

# Gestión y riesgos de la deuda pública de Costa Rica



facebook.com/  
AcademiadeCentroamerica



**academia**  
DE CENTROAMERICA

## Resumen

El informe analiza la evolución, estructura y gestión de la deuda del Gobierno Central, sector donde se focaliza el endeudamiento público costarricense. En ausencia de reformas fiscales integrales para resolver los problemas estructurales, el Gobierno de Costa Rica ha acudido al endeudamiento para financiar el déficit. La gestión de la deuda y el manejo de los riesgos asociados se han convertido en una labor estratégica por parte de las autoridades, buscando satisfacer las necesidades de financiamiento del Gobierno al menor costo posible y con niveles de riesgo prudentes. Sin embargo, los espacios para seguir administrando la deuda con las estrategias seguidas a la fecha se están agotando. En consecuencia, más que financiar el déficit, urge llevar a cabo reformas estructurales para reducirlo.

Analistas económicos Miguel Loría  
Josué Martínez

Comité editorial Rocío Aguilar  
Edna Camacho  
Víctor Hugo Céspedes  
Alberto Dent  
Eduardo Lizano  
Ronulfo Jiménez

Diagramación Luis Fernando Quirós

## Contenido

|  |    |
|--|----|
| 1. Presentación.....   | 3  |
| 2. Marco conceptual para el análisis .....                       | 3  |
| 2.1 La deuda pública.....  | 3  |
| 2.2 La estructura de la deuda pública .....                      | 4  |
| 2.2.1 Deuda interna y deuda externa .....                        | 4  |
| 2.2.2 Deuda de largo plazo<br>y de corto plazo.....              | 5  |
| 2.2.3 Tipo de interés fijo y variable .....                      | 5  |
| 2.2.4 Deuda indizada .....                                       | 5  |
| 2.3 Riesgos que enfrenta el manejo<br>de la deuda pública.....   | 5  |
| 2.4 Directrices para la gestión<br>de la deuda pública.....      | 8  |
| 3. Evolución y perfil de la deuda pública<br>costarricense ..... | 8  |
| 4. La deuda del Gobierno Central .....                           | 9  |
| 4.1. Estructura de la deuda por origen .....                     | 10 |
| 4.2 Estructura de la deuda<br>por denominación de la moneda..... | 12 |
| 4.3 Estructura de la deuda por tipo<br>de instrumento .....      | 12 |
| 4.4 Estructura de la deuda por plazo<br>de vencimiento .....     | 13 |
| 4.5 Estructura de la deuda por tenedor.....                      | 13 |
| 5. La deuda del Gobierno Central y su costo....                  | 14 |
| 6. Gestión de riesgos de la deuda: 2004-2016.                    | 15 |
| 6.1 Riesgo de refinanciamiento.....                              | 15 |
| 6.2 Riesgo de tasa de interés .....                              | 16 |
| 6.3 Riesgo cambiario.....  | 16 |
| 6.4 Riesgo de inflación.....                                     | 17 |
| 7. Evaluación general y algunos aspectos<br>particulares .....   | 17 |
| 8. Gestión de la deuda y riesgos<br>en la actual coyuntura.....  | 18 |
| 9. Perspectivas de corto plazo .....                             | 20 |
| 10. Resumen y comentarios finales.....                           | 22 |
| REFERENCIAS .....  | 23 |

## 1. PRESENTACIÓN

A finales de 1994, México enfrentó una crisis de pago de la deuda pública. En esta oportunidad el nivel de la deuda del país con respecto al Producto Interno Bruto (PIB) era inferior a 30 por ciento, comparado con 80 por ciento durante la década de los ochenta. El problema crítico tras el estallido de la *crisis del tequila* era si el gobierno mexicano podría cumplir a cabalidad con el pago de la deuda, ya que el 30 por ciento de los bonos en circulación vencía en un plazo menor a 90 días. Este episodio puso en evidencia que el problema de la deuda no era solo el nivel de la deuda, sino también su estructura y manejo, situación que ya se había visto en países como España, Grecia y Portugal durante el proceso de la integración económica europea.

El objetivo del presente estudio es analizar la evolución, estructura y gestión de la deuda pública costarricense, particularmente del Gobierno Central. En específico, analizar la gestión y estrategia del endeudamiento público seguida hasta el momento, el margen de acción con que se cuenta para

gestionar la deuda en los próximos años y los riesgos asociados con ese manejo. El estudio inicia con un marco conceptual para que el lector se familiarice con una serie de conceptos relevantes que serán utilizados a lo largo del documento. Posteriormente, se analizan las tendencias y estructura de la deuda del Gobierno Central, por ser en este sector donde se focaliza el endeudamiento público costarricense. Se examina el perfil de la deuda desde varias perspectivas, tales como origen, tipo de moneda, tipo de instrumentos y plazos de colocación. Siguiendo el marco conceptual propuesto, las siguientes secciones analizan la relación entre la deuda y las tasas de interés, así como la gestión de la deuda y sus resultados durante el período 2004-2016. La perspectiva histórica se complementa con una evaluación sobre la situación actual y perspectivas de corto plazo de la deuda, tratando de identificar tendencias que podrían estar limitando los grados de libertad para el manejo de la deuda y sus riesgos hacia futuro. El estudio concluye con un resumen y algunas reflexiones finales.

## 2. MARCO CONCEPTUAL PARA EL ANÁLISIS

### 2.1 La deuda pública

Por deuda pública o deuda soberana se entiende el conjunto de deudas que mantiene un Estado frente a los particulares u otros países. Constituye una forma de obtener recursos financieros por el Estado o cualquier poder público mediante emisiones de títulos de valores o bonos. Es un ingreso que ayuda a financiar la actividad del Estado, y

puede utilizarse como un complemento importante de la política económica con fines de estabilidad, para reducir la inflación y/o las expectativas de devaluación.

La gestión de la deuda pública consiste en establecer y aplicar una estrategia para administrar la deuda del gobierno con el objeto de conseguir el monto de financiamiento necesario al menor costo

posible en el mediano y largo plazo, en consonancia con un nivel de riesgo prudente. También debe satisfacer cualquier otra meta de la gestión de la deuda pública que se haya propuesto el gobierno, como desarrollar y mantener un mercado eficiente para los títulos del gobierno (Banco Mundial y Fondo Monetario Internacional, 2014). La estrategia de gestión que se adopte depende de la situación particular de cada país en cuanto a su situación macroeconómica, estructura fiscal, características del mercado de capitales, régimen cambiario imperante, entre otros factores.

Tradicionalmente, la preocupación fundamental de la deuda pública se ha centrado en minimizar el costo de su servicio, por lo que su manejo ha respondido a ese objetivo. Sin embargo, con el estallido de las crisis de deuda pública en Europa, Asia y América Latina durante la década de los noventa, se puso de manifiesto que el objetivo de una estrategia de deuda debería ir más allá de minimizar el costo del servicio, para tomar en cuenta otros aspectos tales como los riesgos relacionados con las diferentes opciones de financiamiento; el perfil de madurez de la deuda, buscando un balance para evitar una concentración en los vencimientos; la gama de instrumentos disponibles y su participación en el total de la deuda; la posibilidad de desarrollar instrumentos de largo plazo que faciliten calcular la estructura de la curva de rendimientos, entre otros (Hernández, 2003). En última instancia, la estrategia de manejo más apropiada que adopte un gobierno dependerá de la estructura que adopte la deuda, y de su capacidad para asumir riesgos. Ambos aspectos se discuten seguidamente.

## 2.2 La estructura de la deuda pública

La deuda pública puede estructurarse en función de distintas características o variables. Las más comunes se resumen a continuación:

### 2.2.1 Deuda interna y deuda externa

La **deuda pública interna** es aquella destinada a la captación de fondos, en moneda local o extranjera, procedentes de los mercados monetarios y de capital del país<sup>1</sup>. La estructura de la deuda interna por tipo de moneda dependerá de una serie de condiciones, tales como el contexto macroeconómico del país, el grado de exposición al riesgo cambiario que se quiera asumir, las preferencias de los inversionistas por una u otra moneda, entre otras. De forma usual, pero no exclusiva, la deuda interna se denomina, suscribe y paga dentro del territorio nacional con la moneda oficial o nacional.

La **deuda pública externa** se denomina en alguna divisa externa y su suscripción se realiza en el mercado exterior hacia el que va orientada la emisión, siendo su objetivo la captación de ahorro extranjero para la financiación del déficit. Por lo general, se paga en moneda extranjera.

Independientemente de si la denominación de los títulos es en moneda local o extranjera, la deuda interna está llamada a fomentar el desarrollo y profundización del mercado doméstico de deuda. Sin embargo, una emisión excesiva de deuda interna puede llevar a un *estrujamiento* del sector privado, en el sentido de reducir la oferta de recursos prestables y aumentar el costo del crédito, limitando así el financiamiento de proyectos de inversión. En economías donde las tasas de interés locales sufren distorsiones que elevan artificialmente sus niveles, como altos encajes legales e impuestos locales, la emisión de deuda externa resulta más atractiva. Pero a la vez, una alta acumulación de pasivos en moneda extranjera hace la economía más vulnerable a devaluaciones abruptas (riesgo cambiario), lo cual incrementaría el costo del servicio de la deuda.

<sup>1</sup> Puede darse el caso de que los residentes del país capten deuda pública externa. Una definición adicional al lugar donde se emite la deuda es el lugar donde se dirimen los conflictos relacionados a tal emisión. En el caso de la deuda interna, estos se dirimen en los tribunales correspondientes dentro del país. En el caso de la deuda externa, se resuelven en tribunales especializados fuera de las fronteras.

### 2.2.2 Deuda de largo plazo y de corto plazo

La **deuda pública de corto plazo** es aquella que se emite, por lo general, a un plazo menor o igual a 12 meses. Se conoce también como *deuda flotante* y puede ser usada como instrumento de política monetaria. La **deuda pública de largo plazo** se emite a un periodo superior a 12 meses y suele tener un carácter estructural (*deuda consolidada*). La deuda se puede clasificar también como de **mediano plazo**, que usualmente contempla plazos de vencimiento entre 1 y 5 años. La deuda de mediano y largo plazo requiere una prima al inversionista por dejar de tener liquidez durante cierto número de años. Si el gobierno es capaz de mantener un entorno macroeconómico estable que le permita honrar sus compromisos financieros, entonces este tipo de deuda demandará una menor prima. Por el contrario, si lo que prevalece es un ambiente de incertidumbre alrededor del pago de la deuda –falta de credibilidad–, la prima requerida por riesgo será mayor.

### 2.2.3 Tipo de interés fijo y variable

El **tipo de interés fijo** es una cifra constante predefinida. Tiene la ventaja de que el emisor conoce el monto de los desembolsos que deberá efectuar por concepto de intereses, con lo cual puede planificar los pagos que debe realizar según los compromisos pactados. Como desventaja se puede indicar que el emisor no recibe ningún beneficio si las tasas de interés bajan durante la duración del compromiso, a menos que en el contrato de emisión se incluya una cláusula que permita repagar anticipadamente la deuda antes de su vencimiento. La tasa variable está relacionada con alguna variable de referencia, estableciendo una banda de flotación con respecto al “tipo de interés de mercado”. Las tasas variables por lo general aumentan el costo de la deuda para el emisor cuando la economía es muy volátil, ya que enfrentan mayores niveles de riesgo.

### 2.2.4 Deuda indizada

La deuda puede indizarse a variables como la tasa de inflación, el tipo de cambio o incluso la tasa de crecimiento o el valor absoluto del PIB. En este último caso los pagos por servicio de la deuda se ajustan a la capacidad de pago de la Tesorería Nacional, ya que si la economía crece, aumenta la recaudación y viceversa. Este esquema fue utilizado en la renegociación de la deuda pública argentina en 2005, como un incentivo para que los tenedores aceptaran entrar en un canje de deuda (Dumrauf, 2015). La intención de utilizar deuda indizada es enviar señales al mercado de que el gobierno tiene un compromiso serio de política económica, al punto que está dispuesto a asumir el riesgo de que la variable subyacente varíe en forma abrupta. Por otra parte, los instrumentos indizados conllevan un costo al reducir su flexibilidad a la hora de enfrentar choques internos o externos, ya que la posibilidad de *licuar*<sup>2</sup> la deuda con alta inflación se reduce considerablemente.

## 2.3 Riesgos que enfrenta el manejo de la deuda pública

En el diseño de la estrategia para el manejo de la deuda pública los administradores en países emergentes y en desarrollo, principalmente, deben enfrentar diferentes tipos de riesgos dadas las restricciones que enfrentan en los mercados locales e internacionales. Ello implica tomar decisiones sobre costos y beneficios con respecto a las diferentes estrategias de gestión y fondeo.

La exposición al riesgo de un portafolio de deuda pública está determinada por la composición del mismo, incluido el porcentaje de la deuda a corto y largo plazo, la deuda con tasa de interés variable en relación con la de tasa de interés fija y la deuda denominada en moneda

2 El término *licuar* la deuda surgió con la hiperinflación argentina en los noventa: cuando hay hiperinflación el valor nominal del dinero sigue siendo igual mientras el valor real baja mucho y, así, las deudas pueden pagarse de manera más fácil.

extranjera y moneda nacional (Banco Mundial y Fondo Monetario Internacional, 2014). Los principales riesgos que enfrentan los portafolios de deuda pública están relacionados con el riesgo de mercado, que comprende el riesgo de las tasas de interés y el riesgo cambiario. Otros son el riesgo de refinanciación, el riesgo de liquidez, el riesgo crediticio y el riesgo operativo. En el Recuadro 1 se amplía cada uno de estos conceptos. El gobierno de un país deberá también vigilar y examinar posibles exposiciones al riesgo que puede dar lugar el otorgamiento de garantías para la deuda de gobiernos locales y de empresas de propiedad estatal y, en la medida de lo posible, estar al tanto de la posición financiera global de los prestatarios del sector privado.

Los riesgos inherentes a la estructura de la deuda pública deben ser objeto de un cuidadoso seguimiento y evaluación. Estos riesgos deben mitigarse en la medida de lo posible, modificando la estructura de la deuda y teniendo en cuenta el costo que ello conlleva, por medio de una serie de políticas e instrumentos. Las ventajas e inconvenientes de las diferentes estrategias de gestión de la deuda se pueden evaluar calculando el costo financiero esperado y su volatilidad bajo una amplia gama de escenarios económicos y financieros. Algunas de las dificultades que enfrenta la gestión de la deuda se resumen a continuación<sup>3</sup>:

- **Una mayor fragilidad de la situación financiera del gobierno provocada por el aumento del riesgo, aunque se reduzcan los costos y el déficit en el corto plazo.** Los gestores de la deuda deben abstenerse de exponer su cartera a pérdidas cuantiosas o catastróficas, por poco probables que parezcan, para tratar de capturar ahorros en los costos que se juzguen relativamente “poco riesgosos”.
- **Estructura de los plazos de vencimiento.** Los gobiernos regularmente enfrentan un dilema intertemporal entre los costos a corto y a largo plazo que debe ser objeto de una gestión prudente.

3 Esta sección se base en Banco Mundial y Fondo Monetario Internacional, 2014.

Una dependencia excesiva de la deuda de corto plazo a tasa flotante para aprovechar tasas de interés a corto plazo más bajas puede hacer al gobierno más vulnerable a costos de servicio de la deuda volátiles y posiblemente crecientes si las tasas aumentan, e incluso a un riesgo de incumplimiento si el gobierno no puede refinanciar sus deudas sea cual fuere el costo.

- **Excesiva exposición cambiaria sin cobertura.** Esta situación puede darse en diversas formas, pero la predominante consiste en la emisión excesiva y descubierta de deuda denominada en moneda extranjera o indizada a una divisa extranjera. Esa práctica puede hacer al gobierno vulnerable a costos del servicio de la deuda volátiles y posiblemente crecientes si su moneda se deprecia y al riesgo de incumplimiento si no puede refinanciar sus deudas.
- **Deuda pública garantizada con acciones de empresas de propiedad estatal u otros activos.** Además de subestimar el costo subyacente de los intereses, estos instrumentos pueden distorsionar las decisiones referentes a la gestión del activo. La información sobre el perfil de la deuda de las empresas de propiedad estatal con garantías expresas o implícitas del gobierno central puede ser insuficiente.
- **Deuda garantizada con fuentes específicas de ingresos tributarios futuros.** Comprometer fuentes de ingresos fiscales futuros para cubrir pagos específicos de deudas puede reducir los incentivos del gobierno para llevar a cabo reformas que afecten dichos ingresos y que podrían mejorar el sistema tributario.
- **Creación de un mercado cautivo para títulos del gobierno.** En algunos países, el plan de jubilaciones del gobierno tiene la obligación de adquirir valores públicos. En otros casos, los bancos deben usar cierto porcentaje de sus depósitos bancarios para adquirir instrumentos de deuda pública. Aun cuando algunas modalidades de reservas obligatorias (encaje mínimo legal) pueden ser instrumentos útiles para la gestión prudente de la liquidez de los bancos, estos requerimientos pueden distorsionar los costos del servicio de la deuda y el desarrollo del mercado financiero.



## Recuadro 1

### Riesgos en la gestión de la deuda pública

**Riesgo de mercado.** Es el riesgo vinculado con el aumento del costo de la deuda debido a cambios en las variables del mercado, como son las tasas de interés y las tasas de cambio. Los tipos de riesgo de mercado más comunes son el riesgo de las tasas de interés y el riesgo cambiario.

**Riesgo de las tasas de interés.** Es el riesgo vinculado con el aumento del costo de la deuda debido a variaciones de las tasas de interés. Ya sea que se trate de deuda en moneda nacional o en moneda extranjera, la variación de las tasas de interés afecta al costo del servicio de la deuda de las nuevas emisiones cuando se refinancian deudas con tasas fijas, y de las deudas nuevas y existentes con tasas variables en las fechas de modificación de la tasa. Por lo tanto, la deuda a corto plazo o con tasa de interés variable se considera generalmente más riesgosa que la deuda a largo plazo con tasa de interés fija. Los indicadores usuales del riesgo de tasas de interés incluyen la duración, el tiempo medio hasta volver a fijar la tasa de interés, y el porcentaje de la deuda con tasa de interés variable en relación con el total de la deuda.

**Riesgo cambiario.** Es el riesgo vinculado con el aumento del costo de la deuda debido a variaciones de los tipos de cambio. La deuda denominada en, o indexada a, divisas añade volatilidad a los costos de su servicio calculados en moneda nacional debido a las fluctuaciones cambiarias. Los indicadores del riesgo cambiario incluyen el porcentaje de la deuda en moneda nacional con respecto al total de la deuda, y la relación entre la deuda externa a corto plazo y las reservas internacionales.

**Riesgo de refinanciación.** Es el riesgo a que la deuda deba refinanciarse a un costo inusualmente alto o, en casos extremos, no se pueda refinanciar. En la medida en que el riesgo de refinanciación se limite a la posibilidad de que la deuda se refinance a tasas de interés más altas, incluida la variación de los diferenciales crediticios, este puede considerarse como un tipo de riesgo de tasas de interés. A menudo este riesgo se considera por separado debido a que la incapacidad de refinanciar deuda por vencer o el aumento excepcional de los costos de financiamiento del gobierno, o ambas cosas, pueden causar o exacerbar una crisis de la deuda. Entre los indicadores pertinentes cabe señalar el tiempo medio hasta el vencimiento, el porcentaje de deuda pendiente de repago en 12, 24 y 36 meses, y el perfil de vencimientos.

**Riesgo de liquidez.** Este riesgo se refiere a una situación en que el volumen de activos líquidos se reduce rápidamente como resultado de obligaciones imprevistas de flujo de caja, o de posibles dificultades para obtener efectivo mediante endeudamiento en un breve período de tiempo, o ambas cosas.

**Riesgo crediticio.** Es el riesgo de incumplimiento con respecto a préstamos u otros activos financieros por parte de los prestatarios, o de incumplimiento de contratos financieros por una contraparte. Este riesgo es particularmente importante en los casos en que la gestión de la deuda comprende la gestión de activos líquidos.

**Riesgo de liquidación.** Es el riesgo que una contraparte no entregue un valor conforme a lo convenido en un contrato, una vez que el país (otra contraparte) ha efectuado el pago de conformidad.

**Riesgo operativo.** Este riesgo se refiere a una gama de diferentes tipos de riesgo, incluidos los errores de transacción en las diversas etapas de la ejecución y el registro de las transacciones, debilidades o fallas en los controles internos o en los sistemas y servicios; el riesgo de reputación, el riesgo jurídico, brecha en la seguridad, o desastres naturales que afecten la capacidad del gestor de la deuda de llevar a cabo las actividades necesarias para cumplir los objetivos de gestión de la misma.

Fuente: Banco Mundial y Fondo Monetario Internacional (2014).

## 2.4 Directrices para la gestión de la deuda pública

Desde el año 2001, el Banco Mundial y el Fondo Monetario Internacional han venido desarrollando y revisando periódicamente una serie de directrices que apoyen a los gobiernos en una mejor gestión de su deuda. (The World Bank, International Monetary Fund, 2001). El objetivo general se ha mantenido desde entonces: obtener el fondeo necesario al menor costo posible, dentro de un nivel determinado de tolerancia al riesgo. Revisiones recientes han hecho explícita la dimensión temporal, recomendando la deuda de mediano a largo plazo, en consonancia con un nivel de riesgo prudente. Se plantea entonces una disyuntiva entre el costo de la deuda y los riesgos asociados a su

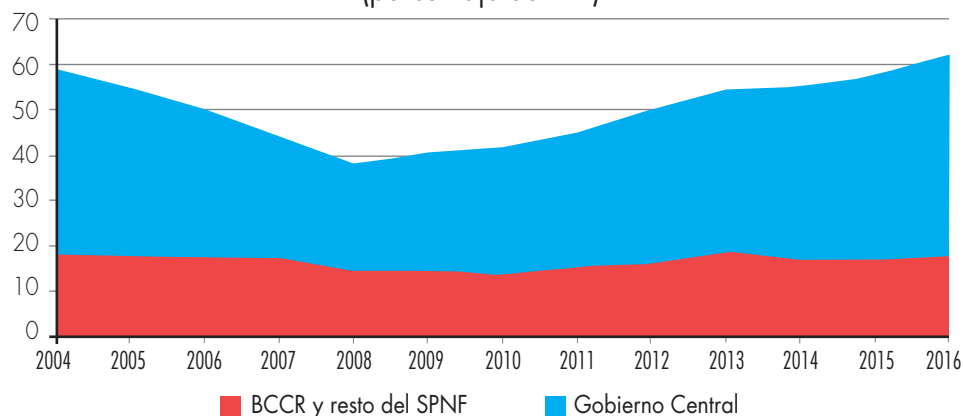
gestión, que debe ser evaluada por cada gobierno de acuerdo con sus condiciones particulares. En ese sentido, las directrices no plantean indicadores o rangos de variación de los mismos, considerando que un nivel de riesgo *prudente* o *aceptable* es algo que debe definir cada gobierno (Banco Mundial y Fondo Monetario Internacional, 2014). Portafolios de deuda mal estructurados en términos de vencimientos, monedas o tasas de interés han sido factores importantes que han inducido o propagado crisis económicas en muchos países a lo largo de la historia. Por ello, los **gestores de deuda deberán evaluar cuidadosamente los riesgos asociados a la deuda en moneda extranjera, de corto plazo y con tasas de interés variable**. Los riesgos se mitigarán en la medida de lo posible tomando en cuenta el costo que ello represente.

## 3. EVOLUCIÓN Y PERFIL DE LA DEUDA PÚBLICA COSTARRICENSE

La deuda pública costarricense se compone de las obligaciones que contraen, tanto a nivel nacional como internacional, el Gobierno Central, el Banco Central de Costa Rica (BCCR) y el resto del Sector Público No Financiero (SPNF). Desde el año 2009, el nivel de deuda ha crecido de forma sostenida hasta representar el 63 por ciento del PIB en el 2016. Este nivel de endeudamiento es superior al llamado límite natural de la deuda (LND) del sector público que las autoridades estiman en 60 por ciento del PIB (Dirección de Crédito Público, 2017).

En el Gráfico 1 se observa la evolución de la deuda pública de Costa Rica como porcentaje del PIB para el periodo 2004-2016. Durante el quinquenio 2004-2008 la razón deuda/PIB decreció 21 puntos porcentuales alcanzando el 38 por ciento en 2008. En términos reales, el saldo de la deuda pasó de 9,7 billones de colones en 2004 a 7,9 billones de colones en 2008. Posteriormente, la razón deuda/PIB creció en forma sostenida, acumulando un saldo de 17 billones de colones en el 2016 (en términos reales), más del doble

**Gráfico 1.** Evolución de la deuda pública 2004-2016 (porcentaje del PIB)



Fuente: elaboración propia con cifras del Ministerio de Hacienda y el BCCR.



que el registrado en el 2008. En ausencia de una reforma fiscal integral y sustancial, en esencia aumentar ingresos y contener gastos, se estima que la razón deuda/PIB llegaría a 66 por ciento para el 2017 y 88 por ciento en el 2022 (Dirección de Crédito Público, 2017).

La tendencia de la deuda pública se explica, principalmente, por el endeudamiento del Gobierno Central, el cual incluye el Poder Ejecutivo, la Asamblea Legislativa, la Contraloría General de la República, la Defensoría de los Habitantes, el Poder Judicial y el Tribunal Supremo de Elecciones. En promedio, dos de cada tres colones que adeuda el Sector Público corresponden al Gobierno Central, convirtiéndolo en el principal deudor. Sus pasivos representaron más del 70 por ciento de la deuda pública total en los últimos dos años y un 45 por ciento con respecto al PIB en 2016 (más de 10 billones de colones, en términos reales). Esta razón deuda/PIB es cada vez más cercana al LND que se estima para la deuda del Gobierno Central, en 50 por ciento del PIB (Dirección de Crédito Público, 2017).<sup>4</sup>

#### 4. LA DEUDA DEL GOBIERNO CENTRAL

Las finanzas del Gobierno Central se han deteriorado debido al desbalance entre sus ingresos y gastos, el cual se ha financiado con endeudamiento. Antes del 2009, el dinamismo de la actividad económica se tradujo en aumentos importantes en los ingresos recaudados por la vía tributaria (ver Gráfico 2). Ello permitió que el balance primario (diferencia entre ingresos y gastos excluido el pago de intereses de la deuda) fuera positivo en los años 2007 y 2008, cuando la economía crecía a tasas superiores al 7 por ciento anual en términos reales. Consecuentemente, la razón deuda/PIB mantuvo una tendencia decreciente hasta alcanzar su mínimo nivel de 24 por ciento en 2008.

4 La Academia de Centroamérica estimó el LND para la deuda del Gobierno Central como porcentaje del PIB en 47,6 por ciento con cifras del periodo 1987-2014. Para más detalles ver [Costa Rica: la sostenibilidad fiscal de una economía endeudada. Serie Visión Costa Rica. PV-03-15. Julio 2015.](#)

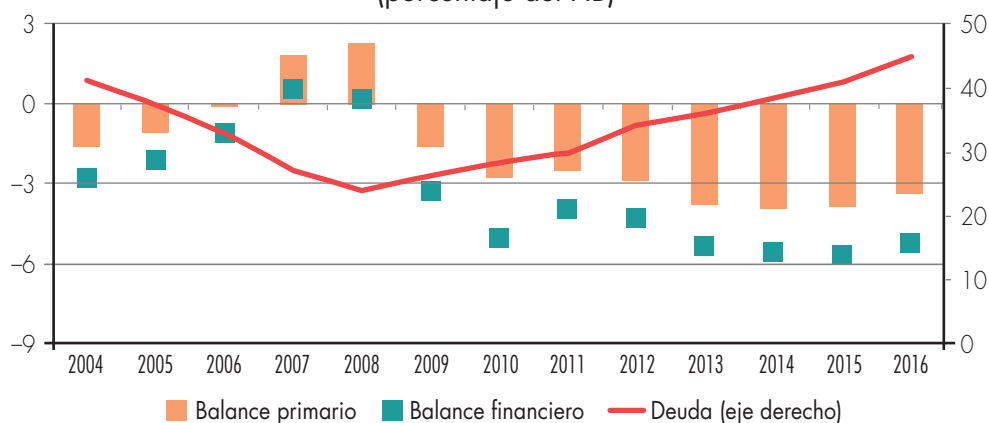
Por su parte, la deuda pública que acumulan el resto del SPNF y el BCCR representa, en promedio, una tercera parte de la deuda pública total, con una relación deuda/PIB que se ha mantenido estable, alrededor del 17 por ciento en los últimos doce años. Este resultado se deriva de la amortización continua que efectúa el BCCR de sus pasivos y de la naturaleza del endeudamiento que realizan las instituciones del resto del SPNF que permitan potenciar el crecimiento económico y, a su vez, aumentar los ingresos obtenidos por la venta de bienes y servicios. A diferencia del resto del SPNF, el Gobierno Central se endeuda básicamente para cubrir sus gastos corrientes ante la insuficiencia de ingresos corrientes.

Dado que la deuda del Gobierno Central es el principal componente de la deuda pública total y la que explica la dinámica de su comportamiento, interesa analizar con mayor detalle las características de esta deuda, su perfil, las estrategias de gestión que se han puesto en práctica para su manejo, los riesgos subyacentes y el espacio con que cuentan las autoridades para seguir implementando esas estrategias.

La evolución favorable de las finanzas del Gobierno Central, sin embargo, se transformó en un importante deterioro a raíz de la crisis financiera internacional que estalló en los años 2008-2009. La actividad económica interna sufrió una sensible desaceleración, que impactó fuertemente los ingresos del Gobierno Central. Con el fin de atenuar los efectos negativos de la crisis, se adoptó una política fiscal anticíclica, por medio de una expansión del gasto primario, que ya se venía observando desde 2006. Sin embargo, el incremento en el gasto fue permanente y no transitorio, ya que se hizo en partidas muy inflexibles a la baja como remuneraciones y transferencias corrientes<sup>5</sup>. La combinación de

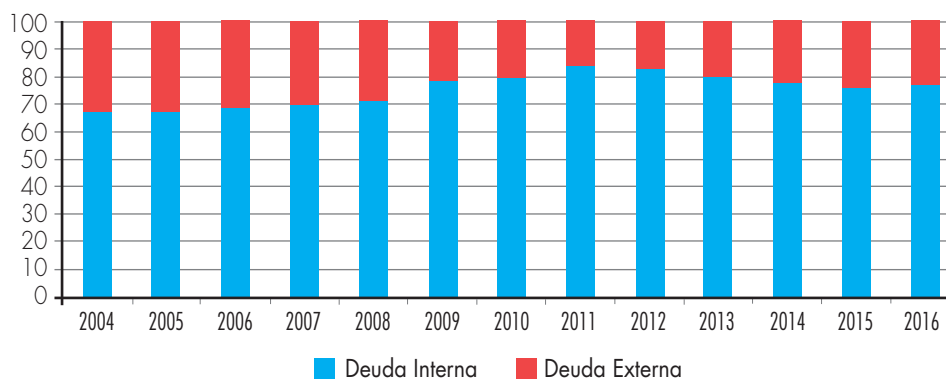
5 Las medidas adoptadas conformaron lo que se denominó el *Plan Escudo*, presentado por la Administración Arias Sánchez en enero del 2009, como un plan de protección social y estímulo económico frente a la crisis internacional de la época, el cual se dirigió hacia cuatro grupos:

**Gráfico 2.** Gobierno Central: Balances primario y financiero y deuda 2004-2016 (porcentaje del PIB)



Fuente: elaboración propia con cifras del Ministerio de Hacienda y el BCCR.

**Gráfico 3.** Gobierno Central: Composición porcentual de la deuda por origen 2004-2016



Fuente: elaboración propia con cifras del Ministerio de Hacienda y el BCCR.

menores ingresos y mayores gastos llevó a un déficit primario entre 2009 y 2016 que hubo de ser financiado con endeudamiento, tanto interno como externo. En consecuencia, la razón deuda/PIB del Gobierno Central aumentó en más de 20 puntos porcentuales entre 2008 y 2016. A continuación se analiza la estructura de la deuda del Gobierno Central, con base en diversos criterios. Sobre esta

familias, trabajadores, empresas y sector financiero. Para las familias, se incluyó un incremento del 15 por ciento al monto de las pensiones del régimen no contributivo, apoyo a programas sociales en salud, nutrición y educación, y un incremento del Bono Familiar de Vivienda. Para los trabajadores se planteó que el sector público reforzara su función como empleador, destinando alrededor del 5 por ciento del PIB en ajustes salariales y creación de nuevas plazas. Se consignaron recursos de inversión para infraestructura educativa y la red vial nacional, y para el fortalecimiento del sector financiero nacional se propuso la capitalización de los bancos del Estado.

base se estudian posteriormente las estrategias de manejo y los riesgos asociados a ellas.

#### 4.1. Estructura de la deuda por origen

Como se explicó antes, la deuda pública puede clasificarse como externa o interna según el acreedor sea de origen extranjero o residente, respectivamente. Como se aprecia en el Gráfico 3, la deuda del Gobierno Central en el período 2004-2016 es básicamente de origen interno. En todos los años se observa una mayor participación del componente interno, alrededor del 70 por ciento del total de la deuda. Este porcentaje aumentó entre los años 2009 y 2011 con la puesta en marcha del "Plan Escudo", hasta representar poco más del

80 por ciento. El desequilibrio fiscal que se generó entonces fue financiado, en primera instancia, con deuda interna.

Si bien el componente interno de la deuda es significativamente mayor, en los últimos años se observa una tendencia creciente del componente externo que se explica por la intención de las autoridades de sustituir deuda interna por deuda externa, aprovechando una coyuntura de bajas tasas de interés en los mercados internacionales. A partir del 2012,

las autoridades aumentaron el endeudamiento externo a través de la emisión de Eurobonos (ver Recuadro 2). De esta manera, en el 2015 la deuda externa representó el 25 por ciento de la deuda del Gobierno Central. Sin embargo, esta tendencia se revierte levemente en el 2016, debido a que el Ministerio de Hacienda no solicitó a la Asamblea Legislativa la autorización para una nueva emisión de Eurobonos a ser colocados en los mercados internacionales, por lo que acudió nuevamente al mayor endeudamiento interno.

## Recuadro 2

### Emisión de Eurobonos, periodo 2012-2015

El Ministerio de Hacienda realizó durante el periodo 2012-2015 una serie de emisiones de deuda externa en títulos denominados Eurobonos, con el propósito de aprovechar las condiciones favorables de bajas tasas de interés en el mercado internacional. Las emisiones sumaron en conjunto los \$ 4.000 millones, con plazos de vencimiento que rondaron entre 10 y 30 años<sup>1/</sup>. Alrededor de dos terceras partes de las emisiones se colocaron a 30 años plazo.

| Colocación de Eurobonos | Emisión (US\$) | Plazo (años) | Tasa de interés (%) | Prima de riesgo (pb) | Año de vencimiento |
|-------------------------|----------------|--------------|---------------------|----------------------|--------------------|
| 2012 (CR23)             | 1.000          | 10           | 4,25                | 268                  | 2023               |
| 2013 (CR25)             | 500            | 12           | 4,38                | 267                  | 2025               |
| 2013 (CR43)             | 500            | 30           | 5,63                | 272                  | 2043               |
| 2014 (CR44)             | 1.000          | 30           | 7,00                | 340                  | 2044               |
| 2015 (CR45)             | 1.000          | 30           | 7,16                | 445                  | 2045               |

Fuente: elaboración propia.

Por otra parte, las primas de riesgo (*spread* o sobreprecio que exigen los inversores por un bono de Costa Rica en comparación con los bonos “libre de riesgo” del Tesoro de Estados Unidos) y las tasas de interés de las colocaciones (rendimientos que incluyen la prima por riesgo) muestran un comportamiento creciente en el transcurso del tiempo. En las emisiones del 2015, Costa Rica tuvo que ofrecer por prima de riesgo 173 puntos base por encima de lo ofrecido por un título similar en plazo en el 2013. Esta situación se relaciona con el gradual deterioro fiscal, la pérdida del grado de inversión por parte de las Calificadoras de Riesgo y a la posibilidad de que la perspectiva de riesgo de la deuda de Costa Rica sea modificada de forma negativa<sup>2/</sup>.

1/ La Ley 9070 “Emisión de títulos valores en el Mercado Internacional” previó el endeudamiento por un máximo de \$ 4.000 millones.

2/ Las calificadoras de riesgo valoran la capacidad de un emisor para pagar el capital y los intereses de sus obligaciones en forma oportuna. Para llegar a esa opinión, desarrollan evaluaciones de los emisores. Dichas opiniones son comunicadas a inversionistas, prestamistas y otros partícipes del mercado de valores, quienes las tienen en cuenta para la toma de decisiones. Estas entidades pueden evaluar desde productos financieros hasta las economías de los países. Algunas empresas y productos financieros solicitan ser evaluados antes de otorgar préstamos o poner al alcance de sus clientes las diferentes opciones con las que cuentan. La calificación será importante para seguir operando y conseguir más clientes. De acuerdo a los cambios en la economía y los mercados, una calificadora puede aumentar o disminuir la puntuación que haya dado a cierto producto, servicio o país, para que las personas que tienen dinero invertido o piensan contratar servicios tomen una decisión informada. Cuanto más alta sea la calificación, se tendrá más confianza.

Fuente: Academia de Centroamérica, 2015.

## 4.2 Estructura de la deuda por denominación de la moneda

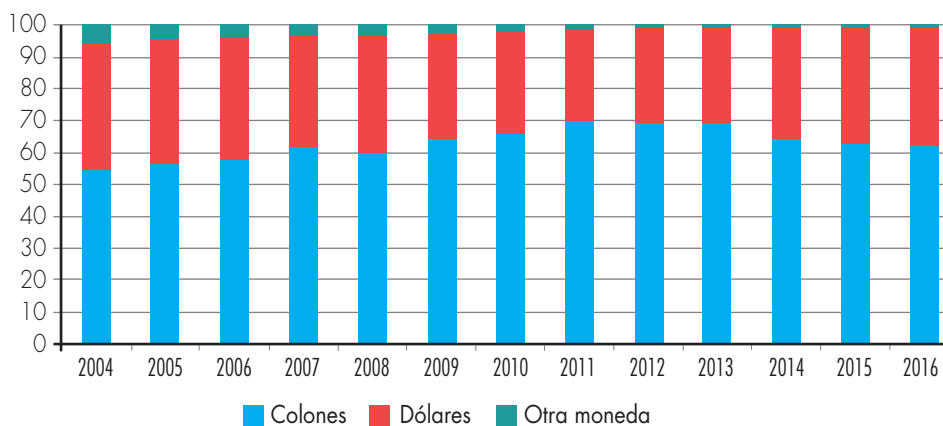
La deuda del Gobierno Central se encuentra mayoritariamente denominada en moneda nacional. Las variaciones en la composición de la deuda por tipo de moneda son similares al análisis por origen, pues la deuda interna se compone en más de un 80 por ciento en colones. En el Gráfico 4 se observa un crecimiento sostenido de la deuda en moneda nacional, al pasar de 54 por ciento en 2004 a 70 por ciento en 2011. Sin embargo, la participación relativa de la deuda en moneda extranjera aumentó a partir del 2012 con la emisión de los Eurobonos y el mayor número de colocaciones en

dólares en el mercado local en el 2016. Esto se traduce en una mayor exposición al riesgo que se corre en razón de las fluctuaciones del tipo de cambio (riesgo cambiario).

## 4.3 Estructura de la deuda por tipo de instrumento

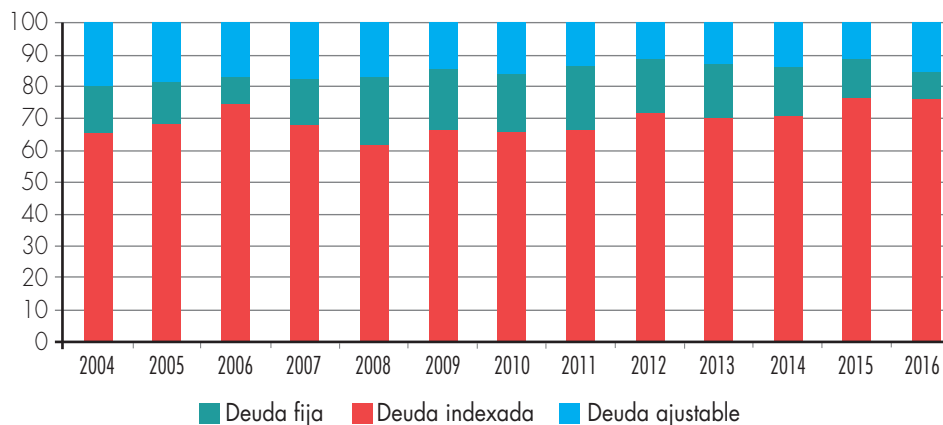
La deuda pública puede también clasificarse por tipo de instrumento, ya sea con tasa de interés fija, tasa de interés ajustable, deuda nominal o deuda indexada con algún tipo de variable (inflación, devaluación, comportamiento del PIB, etc.). El Gráfico 5 recoge la composición de la deuda con base en

**Gráfico 4.** Gobierno Central: Composición porcentual de la deuda por moneda 2004-2016



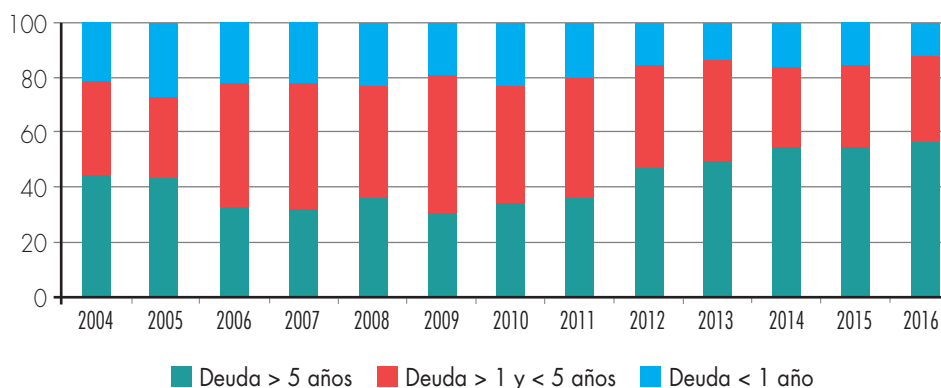
Fuente: elaboración propia con cifras del Ministerio de Hacienda y el BCCR.

**Gráfico 5.** Gobierno Central: Composición porcentual de la deuda pública por tipo de instrumento 2004-2016



Fuente: elaboración propia con cifras del Ministerio de Hacienda y el BCCR.

**Gráfico 6.** Gobierno Central: Composición porcentual de la deuda pública por plazo de vencimiento 2004-2016



Fuente: elaboración propia con cifras del Ministerio de Hacienda y el BCCR.

tres criterios: tasa fija, tasa variable y títulos indizados a la inflación<sup>6</sup>.

Se aprecia que la deuda del Gobierno Central se compone principalmente de instrumentos con tasa de interés fija, con una participación creciente desde 2008. En 2016 la deuda con tasa fija representó el 76,3 por ciento del total de la deuda. Por el contrario, la deuda con tasa variable redujo su participación entre 2004 y 2009, para luego estabilizarse en los siguientes años a una cifra alrededor del 13 por ciento. Con respecto a los títulos indizados con la inflación, su peso relativo ha tendido a disminuir, especialmente a lo largo del último quinquenio.

#### 4.4. Estructura de la deuda por plazo de vencimiento

A lo largo del período estudiado se aprecia claramente un cambio en la estructura de vencimientos. Mientras la deuda de corto plazo (menos de 1 año) ha disminuido, la de largo plazo (vencimientos mayores a 5 años) ha tendido a aumentar. Desde el 2012, las obligaciones a más de un año plazo representan más del 80 por ciento del total, principalmente, por el aumento de las obligaciones con un plazo superior a los cinco años (ver Gráfico 6).

<sup>6</sup> En este último tipo de deuda la indización se realiza sobre las tasas nominales y no sobre el principal.

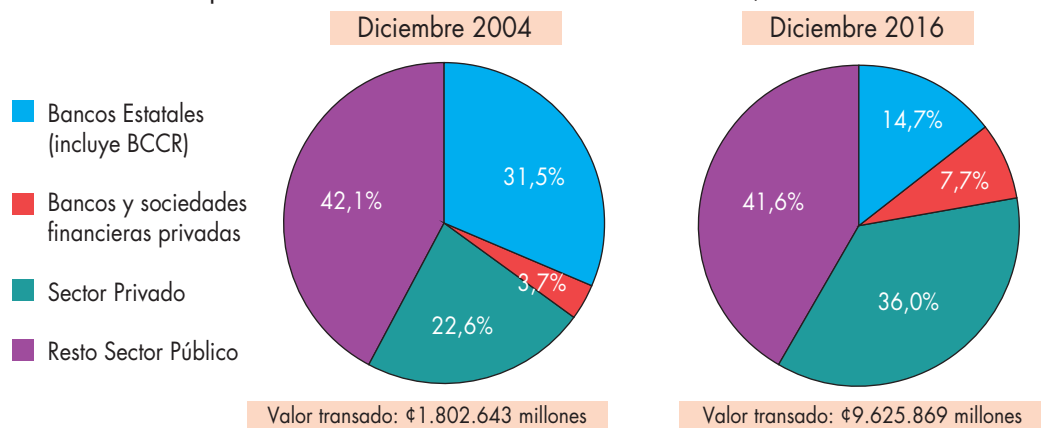
#### 4.5 Estructura de la deuda por tenedor

Otra característica importante es la tenencia de los bonos de deuda interna emitidos por el Gobierno Central (deuda interna bonificada) (ver Gráfico 7). Poco más del 40 por ciento de la deuda está en manos de instituciones públicas, incluyendo la Caja Costarricense de Seguro Social (CCSS), el Instituto Costarricense de Electricidad (ICE), la Refinadora Costarricense de Petróleo (RECOPE), situación que no ha cambiado en los últimos 12 años. Siguen en orden de importancia el sector privado<sup>7</sup>, cuya participación dentro del total pasó de 22,6 por ciento en 2004 a 36,0 por ciento en 2016. La mayor participación del sector privado se ha producido a expensas de los bancos estatales, principalmente, los cuales han reducido su peso relativo de un 31,5 por ciento a 14,7 por ciento, es decir, redujeron su importancia relativa a la mitad entre esos mismos años. No obstante, los bancos, al igual que los demás tenedores, han aumentado su tenencia en términos absolutos<sup>8</sup>.

<sup>7</sup> El sector privado se estima como un residuo, es decir, todas aquellas instituciones que no pertenecen a las demás categorías. Se clasifica como residentes o no residentes. El mayor tenedor dentro del sector privado son los fondos de pensiones privados.

<sup>8</sup> Si bien la participación relativa de los bancos estatales disminuyó en el periodo analizado, aumentó su tenencia en términos absolutos, de 568.697 millones de colones en 2004 a 1.418.261 millones de colones en 2016. Esta tendencia fue general y no exclusiva de los bancos estatales.

**Gráfico 7.** Gobierno Central: Participación relativa de la deuda interna bonificada por tenedor<sup>1/</sup> acumulada a diciembre 2004, 2016



1/ Con base en el saldo a fin de mes en millones de colones, correspondiente al total del valor transado de la deuda interna bonificada. Los datos no consideran la capitalización de títulos indexados (TP\$, TUDES), con el objeto de eliminar el efecto inflacionario y de tipo de cambio que se encuentra en dichos títulos.

Fuente: elaboración propia con cifras del BCCR.

En resumen, el perfil de la deuda del Gobierno Central en el período 2004-2016 se caracterizó por el predominio de la deuda interna; una mayor participación de la deuda en colones, aunque en los últimos años se observa un aumento en la deuda denominada en moneda extranjera; la deuda está colocada básicamente en instrumentos con tasa de interés fija y se registra un importante cambio en la estructura por plazos: la deuda de corto y mediano plazo se ha reducido en favor de obligaciones de largo plazo (mayores a 5 años).

Desde el punto de vista de las mejores prácticas internacionales aplicables a un país como Costa Rica, podría decirse que la deuda del Gobierno Central se ha gestionado de manera adecuada. Varias interrogantes surgen, sin embargo, de los resultados obtenidos: (i) ¿Han logrado los administradores de la deuda minimizar el costo del servicio de la misma?; (ii) ¿Cómo se manejaron los riesgos asociados a la estrategia seguida?; y (iii) ¿Cuál es el espacio que queda para seguir administrando la deuda en función de los riesgos asociados?

## 5. LA DEUDA DEL GOBIERNO CENTRAL Y SU COSTO

En el caso de Costa Rica, y contrario a lo que cabría esperar con un desequilibrio fiscal creciente, la deuda del Gobierno Central no llevó a un incremento sostenido en las tasas de interés a lo largo del período 2004-2016. Entre 2004 y 2008 las finanzas del Gobierno Central mostraron un satisfactorio desempeño, que se reflejó en un resultado primario (ingresos menos gastos excluyendo pago de intereses) positivo en ese lapso y que contribuyó a reducir la deuda interna y externa como proporción del PIB.

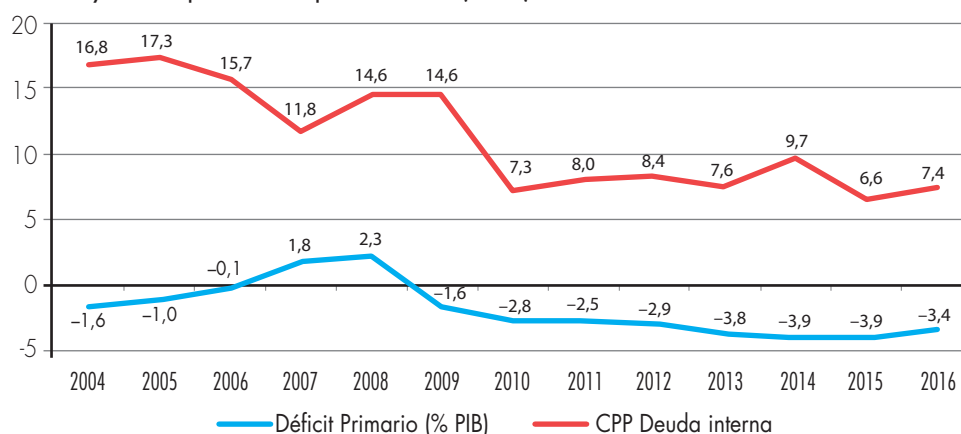
Consecuentemente, el costo ponderado de la deuda interna<sup>9</sup> disminuyó (ver Gráfico 8). A partir de

<sup>9</sup> Calculado a partir de la tasa de interés promedio ponderada de las colocaciones que realiza el Ministerio de Hacienda para financiar su deuda.

entonces se aprecia un deterioro en las finanzas del Gobierno Central, que se manifestó en un resultado primario negativo. Sin embargo, el costo ponderado de la deuda interna no mostró un marcado incremento. La emisión y colocación de Eurobonos en el mercado internacional en el período 2012-2015, aprovechando las bajas tasas de interés internacionales, fue un factor determinante para aliviar presiones al alza sobre las tasas de interés domésticas. Sin embargo, como se anotó anteriormente, el costo de la deuda no es el único factor que debe considerarse, sino también el manejo de los riesgos involucrados en la estrategia de gestión. Este aspecto se aborda en la siguiente sección.



**Gráfico 8.** Gobierno Central: Resultado primario (porcentaje PIB) y costo promedio ponderado (CCP) de la deuda interna, 2004-2016



Fuente: elaboración propia con cifras del Ministerio de Hacienda.

## 6. GESTIÓN DE RIESGOS DE LA DEUDA: 2004-2016

De acuerdo con lo comentado en la sección 2.3., se consideran cuatro categorías de riesgo: riesgo de refinanciamiento, riesgos de mercado (tasas de interés y tipo de cambio), y riesgos de inflación (ver Recuadro 2). Para efectos analíticos, se consideran tres años representativos: 2006, 2011 y 2016. El primero representa la etapa de un resultado primario positivo, en el contexto de un entorno internacional favorable; en el segundo las finanzas del Gobierno empiezan a mostrar signos de deterioro en medio de un entorno internacional que continúa siendo favorable, y en el tercero la situación fiscal sigue complicada frente a un entorno internacional que anticipa perspectivas menos favorables. El Cuadro 1 resume la evolución de los principales indicadores que la literatura sugiere para evaluar la gestión del riesgo, en cada uno de los años indicados.

### 6.1 Riesgo de refinanciamiento

Se refiere a la probabilidad de que el Gobierno no pueda acceder a nuevo financiamiento a medida que la deuda vence, o tenga que refinanciarla a un costo mayor. Ya desde los años de superávit primario el Gobierno mantenía un porcentaje relativamente bajo de su deuda total con vencimientos a

menos de 1 año plazo (22 por ciento). Sin embargo, existía un marcado desbalance entre la deuda interna y la externa. En el 2006, la deuda interna de corto plazo representaba un 30 por ciento de la deuda interna total, mientras que el componente externo acumulaba apenas un 3 por ciento con vencimiento a menos de 1 año plazo.

Con el fin de atenuar el riesgo que pudiera representar la parte interna en caso de una eventual re-negociación y los costos que ello representaba, el BCCR y el Ministerio de Hacienda acordaron un mecanismo formal por medio del cual el primero se concentraría en instrumentos con plazos de vencimiento mayores a 3 años, mientras que el segundo centraría su acción en el corto plazo (menos de 3 años). La intención de las autoridades es ordenar la captación, separando plazos y favoreciendo la trasmisión de tasas de interés. El acuerdo, plasmado en el *Convenio Marco para la Coordinación de la Deuda Pública entre el Ministerio de Hacienda y el Banco Central de Costa Rica*, no implica que ambas instituciones no puedan colocar sus títulos a otros plazos. Esta distribución contribuyó a que el porcentaje de deuda interna de corto plazo del Gobierno Central se redujera de un 30 por ciento en el 2006 a un 25 por ciento en el 2016.

**Cuadro 1.** Gobierno Central: Indicadores de riesgos en la gestión de la deuda pública

| Riesgo de Refinanciamiento                           | 2006 | 2011 | 2016 |
|--|------|------|------|
| Porcentaje de la deuda total con vencimiento < 1 año | 22,0 | 19,8 | 12,0 |
| Interna  | 30,6 | 26,3 | 25,0 |
| Externa  | 3,2  | 15,9 | 1,6  |
| Plazo promedio para el vencimiento (en años)         |      |      |      |
| Interna  | 3,8  | 4,7  | 6,4  |
| Externa  | 6,3  | 7,3  | 16,5 |
| Riesgo de tasa de interés                            |      |      |      |
| Porcentaje de la deuda total con tasa fija           | 74,9 | 66,7 | 76,3 |
| Riesgo cambiario                                     |      |      |      |
| Porcentaje de la deuda total en moneda extranjera    | 42,0 | 29,6 | 37,8 |
| En dólares   | 38,2 | 28,4 | 37,2 |
| Riesgo de Inflación                                  |      |      |      |
| Porcentaje de la deuda total indizada a la inflación | 8,3  | 20,1 | 8,8  |

Fuente: elaboración propia con cifras del Ministerio de Hacienda

Considerando como indicador el plazo promedio de vencimiento en años, se aprecia igualmente una gestión menos riesgosa al extenderse el plazo promedio de vencimiento. Para la deuda interna el plazo promedio se extendió de 3,8 a 6,4 años, mientras que para la externa el plazo promedio aumentó de 6,3 a poco más de 16 años. En lo segundo pesó la colocación de Eurobonos en el mercado internacional entre 2012 y 2015, según se explicó anteriormente.

## 6.2 Riesgo de tasa de interés

El riesgo de tasa de interés se presenta cuando el Gobierno se ve en la necesidad de refinanciar deudas de corto plazo pero debe ofrecer tasas de interés más altas o cuando mantiene una alta proporción de su deuda con tasas de interés variables, la cual podría subir dependiendo de las circunstancias del mercado. En este último caso, el costo de la deuda aumenta y el balance presupuestario se deteriora. Un indicador para evaluar el riesgo de tasa de interés es la composición de la deuda por instrumentos con tasa fija y con tasa variable o ajustable.

Las cifras del Cuadro 1 indican que el porcentaje de deuda con tasa fija disminuyó entre 2006 y 2011, en 8,2 puntos porcentuales, con lo cual habría aumentado el riesgo de tasa de interés. Sin embargo, esa situación se revirtió en los últimos años, cuando el Gobierno logró incrementar el porcentaje de deuda con tasa de fija, de un 67 por ciento en 2011 a 76 por ciento en 2016, un aumento de 9,2 puntos porcentuales, lo cual hizo la deuda menos vulnerable a las fluctuaciones de la tasa de interés.

## 6.3 Riesgo cambiario

La exposición al riesgo cambiario se produce cuando una proporción de la deuda del Gobierno está denominada en moneda extranjera. Ello incluye toda la deuda externa y la porción de la deuda interna denominada en moneda extranjera. Con base en este indicador (ver Cuadro 1), se observa que la exposición al riesgo cambiario se redujo significativamente entre 2006 y 2011. Sin embargo, entre 2011 y 2016 el riesgo cambiario registró un aumento, el cual se explica por la colocación de Eurobonos en los mercados internacionales, medida adoptada

para contener las fuertes presiones al alza que se estaban manifestando en las tasas de interés domésticas como consecuencia del elevado déficit fiscal. Así, para el 2016 el porcentaje de la deuda en moneda extranjera ascendió a un 38 por ciento, cifra que contrasta con 30 por ciento en 2011, indicando un mayor grado de exposición al riesgo cambiario.

## 6.4 Riesgo de inflación

El riesgo por inflación surge cuando el Gobierno vincula el servicio de la deuda con la inflación. Incrementos en esta variable se traducen en un aumento del costo de la deuda, ya que las tasas nominales ofrecidas deben superar la tasa de inflación de manera que el inversionista no se sienta castigado por su esfuerzo de ahorro (situación de represión financiera). Bajo estas condiciones la carga de la deuda dentro del Presupuesto aumenta, no solo por efecto de los intereses sino también por el aumento en la revaloración del principal de la deuda.

El Gobierno de Costa Rica emite títulos valores denominados TUDES, vinculados a la inflación, como una respuesta a los inversionistas que buscaban no solo rentabilidad sino una manera de protegerse contra los efectos inflacionarios. Este instrumento fue diseñado especialmente para operadoras de pensiones, por ser un título de largo plazo que garantiza el poder adquisitivo de la inversión. Cuando la

inflación fue elevada, la demanda por TUDES fue alta. Pero a medida que la presión inflacionaria fue cediendo los TUDES se hicieron menos atractivos al inversionista.

En el 2006, cuando la inflación promedió 11,5 por ciento, la deuda indizada representó un 8,3 por ciento del total. En el 2011 la inflación promedio anual se redujo a 4,9 por ciento, pero el porcentaje de deuda indizada aumentó a un 20 por ciento del total contrario a lo que cabría esperar. Para entender esta aparente contradicción hay que tomar en cuenta, por una parte, que entre 2008-2009 el Ministerio de Hacienda recapitalizó a los bancos del Estado con bonos para que desarrollaran programas de crédito en el marco del *Plan Escudo*. Por otra parte, el elevado déficit fiscal y su financiamiento interno generaron expectativas al alza en tasas de interés internas y externas, en inflación y en los precios de materias primas importadas. Todos estos factores habrían tenido un efecto en la composición deseada de los portafolios de inversión, generando preferencias hacia los bonos indizados. Para los años posteriores la inflación continuó disminuyendo así como también la proporción de deuda indizada dentro del total. En un contexto de menores expectativas inflacionarias, la preferencia por títulos indizados se volvió menos atractiva, reduciendo la participación porcentual de estos títulos a un 8,8 por ciento a finales del 2016, levemente superior a la registrada 10 años atrás.

## 7. EVALUACIÓN GENERAL Y ALGUNOS ASPECTOS PARTICULARES

Durante el período comentado las autoridades buscaron minimizar el costo de la deuda y administrar sus riesgos siguiendo las directrices recomendadas por el Banco Mundial y el Fondo Monetario Internacional. El costo promedio ponderado de la deuda tendió a disminuir, a pesar de un deterioro en el déficit primario del Gobierno Central. Las autoridades lograron reducir el porcentaje de la deuda con vencimientos menores a 1 año (riesgo de refinanciamiento), así como aumentar el peso relativo de la deuda contraída a tasa fija, con el

fin de mitigar el riesgo que implica la deuda con tasa variable o ajustable (riesgo de tasa de interés). Con el fin de contrarrestar la presión al alza en las tasas de interés internas como consecuencia del desequilibrio fiscal, las autoridades recurrieron a la colocación de deuda en los mercados internacionales, con lo cual aumentó la exposición al riesgo cambiario. El riesgo inflacionario se fue reduciendo conforme la inflación fue cediendo a lo largo de los últimos años.

En el segundo semestre de 2016, se generó cierta presión sobre la tasa promedio de la deuda interna, período en el cual el monto de la deuda efectivamente colocado en el mercado primario excedió el monto proyectado en un 27 por ciento. En términos anuales, la tasa promedio de la deuda interna pasó de 6,6 por ciento en 2015 a 7,4 por ciento en 2016. El Gobierno continuó utilizando renegociaciones de deuda (canjes de deuda) y las subastas como mecanismos para administrar la deuda. También se puso en marcha un nuevo sistema de captación, conocido como Tesoro Directo, una plataforma electrónica bajo la cual los inversionistas pueden adquirir directamente títulos de deuda del Gobierno Central, con diferentes opciones de plazo y moneda.

Si bien el sistema Tesoro Directo constituye una fuente de captación a menor costo para el Gobierno, se aparta del sistema de deuda estandarizada<sup>10</sup> que se venía aplicando para propiciar el desarrollo del mercado de deuda pública en Costa Rica. Tesoro Directo se convirtió en un mecanismo atractivo para la captación de recursos de corto plazo, lo

cual contribuiría a reducir el costo de la deuda. Sin embargo, esta ventaja se contrapone al mayor riesgo de refinanciamiento en que incurre el Gobierno. En ese sentido, el Ministerio de Hacienda optó por reducir paulatinamente las colocaciones de corto plazo bajo este sistema, en favor de captaciones de mediano y largo plazo por medio de nuevos instrumentos.

En el segundo semestre de 2016, el Ministerio de Hacienda lanzó un nuevo instrumento de captación, denominado Título de Propiedad Real Ajustable (TPRA) que ofrecía, como su nombre lo indica, títulos a tasa variable para incentivar la diversificación de las carteras de inversiones. El TPRA ofrece una opción a los inversionistas que mantienen títulos a Tasa Básica<sup>11</sup> con bajos rendimientos, para invertir en instrumentos que se adaptan a los movimientos de las tasas de interés en el mercado. En opinión de operadores en el mercado, el TPRA ha sido exitoso para atraer capitales de corto plazo que anteriormente se mantenían invertidos en Tesoro Directo.

## 8. GESTIÓN DE LA DEUDA Y RIESGOS EN LA ACTUAL COYUNTURA

El Cuadro 2 resume la situación de la deuda del Gobierno Central al cierre del primer semestre del 2017, comparada con diciembre 2016.

De acuerdo con información del Ministerio de Hacienda, en el primer semestre del 2017 la deuda interna del Gobierno mantuvo su participación

relativa dentro del total (77,8 por ciento), con respecto a diciembre 2016 (77,0 por ciento).

Con respecto a la deuda por tipo de moneda, se registró un cambio relativamente moderado con respecto a la tendencia. El componente en moneda nacional disminuyó su participación, mientras el correspondiente a dólares aumentó. Si bien los cambios no son muy significativos en cuanto a magnitud, merecen atención por cuanto podrían estar enviando señales con respecto a las preferencias de los inversionistas por moneda extranjera y sus expectativas cambiarias.

10 Consiste en la emisión de títulos que en una misma serie poseen idénticas características en cuanto a fecha de suscripción, moneda, monto, tasa de interés, periodicidad y fecha de vencimiento. Permiten el desarrollo del mercado de capitales por cuanto permite tener presencia en los mercados globales, que operan con títulos estandarizados; facilita la planificación ordenada de los vencimientos y la programación financiera del flujo de caja; permite la formación de precios competitivos en el mercado de valores; reduce costos administrativos; reduce los costos de entrada y salida de inversionistas; y se consideran necesarios para que un inversionista obtenga los beneficios de un mercado desarrollado en términos de liquidez y desarrollo de nuevos instrumentos bursátiles, entre otros aspectos. Para efectos de control, el servicio funciona como un sistema "espejo" del registro de emisiones que administra el Sistema de Anotación en Cuenta (SAC).

11 Son títulos con interés ajustables a la tasa básica pasiva calculada por el Banco Central. El rendimiento de estos títulos está compuesto por el valor que registre la tasa básica, más un margen que se mantiene invariable durante todo el plazo de la inversión. Se pagan semestralmente.

**Cuadro 2. Gobierno Central:  
Estructura porcentual de la deuda  
diciembre 2016, junio 2017**

|                                    | A diciembre 2016 | A junio 2017 |
|------------------------------------|------------------|--------------|
| <b>Por tipo de deuda (%)</b>       |                  |              |
| Interna                            | 77,0             | 77,8         |
| Externa                            | 23,0             | 22,2         |
| <b>Por tipo de moneda (%)</b>      |                  |              |
| Colones                            | 62,2             | 60,9         |
| Dólares                            | 37,2             | 38,4         |
| Otras monedas                      | 0,6              | 0,7          |
| <b>Por tipo de instrumento (%)</b> |                  |              |
| Ajustable                          | 14,9             | 20,3         |
| Fija                               | 76,3             | 71,4         |
| Indizada                           | 8,8              | 8,3          |
| <b>Por plazo de vencimiento</b>    |                  |              |
| Deuda < 1 año                      | 12,0             | 11,6         |
| 1 año < Deuda < 5 años             | 32,0             | 33,5         |
| Deuda > 5 años                     | 56,0             | 54,9         |
| <b>Tasa promedio ponderada</b>     | <b>7,74</b>      | <b>8,37</b>  |

Fuente: elaboración propia con cifras del Ministerio de Hacienda.

En cuanto a la composición por tipo de instrumentos, se observa un cambio importante. La deuda con tasa fija disminuyó su participación relativa respecto a diciembre 2016 en casi 5 puntos porcentuales, por lo cual no se estaba cumpliendo con el objetivo global de captación. El faltante de recursos fue compensado con un incremento en las captaciones con tasa variable, toda vez que la deuda indizada no mostró mayores variaciones. La introducción del TPRAS fue una estrategia que contribuyó a que las autoridades pudieran cumplir con los objetivos de captación planeados, al ofrecer un instrumento con tasas de interés que reflejaran las condiciones del mercado y la curva de rendimientos<sup>12</sup>.

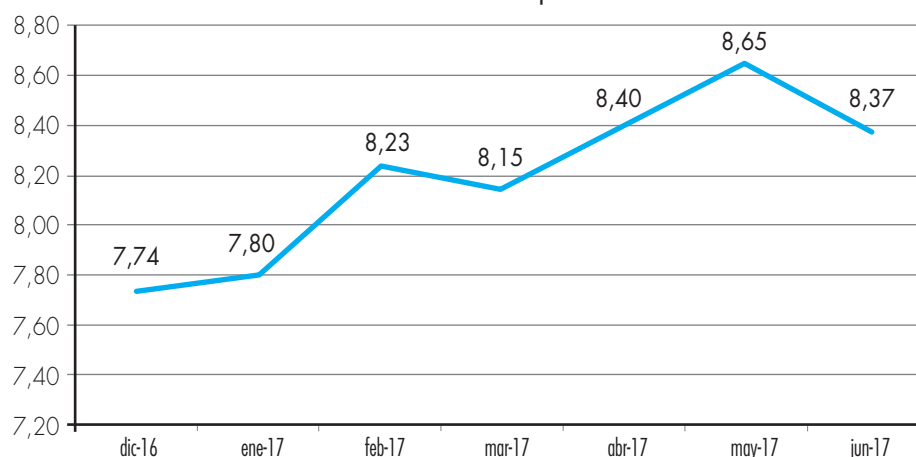
La estructura de captaciones continuó concentrada en más de un 50 por ciento en deuda con vencimientos mayores a 5 años. Cabría esperar que esta situación continúe en el tanto el Ministerio de Hacienda se mantenga dentro de la curva de rendimientos, ofreciendo tasas más atractivas conforme el plazo de inversión se alargue. En el transcurso del primer semestre del presente año el costo promedio de captación para el Ministerio de Hacienda experimentó un alza, pasando de 7,74 por ciento a diciembre 2016 a 8,37 por ciento a junio 2017.

Con respecto al manejo de los riesgos involucrados en la estrategia seguida, caben los siguientes comentarios:

- El riesgo de refinanciación es relativamente bajo, en el tanto el perfil de vencimientos se concentra en el mediano y largo plazo. Sin embargo, esta estrategia incrementa el riesgo de tasa de interés, en el tanto los inversionistas requieran un mayor rendimiento conforme aumenten el plazo de sus inversiones. Si el plazo se alarga, el inversionista requiere un rendimiento más alto que le compense por el riesgo en que incurre. Contrario a la estabilidad en las tasas de interés observada en los últimos años, durante el primer semestre del 2017 la tasa promedio ponderada de captación para el Ministerio de Hacienda aumentó (ver Gráfico 9).
- El riesgo cambiario se estaría mitigando por medio de una menor exposición a la deuda en moneda extranjera, acompañada de una relativa estabilidad del tipo de cambio nominal. El menor acceso a los mercados internacionales de deuda reduce el componente de riesgo por esa vía, aunque el riesgo podría aumentar en el componente de deuda interna expresada en moneda extranjera, dependiendo de las expectativas cambiarias de los inversionistas. Es importante dar seguimiento a ciertas señales observadas a finales del primer semestre con respecto a las preferencias del inversionista en moneda extranjera.

<sup>12</sup> Relación entre los rendimientos de un título y su vencimiento.

**Gráfico 9.** Gobierno Central: tasa promedio ponderada de la deuda diciembre 2016-junio 2017



Fuente elaboración propia con cifras del Ministerio de Hacienda.

- La introducción de nuevos instrumentos, atractivos para el inversionista, en el tanto les permite obtener rendimientos que reflejen las condiciones del mercado como el TPR, facilita la captación para el Ministerio de Hacienda. Sin embargo, incrementa el riesgo proveniente de tasas de interés ajustables. Si en la economía subyacen expectativas de una mayor inflación, el costo de captación para el Gobierno será mayor en el tanto el inversionista demande mayores tasas de interés como escudo para protegerse contra la inflación.

Del estudio realizado se podría inferir que los principales riesgos enfrentados por los administradores de la deuda, limitando de una u otra forma el espacio para continuar con las estrategias planteadas, son el riesgo de tasa de interés, el riesgo cambiario y el riesgo de inflación. Estos riesgos involucran variables macroeconómicas muy sensibles a las expectativas. Por ello, el manejo de estas variables es crítico para la gestión de la deuda en el mediano y largo plazo.

## 9. PERSPECTIVAS DE CORTO PLAZO

Un punto de partida para evaluar el margen de acción de la estrategia de la deuda pública y el manejo de los riesgos en los próximos años es el Programa Macroeconómico presentado por el BCCR para el bienio 2017-2018, el cual propone:

- Tasas de crecimiento real ligeramente superiores al 4 por ciento
- Tasa de inflación en el rango de 2 por ciento y 4 por ciento
- Deterioro en las finanzas del Gobierno Central (déficit de 6 por ciento con respecto al PIB)
- Escaso avance en reformas fiscales
- Dolarización financiera

- Alza en precios de materias primas superior al previsto

Con un moderado crecimiento real y poco avance en las reformas fiscales, el BCCR pronostica un mayor deterioro en las finanzas del Gobierno Central. Por otra parte, la falta de acceso a los mercados financieros internacionales llevaría a una mayor dependencia del mercado financiero local, presionando al alza las tasas de interés y con ello acentuando el riesgo de tasa de interés. La consecuencia sería un ensanchamiento del desequilibrio fiscal, con sucesivas alzas en las tasas de interés para financiarlo, en una suerte de círculo vicioso. Romper ese círculo vicioso requiere disminuir el déficit fiscal



mediante una reforma integral que involucre ingresos y gastos, que no ha sido posible lograr.

La dolarización financiera que prevé el BCCR sugiere que se estaría incrementando la demanda por dólares y por ende su precio (tipo de cambio). En opinión de analistas locales, la dolarización no responde a factores especulativos que justifiquen la intervención del BCCR, sino a bajos rendimientos en moneda local. Esta situación podría corregirse si el BCCR y el Ministerio de Hacienda coordinan acciones para ajustarse a la curva de rendimientos. El primero ya lo ha hecho ajustando la tasa de política monetaria, mientras que las tasas ofrecidas por el Ministerio de Hacienda se han ido ajustando en función de la curva de rendimientos. Eventualmente el riesgo cambiario iría cediendo, pero el riesgo de tasa de interés se estaría incrementando. Mantener un adecuado balance entre ambos efectos no es tarea fácil de resolver para el Ministerio de Hacienda.

El BCCR propone una tasa de inflación que se mantiene dentro del rango de variación que se ha establecido como meta. Si la autoridad monetaria consigue esa meta, el riesgo de inflación para el Ministerio de Hacienda sería relativamente controlable. Sin embargo, el mismo BCCR plantea dentro de los riesgos para la economía local un aumento en el precio de las materias primas importadas mayor al previsto. Con ello, la inflación podría salirse del rango de variación estimado, considerando los efectos multiplicadores de los precios de las materias primas de origen externo –como los combustibles– sobre los precios locales de bienes y servicios. Si las expectativas inflacionarias se materializan, sería difícil para el Ministerio de Hacienda prescindir de instrumentos ajustados a la inflación como los TPRAS y otros instrumentos negociados en el Tesoro Directo.

En cuanto al riesgo de refinanciamiento, el Gobierno ejecuta acciones para incentivar la inversión a plazos mayores a un año. De esta forma busca reducir el riesgo de financiamiento, o riesgo de liquidez, pero a la vez acumula riesgos de tasa de interés.

Para los próximos meses el Ministerio de Hacienda enfrenta fuertes vencimientos, los cuales espera atender por medio de canjes y subastas.

En resumen, las circunstancias actuales y en el futuro inmediato hacen que luzca complicado para el Gobierno continuar aplicando las estrategias adoptadas a la fecha y mantener bajo control los riesgos asociados, en especial el riesgo de tasa de interés y el riesgo cambiario. A los factores apuntados cabría añadir el anuncio de la Reserva Federal de incrementar gradualmente las tasas de interés de las Letras del Tesoro. En otras palabras, los mecanismos e instrumentos empleados podrían incrementar los riesgos, haciendo aún más difícil reducir el déficit fiscal. En el documento Estrategia de Emisión de Bonos II Semestre 2017 el Ministerio de Hacienda reconoce las restricciones que enfrenta en la gestión de la deuda, por lo cual promueve una serie de cambios, incluyendo:

- (i) Reformas fiscales dirigidas a atacar las raíces estructurales del déficit
  - Reformas al impuesto sobre la renta y al impuesto sobre las ventas
  - Medidas para establecer topes a los salarios de la administración pública
  - Anualidades sujetas a la evaluación del funcionario público
  - Límites al crecimiento de los gastos corrientes (regla fiscal)
- (ii) Reformas que permitan abrir espacios para un mayor endeudamiento:
  - Remover las limitaciones que enfrentan las operadoras de pensiones y las Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión para invertir en títulos del Gobierno
  - Derogatoria de la Ley para Desincentivar el Ingreso de Capitales Externos
  - Contratar líneas de crédito con bancos locales
  - Legislación para autorizar endeudamiento externo (emisión de títulos, líneas de crédito)
  - Colocación de deuda interna en los mercados internacionales

El segundo grupo de acciones se justificaría siempre que permita obtener más recursos para el Gobierno, mientras se avanza con las acciones del primer grupo. Sin embargo, debe tomarse en cuenta que caminar por esa vía no solo es costoso sino que no garantiza que se logren los objetivos buscados. Un mayor endeudamiento ejercería mayor presión sobre las tasas de interés internas, en perjuicio del financiamiento de la inversión privada, el crecimiento y la generación de empleos. Por otra parte, la razón deuda/PIB tendería al alza, acercándose

a niveles insostenibles que amenazarían aún más la solvencia financiera del Estado.

Al ofrecer rendimientos atractivos al inversionista, el Gobierno puede captar recursos, pero acumularía presiones de gasto hacia el futuro que en algún momento tendrán que enfrentar las próximas generaciones con mayores impuestos. Por otra parte, la búsqueda de recursos en el mercado interno reduce las opciones de financiamiento para el sector privado, con lo cual se puede comprometer el crecimiento del país.

## 10. RESUMEN Y COMENTARIOS FINALES

Costa Rica enfrenta un desequilibrio fiscal crónico desde hace muchos años, el cual se concentra en el Gobierno Central. Más que adoptar reformas integrales para resolver los problemas estructurales, se ha acudido al endeudamiento para financiar el déficit. La gestión de esa deuda y el manejo de los riesgos asociados se han convertido entonces en una labor estratégica por parte de las autoridades. El balance de los resultados obtenidos a lo largo del período analizado en este estudio puede considerarse positivo, en el sentido de cumplir con los objetivos de garantizar que las necesidades del financiamiento del Gobierno se satisfagan al menor costo posible, manteniendo los riesgos dentro de rangos que consideren manejables.

Sin embargo, los espacios para seguir administrando la deuda bajo esas condiciones se están agotando. Hoy el entorno externo e interno es menos propicio para desarrollar una gestión de deuda exitosa, con riesgos controlados. Por el contrario, continuar con las estrategias empleadas en los últimos años conlleva mayores riesgos, que

de materializarse harían aún más difícil enfrentar el elevado y creciente déficit fiscal. En efecto, las perspectivas de tasas de interés más elevadas, devaluación del colón y presiones inflacionarias llevarán a una situación en donde sería difícil lograr una administración prudente de la deuda y de los riesgos derivados.

Dado que los espacios para una gestión exitosa de la deuda y los riesgos involucrados se están acabando no debieran postergarse más las acciones para implementar reformas integrales en las finanzas públicas. Continuar por la vía del endeudamiento no resuelve los problemas estructurales de las finanzas públicas y compromete el crecimiento futuro del país. La necesidad de lograr un acuerdo político se torna cada vez más crítico. Ya son varias las administraciones que han planteado sus propuestas, sin que se haya logrado mayor avance. Aunque el tiempo se acorta, aún existe la posibilidad de tomar acciones para que el país no caiga en la crisis que enfrentaron países como Grecia, Portugal y España.

## REFERENCIAS

---

- Banco Mundial y Fondo Monetario Internacional. Directrices revisadas para la gestión de la deuda pública. Abril 2014.
- Dirección de Crédito Público. Ministerio de Hacienda. Informe anual sobre el estado y evolución de la deuda pública interna y externa. 2017.
- Dumrauf, Guillermo. Análisis cuantitativo de bonos. Editorial Alfaomega. 2015.
- Hernández, Fausto. Le economía de la deuda. Lecciones desde México. Fondo de Cultura Económica. 2003.
- Ministerio de Hacienda y Banco Central de Costa Rica. Plan de Endeudamiento para el I Semestre de 2016.
- The World Bank and International Monetary Fund. Developing Government Bond Markets. A Handbook. 2001.

## Documentos de la Serie Programa Visión, Academia de Centroamérica

1. "La propuesta de consolidación fiscal: algunas reflexiones para su discusión". Serie Programa Visión, PV-01-14, febrero 2014.
2. "Costa Rica: empleo y política salarial del sector público". Serie Programa Visión, PV-02-14, abril 2014.
3. "¿Cómo gestionar los recursos públicos para la obtención de resultados? El caso del Programa Avancemos en Costa Rica". Serie Programa Visión, PV-03-14, julio 2014.
4. "La gestión de la infraestructura pública en Costa Rica: el caso de la red vial nacional". Serie Programa Visión, PV-04-14, octubre 2014.
5. "Distribución del ingreso en Costa Rica". Serie Programa Visión, PV-01-15, febrero 2015.
6. "La formación dual como una opción al desempleo". Serie Programa Visión, PV-02-15, mayo 2015.
7. "Costa Rica: la sostenibilidad fiscal de una economía endeudada". Serie Programa Visión, PV-03-15, julio 2015.
8. "Políticas para el desarrollo productivo. Experiencias en el caso de banano y ganado bovino". Serie Programa Visión, PV-04-15, noviembre 2015.
9. "El proyecto de reforma del impuesto sobre la renta de la Administración Solís Rivera". Serie Programa Visión, PV-01-16, febrero 2016.
10. "El sector público en Costa Rica: desafíos institucionales y oportunidades de mejoras". Serie Programa Visión, PV-02-16, junio 2016.
11. "El desempleo en Costa Rica: evolución reciente y principales características". Serie Programa Visión, PV-03-16, agosto 2016.
12. "Reglas fiscales: análisis de una propuesta para Costa Rica". Serie Programa Visión, PV-04-16, noviembre 2016.
13. "El sector eléctrico en Costa Rica". Serie Programa Visión, PV-01-17, febrero 2017.
14. "¿Qué produce y cuánto cuesta la educación universitaria estatal en Costa Rica?". Serie Programa Visión, PV-02-17, Mayo 2017.
15. "Gestión y riesgos de la deuda pública de Costa Rica". Serie Programa Visión, PV-03-17, Agosto 2017.