

Gestión de la deuda pública en Costa Rica:

**Resultados recientes y acciones en el corto y
mediano plazo**

José Adrián Vargas B.
Tesorero Nacional

Academia de Centroamérica
30 de agosto de 2007

Una idea fundamental

“La deuda pública es uno de los instrumentos más poderosos de la política económica y, como si fuera una herramienta motorizada, puede utilizarse para alcanzar de manera eficiente las metas propias, pero también puede causar graves daños.”

» BID. Vivir con Deuda. Informe 2007. Progreso Económico y Social en A.L.

Agenda

1. Consideraciones generales sobre deuda pública
2. Objetivos de la Gestión de la Deuda Pública
3. Estrategia de gestión de deuda último año
 - Mercado para Instituciones Públicas –OTC–
 - Mercado local
4. Resultados obtenidos
5. Futuras acciones y retos

Consideraciones Generales

En cuanto a la deuda existen dos aspectos que podemos considerar los de mayor interés:

1. Su evolución en cuanto al saldo de la misma y su relación con otras variables macroeconómicas (sostenibilidad).
2. La adecuada gestión de la misma a efecto de obtener las mejores condiciones, desde la perspectiva de costo y riesgo

Consideraciones Generales

El problema de la deuda pública es un fenómeno que tiene su origen en los recurrentes déficit fiscales que han venido presentando las finanzas públicas a lo largo de las últimas décadas:

$$DEUDA_t - DEUDA_{t-1} = DÉFICIT_t + SF_t,$$

donde SF_t mide la conciliación de los saldos y flujos, que es una variable medida durante un período de tiempo (es decir, una variable de “flujo”) con la deuda, que es una variable medida en un momento dado (es decir, una variable de “saldo”): efecto de indexación, crisis bancarias, etc

➤ La sostenibilidad es una de las preocupaciones fundamentales, aunque no existe un criterio único para establecer el nivel que se puede considerar sostenible.

Consideraciones Generales

Evolución de la Deuda Pública

$$D_{t+1} = (1 + \varepsilon)(1 + r_f)DF_t + (1 + r_d)DD_t + (1 + \omega)(1 + r_u)DU_t - SP_{t+1} \quad (1)$$

donde:

D_{t+1} : Saldo de deuda en el periodo t+1.

SP : Superávit primario.

DF_t : Saldo de deuda en moneda externa en el periodo t.

DD_t : Saldo de deuda en colones en el periodo t.

DU_t : Saldo de deuda en Unidades de desarrollo en el periodo t.

r_f : Tasa de interés ponderada para la deuda en moneda externa.

r_d : Tasa de interés ponderada para la deuda en colones.

r_u : Tasa de interés ponderada para deuda en UDES.

ε : Crecimiento del tipo de cambio

ω : Crecimiento del IPC.

Evolución de la deuda pública dividida entre el PIB

$$d_{t+1} = \frac{(1 + \varepsilon)(1 + r_f)}{(1 + g)(1 + \pi)} df_t + \frac{(1 + r_d)}{(1 + g)(1 + \pi)} dd_t + \frac{(1 + \omega)(1 + r_u)}{(1 + g)(1 + \pi)} du_t - sp_{t+1} \quad (2)$$

π cambio en el deflador del PIB
 g es la tasa de crecimiento

Con manipulación algebraica se llega a:

$$d_{t+1} - d_t = \frac{d_t}{1 + g + \pi + \alpha\pi} \left[-g + \hat{r} - \pi(1 + g) + \varepsilon\alpha(1 + r_f) + \omega\sigma(1 + r_u) \right] - sp_{t+1} \quad (3)$$

Diagram illustrating the components of the equation (3):

- \hat{r} : Tasa de interés
- g : Crecimiento
- π : Depreciación
- α : UDES
- sp_{t+1} : Superávit primario

$$\hat{r} = \alpha r_f + \beta r_d + \sigma r_u$$

En el último año, las diferentes variables han tenido un comportamiento relativamente favorable lo cual es congruente con los resultados obtenidos en cuanto a la evolución de la deuda del Gobierno

Gestión de Deuda

- **Objetivo fundamental**

Lograr la gestión de fondeo de los recursos requeridos por el Estado al menor costo posible dentro de un nivel prudente de riesgo, bajo una senda de deuda sostenible, que permita además el desarrollo del mercado de capitales costarricense.

Objetivos de la Gestión de Deuda

“Si bien un alto nivel de deuda pública restringe la conducción de la política económica, un nivel moderado de deuda en forma de valores públicos líquidos puede nutrir el desarrollo del mercado privado de bonos al proporcionar una curva de rendimientos de referencia y dar más eficacia a la política monetaria al facilitar las operaciones de mercado abierto del banco central. Por lo tanto, la gestión de la deuda pública puede desempeñar, en potencia, un importante papel promotor del desarrollo de mercados de bonos nacionales privados. Esto reviste particular importancia en América Latina, que se caracteriza por tener mercados financieros de poco tamaño y por depender excesivamente del crédito bancario.”

BID. Vivir con deuda. Informe sobre desarrollo económico y social en AL 2007

Gestión de la Deuda

Objetivos secundarios

- Facilitar la obtención de los recursos financieros que requiere el Ministerio de Hacienda, para cumplir con sus objetivos fundamentales.
- Reducir el costo de la deuda, dentro de parámetros de riesgos prudentes.
- Impulsar el desarrollo del mercado de deuda pública doméstico para la formación de una curva de rendimiento soberana.
- Estimular la canalización del ahorro interno hacia la deuda interna y promover el empleo de la deuda externa como mecanismo de diversificación en el financiamiento.
- Promover sostenibilidad deuda pública en el corto, mediano y largo plazo.
- Modernizar la gestión de la deuda pública, mediante la utilización de sanas prácticas financieras para su administración.

Estrategia de gestión de deuda

Generalidades

- Segmentación del mercado considerando disposiciones legales aplicables
 - ✓ Instituciones públicas no financieras
 - ✓ Instituciones públicas financieras
 - ✓ Sector privado
- Introducción gradual de elementos de mejores prácticas.
- Proceso gradual pero continuado

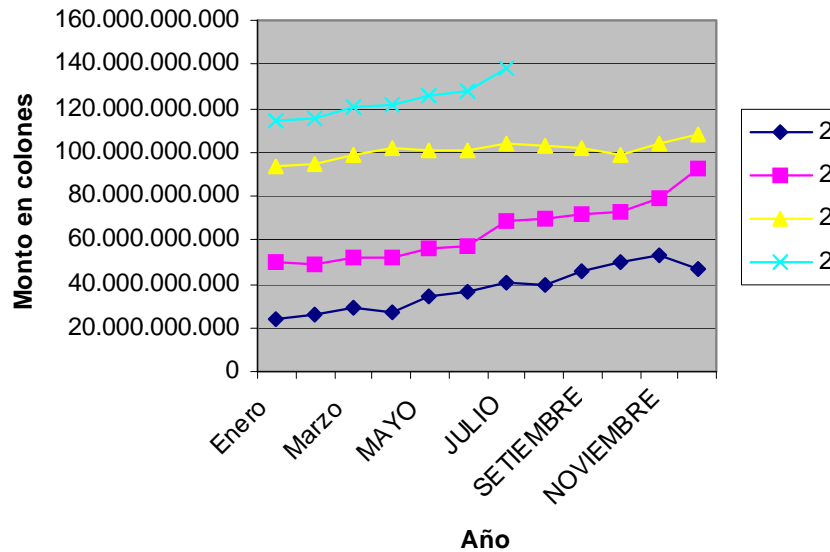
Estrategia del Portafolio

Instituciones Públicas

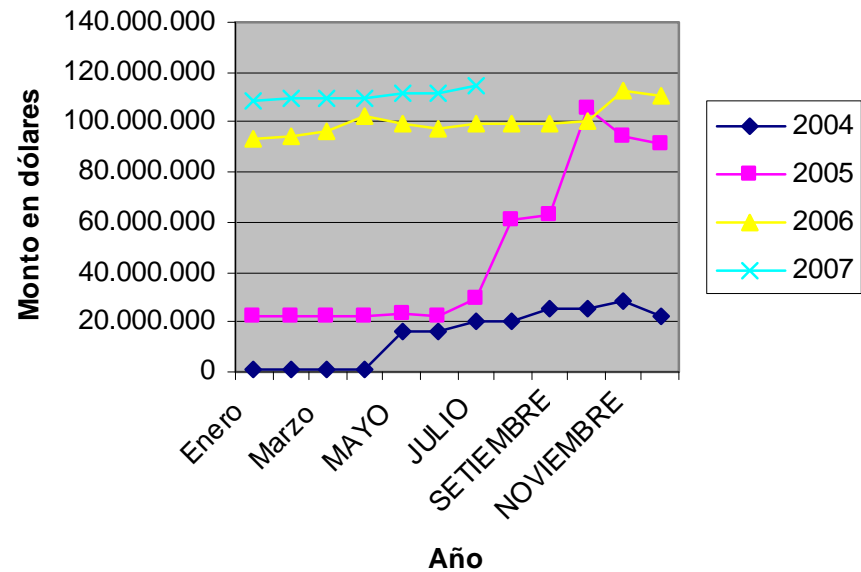
- Aplicación rigurosa del principio de Caja Única a las entidades del ámbito y en el manejo de transferencias.
 - Administrando saldos por US \$ 117 mm y CR¢140.000 mm.
- Instituciones públicas no financieras y fuera del concepto de Caja Única invierten en valores mediante operaciones directas -*over the counter* – o.t.c.- en atención a disposiciones especiales vigentes
- Instituciones públicas financieras prioritariamente colocarán sus recursos en mercado primario.

Aplicación caja única

Caja Unica Saldos Mensuales en ¢



Caja Unica Saldos Mensuales en \$



Ahorro estimado 2006: ¢ 24,000 millones

Estrategia de emisión local a mercado

Fundamentos para el Emisor

- Mejora en el Perfil de Vencimientos.
- Programación de Flujo de Efectivo.
- Disminución del riesgo del endeudamiento público.
- Montos y vencimientos de las emisiones acordes con el flujo de efectivo del Tesoro:
 - -marzo y septiembre-
- Fortalecimiento del Mercado de Valores.
- Disminución de las primas por liquidez.

Estrategia de emisión local Mediano y Largo Plazo

Generalidades

- Títulos de tasa fija con plazos de 1 (0-cupón), 3 - 5 y 7 años.
- Disponibilidad de plazos desde 1 a 7 años.
- Títulos TUDES para plazos más largos (10 y 15 años)

Tasa Fija emisión local Mediano y Largo Plazo

Año	Instrumento											
	TP 3 Años			TP 5 Años			TP 7 Años					
2005	3	1	2	0	2	4	7	1	3	5		
2006	2	3	1	5	1	3	6	0	2	4		
2007	1	2	3	4	0	2	5	7	1	3		
2008	3	1	2	3	5	1	4	0	2	4		
2009	2	3	1	2	4	0	3	5	7	1		
2010	1	2	3	1	3	5	2	4	6	0		
2011	3	1	2	0	2	4	1	3	5	7		
2012	2	3	1	5	1	3	0	2	4	6		
2013	1	2	3	4	0	2	7	1	3	5		
2014	3	1	2	3	5	1	6	0	2	4		
2015	2	3	1	2	4	0	5	7	1	3		
2016	1	2	3	1	3	5	4	6	0	2		
2017	3	1	2	0	2	4	3	5	7	1		
2018	2	3	1	5	1	3	2	4	6	0		
2019	1	2	3	4	0	2	1	3	5	7		
2020	3	1	2	3	5	1	0	2	4	6		
2021	2	3	1	2	4	0	7	1	3	5		
2022	1	2	3	1	3	5	6	0	2	4		
2023	3	1	2	0	2	4	5	7	1	3		
2024	2	3	1	5	1	3	4	6	0	2		

Estrategia de emisión local Mediano y Largo Plazo Colocación de deuda ligada a inflación (TUDES)

Beneficios para el Gobierno

Bajo el actual contexto económico de bajas tasas de interés y un nivel de inflación estable, una nueva emisión de TUDES permitiría diversificar el riesgo del portafolio de títulos del Gobierno Central.

Este instrumento puede resultar ser menos costoso que la deuda nominal

Una emisión de TUDES le daría mayor credibilidad a la política monetaria del Gobierno y su compromiso de bajas tasas de inflación.

Pueden presentar una importante demanda de parte de los inversionistas, especialmente los Fondos de Pensiones

Emisión local Mediano y Largo Plazo Colocación de deuda ligada a inflación TUDES

Beneficios para el Inversionista

- Resultan una alternativa atractiva especialmente para aquellos que buscan una cobertura sobre la inflación
- Garantizan un rendimiento real positivo en el largo plazo.
- Son instrumentos que contribuyen en la diversificación de portafolios
- Aptos para inversionistas institucionales de largo plazo como los Fondos de Pensiones, cuyo objetivo es garantizarse un rendimiento en el largo plazo y en teoría, tienden a ser tenedores de los títulos al vencimiento.
- Se espera consolidar a mediano plazo una curva de rendimiento real

Resultados Generales

- Se han consolidado mecanismos de endeudamiento más baratos y menos riesgosos mediante el uso de la Caja Única y operaciones O.T.C. con instituciones públicas.
- Instaurar fechas focales de marzo y septiembre para instrumentos con cupones.
- Reducción de riesgos mediante el incremento de duraciones en el portafolio.
- Utilización de instrumentos de renta fija para el financiamiento público de forma sistemática.

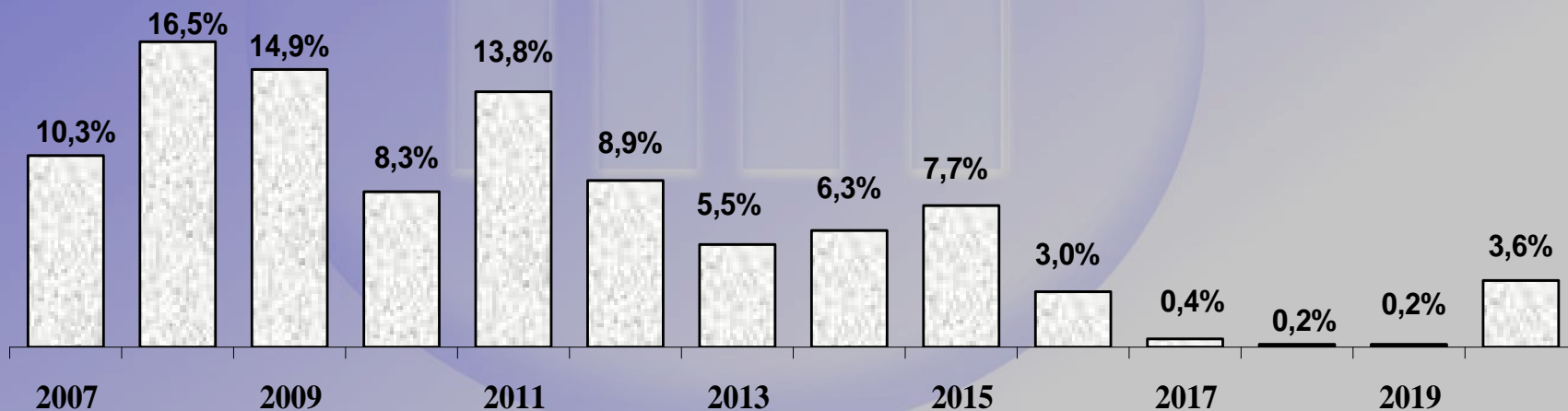
Resultados Generales

- ✓ Apetito en la compra por valores de mediano plazo.
- ✓ Implementación de mecanismos auxiliares de colocación como la ventanilla electrónica con excelentes resultados.
- ✓ Pagarés para instituciones públicas en plazos menores a 30 días.
- ✓ Las captaciones realizadas se han concentrado en alcanzar la extensión del perfil de vencimientos (Mediano y Largo Plazo).
- ✓ Concentración de estrategia en moneda local.
- ✓ Las asignaciones en subasta se han ajustado a los modelos de curva de rendimientos basados en mercado secundario. Razón de Costo muy cercana a 1 en todos los casos.
- ✓ Consolidación de estrategia de colocación con instrumentos indexados y a tasa fija a 3, 5 y 7 años.
- ✓ Transparencia en necesidad de captación al comunicar topes máximos.

Estructura de Vencimientos

Estructura de Vencimientos Anuales (Amortización) de la Deuda Pública del Gobierno Central.

Datos al 30 de junio del 2007. Datos porcentuales.



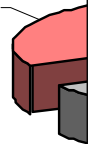
Indicadores de la Deuda Pública del Gobierno Central

Deuda del Gobierno Central			
	Dic-05	Dic-06	Jun-07
Deuda Pública / PIB	37,8%	33,8%	27,90%
Deuda Interna / PIB	25,3%	23,2%	19,00%
Deuda Externa / PIB	12,4%	10,6%	8,90%
Servicio de la Deuda Pública / PIB	4,2%	3,8%	2,2% ³
Duración Deuda Interna ¹	2.30 años	2.42 años	2.76 años
Duración Deuda Externa ²	4.92 años	4.28 años	4.18 años
<p>¹ Datos de duración a marzo 2007</p> <p>² Sólo toma en cuenta los Eurobonos</p> <p>³ Estimado a Diciembre 2007.</p>			

Perfil de Vencimientos

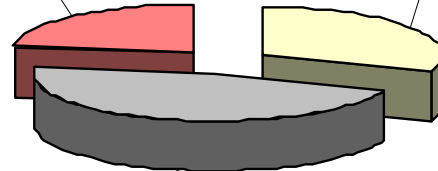
DEUDA INTERNA DEL GOBIERNO CENTRAL DE
COSTA RICA. ESTRUCTURA DEL SALDO POR
PLAZO DE VENCIMIENTO.
DICIEMBRE 2005

Deuda > 5
años
32,2%



DEUDA INTERNA DEL GOBIERNO CENTRAL DE
COSTA RICA. ESTRUCTURA DEL SALDO POR
PLAZO DE VENCIMIENTO.
DICIEMBRE 2006

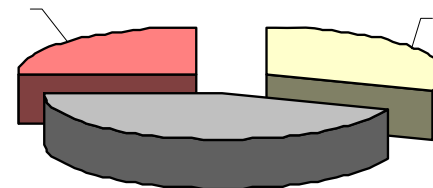
Deuda > 5
años
23,2%



Deuda > 1
y < 5 años
46,3%

DEUDA INTERNA DEL GOBIERNO CENTRAL DE
COSTA RICA. ESTRUCTURA DEL SALDO POR
PLAZO DE VENCIMIENTO.
JUNIO 2007

Deuda > 5
años
25,6%



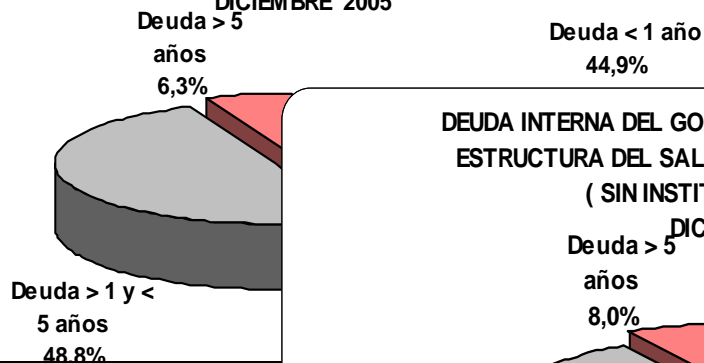
Deuda < 1
año
30,8%

Deuda > 1
y < 5 años
43,6%

Perfil de Vencimientos sin Instituciones Públicas.

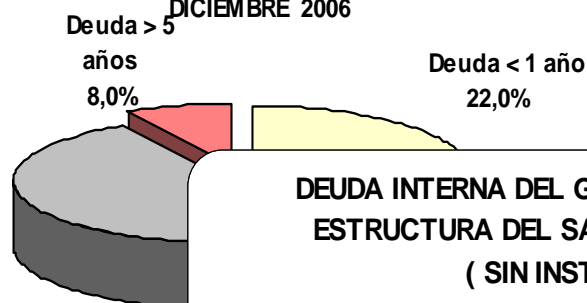
DEUDA INTERNA DEL GOBIERNO CENTRAL DE COSTA RICA.
ESTRUCTURA DEL SALDO POR PLAZO DE VENCIMIENTO
(SIN INSTITUCIONES PÚBLICAS).

DICIEMBRE 2005



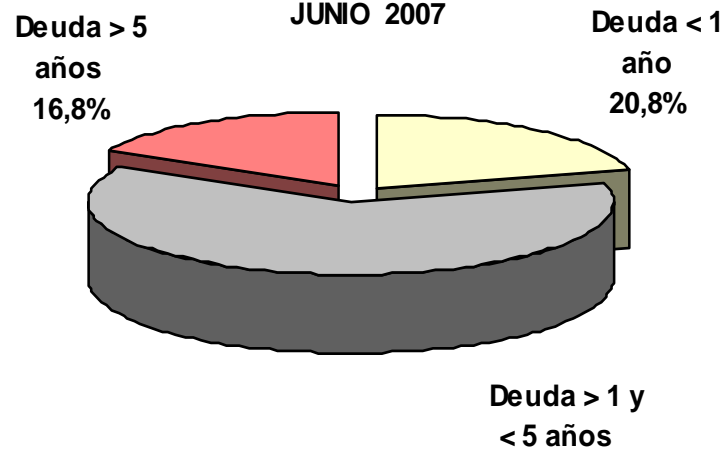
DEUDA INTERNA DEL GOBIERNO CENTRAL DE COSTA RICA.
ESTRUCTURA DEL SALDO POR PLAZO DE VENCIMIENTO
(SIN INSTITUCIONES PÚBLICAS).

DICIEMBRE 2006



DEUDA INTERNA DEL GOBIERNO CENTRAL DE COSTA RICA.
ESTRUCTURA DEL SALDO POR PLAZO DE VENCIMIENTO
(SIN INSTITUCIONES PÚBLICAS).

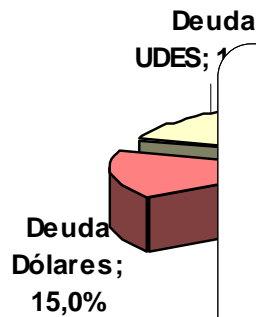
JUNIO 2007



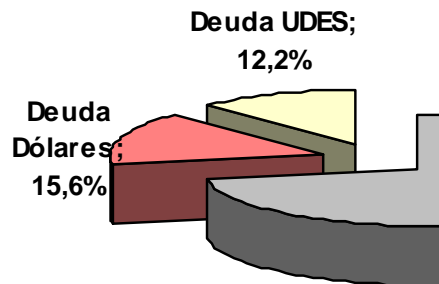
62,4%

Deuda Interna según moneda

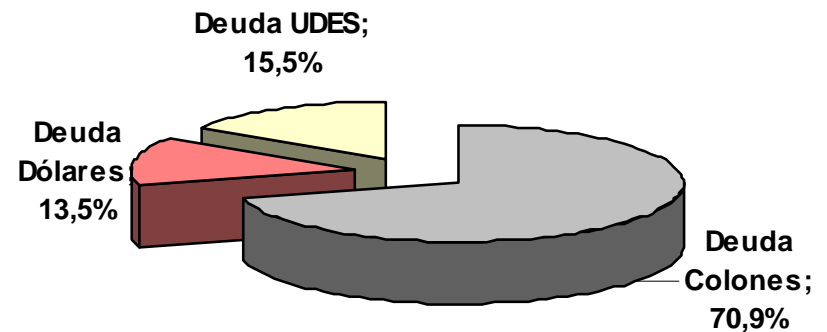
DEUDA INTERNA DEL GOBIERNO CENTRAL DE COSTA RICA. ESTRUCTURA DEL SALDO POR MONEDA. DICIEMBRE 2005.



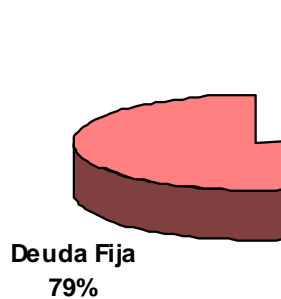
DEUDA INTERNA DEL GOBIERNO CENTRAL DE COSTA RICA. ESTRUCTURA DEL SALDO POR MONEDA. DICIEMBRE



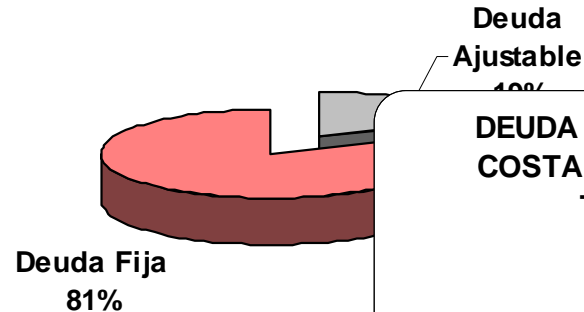
DEUDA INTERNA DEL GOBIERNO CENTRAL DE COSTA RICA. ESTRUCTURA DEL SALDO POR MONEDA. JUNIO 2007.



DEUDA INTERNA DEL GOBIERNO CENTRAL DE COSTA RICA. ESTRUCTURA DEL SALDO POR TASA DE INTERÉS. DICIEMBRE 2005.

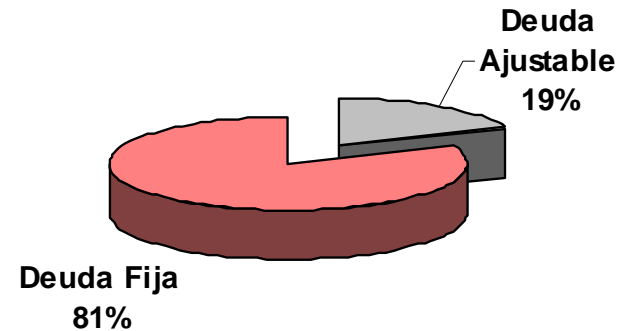


DEUDA INTERNA DEL GOBIERNO CENTRAL DE COSTA RICA. ESTRUCTURA DEL SALDO POR TASA DE INTERÉS. DICIEMBRE 2006.

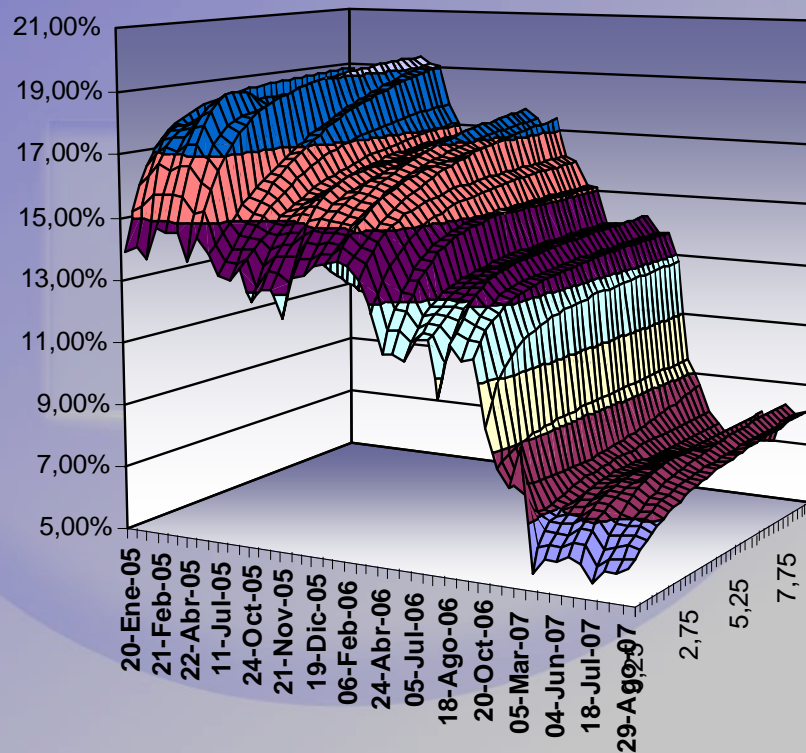


Deuda Interna según tasa de interés

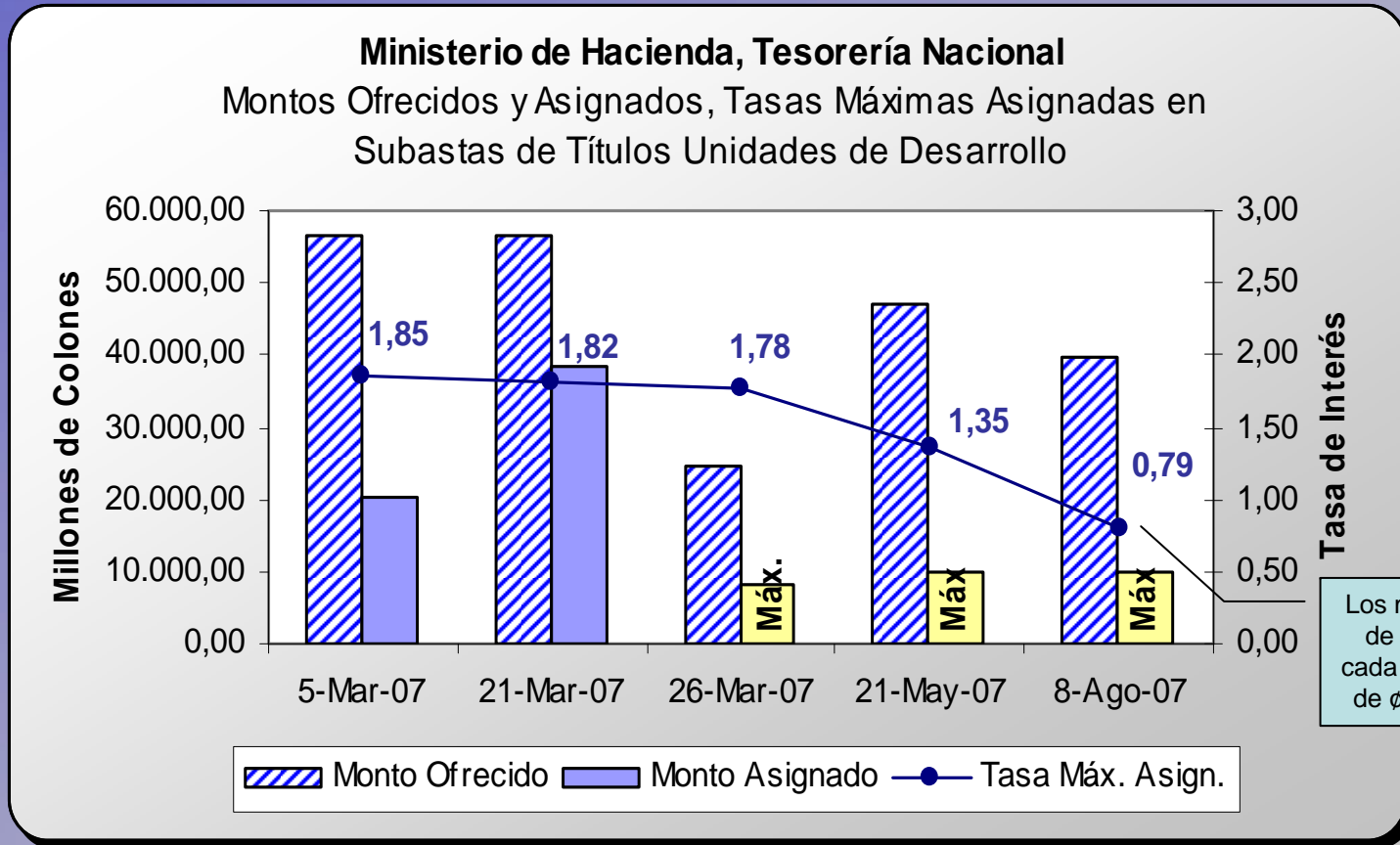
DEUDA INTERNA DEL GOBIERNO CENTRAL DE COSTA RICA. ESTRUCTURA DEL SALDO POR TASA DE INTERÉS. JUNIO 2007.



Evolución de la curva de rendimiento a plazo



2.2 Subastas



Fecha Subasta	5-Mar-07	21-Mar-07	26-Mar-07	21-May-07	8-Ago-07
Razón de Costo	1,03	1,04	1,02	1,01	0,99

A manera de resumen

- Los extraordinarios resultados fiscales han llevado a un menor requerimiento de captaciones.
- Las captaciones realizadas se han concentrado en alcanzar la extensión del perfil de vencimientos (Mediano y Largo Plazo).
- Concentración de estrategia en moneda local.
- Las asignaciones en subasta se han ajustado a los modelos de curva de rendimientos basados en mercado secundario. Razón de Costo muy cercana a 1 en todos los casos.

A manera de resumen

- Consolidación de estrategia de colocación con instrumentos indexados y a tasa fija a 3, 5 y 7 años.
- Transparencia en necesidad de captación al comunicar topes máximos.
- Bid to cover superior a 2 en la mayoría de subastas.

Futuras acciones

1. Creadores de Mercado

Objetivos

- Promover la consolidación del mercado primario por medio de una fuente estable y confiable de demanda para valores.
- Proporcionar liquidez en el mercado secundario.
- Construir canales de distribución (actuación como intermediarios).
- Proporcionar información de mercado, incluyendo precios, volúmenes, y márgenes (“spreads” entre bids y offers).
- Favorecer la extensión en el plazo de la deuda pública.

Futuras acciones

- **Creadores de Mercado**

Beneficios para el Gobierno:

- Tener mayor liquidez en los plazos medios de la curva de rendimientos.
- Mejorar formación de precios en el tramo medio y largo de la curva.
- Posturas permanentes por un monto y spread bid-ask determinado.
- Incorporación al esquema de los participantes con mejor desempeño y desplazamiento de los menos calificados.
- Apoya a la estrategia de colocación y proyectos de reestructuración de la deuda y plataforma para lanzamiento de nuevos instrumentos.

Futuras acciones

- **Creadores de Mercado**

Obligaciones del Creador de Mercado:

- Participar activamente en el mercado primario a través de la subasta competitiva.
- Adquirir la proporción definida por el emisor, de las emisiones para los que figuran como creadores de mercado. (distribución en partes iguales para cada CM)
- Participar activamente en el mercado secundario de valores estableciendo ofertas en firme de compra y venta durante toda la sesión bursátil.
- Participación activa en las operaciones planteadas para reestructuración de la deuda o fortalecimiento de la estrategia de colocación.
- Cumplir con las disposiciones de la BNV para creadores de mercado.

Futuras acciones

- **Creadores de Mercado**
- **Implementación**
 - El programa daría inicio con los creadores de mercado actualmente inscritos en la Bolsa Nacional de Valores y se mantendrá una revisión de los resultados y desempeño de estos en el mercado primario y secundario, permitiendo la inclusión de nuevos participantes en sustitución de los que muestran menor desempeño.
- **Normativa que regulará el esquema:**
 - Decreto ejecutivo que autoriza a la Tesorería Nacional a utilizar creadores de mercado en las colocaciones de mercado primario.
 - Políticas para la Operación del Esquema de Creadores de Mercado en el Gobierno Central.
 - Cambios en el Reglamento de Creadores de Mercado de la Bolsa Nacional de Valores.
 - Otra normativa: “Normas, condiciones e instrucciones que se deben acatar en los procesos de colocación de emisiones y participaciones de fondos de inversión cerrados en el mercado primario”. SUGEVAL

Futuras acciones

2. Canje Tasa Básica (2008).

- Continuación de los canjes de títulos Tasa Básica .
- Se presentará un calendario trimestral con el fin de continuar con la reestructuración.

3. Canje de Deuda (2008).

- Canje o cambio de las series menos líquidas por series más líquidas.
- Canjes o cambios de series existentes en el mercado que han sido Benchmark y próximas a vencer por las nuevas series emitidas durante el periodo.

Futuras acciones

3. Proyecto de Ley de Gestión de Deuda

- Objetivo: Regular facultades de la administración de la deuda del Gobierno en condiciones en que los mercados financieros son cada vez más integrados y se requiere la introducción de mecanismos y esquemas sofisticados para la adecuada gestión de la deuda.
- Situación actual: análisis de experiencias de otros países: México, Perú, etc
- Se espera tener preparado para el primer semestre del 2008

A manera de conclusión

- **Conscientes de nuestra importancia para el desarrollo del mercado de valores y nuestra responsabilidad en lograr un financiamiento del déficit en las mejores condiciones, estamos comprometidos con una mejora en la gestión de la deuda pública. Lo alcanzado hasta ahora nos resulta satisfactorio, pero no podemos negar que tenemos importantes retos a futuro, para enfrentarlos adecuadamente estamos fortaleciendo capacidades institucionales, mejorando la coordinación con otras instituciones y fortalecimiento el intercambio con el mercado y los entes reguladores.**
- **En nuestro esfuerzo de una mayor transparencia estaremos rindiendo cuentas semestralmente al medio financiero y al país a través de los diferentes medios de comunicación colectiva**

Preguntas y comentarios