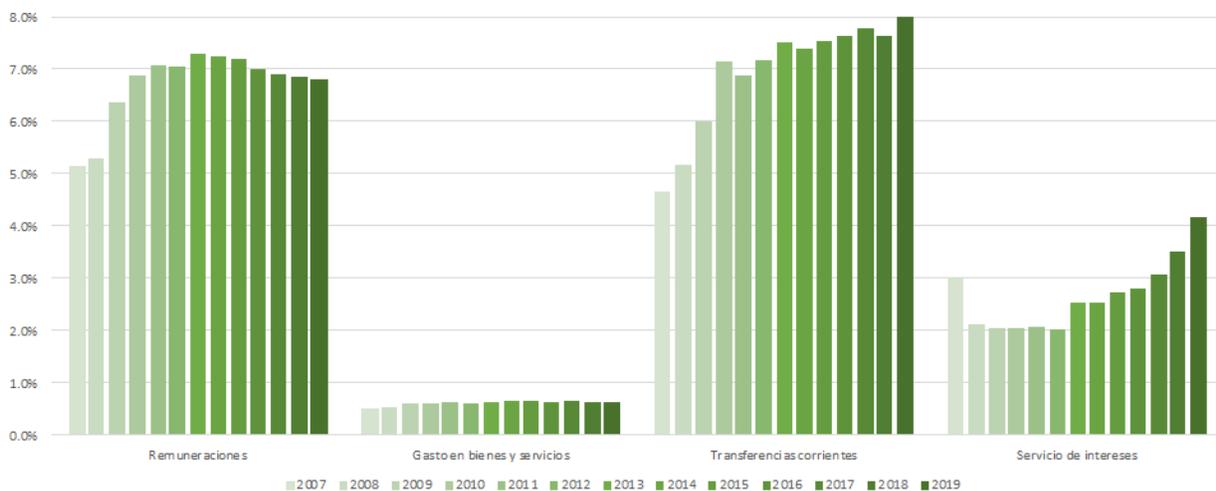
Se espera que esta distribución de recursos cambie a partir de la entrada en vigor de la ley 9635, dado que el incentivo por anualidad de los funcionarios del Gobierno Central se nominalizó y será un monto nominal fijo para cada escala salarial, que permanecerá invariable.

Sobre este tema en particular, la Memoria de la Contraloría General de la República (2019) revela que el cumplimiento de este cambio no ha sido completo. Como ejemplo menciona que durante el 2019 en el Ministerio de Educación Pública quedan 31 recargos salariales que no se han nominalizado y que en el Poder Judicial, esta norma se incumplió durante todo el año. La responsabilidad de la CGR es la emisión de un dictamen sobre la Liquidación del Presupuesto de la República sustentado en la fiscalización que debe realizar sobre la ejecución y liquidación de los presupuestos ordinarios y extraordinarios de la República. Además, la CGR podría improbar parcial o totalmente el presupuesto que contengan incentivos que vayan más allá de lo permitido por la Ley de Fortalecimiento de las Finanzas Públicas y de esa forma imponer repercusiones si se continúan realizando estos gastos.

A esto hay que sumarle el gasto ineludible del pago de intereses, que como se observa en el Gráfico 12, prácticamente ha duplicado su importancia relativa en los últimos ocho años (desde el 2012). Sólo en el 2019, la variación interanual del gasto en intereses fue de 23,5%, mientras que un año atrás había sido 20%.

Gráfico 12

Composición del gasto corriente, como porcentaje del PIB, 2007-2019

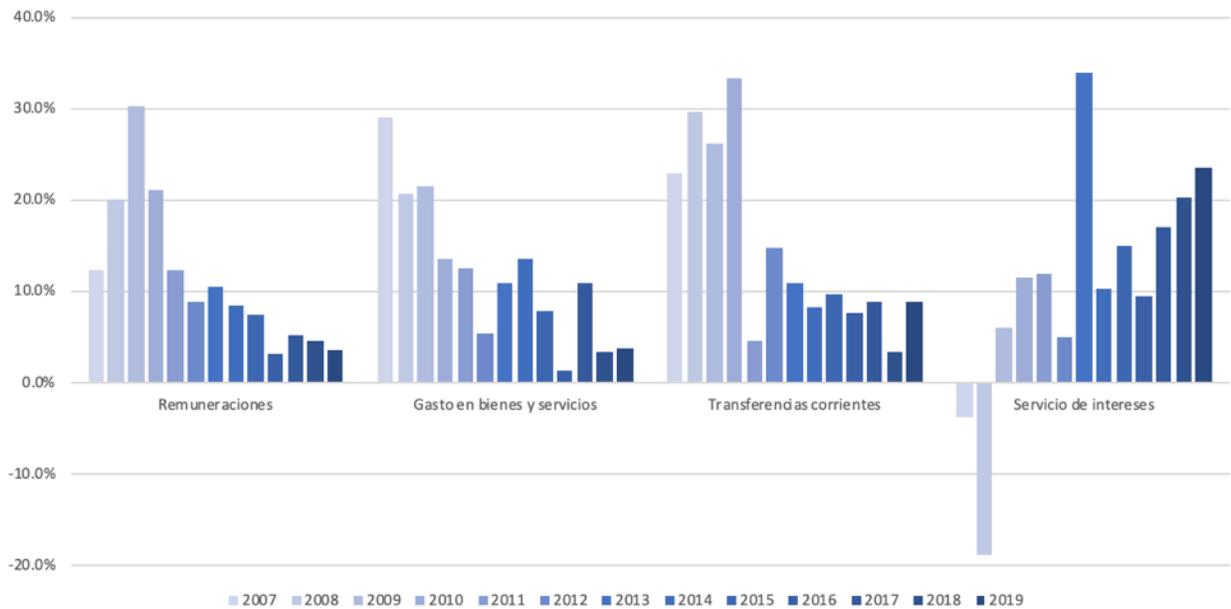


Fuente: Elaboración propia con base en datos del BCCR y el MH.

Si se compara el promedio de la variación interanual, entre 2012 y 2019, es el gasto en intereses el que tiene el mayor crecimiento: el gasto en bienes y servicio ha variado por año 7% en promedio, mientras que las transferencias corrientes lo ha hecho en un 8,9% y las remuneraciones en 7,1%. Este comportamiento también se evidencia comparando las variaciones año con año, como se muestra en el Gráfico 13.

El Gráfico 13 también da la oportunidad de dimensionar los cambios en las transferencias corrientes y en las remuneraciones durante el 2009 y el 2010, como producto de la política fiscal expansiva y la respuesta del Poder Ejecutivo a la crisis financiera del 2008. Específicamente, lo que se cambió, como menciona Sáenz (2013:13), es un aumento en el salario de aproximadamente 6.000 empleados del Gobierno Central que luego debió aplicarse a todo el Magisterio¹⁴ y el crecimiento de 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.

Gráfico 13
Crecimiento anual por rubro de gasto corriente, 2007-2019



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

También sobre las transferencias corrientes, pero considerando los años 2018 y el 2019, se da un cambio en la variación interanual, que pasa de 3,2% a 8,8%; esto obedeció a transferencias realizadas al sector público y al privado. Dentro del primero grupo, destacan las destinadas al Fondo de Educación Superior por \$501.154,7 millones y \$255.583,0 millones para el Fondo de Desarrollo Social y Asignaciones Familiares. Así como \$516.951,6 para la CCSS por transferencias del Régimen no Contributivo, Seguridad Social y Pensiones, entre otras. De las giradas al sector privado, \$784.533,9 millones corresponden al pago de pensiones con cargo al Presupuesto Nacional.

¹⁴ 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.

Con respecto al gasto primario, los cambios se evidencian en el Gráfico 14 en donde se muestra el salto de esta variable como porcentaje del PIB, entre el año 2008, 2009 y 2010¹⁵. Entre el 2007 y el 2019, el aumento respecto al PIB ha sido de 6 p.p. aproximadamente, mientras que el nivel de ingresos se ha mantenido relativamente constante, como se observó en el Gráfico.

Los gastos totales, durante el 2019 crecieron 12,7% y en términos del PIB alcanzaron 21,7% debido al aumento de las transferencias corrientes, particularmente para gasto social, y de capital y, también al mayor gasto por intereses como consecuencia de la dinámica de la deuda.

Un factor de contrapeso fue el menor crecimiento de las remuneraciones, dadas las medidas administrativas adoptadas por el Ministerio de Hacienda a mediados de 2018 y de las disposiciones sobre remuneraciones de la Ley 9635, que en particular, determina i) la improcedencia de pagos simultáneos por concepto de prohibición y dedicación exclusiva; ii) que el pago por concepto de prohibición, dedicación exclusiva y anualidades se calculará sobre el salario base correspondiente y iii) la nominalización del monto de anualidades. Sobre estas últimas y como se mencionó anteriormente, la Memoria Anual de la CGR (2019) reporta que no han sido cumplidas a cabalidad por lo que en el futuro podrían aportar más a dicho contrapeso.

Existen otras propuestas que podrían generar disminuciones en el gasto, aun cuando se cumplan con los mandatos legales y constitucionales mencionados anteriormente, que tiene que ver con la eliminación de duplicidades y triplicidades en el aparato estatal. A pesar de que no hay una ley aprobada en el tema, se han presentado proyectos de ley (como por ejemplo el expediente 19.834) y es una discusión que conforme se agrave la situación de las finanzas públicas, va a tomar más relevancia en el tiempo.

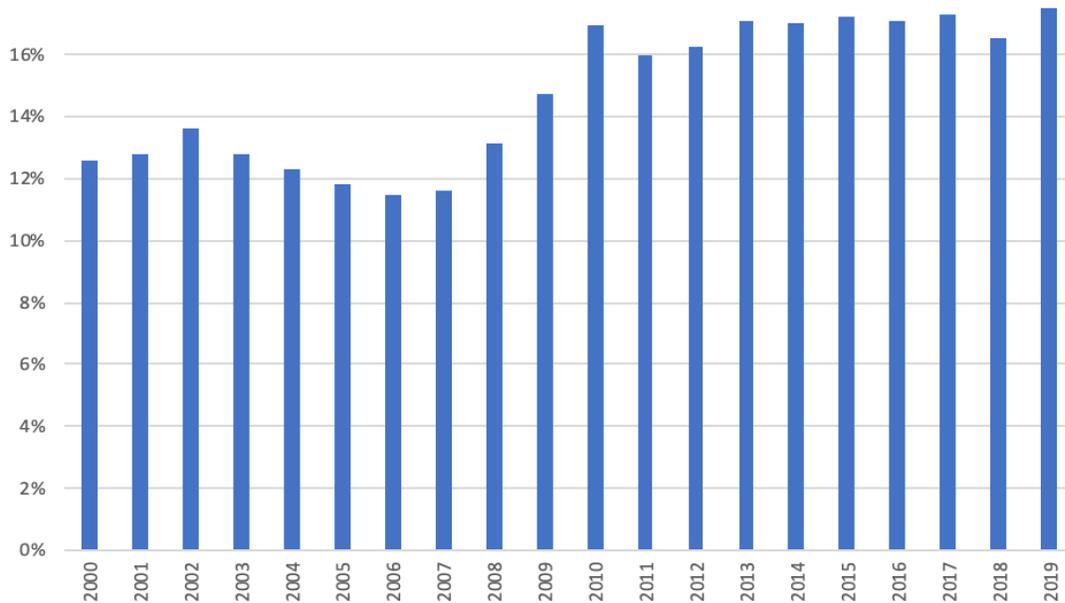
El cambio estructural en las finanzas públicas costarricenses del 2009 se originó por un aumento permanente en el gasto de gobierno sin una contra partida de ingresos, violando el cumplimiento normativo del principio de equilibrio. Resultó una decisión política cómoda aumentar y mantener elevado el gasto, sin enfrentar las restricciones futuras que el gasto deficitario generaría. De acuerdo con la CGR (2019), este principio implica no financiar el gasto corriente con recursos provenientes del endeudamiento¹⁶ y ha sido incumplido durante tres décadas. La aprobación de la reforma fiscal se supone un cambio en la dirección hacia la sostenibilidad de las finanzas públicas, sin embargo, los años que se tardó para su aprobación suponen un alto costo en términos de margen de acción.

¹⁵ 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.

¹⁶ Este principio se recoge en la Ley de la Administración Financiera de la República y Presupuestos Públicos, LAFRPP, de 2001 aunque ya se encontraba expresamente estipulado en la Ley 6955 de 1984.

Gráfico 14

Gasto primario como porcentaje del PIB, 2000-2019



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

Esta práctica habla mal de la madurez política nacional ha eludido la discusión de racionalización de gasto y priorización del uso de los recursos del Estado hasta que el problema fue muy profundo. A pesar de ser un paso en la dirección correcta, la reforma fiscal no abordó el problema de gasto en su dimensión temporal apropiada. La corrección que ofrece es muy gradual y retrasa la mejora fiscal en el mediano plazo.

Esta dilación probó ser una especulación costosa que se sustentaba en la esperanza de ausencia de eventos de riesgo que requirieran de un aumento en el gasto fiscal como compensación de desequilibrios. La pandemia del COVID19 es un ejemplo claro del poco margen con el que cuentan las finanzas públicas; cualquier respuesta a esta situación provoca gastos adicionales que retrasaran y complican aún más la consolidación fiscal.

¿Por qué el déficit financiero del 2019 fue mayor a lo esperado?

A pesar de que la incertidumbre fiscal disminuyó significativamente con la aprobación de la ley de Fortalecimiento de las Finanzas Públicas, el resultado financiero de un déficit de 7% del PIB al cierre del 2019 sorprendió de manera negativa a muchos. La expectativa era que, una vez aprobada la reforma, los cambios iban a ser paulatinos, pero siempre en la dirección deseada, la de una reversión del comportamiento de insostenibilidad, por ello, el BCCR había proyectado, en la revisión de su programa macroeconómico (2019) un resultado financiero deficitario de 6,3% del PIB.

De manera general, esta diferencia puede explicarse del lado del gasto. Primero por compromisos presupuestarios durante el mes de diciembre, con JAPDEVA y las Juntas de Educación, y el incremento de los gastos de capital por las transferencias a Conavi. En términos del déficit primario el aumento fue de 0,5% del PIB al pasar de un nivel de 2,3% en 2018 a 2,8% del PIB en 2019.

El aumento del gasto de capital fue de 0,6 p.p. del PIB, pasando de 1,4% del PIB en 2018 a 2,0% en 2019, sin embargo, como se desembolsó a final de año, no coincidió con la ejecución de obra pública para el mismo período. Esto resultó en un menor déficit transitoriamente para los resultados de 2018 que se contrarrestó en el año 2019. Aparte de este aumento en el gasto de capital, las transferencias corrientes (gasto social) y el pago de intereses incrementaron los gastos totales en 12,7% con respecto al año anterior.

De acuerdo con la memoria del BCCR (2020:66) las especificidades del gasto de capital fueron: i) transferencias al Consejo Nacional de Vialidad (Conavi) para financiar la implementación del diseño, rehabilitación y ampliación del proyecto de la ruta nacional 32 e ii) transferencias a la Comisión Nacional de Emergencias para financiar el programa de emergencias en respuesta a la tormenta tropical NATE y otras según lo establecido en la Ley 9595, además de recursos internos por transferencias para Conavi, conforme a las leyes 8114 y 7798, al Banco Central y a los gobiernos locales. Así como la Capitalización del Banco de Costa Rica y el aporte para la capitalización de la Corporación Andina de Fomento.

Con respecto a las transferencias corrientes, el incremento fue de 0,4% del PIB con respecto a 2018, debido a los recursos girados por compromisos legales con el sector público¹⁷, como las asignadas al Fondo Especial para la Educación Superior Pública (FEES), a la Caja Costarricense de Seguro Social (régimen no contributivo y seguridad social) y al FODESAF (casi 1,3 billones de colones). De las giradas al sector privado,

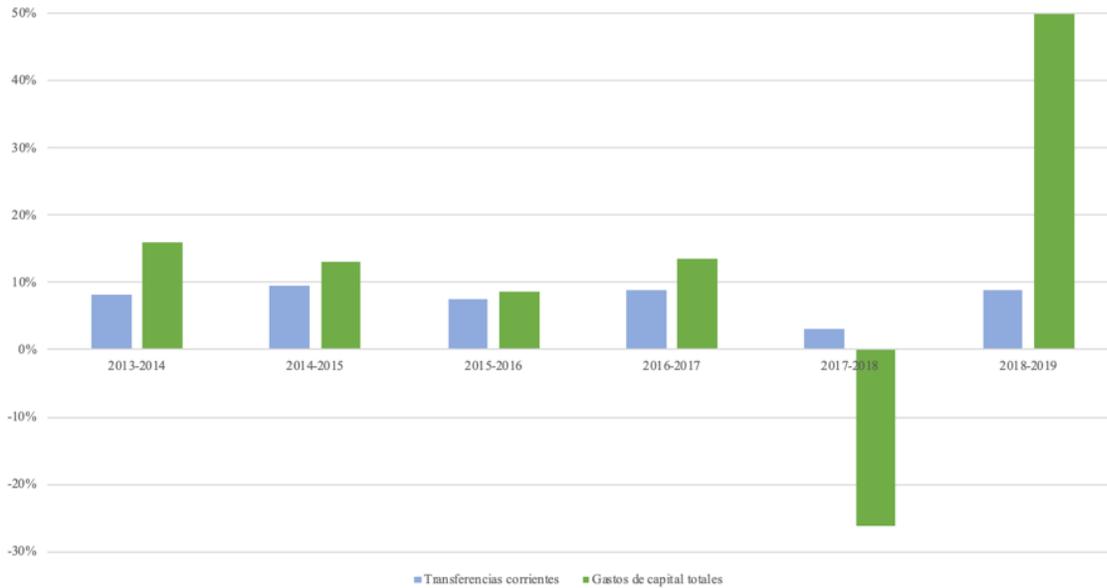
¢784 mil millones corresponden al pago de pensiones con cargo al Presupuesto Nacional.

En general, se puede atribuir el empeoramiento del resultado fiscal a la gestión del gasto que contrarrestó las mejoras de ingresos que se obtuvieron de la reforma fiscal. Primero de debido a que el efecto de la reforma sobre el gasto es más paulatina que sobre los ingresos. Segundo, la posposición de gastos en 2018 que se reflejaron en 2019. Tercero, la discrecionalidad de pagar algunos gastos que en principio se podían hacer en 2020. Cuarto, la necesidad de hacer algunos gastos no anticipados hacia el final de 2019.

¹⁷ Las transferencias a sector público representan dos terceras partes del total de transferencias corrientes

Gráfico 15

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.

Deuda pública con crecimiento insostenible

El faltante de ingresos para cubrir los gastos realizados por el Gobierno Central es financiado mediante el mecanismo de colocación de deuda. El MH puede conseguir recursos en el mercado local o en el mercado internacional, sin embargo, para este último necesita de la aprobación de la Asamblea Legislativa.

Con un poco más de detalle, los instrumentos que ofrece el MH en estas plataformas se diferencian entre estandarizado e individualizado. El primero se refiere a emisiones de un tamaño importante, tiene características comunes para todos sus tenedores y está inscrito para negociación en mercado secundario. En tanto que el individualizado tiene características a la medida¹⁸, no está inscrito en una bolsa de valores y se negocia de manera bilateral, que los hace menos líquidos que los instrumentos estandarizados.

Las emisiones estandarizadas del MH tienen diferentes características, pueden tener una tasa de interés fija, variable¹⁹ o ser cero cupón. Además de tener diferentes plazos al vencimiento,

¹⁸ Un certificado de depósito a plazo, por ejemplo, tiene características a la medida. Estos instrumentos ofrecen una tasa de interés determinada para un rango de días, podría ser un 3% para los instrumentos entre 15 y 30 días. Es a la medida, entonces, porque el comprador escoge la cantidad de días de su preferencia.

¹⁹ Los títulos tasa variable pueden estar basados en la tasa básica pasiva estimada por el BCCR, 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

desde tres meses hasta treinta años. Pueden estar denominados en colones, dólares o estar indexadas a la inflación, como el instrumento denominado TUDES²⁰.

Dentro de las emisiones estandarizadas se puede diferenciar las que son para el mercado local, como deuda interna, y las que se colocan en plataformas internacionales como deuda externa. Estas últimas son emitidas por el Gobierno de Costa Rica y hasta el momento sólo se ha hecho en moneda extranjera.

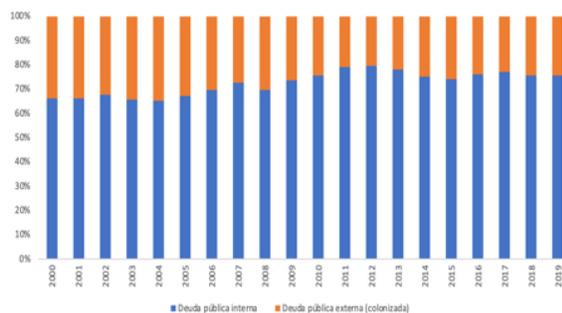
Adicionalmente, el MH con la aprobación de la Asamblea Legislativa puede contraer créditos con organismos internacionales, por ejemplo: el Banco Interamericano de Desarrollo (BID), el Banco Centroamericano de Integración Económica (BCIE), Corporación Andina de Fomento (CAF), Banco Mundial (BM) y Fondo Monetario Internacional (FMI), entre otros.

Mediante estos mecanismos el MH, así como el resto del sector público, puede endeudarse. El Gráfico 16 muestra la evolución de la deuda pública (total) de Costa Rica como porcentaje del PIB, según se trate de externa o interna, para el periodo 2000-2019. 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.

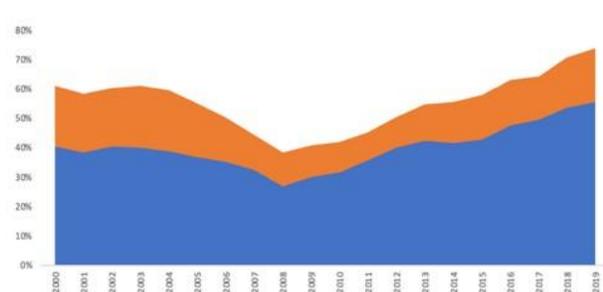
Gráfico 16

Composición de la deuda pública total, 2000 – 2019

a) Estructura de la deuda



b) Deuda como porcentaje del PIB



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

El Gráfico 16b también evidencia el cambio de tendencia a partir del 2008. Ese año la relación entre la deuda pública y el PIB fue de 38%, monto que equivale a 7,9 billones de colones. Mientras que para el 2019 casi que se ha duplicado al ser 73,8% del PIB. Este cambio ha sido impulsado por el aumento en el nivel de la deuda del gobierno central, que tenía una deuda de

Central de Costa Rica. Esta clase de títulos se subastaron por primera vez el 21 de noviembre del 2016.

²⁰ Los títulos tasa variable pueden estar basados en la tasa básica pasiva estimada por el BCCR, 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.

23,8% del PIB durante el 2008 y para el 2019 cerró con un nivel de 58,5%. Como es inevitable, el gasto en intereses ha crecido acorde y para el 2019 fue 4,18% del PIB como se observa en el Gráfico 19.

Respecto a la deuda pública interna total, para el 2019, esta creció un 9,13% en relación con el periodo 2018, menor al crecimiento presentado en el año 2018 con respecto al 2017 en 4,13 p.p. El incremento se da principalmente en el Gobierno Central cuya deuda interna creció un 11,79% respecto al año anterior. El Banco Central alcanza una disminución del 3,23% en el endeudamiento. Por su parte el Resto del Sector Público No Financiero crece un 0,40%, en comparación con el saldo reportado durante el 2018²¹.

A diciembre del 2019, la deuda pública, considerando, el Gobierno Central, Banco Central de Costa Rica y el Resto del Sector Público No Financiero²², mostraba un saldo de ₡26.819.345,78 millones de colones, mientras que a diciembre del 2018 alcanzó la suma de ₡24.485.453,06 millones de colones, cifras que muestran un crecimiento nominal del 9,53% con respecto al 2018 impulsado principalmente por los resultados fiscales del Gobierno Central.

Cuadro 1

Deuda pública bruta total, como porcentaje del PIB 2018 – 2019

	2018	2019
Deuda interna	48,8	53,2
Gobierno Central	42,5	45,7
Resto SPNF BCCR	0,4	0,4
	5,9	7,1
Deuda externa	20,3	20,7
Gobierno Central	10,7	12,8
BCCR	1,8	1,0
SPF	3,3	2,5
Resto SPNF	4,5	4,4
Deuda pública bruta total	69,1	73,9

Fuente: Memoria anual 2020, BCCR.

De acuerdo con MH (2020, p.19-20), en el caso de la deuda externa del Sector Público, el saldo en dólares pasó de US\$9.772,70 a US\$11.511,36 millones de dólares lo que implica un incremento del 17,79%.

²¹ El aumento obedece principalmente a los desembolsos recibidos por la Empresa de Servicios Públicos de Heredia y a la Universidad Técnica Nacional.

²² Son las empresas públicas (ICE, CNP, ICAA, INCOP, JPS, RECOPE), y las instituciones descentralizadas (CCSS, CTMS, ICT, IDA, INA, OCIS y FODESAF).

En el sector de Gobierno Central el aumentó obedeció a la emisión de deuda externa realizada durante el año 2019 por US\$1500,00 millones y al préstamo de apoyo presupuestario con el BID por un monto de US\$350 millones.

El saldo del Banco Central disminuyó pasando de US\$1011,68 millones a US\$634,50 millones de dólares producto principalmente de las amortizaciones del contrato de préstamo entre el BCCR y el Fondo Latinoamericano de Reserva (FLAR), las cuales fueron por un monto de US\$375,00 millones.

Respecto del saldo del Resto del Sector Público No Financiero pasó de US\$2.618,52 a US\$2.793,73 millones de dólares, debido a que los desembolsos fueron mayores que las amortizaciones, las amortizaciones fueron de US\$278,39 millones de dólares, los desembolsos fueron por un monto mayor de US\$451,14 millones de dólares. Este incremento se debe a que los desembolsos en la banca comercial fueron por US\$172,84 millones, donde destacan las línea de crédito del ICE con el BIADEX (Banco Latinoamericano de Comercio Exterior) por US\$80.50 y el BNP Paribas Fortis por US\$65,00 millones.

Los desembolsos en los multilaterales fueron por US\$259,43 millones de dólares y los que sobresalen fueron los desembolsos del préstamo BCIE 2080 por US\$85,38 millones y el préstamo BID 2747/OC-CR con desembolsos por US\$51,84 millones.

Con base en el Gráfico 16a, el aumento de la importancia relativa de la deuda externa a partir del 2012 obedece principalmente a la serie de emisiones aprobada por la Asamblea Legislativa por un monto de US\$4.000 millones. Los plazos de vencimiento de esas emisiones rondaron entre 10 y 30 años y se captaron los recursos entre el año 2012 y el 2015, con cinco colocaciones:

Cuadro 2

Emisiones de deuda externa del Gobierno Central, 2012 – 2019

Año de colocación	Monto en millones	Plazo en años	Año de vencimiento	Tasa facial
2012	\$1,000	10	2022	4,25%
2013	\$500	12	2025	4,38%
2013	\$500	30	2043	5,63%
2014	\$1,000	30	2044	7,00%
2015	\$1,000	30	2045	7,16%
2019	\$1,200	12	2031	6,25%
2019	\$300	25	2045	7,25%

Fuente: Elaboración propia con base en datos del MH.

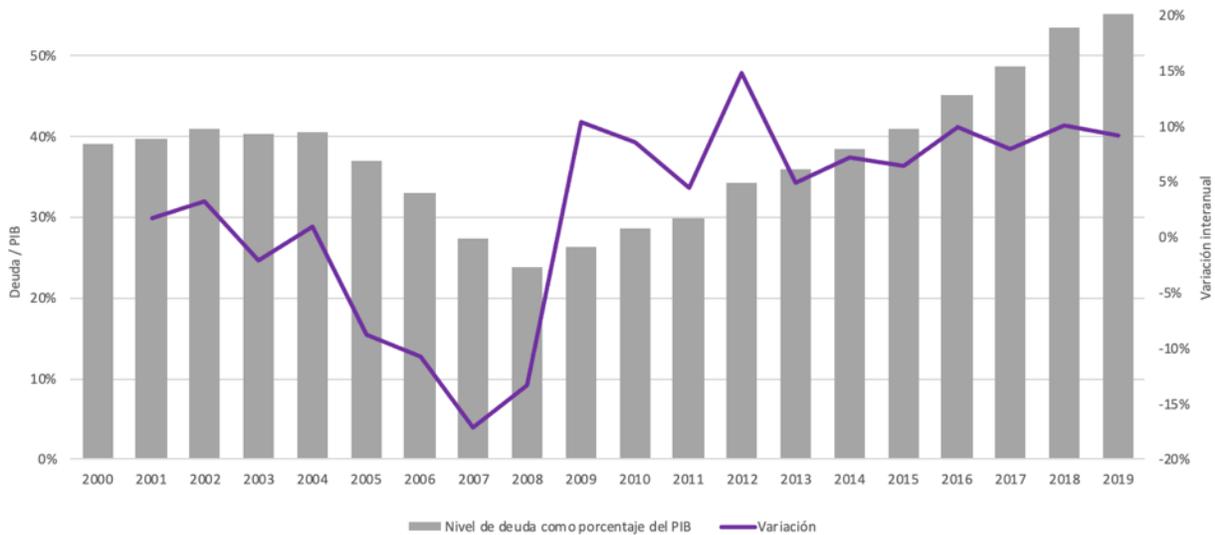
Después de algunos años en donde el MH no emitió en el mercado internacional, en julio del 2019, la Asamblea Legislativa aprobó la Ley 9708 que autorizó la emisión de títulos valores en el mercado internacional y la contratación de líneas de crédito hasta por un monto de US\$1500

millones. El 12 de noviembre se hizo la colocación en dos tramos: el primero por US\$1200 millones con un vencimiento en febrero del 2031, con una tasa del 6,25% y el segundo por US\$300 millones como una reapertura de la última colocación internacional realizada en el 2015 con vencimiento en marzo del 2045, con una tasa de 7,25%.

Durante el 2019, el aumento de la deuda del Gobierno Central conllevó al aumento significativo del gasto en intereses sobre la deuda de 23,5% y representó 19,3% del total de gastos y 4,2% del PIB (17,6% y 3,5% respectivamente en 2018). El aumento fue mayor en lo correspondiente a la deuda interna (23,6% contra 5,5% de la deuda externa). Estos aumentos limitan progresivamente los ya limitados grados de libertad que hay en los gastos.

En cuanto a los instrumentos utilizados por el Gobierno Central para endeudarse, en el Gráfico 20 se aprecia que las emisiones con tasa de interés fija han predominado, al representar más del 60% del total de colocación. El instrumento indexado a la inflación, denominado TUDES, ha perdido relevancia relativa, debido al aumento del total de deuda, mientras que los instrumentos de tasa variable han aumentado su participación relativa, como consecuencia de la emisión del título TPRAS, que junto con las emisiones ligadas con tasa básica pasan a representar alrededor del 20% del total.

Gráfico 17
Deuda del Gobierno Central como porcentaje del PIB, 2000-2019



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

Gráfico 18

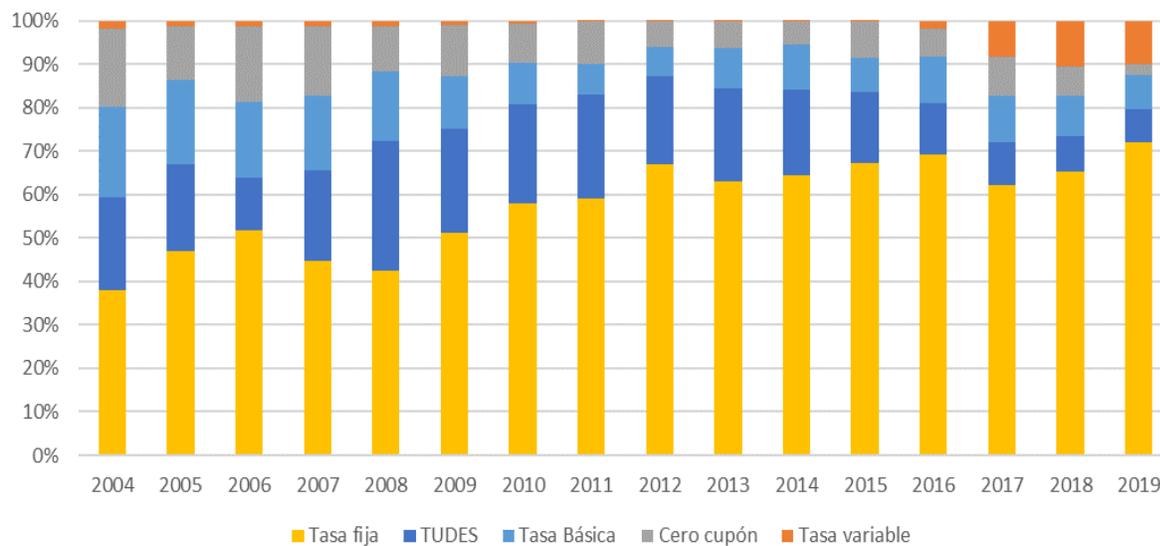
Gasto en servicio de intereses como porcentaje del PIB, 2007-2019



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

Gráfico 19

Gobierno Central, composición de la deuda por tipo de instrumento, 2004-2019 (porcentaje)



Fuente: Elaboración propia con base en datos del MH.

Para el emisor, un balance en el tipo de colocaciones de deuda que haga, entre tasa fija y variable, es beneficioso en términos de diversificación, pero además le brinda la oportunidad de que su pago por intereses vaya en mayor o menor medida acorde con los ciclos de tasas de interés del sistema financiero.

El hecho de que el MH tenga más de dos terceras partes de su colocación en títulos con tasas fija tiene un impacto sobre el costo promedio de su deuda. Mientras el servicio de la deuda emitida con tasa fija se mantiene invariable durante todo el plazo de su vigencia, la deuda emitida con tasa variable cambia de acuerdo con las condiciones de mercado. De esta forma, la tasa de interés que devenga un bono la deuda variable incrementa con el aumento de las tasas de mercado y viceversa.

Esta característica resulta de gran relevancia en la actualidad debido a la presión que puede introducir el mismo gobierno sobre las tasas de mercado cuando se encuentra con un episodio de alta necesidad de recursos y muy beneficioso cuando se logra una reducción de las tasas de mercado. De esta forma, un aumento de la tasa de interés no solo afecta a la deuda marginal que se está colocando en un momento dado, sino que también a una parte de la deuda ya existente. Esto profundiza las necesidades de financiamiento del gobierno en el momento menos apropiado. Por el contrario, cuando las tasas están bajando, esto provee un alivio mayor a las finanzas sin necesidad de reemplazar deuda con nuevas emisiones.

En el Gráfico 20 se muestra la evolución de las tasas promedio de la deuda interna y la deuda externa del Gobierno Central. Es decir, el costo financiero promedio que tiene el MH por su deuda. Estas tasas de interés son resultado de la interacción entre oferta y demanda de instrumentos del Gobierno Central. Es decir, si hay pocos demandantes o una fuerte necesidad de financiamiento por parte del oferente, las tasas negociadas tenderán a aumentar. Mientras que si hay un exceso de demanda o poca necesidad de financiamiento por parte del emisor, los precios tendrían mayor presión y por ello, las tasas negociadas serían menores.

Retomando como valor de referencia el comportamiento de las tasas de interés por la tensión por la crisis financiera del 2007-2008, se observa como la tasa de deuda interna ha presentado otros dos momentos de tasas similares, durante el inicio del 2014 y durante el segundo semestre del 2018.

Gráfico 20
Gobierno Central, tasa promedio ponderado por tipo de deuda, y tasa de política monetaria, 2009-2019



Fuente: Elaboración propia con base en datos del MH.

Durante estos dos períodos (entre 2011 y 2014) se conjugaron diferentes factores que impulsaron la tasa promedio de la deuda interna hacia arriba. Entre ellos, una competencia por los recursos dentro del mercado local, especialmente de las entidades estatales, que resultó en un aumento del premio por ahorrar en moneda local, acompañado de una baja volatilidad del tipo de cambio y una alta tasa de interés real. Para el año 2015 se da una caída de 250 p.b. aproximadamente que coincide con una serie de reducciones de la tasa de política monetaria (TPM).

El año 2016 se caracterizó por una política monetaria neutra, en el sentido de que no se dieron cambios de su tasa de referencia y por un aumento en la tasa promedio de la deuda interna durante el segundo semestre. Las presiones sobre esta tasa se hicieron más evidentes a inicios de 2018 debido a la incertidumbre fiscal que se generó a partir de las dificultades del gobierno para financiarse y la percepción de que un ajuste fiscal sustantivo era poco probable, incrementándose de manera significativa durante todo ese año. Otro factor como respuesta de la tensión financiera es la preferencia de los ahorrantes por la moneda extranjera, tanto de deuda interna como de deuda externa, que también se reflejó en el aumento de tasas de la deuda interna durante este período.

Después de la aprobación de la reforma fiscal y como reflejo de la disminución de la incertidumbre de los inversionistas sobre la senda futura de las finanzas públicas y el compromiso de las autoridades económicas con normalizar las finanzas públicas, las tasas de interés disminuyeron especialmente a partir del segundo trimestre del 2019, entre 300 y 400 p.b. para todos los plazos, tanto en moneda nacional como extranjera.

Esta reducción de tasas de interés domésticas también contribuyó el acceso al financiamiento externo, que redujo la presión sobre el mercado interno.

Además, hay un elemento cambiario que hay que tomar en cuenta al analizar esta reducción de la tasa promedio ponderada y es que el tipo de cambio de cierre a diciembre 2018 fue de 609,87, mientras que el tipo de cambio de cierre del año 2019 fue de 573,53. Esta diferencia de 36,34 colones, es una apreciación de 5,96%, que causa que el costo colonizado de la deuda en dólares (alrededor del 40% del portafolio) se reduzca considerable. Esto es beneficioso para la administración, debido a que es equivalente a que la deuda en dólares y su servicio de la deuda se reduzcan en ese mismo 5.96%.

La emisión de deuda externa por US\$1500 millones realizada en noviembre de 2019 permitió cumplir con las necesidades de financiamiento para el 2019 y dejar recursos para el 2020. Esto en conjunto con los recursos provenientes del préstamo de apoyo presupuestario con el BID por US\$350 millones, liberaron presiones en el mercado local que también se reflejaron en la disminución de tasas de interés.

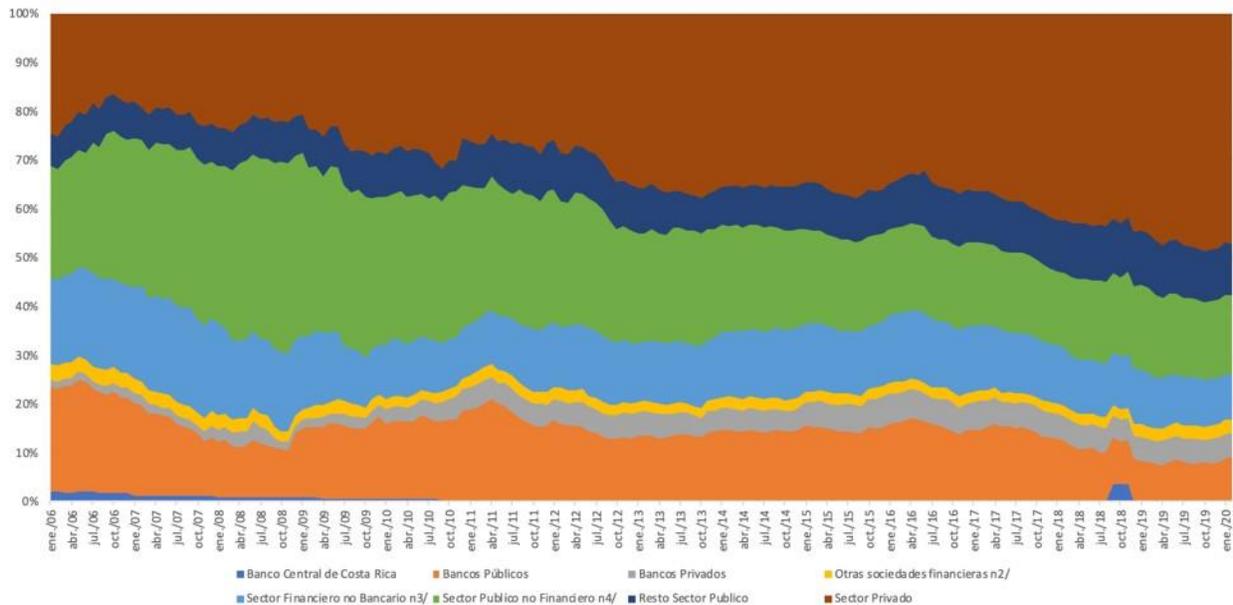
Entonces y de manera general, el Gobierno Central contaba con recursos provenientes de la colocación internacional depositados en el BCCR (en moneda extranjera principalmente) y con una mayor colocación de bonos aprovechando las condiciones favorables del mercado. Esto

llevó a que el saldo de la deuda del sector público global y del Gobierno Central, alcanzaran niveles de 73,2% y 58,4% del PIB, respectivamente, en enero del 2020 (70,2% y 53,9% en enero de 2019).

En cuanto a la composición por moneda, la participación relativa de la moneda nacional dentro del total de la deuda del Gobierno Central disminuyó 1,3 p.p, ubicándose en 58,3%, lo que reflejó una mayor colocación del MH de instrumentos en dólares.

Alrededor de dos terceras partes de esta deuda es colocada en el mercado local, es deuda interna. La tenencia de esta última se ha caracterizado por una preponderancia del sector público lo que puede verse como una vulnerabilidad sistémica dentro del mercado financiero costarricense. A pesar de que el porcentaje de tenencia por parte del sector privado ha ido en aumento desde el 2006 de la mano del crecimiento de los fondos de pensiones, el sector público todavía representa el tenedor mayoritario, como se muestra en el Gráfico 21.

Gráfico 21
Gobierno Central, tenencia de la deuda interna, 2006-2019



Fuente: Elaboración propia con base en datos del BCCR.

Sobre este gráfico cabe resaltar la participación en la tenencia de la deuda del MH por parte del BCCR reflejado en el último trimestre del 2018. Para ese momento, el MH se encontraba en un momento crítico financieramente por lo que tuvo que solicitar al BCCR un préstamo con base en el instrumento llamado Letras del Tesoro. Esta es una figura de financiamiento transitorio y extraordinario al gobierno, contemplada entre las operaciones de crédito que puede otorgar el BCCR en el artículo 52 inciso d) de la Ley Orgánico del Banco Central de Costa Rica. Su compra tiene tres limitaciones; i) un plazo máximo de 90 días o no exceder el período presupuestario vigente, ii) una tasa de interés mínima no menor a la Tasa Básica Pasiva (TBP) y iii) un monto que no puede exceder el 5% del Presupuesto General Ordinario de la República y sus modificaciones.

Ante las dificultades para conseguir recursos con endeudamiento en el mercado primario y secundario durante el segundo semestre de 2018, el Ministerio de Hacienda vendió \$500 mil millones en letras del tesoro al BCCR en septiembre de 2018.

A pesar de que se aprobó la reforma fiscal a finales del 2018, la gradualidad de su implementación y el elevado nivel de deuda del que se parte, la razón de deuda del Gobierno Central sobre PIB mantendrá una tendencia creciente en los próximos años. De acuerdo con el Programa Macroeconómico del Banco Central (enero 2020), el máximo se alcanzaría en el 2022. Los requerimientos brutos de financiamiento seguirían esta tendencia y en el mediano plazo, una vez que los rendimientos de la reforma fiscal se vayan acumulando, la carga de intereses irá disminuyendo. Esta es la proyección, pero este resultado es susceptible cambios de tasas de interés locales e internacionales, shocks que afecten los ingresos fiscales o eventos que requieran de un aumento temporal del gasto de gobierno, como es el caso de la respuesta ante la pandemia de COVID19 en los primeros meses de 2020.

Recuadro 1

Deuda no conciliada del Ministerio de Hacienda con la CCSS

La existencia de esta deuda del Ministerio de Hacienda con la CCSS no es nueva. Ya por un número considerable de años la CCSS indica que se ha acumulado deuda a su favor por aproximadamente \$1,65 billones de colones, equivalente a 4,6% del PIB, por el financiamiento del régimen de invalidez, vejez y muerte (IVM) y por los gastos del Seguro de Enfermedad y Maternidad (SEM) que da atención básica a menores de edad, personas en pobreza, indigentes y trabajadores independientes.

Este es un monto considerable que continúa creciendo y no se ha logrado un acuerdo de arreglo de pago. Mientras tanto este monto no se incluye dentro del saldo de la deuda. De validarse en su totalidad, los cálculos de la deuda del Gobierno Central sobrepasarían el 60% del PIB.

Este escenario lo que denota es la poca holgura fiscal que tiene el MH para reaccionar. Los supuestos sobre los que el BCCR hace sus proyecciones para 2020-2021 son de una estricta implementación de la regla fiscal, así como del ingreso de US\$2280 millones de créditos con organismos multilaterales. Ahora, si se toman en cuenta las deudas no conciliada del MH con la CCSS, la situación financiera podría ser más delicada de lo que se ha considerado hasta ahora. La coyuntura que enfrenta las autoridades de Salud para combatir la pandemia del COVID19 ha reducido los ingresos y aumentado los gastos de la CCSS. Esta situación hace más relevante para esta institución pugnar por el reconocimiento y pago de esta deuda, especialmente en un momento en que su popularidad ha aumentado, pero que para el Gobierno representa un costo adicional importante.

Decisiones del Ministerio de Hacienda como complemento de la reforma fiscal

El haber aprobado la ley de fortalecimiento de las finanzas públicas no soluciona de forma inmediata la situación financiera del Ministerio de Hacienda. De hecho, los cambios que dispone son paulatinos y sus rendimientos son esperados en el mediano plazo. Dicha ley incluye 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.

La dinámica y sostenibilidad de la deuda pública dependen del comportamiento del balance primario o déficit financiero y su interacción con diferentes fases del ciclo económico. Sus vulnerabilidades tienden a reflejarse ante eventos exógenos, el comportamiento de los mercados de capitales y los macroprecios como la tasa de interés y el tipo de cambio.

Uno de los indicadores que se utilizan como reflejo de la sostenibilidad de las finanzas públicas es el nivel de deuda como porcentaje de PIB, ya que representa la acumulación de resultados fiscales pasados y a futuro incorpora los ingresos y gastos por los intereses resultantes. Es decir, desequilibrios sistemáticos en las finanzas públicas, se traducen en presiones futuras en el gasto de intereses (caso de Costa Rica), lo que a su vez contribuye en acumulación, necesaria, de nueva deuda.

Diferentes estimaciones realizadas por organismos internacionales y por el BCCR con base en la mejor información disponible del MH, bajo el supuesto del cumplimiento estricto de la regla fiscal, señalan que el cambio de tendencia en el comportamiento de la razón deuda a PIB se observarían entre el 2022 y el 2024 y es hasta el 2040 cuando se lograría retomar la senda de sostenibilidad.

De ahí la importancia de las decisiones que tome el MH como complemento de los cambios impuestos por la ley 9635, así como del seguimiento que se le dé a proyectos y decisiones que se habían implementado entre el 2016 y el 2018 con el fin de mejorar su solvencia. Específicamente, se le debe dar continuidad a las medidas para reducir la evasión fiscal señaladas por el informe de la OECD (2018:61) como 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.

Sobre la misma línea, el MH debe aprovechar los recursos que se logren obtener de la Ley de Eficiencia en la Administración de los Recursos Públicos (“Caja Única”), aprobada por la Asamblea Legislativa en agosto del 2016. Esta ley le permite recuperar transferencias obligatorias a instituciones autónomas que estén como saldo no comprometido y de esa forma reducir las necesidades de emisión de deuda.

El Gobierno mantuvo en vigencia la directriz No. 098-H²³ que, entre otras medidas, limitaba la contratación de funcionarios en los ministerios, poderes y entidades públicas sujetas a la Autoridad Presupuestaria, y endureció la medida que restringía el uso de las vacantes mediante la directriz No.46-H²⁴.

Además, con la aprobación de la ley 9635 quedaron en firme y se extendieron a todo el sector público las medidas de la propuesta denominada “Sostenibilidad fiscal por el bienestar de Costa Rica”²⁵, que se enfocan 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 salarial 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%.
- Se solicitan además reducciones en el gasto en publicidad, asesorías, alquileres, actividades protocolarias y viajes.

De acuerdo con la Memoria anual del BCCR (2019), para el 2019, estas medidas administrativas, así como las disposiciones sobre remuneraciones de la Ley 9635, resultaron en un menor crecimiento de las remuneraciones y cargas sociales del sector público (3,4% contra 4,6% de 2018).

²³ Alcance No.17 de la Gaceta No.15 del 26 de enero de 2018 y fue modificada posteriormente por la directriz No.003-H de junio, 2018

²⁴ Alcance No.117 del 24 de mayo de 2019.

²⁵ 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

Las normas sobre remuneraciones no han sido aplicadas en forma generalizada en todas las instituciones públicas. De acuerdo con Achoy (2019) la Caja Costarricense de Seguro Social, el Tribunal Supremo de Elecciones, el Poder Judicial y la Universidad de Costa Rica han expresado formalmente una aplicación diferenciada para aplicar la Ley de Fortalecimiento de las Finanzas Públicas en sus regímenes salariales.

Recuadro 2

Regla fiscal de la ley de fortalecimiento de las finanzas públicas

La regla fiscal definida en la ley 9635 define límites al crecimiento del gasto corriente de acuerdo el crecimiento del PIB de los últimos cuatro años y el saldo de la deuda del gobierno como porcentaje del PIB, con el fin de garantizar la sostenibilidad fiscal. En particular el crecimiento del gasto no puede ser mayor al promedio de crecimiento del PIB nominal multiplicado por:

- 100% cuando la deuda no supere el 30% del PIB o la relación gasto corriente a PIB no supere el 17%;
- 85% cuando la deuda supere el 30% pero sea inferior al 45% del PIB;
- 75% cuando la deuda supere el 45% pero sea inferior al 60% del PIB;
- 65% cuando la deuda supere el 60%;
- 85% cuando la economía crezca más de un 6% por dos años consecutivos

En el caso de que la deuda supere el 60% del PIB, adicionalmente i) las pensiones sólo podrán ajustarse por costo de vida, ii) se restringe la suscripción de préstamos o créditos destinados a gastos corrientes, iii) no se permite el incremento de salarios o incentivos salariales por concepto de costo de vida y iv) se prohíben los subsidios, rescates financieros o erogaciones al sector productivo.

Adicionalmente, si la deuda supera el cincuenta por ciento (50%) del PIB, se autoriza a flexibilizar los recursos con destinos específicos legales considerando la disponibilidad de ingresos corrientes, los niveles de ejecución presupuestaria y de superávit libre de las entidades beneficiarias.

Su aplicación puede ser suspendida por un máximo de dos años ante emergencia nacional o recesión económica.

Hasta inicios de 2020 se preveía que el escenario de la regla fiscal estaría en el rango en que se limitaría el aumento del gasto a un 75% del crecimiento del PIB y le permitiría la flexibilización de las erogaciones definidas por Ley.

Las medidas de contención del gasto se complementan con el aumento en el ingreso tributario, así como con la reducción del gasto proveniente de la aplicación de la regla. El presupuesto presentado, a finales del 2019, para el año 2020 es el primero que considera los límites que impone dicha regla y se explican en el recuadro 3.

Recuadro 3

Cambios organizacionales

El 15 de octubre de 2019 renuncia Nogui Acosta como viceministro de ingresos y fue sustituido interinamente por Vladimir Villalobos.

El 23 de octubre de 2019 renuncia Rocío Aguilar como Ministra de Hacienda.

El 30 de octubre de 2019 se nombra a Rodrigo Chaves como Ministro de Hacienda.

El 26 de noviembre asume el nuevo Ministro Chaves.

El 14 de febrero de 2020, el ministro Chaves anunció el cambio de ocho jerarcas de alto nivel dentro del Ministerio, específicamente:

- Juan Gerardo Alfaro reemplazaría a Villalobos como viceministro de ingresos;
- Rodolfo Cordero dejó su puesto como el viceministro de egresos;
- Priscila Zamora reemplazaría a Carlos Vargas como directora general de tributación;
- Gerardo Bolaños reemplazaría a Juan Carlos Gómez como director general de aduanas;
- Jacqueline Soto reemplazaría a Irving Malespín como directora de la policía de control fiscal.
- Leonardo Salas dejó su puesto de oficial mayor;
- Dina Víquez dejó su puesto de directora administrativa y financiera;
- Fabián Quirós dejó su puesto de director de Bienes y Contratación Administrativa.
- El 3 de marzo de 2020 renuncia Juan Gerardo Alfaro como viceministro de ingresos.

El 16 de abril de 2020 nombran a Alejandra Hernández viceministra de ingresos y a Jorge Rodríguez viceministro de egresos.

El 27 de abril renuncia Martha Cubillo como Tesorera Nacional

El 5 de mayo cesan a Melvin Quirós director de Crédito Público.

Estos dos movimientos fueron como resultado del desfase de ₡900.000 millones en el presupuesto de 2018.

El 25 de mayo nombran a Víctor Carvajal como Director General.

El concepto de la regla fiscal es el resultado de una coyuntura en la que el gasto ha crecido más allá de las posibilidades del gobierno de financiarlo. Esta es una proposición necesaria luego de 10 años de un creciente déficit fiscal y es un reflejo de la gradual reducción de la holgura del Gobierno de Costa Rica para financiarse sin afectar significativamente la tasa de interés al alza. La regla fiscal busca disuadir el comportamiento discrecional del gasto de gobierno, que la experiencia indica puede excederse y socavar la salud de las finanzas públicas.

En general estos cambios de profunda relevancia para el resultado de la reforma fiscal se han implementado en un entorno de profundos y repentinos cambios de los jerarcas del MH. La segunda parte del año 2019 fue marcado por el cambio del Ministro de Hacienda, que posteriormente se complementó con un cambio más profundo de la jerarquía del Ministerio a inicios de 2020. Esto puede haber generado algún grado de discontinuidad de la estrategia, dificultades en la gestión de las finanzas públicas, y un período de adaptación

Gestión de pasivos del Ministerio de Hacienda²⁶

Esta sección de la ponencia es un seguimiento a lo planteado por Esquivel y Lankester (2019) y parte de que 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, condiciones necesarias para el Estado costarricense. Además, en la coyuntura fiscal en que se encuentra el país, una adecuada gestión define parte del espacio de acción de la política fiscal; entre mejor sea la gestión, existen algunos grados de libertad más para el resto de las políticas del MH.

El análisis de la gestión de deuda por parte del MH va a contemplar las características principales de los instrumentos ofrecidos por este emisor que dan forma al perfil de la cartera de deuda: composición por plazos al vencimiento de las emisiones vigentes, la composición por moneda y la composición por tipos de instrumentos colocados. A priori, altas concentraciones de vencimientos en periodos cortos de tiempo, así como una alta dependencia de la moneda extranjera, se consideran perjudiciales debido a la presión que pueden generar choques negativos externos. También, 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. Otro factor que afecta la liquidez de los instrumentos es la cantidad de emisiones de bajo saldo. Entre más pequeña la emisión y más emisiones haya, se incrementa la dificultad para calzar operaciones entre contrapartes.

Los criterios para analizar la gestión de la deuda no son subjetivos, hay mejores prácticas internacionales y recomendaciones específicas para el caso de Costa Rica hechas por organismos internacionales como el FMI y la OCDE. Con base en ellos, Esquivel y Lankester (2019) presentaron un análisis de los criterios, así como un diagnóstico sobre la implementación de dichas recomendaciones por parte del MH con base en observaciones desde el año 2006 que resumieron en el siguiente cuadro²⁷.

²⁶ 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.

²⁷ Para mayor detalle referirse al punto 3.4 de Esquivel y Lankester (2019).

Cuadro 3

Resumen de recomendaciones para la buena gestión de la deuda pública

Recomendación	Justificación	Grado de implementación a mayo 2020
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. En SINPE se pueden realizar eventos de venta, pero no de compra (no canjes).
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 ^{a/}
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 ^{a/}
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

a/ La implementación de esta recomendación no depende del Ministerio de Hacienda
 Fuente: Esquivel y Lankester, 2019.

Esta ponencia agrega un año de observaciones a dicho análisis y a pesar de que el diagnóstico general no ha mejorado, se puede definir si las acciones tomadas por el MH durante el 2019 van en la dirección correcta, principalmente porque es el primer año después de la aprobación de la reforma fiscal, en donde el nivel de incertidumbre sobre las necesidades y fuentes de financiamiento es menor.

De hecho se observa una menor participación del MH con base en el número de subastas del 2019 en comparación con el 2018, así como una estrategia de alargar los plazos de los títulos que se ofrecen no sólo por las series de instrumentos ofrecidas si no por actividades de canje de deuda a lo largo del año.

Perfil de la deuda soberana del Ministerio de Hacienda sin estrategia clara

De acuerdo con el plazo al vencimiento de los instrumentos de un emisor se define la necesidad de recursos en el futuro para hacer el pago de las emisiones que van a vencer, así como la cantidad relativa de títulos negociables por plazo. Esto último es especialmente relevante para la calidad de referencia de precios para la curva de rendimientos soberana.

El Gráfico 22 muestra en la parte superior el flujo de las emisiones estandarizadas colocadas bajo el mecanismo de subasta (por la plataforma de la BNV o del BCCR) durante un año específico, así como el perfil temporal de las emisiones vigentes en la parte inferior.

En el mercado local, el MH puede colocar instrumentos de deuda utilizando dos plataformas: la del Sinpe²⁸ que es provista por el BCCR, o la de la Bolsa Nacional de Valores (BNV). En ambas puede ofrecer instrumentos estandarizados o individualizados y, además, puede hacer una colocación directa tipo ventanilla o por medio de subastas.

Para las colocaciones dentro del SINPE, participan las personas, entidades públicas y financieras que se inscriban en el portal de SINPE o Central Directo, mientras que, en la plataforma de la BNV, participa cualquier ahorrante por medio de un puesto de bolsa autorizado.

Recuadro 4

El mecanismo de subasta de SINPE

El Ministerio de Hacienda (y el BCCR) pueden colocar su deuda por medio de diferentes plataformas. En el mercado local, lo pueden hacer por las plataformas ofrecidas por el sistema de negociación de la BNV o por las ofrecidas por el BCCR, llamado Tesoro Directo, TD.

La diferencia entre estas plataformas, es que en TD se puede prescindir del intermediario bursátil o puesto de bolsa. Los participantes de la plataforma SINPE o de Central Directo, pueden tener acceso a estas colocaciones de mercado primario de manera directa.

²⁸ El Sistema Nacional de Pagos Electrónicos (SINPE) es una plataforma tecnológica desarrollada y administrada por el Banco Central de Costa Rica.

A partir de julio de 2019 la Tesorería Nacional empezó a utilizar la plataforma de subasta de valores estandarizada en la plataforma SINPE del BCCR (SVA –SINPE) como parte de su programación de captación. En este sistema ofrece títulos valores cero cupón, tasa fija en colones, dólares, unidades de desarrollo y tasa variable (tasa básica).

Las emisiones ofrecidas son negociables en mercado secundario en vista de que son valores estandarizados, registradas en el Registro Nacional de Valores de la Superintendencia General de Valores (Sugeval).

Durante 2019 se realizaron 25 subastas en 9 convocatorias en las cuales se transó un monto de ¢522 mil millones de colones.

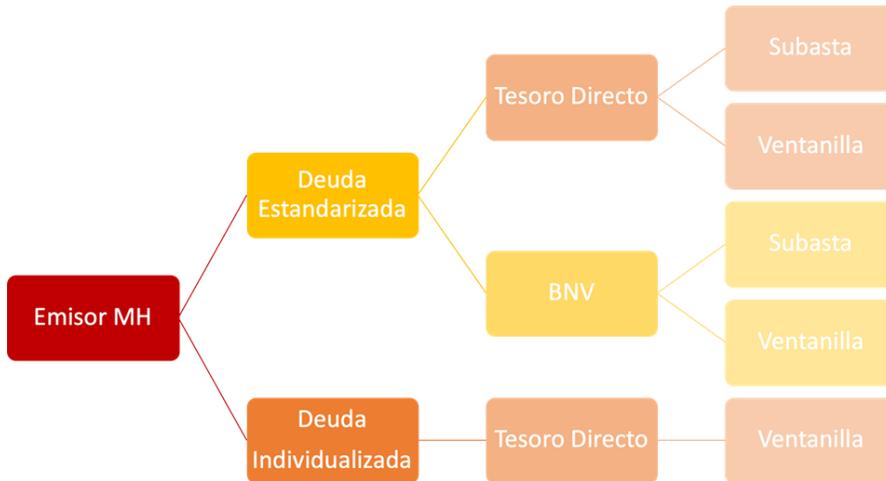
El mecanismo de subasta de SINPE

La deuda individualizada es el equivalente a los certificados de depósito ofrecidos por los bancos comerciales. Cualquier participante de TD puede hacer depósitos en estos instrumentos de manera continua, es decir, no hay una convocatoria, siempre están abiertos y se ofrecen instrumentos desde 1 día plazo hasta más de tres años.

La deuda estandarizada está inscrita en la SUGEVAL y está compuesta de títulos negociables en el mercado secundario. Para las modalidades de colocación primaria de este tipo de deuda hay un comunicado por el Ministerio de Hacienda al mercado financiero bursátil, mediante un Hecho Relevante, donde se fija la fecha, horario, series y características de los valores a ofrecer.

Esta deuda puede colocarse por Tesoro Directo (dentro de la plataforma SINPE ofrecida por el BCCR) o por la plataforma de la BNV, con dos modalidades: ventanilla y subasta. Estos dos mecanismos se diferencian en que el primero tiene un plazo y precio de asignación definido a priori, mientras que la subasta asigna de acuerdo con las ofertas recibidas por los participantes. Actualmente, en la plataforma del BCCR por temas de sistemas tecnológicos, no se pueden colocar los instrumentos estandarizados TPRAS, y sólo se permiten operaciones de venta de valores por parte del emisor, es decir, no se pueden hacer subastas inversas o canjes de valores.

Mecanismos de colocación de deuda interna Ministerio de Hacienda



Como se ha mencionado varias veces, la política fiscal expansiva del año 2009, generó un cambio estructural en las finanzas del gobierno, lo que se evidencia con la necesidad de financiamiento por el monto captado por el MH reflejado en este gráfico.

Para el año 2019, el monto de nuevas colocaciones fue 54 veces superior al que se presentó en el año 2008. Si se compara el 2019 con respecto al 2018 el monto de colocación aumentó en un 19%.

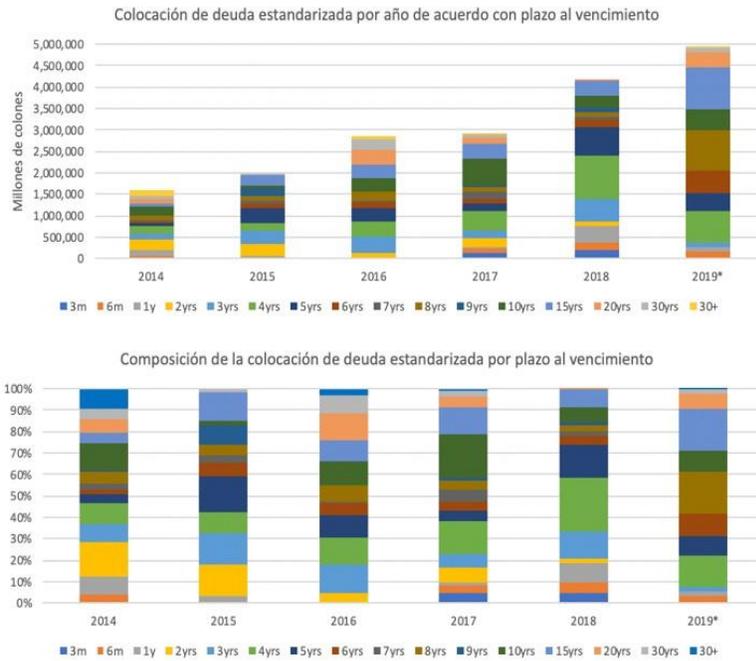
Este cambio fiscal también generó un cambio significativo en el número de plazos al que se ha colocado la deuda del MH. Mientras que entre el 2006 y el 2008, el promedio fue de 8 plazos diferentes, a partir del 2009 y hasta el 2019, ese promedio aumentó a 13,5.

Específicamente para el 2018 y el 2019 se colocaron instrumentos en 14 plazos diferentes. Como se mencionó, la cantidad de instrumentos afecta la liquidez de cada uno de ellos, al ser de bajo saldo relativamente. Entre más pequeña la emisión y más emisiones haya, se incrementa la dificultad para calzar operaciones entre contrapartes.

Durante el 2018, el MH se enfrentó con una mayor necesidad de financiamiento que se debía satisfacer en el mercado local. Su estrategia fue subastar bonos a diferentes plazos, pero concentrado en vencimientos de 5 años o menos. Sin embargo, en el tiempo no se observa que haya emisiones focales a ninguno de los plazos; las emisiones nuevas no se concentran en emisiones individuales más grandes a plazos focales de referencia. Esto se evidencia con la distribución porcentual por plazo a vencimiento de las nuevas emisiones en la parte inferior del Gráfico 22.

Gráfico 22

Gobierno Central, Perfil de deuda bonificada colocada por año y plazo al vencimiento, 2014 - 2019



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

No obstante, con base en este gráfico, si se compara la estrategia de colocación por plazos entre el 2018 y el 2019, se observa que el MH mejoró su estructura de colocación. Mientras que en el 2018, un 11% de su colocación se hizo en instrumentos de un año o menos, en el 2019, solamente fue el 6%. Y, los instrumentos con plazos más largos al vencimiento, de diez años o más representaron en el 2018 una proporción del 17%, lo que contrasta con el 39% resultante en el 2019.

Este resultado es consecuencia de una combinación de estrategias. En primer lugar, ofrecer títulos de más largo plazo a los ahorrantes dado que hay menos incertidumbre con respecto a la tendencia de mediano plazo del déficit fiscal. Y segundo, convocar trece eventos de canje durante el año. Este mecanismo lo que ofrece al ahorrante es hacer un intercambio de emisiones. El MH, en este caso, ofrece comprar títulos de plazos menores a dos años y vender o dar a cambio títulos con mayores plazos al vencimiento y consecuentemente, con mayor tasa de interés. Esta mejora, sin embargo, puede no ser sostenida, ya que existe evidencia de que al aumentar la incertidumbre o la necesidad de colocación del MH dentro del mercado local, la estrategia cambia hacia instrumentos de menor plazo.

Como mencionan Esquivel y Lankester (2019) esta creciente acumulación de vencimientos en el muy corto plazo aumenta el riesgo de liquidez y 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.

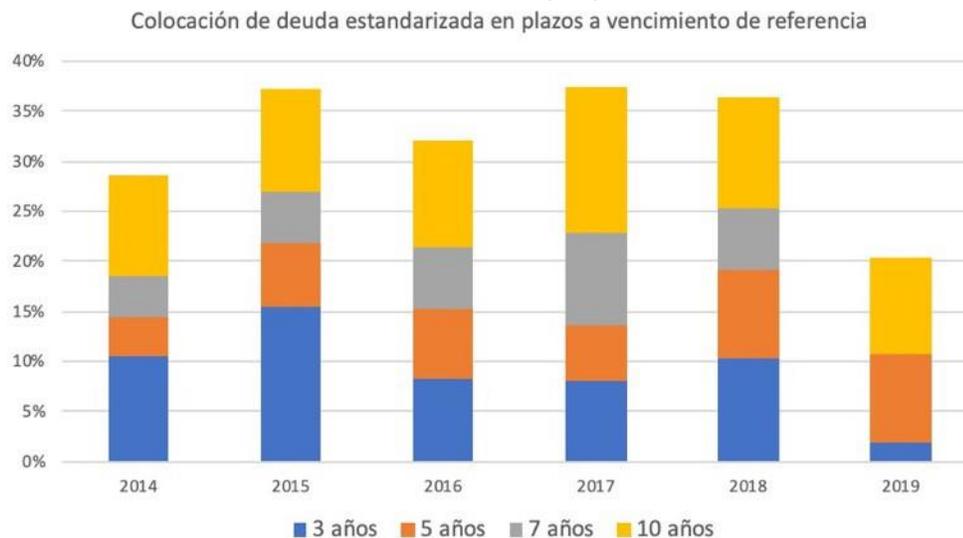
A pesar de esta mejora, las buenas prácticas internacionales y las recomendaciones de diferentes organismos especializados, sugieren concentrar las emisiones en pocos plazos focales bajo el argumento de que las emisiones entre más grandes sean de monto, logran una base más amplia de sus tenedores, mayor liquidez en los mercados bursátiles y en el tiempo, tienen un costo menor.

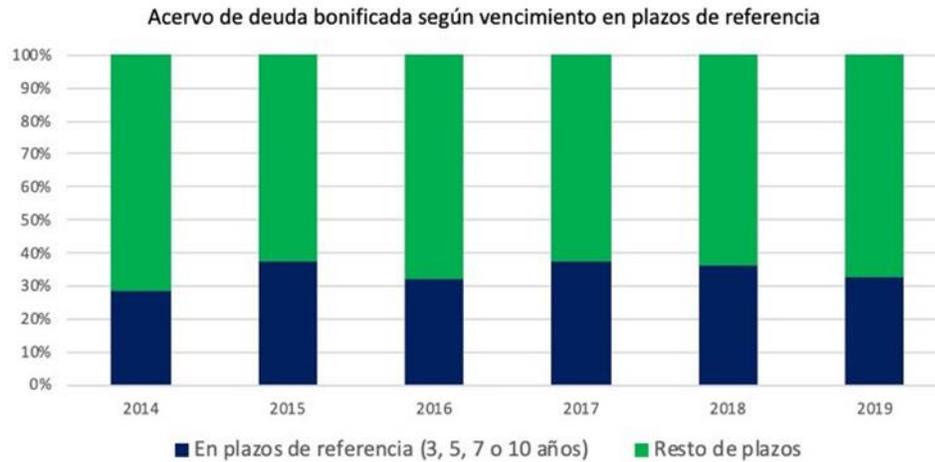
La estrategia del MH durante el 2019 fue de subastar 14 diferentes plazos al vencimiento entre diferentes instrumentos, y se evidencia en la parte superior del Gráfico 23 que dichos instrumentos no se concentraron en los plazos focales sugeridos al MH por diferentes organismos especializados y que además, la proporción que se colocó en estos plazos fue alrededor de un 10% menor que lo que se había hecho en años anteriores.

En la parte inferior, se muestra la distribución de las emisiones colocadas por el MH de acuerdo con los plazos focales sugeridos por el Banco Mundial (2012) y por el Fondo Monetario internacional (2015): 3, 5, 7 y 10 años. Se evidencia, en el acervo de deuda, que el MH está lejos de cumplir con esa recomendación; menos del 40% de sus colocaciones se hacen a estos plazos. Para el 2019, este porcentaje supera levemente el nivel de 30.

Gráfico 23

Gobierno Central, acervo de deuda bonificada por plazo a vencimiento, 2006 – 2019





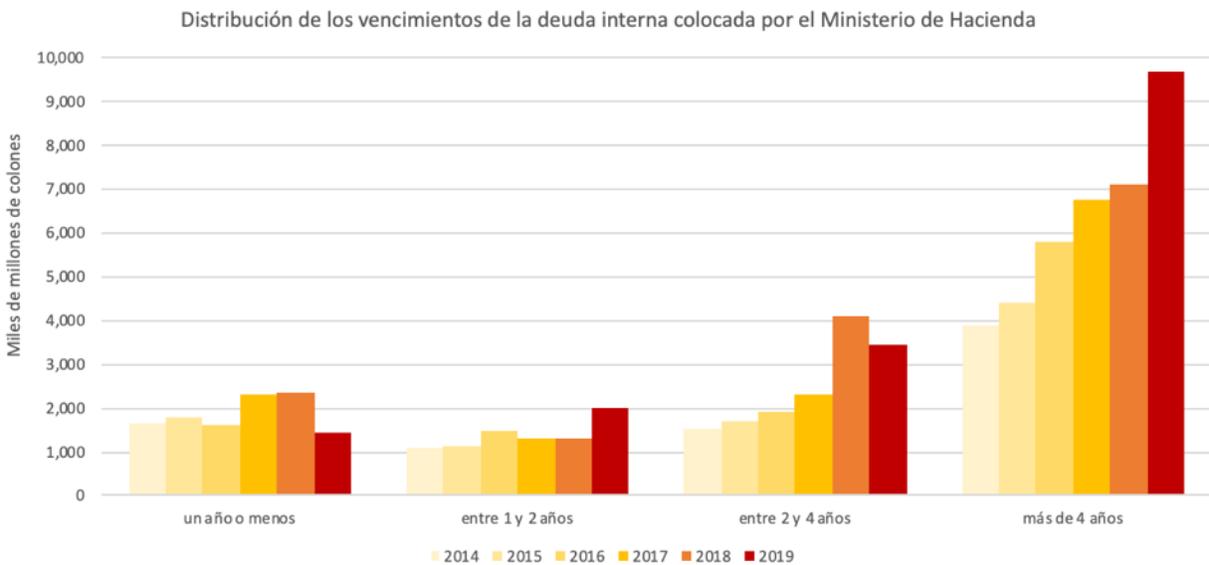
Fuente: Elaboración propia con datos de la Bolsa Nacional de Valores.

El no seguir esta recomendación debilita la posición del emisor, ya que al tener que distribuir sus necesidades entre un mayor número de emisiones, de diferentes plazos, se vulnerabiliza en momentos de alta incertidumbre o tensión. Durante la tensión fiscal de finales del 2018, por ejemplo, el MH ofreció instrumentos de mediano y corto plazo, lo que generó que una parte importante de su flujo futuro estuviera sujeto al pago de dichas colocaciones. Esta estructura de colocación de instrumentos con plazos menores a cuatro años, genera obligaciones de pago que disminuyen el margen de acción del MH dentro de su balance.

El Gráfico 24 muestra los porcentajes de deuda interna total (en colones y dólares) con vencimientos a distintos plazos desde el año 2014. Si se compara el año 2019 con el 2018, se observa que la presión sobre el flujo de los próximos cuatro años ha mejorado. Sin embargo, sigue por encima de los niveles observados antes del 2018.

Gráfico 24

Perfil de vencimientos de la deuda interna del Gobierno Central por plazo al vencimiento, en colones y dólares, 2014 - 2019



Fuente: Elaboración propia con datos del Ministerio de Hacienda.

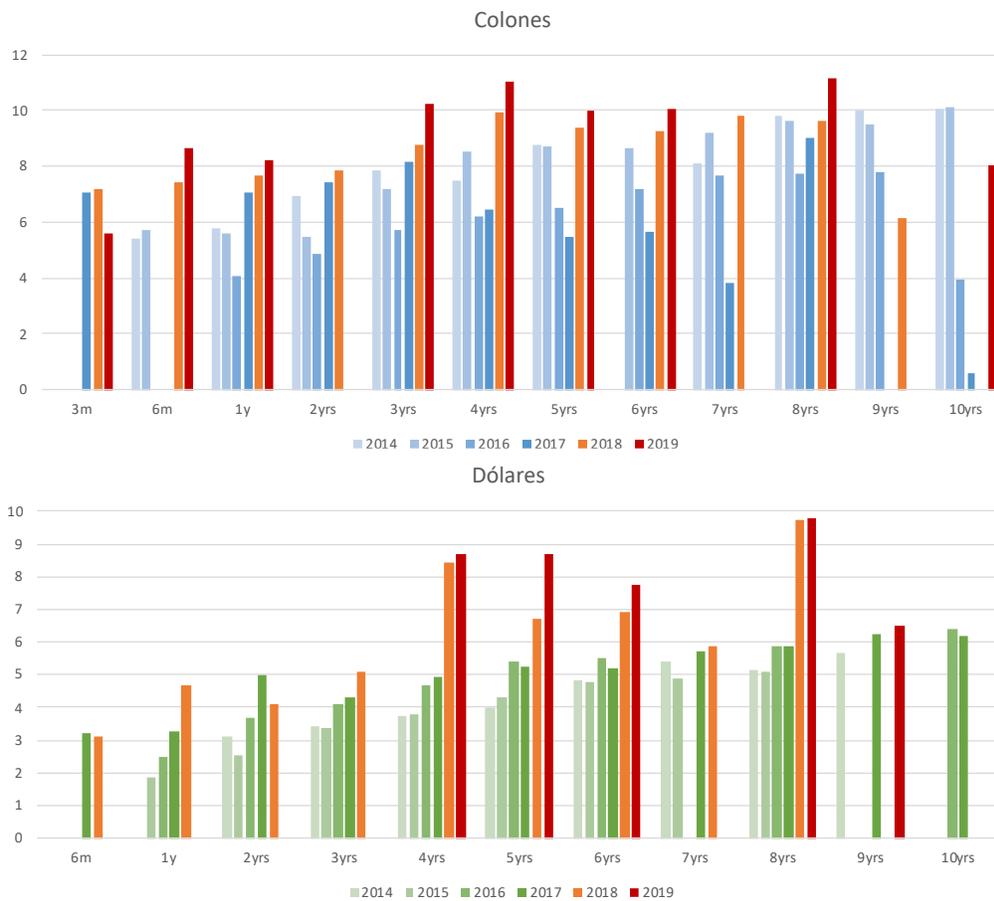
La tasa de interés de asignación es otro de los determinantes de la gestión de deuda. El nivel de asignación tiene un componente de referencia de tasas de mercado, pero además, refleja la necesidad percibida de recursos por parte del emisor. Al tener un balance fiscal deficitario, la necesidad del MH por recursos se traslada a la tasa de interés a la que puede asignar su deuda.

El Gráfico 25 muestra las tasas promedio de las nuevas colocaciones en colones (panel superior) y dólares (panel inferior) según plazo a vencimiento desde 2014 a 2019, con lo que pretende mostrar cómo las tasas ofrecidas durante el 2018 fueron más altas, tanto en dólares como en colones, que lo se ofreció en años anteriores como respuesta a una mayor incertidumbre por parte del ahorrante sobre la capacidad de pago del MH.

Para el 2019 no se observa una mejora sustancial en todos los plazos, pero sí hay señales importantes en el muy corto plazo, con las emisiones de tres meses o menos y la colocación de instrumentos a más largo plazo en dólares y colones. Las tasas del 2018 reflejan la necesidad de captación del MH, al ser superiores a las tasas al mismo plazo pero de otros años.

Gráfico 25

Tasa promedio de asignación de la deuda en colones en mercado primario subastas en BCCR y en BNV, 2014 - 2019



Fuente: Elaboración propia con datos del Ministerio de Hacienda.

Perfil de la deuda soberana por moneda.

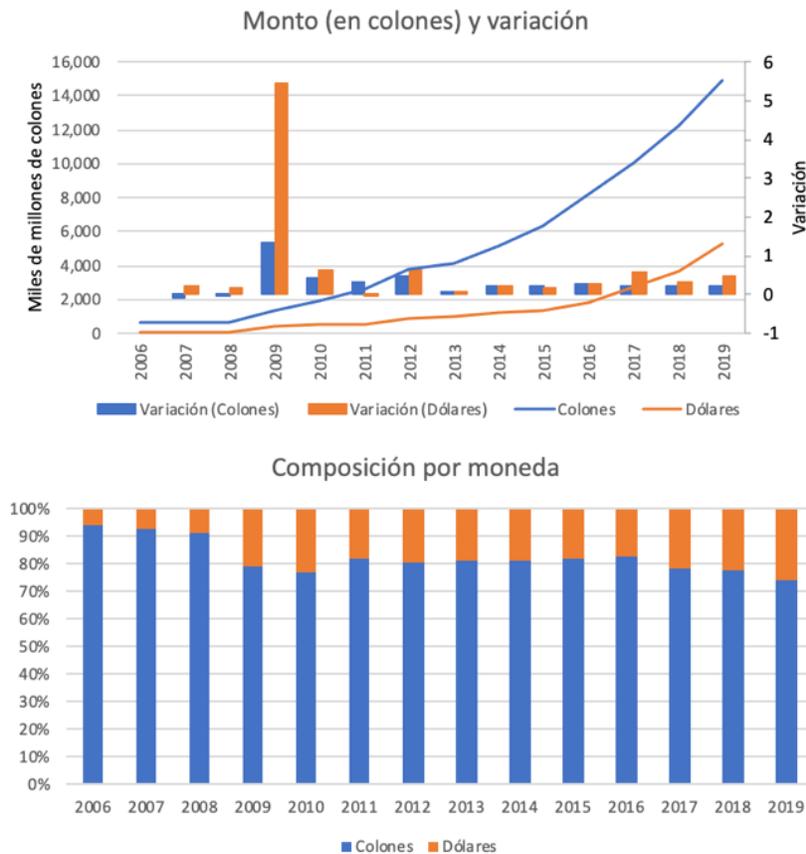
La moneda de denominación de la deuda es otro de los aspectos relevantes sobre el perfil con base en el argumento de que el pago de obligaciones en moneda extranjera va a depender del flujo de dicha moneda dentro del país; una parada súbita de estos flujos o una depreciación significativa de la moneda local elevan el costo de este tipo de deuda significativamente, arriesgando la capacidad de pago.

El Gráfico 26 ilustra la dinámica de la evolución y composición del saldo de la deuda bonificada según moneda en que se emite. En la parte superior se muestra que la tendencia continua hacia el alza que se venía observando desde el año 2006 se mantiene hasta la fecha. Esto obedece a la necesidad de financiamiento constante y creciente que tiene el MH para financiar su déficit. A pesar de la aprobación de la reforma fiscal, sus resultados apenas se han empezado a observar y no se han traducido en una menor necesidad de endeudamiento; especialmente por el comportamiento del gasto corriente y el crecimiento de la carga de intereses.

En la parte inferior del gráfico se muestra la distribución del saldo de la deuda por moneda, que cuando se compara el 2019 con respecto al 2006 se observa como la proporción de la tenencia de deuda en moneda extranjera ha pasado de ser un 6% del total a más de un 25% en el 2019 aproximadamente. Más que a un cambio en la estrategia de colocación por moneda dentro del mercado interno, este aumento, obedece a la colocación de los bonos de deuda externa que se han realizado durante todo el período, siendo la última colocación la del mes de noviembre del 2019.

Gráfico 26

Saldo de la deuda bonificada total del Gobierno Central y composición por moneda, 2006 – 2019



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

La estrategia de gestión de la deuda en moneda extranjera tiene que balancear el riesgo de la moneda con las condiciones favorables que puedan ofrecer los mercados financieros internacionales. Después de la crisis financiera del 2008, las tasas de interés bajaron significativamente por la política monetaria expansiva de muchos de los países que lideran los mercados financieros, lo que resultó favorable en términos de costo para un aumento del endeudamiento en moneda extranjera.

A pesar de ello, cuando se compara la tasa de interés asignada en la primera colocación de deuda externa en el 2012 con la última, en el 2019, se observa un aumento que obedece a la mayor percepción de riesgo que tienen los mercados internacionales del emisor.

Entre mayor sea la proporción de deuda en moneda extranjera, mayor es la vulnerabilidad a choques cambiarios. De acuerdo con lo que el MH ha manifestado, existe una propuesta de proyecto de ley que se enviaría a la Asamblea Legislativa para realizar un nuevo programa de emisiones de deuda externa en el mercado internacional por US\$4500 millones en los próximos años²⁹. Se menciona como argumento a favor el costo menor, la menor presión a las tasas de interés locales y el alargamiento de la curva de vencimientos. Sin embargo, es necesario que el Gobierno considere escenarios de volatilidades cambiarias para poder balancear de manera adecuada los riesgos que implicaría el aumento de este porcentaje de deuda dentro del total del portafolio.

Estrategia de colocación de deuda soberana

Cantidad de eventos de colocación y variedad de plazos

Directamente relacionada con la distribución por plazos al vencimiento, está el número de eventos de subasta que pueda realizar un emisor. Entre mayor sea el número, menor es el costo para los demandantes de títulos de esperar al próximo evento. Es decir, si el ahorrante conoce que el emisor va a ofrecer títulos todas las semanas, por ejemplo, y en una semana en particular no se ofrecen las condiciones que le parezcan atractivas, el ahorrante tiene un bajo costo de esperar al próximo evento. Si las subastas se hicieran una vez al mes, ese costo aumentaría.

Además, la cantidad de subastas tiene un efecto sobre el mercado secundario. Si todas las semanas hay eventos de subasta, no hay tanta demanda en el mercado secundario en comparación a eventos de subasta mensuales. Esto debido a que la demanda puede ser satisfecho en ambos mercados. Si hay eventos de primario de manera frecuente, disminuye la participación/necesidad de hacer las transacciones en el mercado secundario.

De acuerdo con las buenas prácticas, 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 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 (Esquivel y Lankester, 2019).

En el Gráfico 27 se muestra el número total de eventos de subasta por año desde el 2006 al 2019 junto con la cantidad de plazos al vencimiento distintos de los bonos que se colocaron en esos eventos.

²⁹ Este programa no contempla los US\$1500 millones que se colocaron a finales del 2019.

La tendencia creciente que se observó hasta el 2018 en cuanto al número de eventos cayó significativamente para 2019 en donde se realizaron 63 eventos de subasta, entre la plataforma de la BNV y la del BCCR, mientras que en el 2018 hubo un total de 136 eventos de colocación de este tipo.

Gráfico 27

Número de subastas por año según plazo de títulos colocados 2006 – 2019



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

El resultado del 2019 es reflejo de una menor incertidumbre por temas fiscales, una menor presión dentro del mercado interno y uno ingresos de recursos de los mercados internacionales por la emisión de deuda externa; se parece más a los años anteriores en donde hubo colocación de emisiones de deuda externa (2012 - 2015).

Ahora bien, el MH cuenta con otro mecanismo de colocación de primario de títulos estandarizados: las ventanillas. Estos eventos son comunicados al mercado mediante hechos relevantes y la diferencia con las subastas es que tienen un monto y una tasa de referencia única. En el momento en que se cumpla el monto deseado por el emisor, se cierra la ventanilla y si alguien desea una mayor tasa de interés a la ofrecida, no será asignado. Durante el 2019, el MH hizo 39 eventos de ventanilla, por lo que si convocatoria de títulos estandarizados en mercado primario fue de 102 eventos; el segundo resultado más alto, desde 2006, solamente superado por el 2018.

A pesar de que una disminución con respecto al 2018 es una señal positiva, más de un evento por semana es de alta frecuencia y tiene repercusiones poco favorables como se mencionó anteriormente.

Algunos contrastes de la estrategia del emisor

En esta sección vamos a abordar dos contrastes de la estrategia de colocación del MH que se alejan de las mejores prácticas. La primera tiene que ver con la colocación de emisiones no estandarizadas. Mientras que la segunda tiene que ver con la estrategia de endeudamiento anunciada por este emisor.

El MH no sólo tiene emisiones estandarizadas, como lo revisado anteriormente, si no que cuenta con instrumentos de colocación de series no estandarizadas, por lo que los riesgos de hacer una gestión de deuda con base en un gran número de emisiones se agravan.

Los valores no estandarizados de MH se pueden dividir en dos: las “colocaciones directas” en donde hay una negociación directa entre el emisor y algunas instituciones públicas, y las ventanillas en donde se ofrece un equivalente a un certificado de depósito a plazo ya que tiene condiciones preestablecidas pero no se negocian en mercado secundario.

Las 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 con los bonos de plazo similar negociados en otras plazas. Como consecuencia, se generan distorsiones en los precios y se disminuye la liquidez en el resto de mercados.

El MH no sólo tiene emisiones estandarizadas, como lo revisado anteriormente, si no que cuenta con instrumentos de colocación de series no estandarizadas, por lo que los riesgos de hacer una gestión de deuda con base en un gran número de emisiones se agravan.

El Cuadro 4 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.

Cuadro 4

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)	Subasta Electrónica Valores (3)	(2)+(3)/(1)
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%
2019	11,714,107	1,248,419	600,002	15.8%

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

Por otro lado, con respecto a la estrategia de endeudamiento anunciada del MH, se sabe que para cualquier emisor es recomendable que los posibles demandantes tengan la mejor información posible y concentrar la mayor demanda en cada evento que realice, con el fin de obtener las mejores condiciones de tasa de interés y fomentar la mejor formación de precios en el mercado. Las estrategias preanunciadas suelen fortalecer estos mecanismos ya que los demandantes logran formar sus expectativas con la mejor información, planeen con antelación y puedan efectuar sus mejores ofertas.

Ahora, si el emisor tiende a anunciar su estrategia pero constantemente se reconoce que no la cumple, va perdiendo credibilidad y los demandantes pierden incentivos para asistir a lo inicialmente anunciado. Lo que se contempla entonces son las circunstancias o la necesidad de liquidez del emisor. De acuerdo con su urgencia, así se definiría su estrategia de colocación y no con lo anunciado previamente.

El Cuadro 5 muestra la estrategia de colocación anunciada por el MH y la compara con la ejecutada desde el año 2014 al 2019. Se evidencian entonces diferencias en prácticamente todos los ejes de la estrategia, con excepción del tipo de instrumento porque ya de por sí se anuncia que se puede subastar cualquier tipo.

Cuadro 5

Estrategia de colocación anunciada vs ejecutada del Ministerio de Hacienda³⁰

Año	Estrategia		Ejecutado	
	Colocación bruta	Periodicidad de eventos	Colocación bruta	Periodicidad de eventos
2014	1,840,000	Semanal	1,215,926	Semanal
2015	2,080,000	Semanal	1,693,017	Semanal
2016	1,885,000	Semanal	2,189,169	Semanal
2017	2,050,000	Semanal	1,861,672	Mayoría semanal. Desde octubre hasta 7 veces por mes
2018	3,250,000	Semanal	2,956,498	Muchos eventos por mes, mucha ventanilla continua.
2019	2,800,000	Semanal	3,560,000	Mayoría semanal. Agosto y setiembre 3 subastas por mes, 4 eventos por plataforma SINPE a partir de Julio 2019*

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

En términos de colocación bruta, el monto ha tendido a estar por debajo con la excepción del año 2016 y el 2019. Llama la atención por la persistencia en la estrategia anunciada de que los plazos al vencimiento van a corresponder a aquellos focales sugeridos por los organismos especializados, sin embargo, en ninguno de los seis años de la muestra cumplen en su ejecución con esta característica lo que evidencia problemas en las gestiones de la deuda.

Por último, el número de eventos no se ha modificado de su versión “semanal”, pero durante los últimos tres años se han habilitado mecanismos que podrían competir con estos eventos de subasta. Tal vez se debería re considerar la periodicidad de estos eventos con el fin de lograr concentrar la demanda y obtener los beneficios de formación de precios que ello implica.

Con base en lo analizado en esta sección evidencia que después de la aprobación de la reforma fiscal, el MH contó con cierto espacio de mejora en su gestión de deuda, reflejado en el aumento de los plazos al vencimiento de las colocaciones. Esta mejora es leve y considera sólo un aspecto de cambio, debido a que el resto de factores como número de emisiones, número de eventos, tipos de instrumentos y tasas de interés no parecieran haber cambiado su tendencia.

El otro cambio de mejora parcial es el acceso que se habilitó a los ahorrantes para participar en

³⁰ Para mayor detalle en la comparación entre la estrategia anunciada y la ejecutada referirse al anexo 02.

las subastas del MH con los sistemas del BCCR, SINPE y Central Directo. Estas plataformas ofrecen la posibilidad de participar de manera directa en los eventos de mercado primario, sin acudir a un intermediario bursátil. Sin embargo, estos sistemas están en proceso de mejora, debido que hasta la fecha no pueden ofrecerse para negociar operaciones “inversas” o de compra, como los canjes, ni tampoco se pueden utilizar con el instrumento tasa variable, TPRAS.

En general, se necesita más tiempo para definir si los cambios en la gestión de deuda del MH van en la dirección correcta. Para el año 2019 se observó una mejora en el plazo promedio de la deuda, en la cantidad de eventos de subasta, así como en la cantidad de títulos ofrecidos, sin embargo, parecieran ser resultados puntuales como consecuencia de las circunstancias y no por una mejora en la gestión de la deuda.

En el momento en que haya más incertidumbre o una necesidad mayor de financiamiento por parte del MH en el mercado interno, es probable que el plazo promedio de colocación disminuya, se den más eventos de subasta, la tasa promedio de asignación sea mayor y la cantidad de títulos ofrecidos aumente.

Lo que pareciera es que el balance deficitario obliga a que la estrategia de colocación esté supeditada a satisfacer las necesidades de flujo de caja, más que a seguir con las mejores prácticas y recomendaciones de organismos especializados.

Como mencionaron Esquivel y Lankester (2019), esto puede estar determinado por la diferencia entre el diseño y ejecución de la estrategia de la gestión de deuda. Mientras que es la Dirección de Crédito Público la encargada de diseñar dicha estrategia, es la Tesorería a quien le corresponde su ejecución.

Sin embargo, esta última no tiene dentro de sus obligaciones legales cumplir de manera efectiva con el cumplimiento de dicha estrategia. Lo que le corresponde es cumplir las necesidades del flujo de caja del Gobierno. Esto, pareciera ser la razón principal para que cuando la urgencia de liquidez es alta, la forma en la que se gestiona y se consiguen los recursos queda en segundo o tercer plano.

Consideraciones finales

Después de años de discusión parlamentaria, el año 2019 significó un cambio con la implementación de la Ley de Fortalecimiento de las Finanzas Públicas. Esta ley fue resultado de casi diez años de argumentaciones sobre diferentes planteamientos para reducir el creciente déficit fiscal que se fraguó con un aumento significativo y permanente del gasto corriente, sin una contrapartida en ingresos, como respuesta al choque a la economía de la crisis financiera del 2007-2008. Sin embargo, este esfuerzo aun no se ha visto reflejado en una mejora del balance fiscal. El resultado financiero del 2019 del gobierno, fue peor de lo esperado.

Esta situación no apareció de pronto. El tiempo que tomó para aprobar las reformas en ingresos y gastos fiscales se tradujo en un déficit creciente, que al ser financiado con deuda, cada vez más

cara puso en duda su sostenibilidad futura. Esto se refleja en un creciente servicio de intereses que presiona aún más el déficit financiero y en que las necesidades de financiamiento ya han sobrepasado la capacidad de financiamiento que puede ofrecer el mercado local.

Es por ello, que la necesidad de obtener financiamiento externo o de implementar mecanismos creativos de financiamiento interno se han vuelto un imperativo constante. La gestión de la deuda pública se ha convertido entonces en una herramienta que puede tener un efecto expansivo o restrictivo sobre el costo del financiamiento. Una gestión con debilidades empeora la situación fiscal al generar presiones al alza de las tasas de interés locales con un efecto sobre el sector productivo y por ende, en el crecimiento económico, al estrujar la capacidad de financiamiento.

De acuerdo con lo analizado en este trabajo, la disminución en la incertidumbre sobre la senda futura de los ingresos y gastos gubernamentales tuvo un efecto positivo (relativo) para la gestión de la deuda; se aumentaron los plazos de colocación, se disminuyeron el número de eventos de subasta y las tasas de asignación fueron más bajas en promedio, por ejemplo. Sin embargo, estos resultados no parecieran ser estructurales, si no coyunturales. La evidencia histórica de la gestión de la deuda por parte de la Tesorería del Ministerio de Hacienda ha sido que la estrategia de colocación de deuda tiene una relación negativa con la urgencia del financiamiento. Es decir, entre más urgente sean los recursos, menos peso tienen las buenas prácticas internacionales a la hora de definir la estrategia de colocación.

En momentos de tensión financiera, crece el número de eventos de subasta, disminuye el plazo promedio de los instrumentos, se ofrece una mayor cantidad de títulos valores, las emisiones a la medida aumentan, entre otros. La demanda del mercado es quien define los términos de la oferta.

En ese sentido, es necesario que la discusión de las finanzas públicas involucre el mejoramiento de indicadores de gestión de deuda, porque es un factor que impacta de manera directa el resultado financiero; puede hacer que sea más caro o más barato relativamente. Mejoras como el de implementar el rol de formador de precios y ordenador de mercado con la emisión de instrumentos financieros son necesarios, aunque su implementación pareciera dudosa en situaciones en que los esfuerzos están concentrados en el financiamiento de las necesidades de corto plazo. Pero este tipo de objetivos no se deben dejar de lado.

En los momentos en que el Ministerio de Hacienda cuente con financiamiento externo, pueden existir oportunidades para re direccionar la estrategia de gestión de la deuda bajo los principios de las mejores prácticas internacionales.

La paciencia institucional que se tuvo para encontrar soluciones al tema fiscal evidencia la débil capacidad que se tiene para llegar a acuerdos en momentos oportunos. No fue hasta que se entró en estado de emergencia que la economía política cedió para lograr el acuerdo estratégico en el campo fiscal. El tiempo que se tardó tiene un costo altísimo no sólo a los ojos de los mercados internacionales (baja en las calificaciones) si no en términos de margen de acción para

el gobierno. De hecho, como evidencia contundente está la restricción de las finanzas públicas para ser utilizadas como instrumento de política económica ante eventos de inesperados. Justamente, las finanzas públicas están siendo puestas a prueba por las necesidades que genera la lucha contra la propagación del COVID19.

La administración fiscal y las autoridades económicas deben velar por crear un margen para contar con espacio de acción para poder reaccionar a necesidades y riesgos. Seguimos al filo de la navaja. En el corto y mediano plazo, la situación fiscal seguirá precaria a pesar de que la aprobación de la Ley de Fortalecimiento de las Finanzas Públicas. En términos de los ingresos, menores niveles de crecimiento económico repercuten directamente en el nivel recaudado y en términos de gasto, pareciera que las autoridades políticas no se han comprometido con una moderación y mejora del gasto del mismo. Ejemplo de ello es el resultado del déficit del 2019 y el aval por parte del Ejecutivo, dado en mayo del 2020, de que las Municipalidades quedaran fuera de la aplicación de la regla fiscal a pesar del criterio en contra por parte del Banco Central de Costa Rica, el Ministerio de Hacienda y la Contraloría General de la República.

Pareciera entonces que todavía son necesarios cambios significativos en la gestión de la deuda y en las decisiones de gasto, para que tengan un efecto en el mediano plazo, lo que es un reto mayor en un contexto de choques negativos a la economía, como la pandemia del 2020. Este es un ejercicio político de gran envergadura que requiere priorizar y redimensionar los objetivos de gobierno.

Referencias

Achoy Sánchez, José Mario (2019) *Reforma del empleo público en la Ley 9635 Fortalecimiento de las Finanzas Públicas: discusión y conflictos de interpretación*. Ponencia para el Informe Estado de la Nación 2019

Contraloría General de la República (2018), *Situación y perspectivas: Presupuestos públicos*.

Contraloría General de la República (2020), *Informe de la Auditoría Financiera sobre la Ejecución Presupuestaria Realizada por el Ministerio de Educación Pública correspondiente al Ejercicio Económico 2019*. DFOE-SOC-IF-00003-2020. División de Fiscalización Operativa y Evaluativa, Área de Fiscalización de Servicios Sociales

Banco Central de Costa Rica. (2018). *Revisión del Programa Macroeconómico 2018- 2019*.

<https://activos.bccr.fi.cr/sitios/bccr/publicaciones/DocPoliticaMonetariaInflacin/Revisi%20nPM-2018-2019.pdf>.

Banco Central de Costa Rica. (2019). *Programa Macroeconómico 2019-2020*. <https://activos.bccr.fi.cr/sitios/bccr/publicaciones/DocPoliticaMonetariaInflacin/PM-2019-2020.pdf>.

- Banco Central de Costa Rica. (2020). *Programa Macroeconómico 2020-2021*. <https://activos.bccr.fi.cr/sitios/bccr/publicaciones/DocPolíticaMonetariaInflación/PM-2020-2021.pdf>.
- Banco Central de Costa Rica. (2019). *Memoria anual 2018*. https://activos.bccr.fi.cr/sitios/bccr/publicaciones/DocMemoriaAnual/Memoria_Anu_al_2018.pdf.
- Banco Central de Costa Rica. (2020). *Memoria anual 2019*. https://activos.bccr.fi.cr/sitios/bccr/publicaciones/DocMemoriaAnual/Memoria_Anu_al_2019.pdf.
- 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.
- Contraloría General de la República (2020). Memoria anual 2019. <https://www.cgr.go.cr/03-documentos/publicaciones/memoria-anual/memoria-anual.html>
- Esquivel, M. & Lankester, V. (2019). Seguimiento de las finanzas públicas y gestión de la deuda. Ponencia para el Informe Estado de la Nación 2019.
- 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.
- Rosales, J. (2005). *Impactos Macroeconómicos, Fiscales y Sociales de las Medidas de Contención del Gasto Público 2003- 2004*. Ponencia del Undécimo informe sobre el Estado de Nación en Desarrollo Humano Sostenible.
- Sáenz, M. (2013). *Finanzas del Gobierno Central en un Contexto de Creciente Deterioro*.

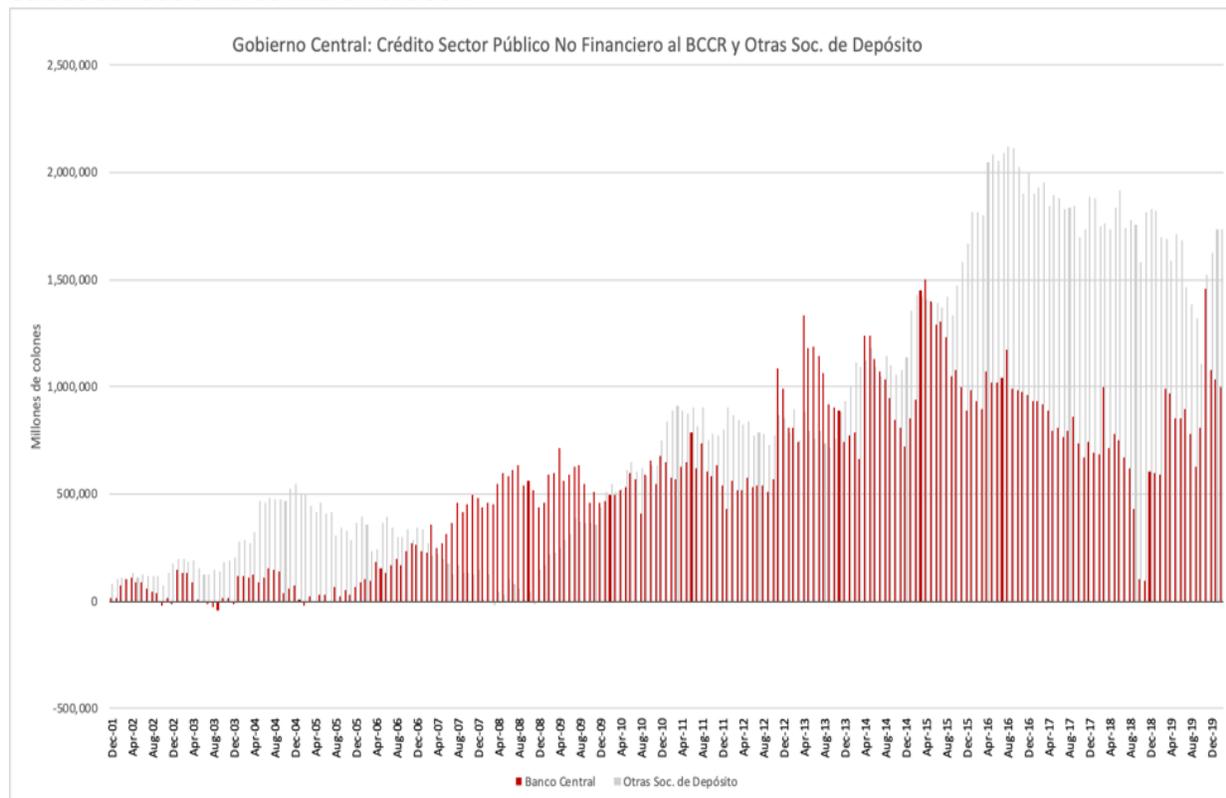
Ponencia informe del Estado de la Nación en Desarrollo Humano Sostenible.

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.

Soto, M. (2018). *Análisis de las finanzas públicas en Costa Rica*. 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.

Anexo 1 Saldos del Gobierno Central en el BCCR



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

Anexo 2

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.
2019	2,800,000	Tasa fija (colones y dólares), tasa variable y cero cupón	1,3,5,7 y mayor a 10 años	Semanal	3,560,000	Tasa fija (colones y dólares), tasa variable y cero cupón	6 meses a 20 años	Mayoría semanal. Agosto y setiembre 3 subastas por mes, 4 eventos por plataforma SINPE a partir de Julio 2019*

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