



Análisis económico

El ciclo perverso en el uso de LETES y su solución

Antecedentes

El 13 de noviembre de 2019, el Ministerio de Hacienda (MH) introdujo a la Asamblea Legislativa un petitorio solicitando la autorización para emitir Títulos Valores por la suma de US\$900 millones. El destino de la emisión del nuevo título, sería la cancelación de lo adeudado a corto plazo –conformado por Letras del Tesoro (LETES)–. Con la transacción en sí, si bien se estaría sustituyendo deuda de corto plazo por deuda de mediano a largo plazo, no se estaría garantizando que las finanzas públicas no vuelven a caer en una espiral de aumento en LETES.

La necesidad de cancelar la deuda de corto plazo o pagar la tarjeta de crédito, no es algo nuevo. En los registros recientes, este movimiento se ha realizado en al menos seis ocasiones, y siempre se ha vuelto al mismo resultado. Los hechos muestran que debido al recurrente uso inadecuado de la deuda de corto plazo, las finanzas públicas padecen de un círculo perverso de endeudamiento por medio de LETES.

Un manejo sano de las finanzas pública requiere romper con dicho círculo vicioso, donde nuevos arreglos institucionales limiten el uso de LETES únicamente para descalces temporales de caja, como lo establece la Constitución y que el Estado no siga en la senda de acumularlos para el siguiente periodo, lo cual eventualmente desemboca en sufragar los pagos con una nueva emisión de Eurobono de largo plazo.

Este Análisis económico profundiza en los obstáculos que el uso de las LETES implica para las finanzas públicas y realiza una propuesta puntual para su solución.

El uso recurrente de LETES lleva a un ciclo perverso

Las LETES son instrumentos que tienen como finalidad “cubrir descalces temporales de caja”. Para su utilización, la Constitución de la República manda en su art. 227, inciso 3 que “en el presupuesto se autorizará la deuda flotante en que el Gobierno podrá incurrir, durante cada año, para remediar deficiencias temporales de ingresos”.

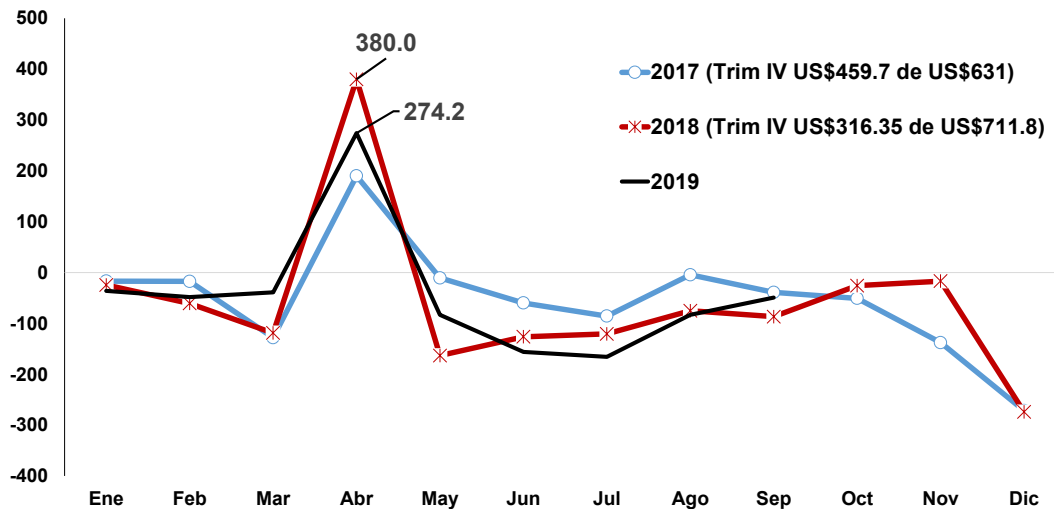
De manera ilustrativa, la gráfica 1 muestra la evolución del saldo de la diferencia entre ingresos y gastos o déficit fiscal mensual; se observa como únicamente durante abril de cada año el sector público registra un superávit, que por ejemplo en 2019 alcanzó US\$274.2 millones. Al examinar la evolución del déficit se advierte que el superávit de abril solventa los déficits de enero y mayo, pero no del resto del ejercicio fiscal.

Al respecto tres aspectos son relevantes. Primero, la mitad del déficit fiscal anual se concentra en el último trimestre; segundo es que la envergadura del déficit entre octubre y diciembre, es más alta que el superávit de abril; y tercero, dado el monto del déficit fiscal, dicho desbalance, debe ser solventado con desembolsos de deuda de carácter “permanente” no temporal.

En la práctica es posible que la gestión incurra en un abuso. Por ejemplo, si los ingresos corrientes, y los ingresos por otras deudas no fueron suficientes para sufragar el exceso de gastos, se toma la decisión política de financiar con LETES, y si durante el siguiente periodo el Estado vuelve a presentar déficits que de nuevo son



Gráfica 1
Evolución mensual del déficit fiscal
(Millones de US\$)



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco Central de Reserva (BCR).

cubiertos con LETES, las finanzas públicas entran en un círculo perverso que va escalando el saldo de LETES.

Si durante un primer periodo el Estado solventó estos gastos con LETES, pero en el segundo periodo, debido a su permanencia, la obligación para el Estado conllevó tanto lo adeudado, como el exceso de gasto que financiar, porque el gasto se vuelve rígido una vez aprobado el presupuesto; y si este saldo no se liquida, se suma al pasivo en LETES. Este ciclo de dependencia, implica que un ejercicio fiscal que incluya un desajuste, donde las LETES financien gasto corriente, afectará los periodos siguientes.

Este ciclo en espiral de ascenso presenta otra agravante. Si los gastos que fueron cubiertos por LETES son permanentes y corresponden a la categoría de "corrientes"; y si las LETES fueron convertidas más adelante en deuda con Eurobonos, los títulos valores de más largo plazo tuvieron como destino al pago de gastos corrientes. Este esquema de financiamiento no es estratégico, porque los títulos de más largo plazo

deberían financiar inversión de la cual se espera un retorno de más largo plazo, para el país.

En palabras más sencillas, si una persona utiliza reiteradamente una tarjeta de crédito y no paga el siguiente mes, el saldo le va a aumentar; cuando es demasiado alto, recurre a hipotecar su casa o algún activo para cancelar; pero cuando la tarjeta estuvo en cero, repitió el mismo vicio, volvió a "topar" la tarjeta y la pagó con una nueva hipoteca; y así reiteradamente.

Este comportamiento no es acorde con el sentido expresado en la Constitución. Conceptualmente, el uso correcto y consistente con el principio de equilibrio presupuestario y el Art. 227, consagrados en la Constitución, manda a que si se utiliza algún título valor a corto plazo o LETES como herramienta para financiar los meses de déficits temporales de caja, se deben cancelar cuando se registren superávits o con pagos del fondo general en el presupuesto del ejercicio fiscal siguiente; evitando así el abuso de este tipo de financiamiento. De esta manera, también se cumple

con el Art. 72 de la Ley Orgánica de Administración Financiera del Estado (Ley AFI) que expresa que su vencimiento no podrá exceder el plazo de 360 días desde la emisión.

El abuso en el financiamiento de LETES ha sumado US\$2,900 millones o el 11.1% del PIB a la deuda pública

Como evidencia de lo anterior, la evolución del saldo de la gráfica 2 muestra varios episodios donde las LETES se acumulan hasta cierto límite, para luego ser cancelados, y posteriormente volver a subir. Tal como la gráfica 2 ilustra, durante 2002 a 2019, las finanzas públicas han padecido de al menos seis ciclos de endeudamiento por LETES, donde su saldo se ha caracterizado por un continuo ascenso.

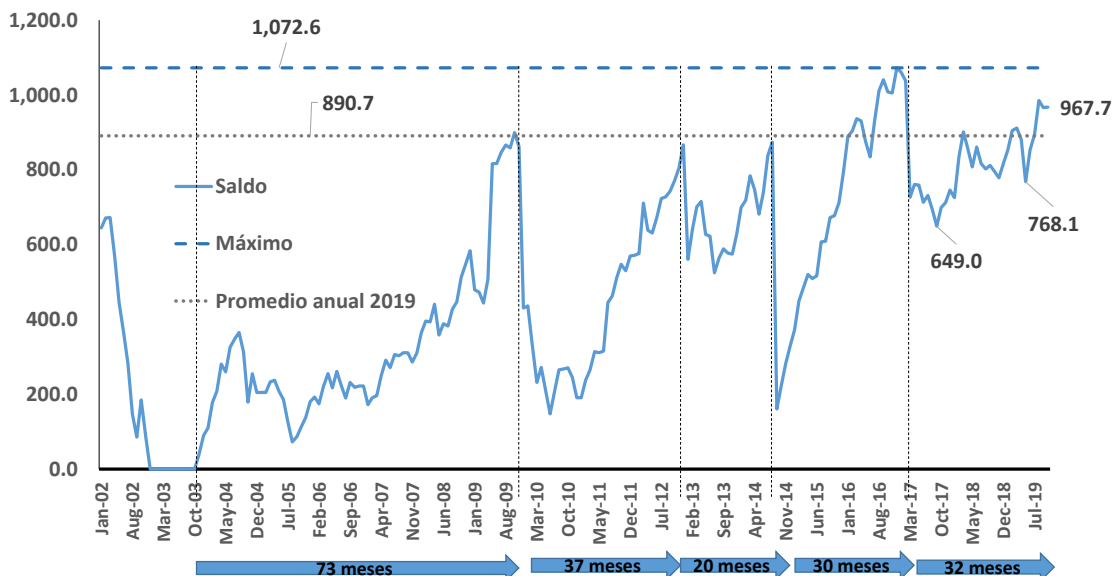
Por ejemplo, el primero aconteció en abril de 2002, el saldo bajó después de una emisión a largo plazo de US\$500 millones; segundo, luego de 73 meses las

LETES se acumularon hasta US\$861 millones que fueron cancelados con la emisión de US\$800 millones¹; tercero, luego de 37 meses se acumularon hasta US\$866.8 millones, y fueron pagados con otra emisión, de la cual US\$400 millones sirvieron para pagar LETES²; cuarto, transcurridos 20 meses, en agosto de 2014 cuando las LETES llegaron a US\$873 millones, se pagaron US\$800 millones; quinto, luego 30 meses, en diciembre de 2016, cuando se acumularon US\$1,072.6 millones, marcando un máximo histórico, se pagaron US\$400 millones en LETES. En la actualidad, han transcurrido 32 meses desde que se pagaron con la última emisión de Eurobonos.

A octubre de 2019 su saldo asciende a US\$967.7 millones, lo cual lo ubica muy cercano al máximo de US\$1,072.6 millones registrado en diciembre de 2016.

- 1 El 25 de mayo de 2009, la Asamblea Legislativa aprobó el decreto 31, y autorizó la emisión de US\$800 millones en la misión de títulos valores, para cancelar deuda de corto plazo.
- 2 Debido a que el 23 de enero de 2013, era posible que ciertos tenedores de bonos anticipadamente pidieran una redención anticipada, de la emisión por US\$800 millones se dispuso que solamente US\$400 millones fueran destinados para transformar deuda de corto plazo a largo plazo, pagando LETES.

Gráfica 2
Evolución del saldo de LETES
(Millones de US\$)



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco Central de Reserva (BCR).



Cada uno de estos ciclos ha concluido con la emisión de un Eurobono o título valor de más plazo para pagar el saldo, una vez estos se han cancelado. En cada ocasión, las finanzas públicas han incurrido en el vicio, y el monto adeudado en LETES ha vuelto a escalar, y nuevamente ha tenido que ser sufragado con la emisión. La moraleja es clara y apunta a que, si el gobierno de turno no cancela las LETES que acumula en un plazo menor de 360 días, por medio de otras fuentes, el Estado se verá en la obligación de continuar emitiendo Eurobonos consecutivamente.

Como muestra el cuadro 1, en total durante los ciclos anteriores, se han sumado al menos US\$2,900 millones a la deuda pública para pagar LETES. En términos de porcentaje en relación con la deuda, el mecanismo ha implicado el 15.7% de la suma total, la cual ascendió a US\$18,420.3 millones en 2018. En relación con el PIB la conversión de deuda de corto plazo a largo plazo alcanzó el 11.13% en 2018.

Las LETES crean un vínculo entre el manejo de las finanzas públicas y el sistema financiero nacional. Uno de los aspectos trascendentes relacionado con el manejo de la deuda de corto plazo, proviene de los inversionistas o los compradores de LETES. Como muestra la gráfica

3, los principales participantes en el mercado de deuda de corto plazo son bancos residentes; de los US\$967 millones que el saldo alcanzó en septiembre de 2019, 62% o US\$600 millones fueron comprados por los bancos, lo cual se ubica muy cercano al máximo de US\$667 millones, que adquirieron dos años atrás.

La tasa de las LETES está influida por varias circunstancias, tales como: la urgencia de liquidez del gobierno, la liquidez del mercado financiero, además del riesgo del instrumento. En relación con esto último, se advierte que en general, entre más alto es el saldo en LETES, la gestión de riesgos de estos instrumentos involucra una mayor tasa de interés (gráfica 4).

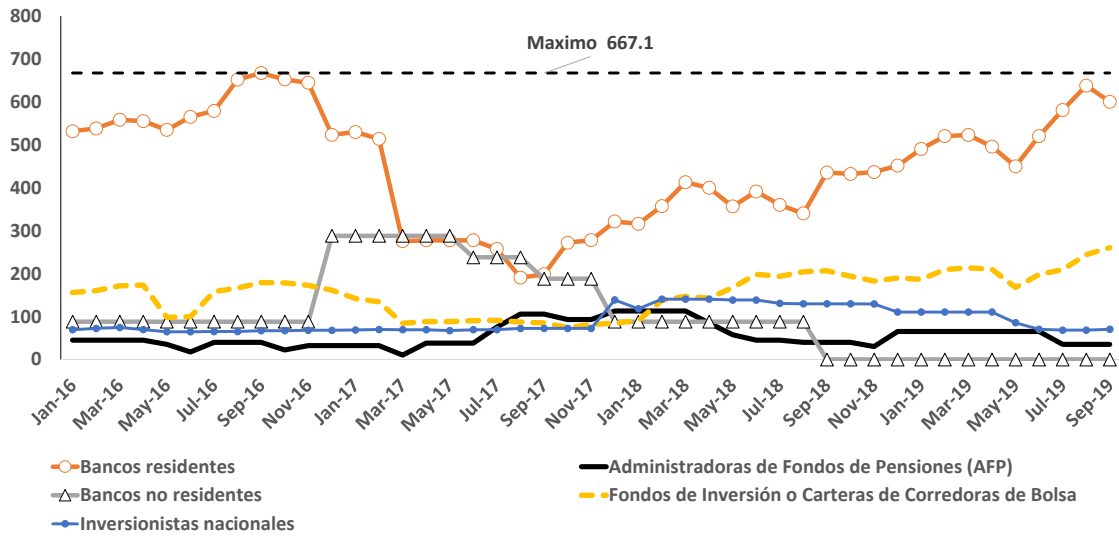
Asimismo, cuando las finanzas públicas atravesaron por momentos críticos, como durante la crisis de 2009 y el impago registrado al fondo de pensiones durante el mes de abril de 2017, la tasa de interés cobrada por el uso de los recursos a un año plazo, incorporó una prima de riesgo más alta de entre 2.4% y 2.3% adicionales. Seguidamente, después que la situación se ha normalizado, la tasa retorna a la tendencia, por ejemplo, al saldo de LETES que alcanzó US\$967.7 millones en octubre de 2019, le corresponde una tasa, en promedio, de 5.1% (gráfica 4).

Cuadro 1
Resumen de emisiones de bonos para el pago de LETES

Fecha de la emisión	Monto de la emisión (US\$ millones)	Vencimiento	Tasa cupón
3 de abril de 2002	500	10 de abril de 2032	8.250%
20 de noviembre de 2009	800	1 de diciembre de 2019	7.375%
5 de diciembre de 2012	400	30 de enero de 2025	5.875%
18 de septiembre de 2014	800	18 de enero de 2027	6.375%
28 de febrero de 2017	400	28 de febrero de 2029	8.625%
Total	2,900		

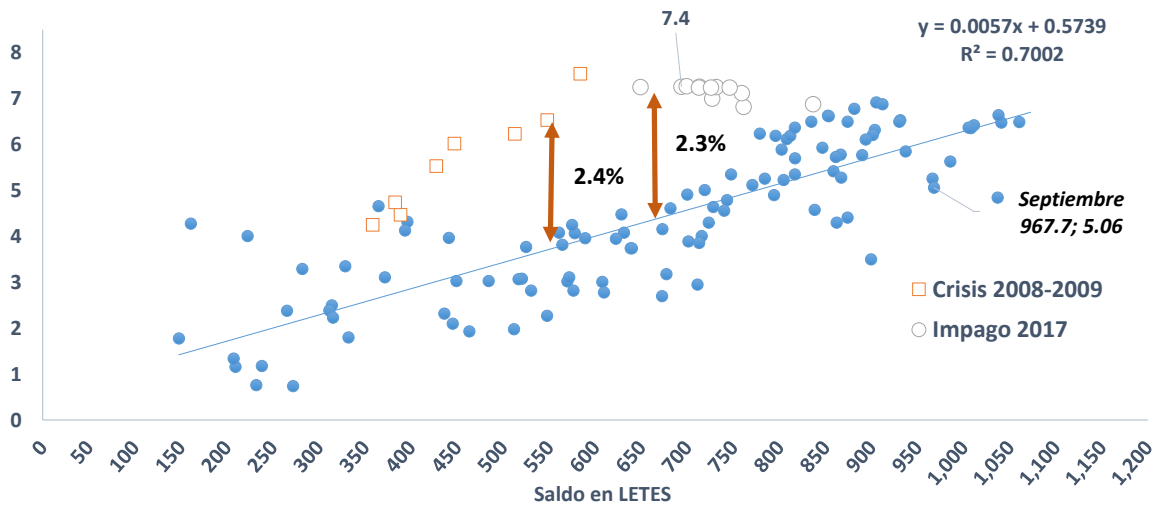
Fuente: Elaboración propia con datos del Ministerio de Hacienda

Gráfica 3
Participantes en el mercado de LETES
(Millones de US\$)



Fuente: Solicitud de información al Ministerio de Hacienda

Gráfica 4
Tasa de interés y prima de riesgo
Tasa promedio en subastas por mes



Fuente: Sistema de Negociación Bursátil y saldo de LETES según BCR, 2005 a abril de 2017.



En contraparte, debido al declive en la tasa de interés en LETES, los recursos que el fisco destinó anualmente para el pago de intereses descendió, desde US\$58.6 millones en 2017, a US\$48.2 millones en 2018³; en términos porcentuales, ello implicó el 7.3% y 5.2%, respectivamente, del monto destinado a intereses por el sector público. Dado los incrementos pronunciados que en ciertos episodios ha registrado la tasa de interés de las LETES, es trascendente que los riesgos a los que se exponen las finanzas públicas sean tutelados con mayor rigor para no provocar un efecto contagio con el resto de la economía, por medio del sistema financiero.

Los riesgos financieros también se reflejan en las continuas operaciones de manejo de vencimientos, que cambian a medida se pagan las LETES anteriores y se colocan nuevos. Por ejemplo, durante 2019 el saldo de LETES aumentó US\$199 millones en 5 meses, pasando de US\$768 en mayo a US\$967.7 millones en octubre, con lo cual también aumentaron los vencimientos en los próximos doce meses; como indica la gráfica 5, con

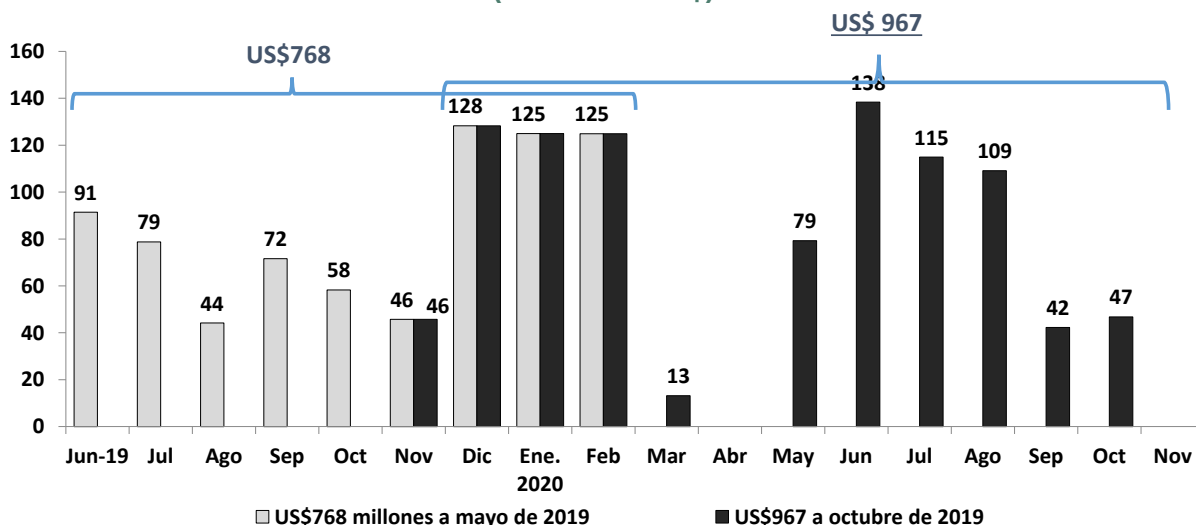
el saldo de octubre de 2019, el vencimiento de junio de 2020 ya no asciende a US\$91.5 millones, sino a US\$138.3 millones, lo cual denota que entre más alto es el saldo de LETES más compleja es la gestión de sus vencimientos.

Al respecto, la pieza de correspondencia que ingresó a la Asamblea Legislativa el 13 de noviembre, donde se solicita la emisión de US\$900 millones en Eurobonos para pagar el saldo de LETES, menciona la necesidad de “reducir presiones de caja fiscal” y “mejorar el perfil de portafolio de la deuda”. No obstante, las circunstancias actuales indican que la opción del Eurobono es más cara, lo cual en cierta medida aumenta la presión en la caja fiscal. La tasa de interés de la más reciente emisión realizada en Eurobonos alcanzó 7.12%⁴, pero es más alta al 5.06% indicado en las subastas de LETES. En términos de monto pagado en intereses, el Eurobono sería más oneroso para el Estado; por ejemplo, US\$900 millones a 7.12% equivaldría a US\$64.1 millones en un año, lo cual es mayor a los US\$48.2 millones cancelados en 2018 por LETES.

3 Información solicitada vía Ley de acceso a la información pública.

4 <https://www.mh.gob.sv/pmh/es/Novidades/11707-El-Salvador-coloca-exitosamente-1097-millones-mercado-internacional.html>

Gráfica 5
Vencimientos mensuales
(Millones de US\$)



Fuente: Elaboración propia con información del Sistema de negociación bursátil

Para evitar abusos, el país necesita cambiar las reglas institucionales que rigen el uso de las LETES antes de aprobar una conversión

Ante esta realidad, para preservar la estabilidad, la verdadera corrección del vicio no se encuentra solamente en disminuir el saldo de LETES con una nueva emisión, sino en modificar las debilidades del entramado

institucionalidad que regula la utilización del instrumento, y estructuralmente ha llevado a su mala gestión.

Las disposiciones legales sobre la gestión de las LETES se encuentran estipuladas en cuatro diferentes cuerpos legales: el Art. 227 de la Constitución de la República; en los artículos 63 y 72 de la Ley AFI; en el Art. 26 de la Ley de Responsabilidad Fiscal (LRF); y en el Art. 4 del Proyecto de la Ley de Presupuesto de 2020 (ver recuadro).

Recuadro Normativa referida a la emisión de Letras del Tesoro (LETES)

1. Constitución de la República de El Salvador (1983)

Artículo 227, inciso tercero: “En el Presupuesto se autorizará la deuda flotante en que el Gobierno podrá incurrir, durante cada año, para remediar deficiencias temporales de ingresos.”

2. Ley Orgánica de Administración Financiera del Estado (1995)

Artículo 63 (sobre las competencias de la Dirección General de Tesorería) literal d): “Emitir Letras del Tesoro, conforme a lo dispuesto en el artículo 72 de esta Ley”.

Artículo 72: “Con el objeto de financiar las deficiencias temporales de la cuenta corriente única del tesoro público, facúltase al Ministerio de Hacienda para que, por medio de la Dirección General de Tesorería, emita Letras del Tesoro cuyo vencimiento no podrá exceder el plazo de 360 días contados desde la fecha de emisión. Las Letras del Tesoro se emitirán por valores nominales pagaderos sin interés; sin embargo, podrán ser negociadas con descuento, de la misma manera que las letras comerciales ordinarias.

En el Presupuesto General del Estado se establecerá el monto anual por el que el gobierno podrá emitir Letras del Tesoro, en concordancia con lo dispuesto en el artículo 227 de la Constitución de la República.”

3. Ley de Responsabilidad Fiscal para la Sostenibilidad de las Finanzas Públicas y el Desarrollo Social (2016)

Artículo 26 (sobre disposiciones transitorias): “En lo relacionado a la deuda flotante, deberán adoptarse las medidas indispensables, a fin de que en el primer año no sea mayor al 20% de los ingresos corrientes una vez colocados y cancelados los saldos de la deuda de corto plazo.

El límite establecido en el inciso anterior podrá modificarse en caso no se aprueben préstamos de apoyo presupuestario, consistentes con el programa establecido en el MFMLP y lo establecido en el Art. 7 de la presente Ley.”

4. Proyecto de Ley de Presupuesto 2020

Art. 4. “Se autoriza al Órgano Ejecutivo en el Ramo de Hacienda para emitir Deuda Flotante de conformidad al Art. 227 de la Constitución de la República, a fin de cubrir deficiencias temporales de ingresos hasta por un monto que no exceda el 30% de los ingresos corrientes.

En consonancia con el Art. 26 de la Ley de Responsabilidad Fiscal para la Sostenibilidad de las Finanzas Públicas y el Desarrollo Social, el Órgano Ejecutivo en el Ramo de Hacienda podrá emitir Deuda Flotante hasta por un monto que no exceda el 20% de los ingresos corrientes una vez que sean colocados y cancelados los saldos de la deuda de corto plazo y se aprueben préstamos de apoyo presupuestario. En cuanto no se cumpla lo dispuesto por este inciso, se aplicará el límite establecido en el primer inciso.”



El Art. 227 de la Constitución establece que en el presupuesto se autoriza al gobierno el monto de deuda flotante en el que se podrá incurrir cada año para remediar deficiencias temporales de ingresos; sin embargo, la evidencia presentada anteriormente muestra que la legislación secundaria permite que las LETES satisfagan el fin establecido en la Constitución, pero también, permite un mecanismo por medio del cual el Estado financia parte del déficit fiscal con este instrumento financiero, en lugar de hacerlo por la vía de empréstitos voluntarios como se establece en el Art. 148 de la Constitución.

El Art. 72 de la Ley AFI instaura el objeto de la deuda flotante –financiar deficiencias temporales de la cuenta corriente única del tesoro público–, faculta al Ministerio de Hacienda para que se emitan las LETES y establece: el plazo máximo, la modalidad de la emisión y regula que en el presupuesto se autorice el monto que se podrá emitir. Aunque el objeto del instrumento financiero LETES está claramente establecido, el artículo carece de mecanismos que aseguren el cumplimiento exclusivo de este objetivo.

En tal sentido, FUSADES (2018) propuso lo siguiente en relación con las LETES: “para evitar un uso desmesurado, se propone introducirle más transparencia, incorporando una norma que obligue al Ministerio de Hacienda, a declarar en cada emisión cuál será el uso de los fondos captados y con cuáles recursos se van a pagar a su vencimiento, así como cuánto será su costo de intereses, y los saldos emitidos deberían liquidarse cada año, a más tardar en mayo”⁵.

Después de la creación de la Ley AFI de 1995, las redacciones de los artículos que autorizan la emisión de LETES han determinado el monto como un porcentaje de los ingresos corrientes del Estado, pero con algunas variantes. Para una visualización completa al respecto, se consultaron cada uno de los artículos aprobados en

los presupuestos desde 1990 hasta el contenido en el proyecto para 2020; los cuales pueden consultarse en el anexo 1 de este Análisis. En el primer año, 1996, se estableció que sería el 30% del promedio de los ingresos corrientes de los tres ejercicios fiscales anteriores. En 1997 también se mantuvo el 30% del promedio de los ingresos corrientes de los tres ejercicios fiscales anteriores. En 1998 no hay artículo autorizando la emisión de LETES. En 1999 y 2000 se subió el porcentaje a 40%, con el mismo multiplicador que en 1996. En 2001, se elevó a 60%, y el multiplicador se cambió simplemente a ingresos corrientes, ya no el promedio de los tres ejercicios anteriores. Desde 2002 a 2014 se mantuvo en 40% de los ingresos corrientes. En 2016 se reconoció, implícitamente, que un 40% de los ingresos corrientes era muy alto, y se bajó a 30%, y así se ha mantenido hasta la fecha⁶.

En noviembre de 2016, el Art. 26 de la LRF trata de solventar el problema, reconociendo nuevamente, de manera tácita, que 30% de los ingresos corrientes es un límite muy alto para emitir LETES; por tanto, establece que el límite deberá bajarse a 20%, pero con la condición que se cancelen los saldos de la deuda de corto plazo, y con la posibilidad que estos límites se cambien si no se aprueban los préstamos de apoyo presupuestario.

El Art. 26 de la LRF tiene varias debilidades. En primer lugar, continúa aplicando un mecanismo que ya está comprobado que no es suficiente para garantizar que se cumpla el objetivo que establece el Art. 227 de la Constitución. Si en el presupuesto votado para 2019 se calcula el 30% de los ingresos corrientes, se obtiene un límite legal de US\$1,455 millones; sin embargo, este monto es demasiado alto (gráfica 5). Según los flujos mensuales de ingresos menos gastos, el máximo que el Estado podría pagar se obtiene del superávit que todos los años se registra en abril, el cual, en el ejercicio fiscal de 2019 alcanzó US\$274.2 millones (gráfica 1), quedando un cupo de US\$1,181 millones, para el que no

5 FUSADES (2018). *Progresando en el nuevo milenio, elementos para un plan de desarrollo*. Pág. 94. <http://fusades.org/node/7710>

6 Información obtenida de la Ley de Presupuesto aprobada desde 1990 hasta 2019, y el proyecto de Ley de Presupuesto 2020.

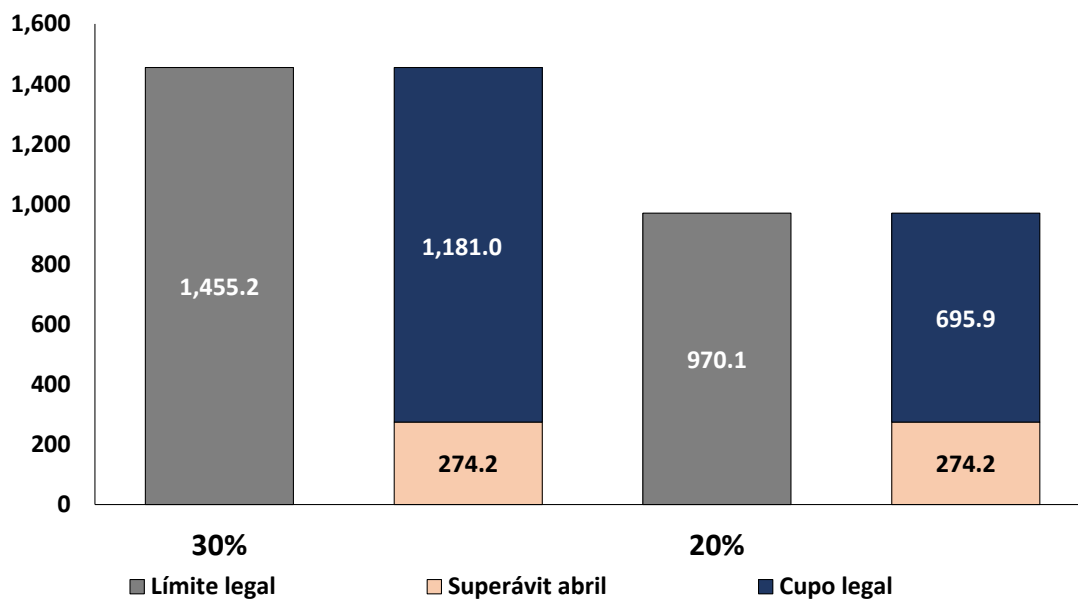
se tendrían recursos con qué pagar. Si se bajara el límite a 20%, el problema persistiría, pues el límite máximo habría sido US\$970.1 millones, lo cual es todavía muy alto en relación con la capacidad que tendría el Estado para pagarlos durante el ejercicio fiscal (gráfica 6).

Una manera alternativa para distinguir entre la emisión para el financiamiento del déficit por descalce permanente, y el monto que el fisco realmente requiere para descalces temporales, es restar de los montos emitidos en un año, las operaciones de vencimientos de LETES, y el incremento del saldo; luego, es posible sopesar este monto como porcentaje de los ingresos corrientes. Como se obtiene del anexo 2, al sumar las emisiones de los últimos doce meses, entre noviembre de 2018 y octubre de 2019, se obtienen US\$1,088.2 millones, y el saldo a octubre de 2018 era de US\$795 millones, lo cual implica que US\$292.5 millones no fueron para vencimientos; por otro lado, entre octubre de 2018 y octubre de 2019 el saldo aumentó US\$172 millones, financiando la parte permanente del déficit fiscal, para lo cual la herramienta no está diseñada. Al

restar de los US\$292.5 millones los US\$172 millones, se alcanza una cifra de descalce temporal de US\$120.4 millones, lo que en relación con los US\$4,850.6 millones de ingresos corrientes representa el 2.5%, mucho menor al 30% actual y al 20% establecido en la LRF.

Los datos de 2018 indican un monto incluso menor. El apoyo presupuestario que las LETES brindaron al flujo de caja es público y ascendió a US\$70.5 millones; el monto surge de lo indicado en el Art. 20 de la LRF que manda al MH publicar anualmente “los flujos de caja del tesoro público, una vez termine el ejercicio fiscal en vigencia y una vez rendido el informe de ejecución presupuestaria”, tal cual se plasma en el anexo 3 de este documento, ingresaron a la caja US\$770.7 millones, pero se amortizaron US\$700.2 millones, con lo cual el fisco captó, por medio de LETES únicamente US\$70.5 millones, lo que significan 1.5% de los ingresos corrientes. De hecho, empleando los datos de 2019, al total emitido se quita el saldo de diciembre y la variación interanual, se alcanzan US\$68 millones.

Gráfica 6
Ilustración sobre la aplicación del artículo 4 del presupuesto 2019
(Millones de US\$)



Fuente: Elaboración propia



Una segunda debilidad del Art. 26 de la LRF es la ambigüedad de la redacción, cuando pone la condición: “una vez colocados y cancelados los saldos de deuda de corto plazo”, pero no dice qué es lo que se va a colocar. Se puede inferir que se refiere a la emisión de un bono de largo plazo, pero una ley no puede quedar sujeta a la inferencia, sino que debe ser clara. También, se hace mención de la cancelación de los saldos, pero no establece que es la totalidad. El decreto enviado a la Asamblea Legislativa por el Ministerio de Hacienda solicita la emisión de un bono de US\$900 millones para pagar dicha deuda, pero el saldo a octubre de 2019 era de US\$967.7 millones.

La tercera debilidad, también de redacción, es que el segundo inciso del Art. 26 de la LRF abre la posibilidad de modificar el límite si no se aprueban los préstamos de apoyo presupuestario, consistentes con el programa establecido en el Marco Fiscal de Mediano y Largo Plazo (MFMLP) y lo establecido en el Art. 7 de la misma ley. Si el Proyecto de Presupuesto trae un préstamo de apoyo presupuestario, la única manera que la Asamblea Legislativa dé su visto bueno al presupuesto es con la aprobación de un préstamo que requiere mayoría calificada; por tanto, si la Asamblea Legislativa no aprueba el préstamo, tampoco podría aprobar el presupuesto, y, tampoco estaría aprobando el Art. 4 del Proyecto de Presupuesto.

Conclusiones

Como se hizo hincapié, durante cada ciclo, los gobiernos de turno, recurrieron a LETES para sufragar gastos corrientes o permanentes, dejando saldos para el siguiente periodo. De manera habitual el nuevo proyecto de presupuesto no incluye los pagos de los vencimientos de LETES emitidos previamente. Esto es relevante, en tanto en su génesis, el ciclo perverso inicia ante un desajuste entre ingresos y gastos corrientes que

es sufragado vía LETES, pero que no son cancelados durante el siguiente periodo, y no son incluidos en el presupuesto porque no existe una normativa que indique que estos pagos deben ser cubiertos con recursos del presupuesto siguiente.

La historia reciente muestra que solo con la emisión de un nuevo Eurobono para cancelar la deuda de corto plazo, con el acompañamiento de la normativa que regula el uso de LETES no es suficiente para mejorar la situación financiera del Estado y contener el riesgo de contagio con otros aspectos de la economía. Sin la especificación de una fuente de pago, al cubrir déficits mensuales con esta herramienta, y sin voluntad política de restringir el uso de LETES únicamente a descalces temporales, la acumulación de pasivos de corto plazo solamente aumentará. Para corregir de raíz el ciclo perverso, es necesario modificar las reglas institucionales que rigen el uso de las LETES antes de aprobar una reestructuración.

Recomendaciones

Para romper con el ciclo perverso en el uso de las LETES, el país requiere:

1. Adicionar un inciso al art. 72 de la ley AFI, para que la Dirección General de Tesorería declare la fuente de los recursos para los pagos de las LETES que vencen en un año fiscal y que el Ministerio de Hacienda incluya en el proyecto de presupuesto general de la nación los pagos de LETES que se venzan en el ejercicio fiscal posterior al que fueron emitidos.
2. Conforme con los cálculos realizados en este análisis, reducir el límite de emisión de LETES **desde el 30% al 5%** de los ingresos corrientes.

Para cumplir con esta propuesta se proponen las siguientes reformas legales concomitantes a la ley AFI, LRF y Proyecto de Presupuesto:

REFORMA A LA “LEY ORGÁNICA DE ADMINISTRACIÓN FINANCIERA DEL ESTADO”

Art. 1.– Adiciónase en el Art. 72 un tercer inciso, de la manera siguiente:

“La Dirección General de Tesorería deberá informar al público la fuente de recursos con los que se honrarán los pagos al vencimiento de los saldos de Letras del Tesoro que vencen en el mismo ejercicio fiscal en que fueron emitidos; y el Ministerio de Hacienda deberá incluir en el Proyecto de Ley del Presupuesto General del Estado la totalidad de los saldos de Letras del Tesoro que vencen en el ejercicio fiscal posterior al que fueron emitidos, para su pago con recursos del fondo general.”

Art. 2.– el presente Decreto entrará en vigencia el día _____, previa su publicación en el Diario Oficial.

REFORMA A LA “LEY DE RESPONSABILIDAD FISCAL PARA LA SOSTENIBILIDAD DE LAS FINANZAS PÚBLICAS Y EL DESARROLLO SOCIAL”

Art. 1.– Sustitúyese el Art. 26, de la manera siguiente:

“En lo relacionado con la deuda flotante para financiar deficiencias temporales de ingresos, deberán adoptarse las medidas indispensables, a fin de que la emisión de Letras del Tesoro no exceda el 5% de los ingresos corrientes, una vez sea cancelado el saldo de Letras del Tesoro por US\$900 millones. Dicho saldo se pagará con los recursos provenientes de la emisión de bonos de largo plazo que se autoriza, por esta única vez para esta finalidad.”

Art. 2.– el presente Decreto entrará en vigencia el día _____, previa su publicación en el Diario Oficial.

MODIFICACIÓN AL “PROYECTO DE LEY DE

PRESUPUESTO GENERAL DEL ESTADO 2020”

Redactar de la siguiente manera, el artículo 4 del proyecto de presupuesto 2020:

Art. 4.– “Se autoriza al Órgano Ejecutivo en el Ramo de Hacienda para emitir Deuda Flotante de conformidad al Art. 227 de la Constitución de la República, a fin de cubrir deficiencias temporales de ingresos hasta por un monto que no exceda el 5% de los ingresos corrientes.

Para cada emisión, la Dirección General de Tesorería deberá informar al público la fuente de recursos con los que se honrarán los pagos al vencimiento de los saldos de Letras del Tesoro que vencen en este mismo ejercicio fiscal. El Ministerio de Hacienda deberá incluir en el Proyecto de Ley del Presupuesto General del Estado del siguiente ejercicio fiscal, la totalidad de los saldos de Letras del Tesoro que vencen en ese ejercicio fiscal, financiados a cargo del fondo general.”

3. Realizando los cambios anteriores, aprobar la propuesta de decreto del Ministerio de Hacienda para una emisión de US\$900 millones.

Si no se aprueban las reformas señaladas en el punto 1 y 2, o algo similar, que corrija las falencias de la legislación actual, la aprobación del bono por US\$900 millones no es conveniente, ya que el costo anual de los intereses será más alto, –US\$67 millones–, que el actual –de US\$48 millones– y porque se repetirá el mismo ciclo de endeudamiento perverso que ya se tiene, como se demuestra en esta publicación. Si se aprueban las reformas del punto 1 y el bono de US\$900 millones, el costo de intereses será también mayor, pero el beneficio que se gana es doble; primero, se reduce el riesgo de iliquidez en caso de una parada súbita (*sudden stop*) de financiamiento, porque los bonos vencen a un plazo más largo; y segundo, se camina en la dirección correcta de mayor sostenibilidad en las finanzas públicas, que le traerá mayores beneficios al país, incluso la posibilidad en el futuro de conseguir financiamiento a tasas más bajas de interés.



Anexo 1

Redacciones de artículos referentes a deuda flotante en presupuestos

2020	<p>Art. 4. Se autoriza al Órgano Ejecutivo en el Ramo de Hacienda para emitir Deuda Flotante de conformidad al Art. 227 de la Constitución de la República, a fin de cubrir deficiencias temporales de ingresos hasta por un monto que no exceda el 30% de los ingresos corrientes.</p> <p>En consonancia con el Art. 26 de la Ley de Responsabilidad Fiscal para la Sostenibilidad de las Finanzas Públicas y el Desarrollo Social, el Órgano Ejecutivo en el Ramo de Hacienda podrá emitir Deuda Flotante hasta por un monto que no exceda el 20% de los ingresos corrientes una vez que sean colocados y cancelados los saldos de la deuda de corto plazo y se aprueben préstamos de apoyo presupuestario. En cuanto no se cumpla lo dispuesto por este inciso, se aplicará el límite establecido en el primer inciso.</p>
2019, 2018	<p>Art. 4. Se autoriza al Órgano Ejecutivo en el ramo de Hacienda para emitir Deuda Flotante de conformidad al artículo 227 de la Constitución de la República, a fin de cubrir deficiencias temporales de ingresos hasta por un monto que no exceda el 30% de los ingresos corrientes.</p> <p>En consonancia con el artículo 26 de la Ley de Responsabilidad Fiscal para la Sostenibilidad de las Finanzas Públicas y el Desarrollo Social, el Órgano Ejecutivo en el Ramo de Hacienda podrá emitir Deuda Flotante hasta por un monto que no exceda el 20% de los ingresos corrientes una vez que sean colocados y cancelados los saldos de la deuda de corto plazo y se aprueben préstamos de apoyo presupuestario. En cuanto no se cumpla lo dispuesto por este inciso, se aplicará el límite establecido en el primer inciso.</p>
2017	<p>Art. 5. Se autoriza al Órgano Ejecutivo en el ramo de Hacienda para emitir Deuda Flotante de conformidad al Art. 227 de la Constitución de la República, a fin de cubrir deficiencias temporales de ingresos hasta por un monto que no exceda el 30% de los ingresos corrientes.</p> <p>En consonancia con el artículo 26 de la Ley de Responsabilidad Fiscal para la Sostenibilidad de las Finanzas Públicas y el Desarrollo Social, el Órgano Ejecutivo en el Ramo de Hacienda podrá emitir Deuda Flotante hasta por un monto que no exceda el 20% de los ingresos corrientes una vez que sean colocados y cancelados los saldos de la deuda de corto plazo y se aprueben préstamos de apoyo presupuestario. En cuanto no se cumpla lo dispuesto por este inciso, se aplicará el límite establecido en el primer inciso.</p>
2016, 2015	<p>Art. 6. Se autoriza al Órgano Ejecutivo en el Ramo de Hacienda para emitir Deuda Flotante de conformidad al Art. 227 de la Constitución de la República, a fin de cubrir deficiencias temporales de ingresos hasta por un monto que no exceda el 30% de los ingresos corrientes.</p>

2014, 2013, 2012, 2011, 2010, 2009, 2008, 2007, 2006, 2005, 2004, 2003, 2002	Art. 5 (o 7, u 8, o 9). Se autoriza al Órgano Ejecutivo en el Ramo de Hacienda para emitir Deuda Flotante de conformidad al Art. 227 de la Constitución de la República, a fin de cubrir deficiencias temporales de ingresos hasta por un monto que no exceda el 40% de los ingresos corrientes.
2001	Art. 7. Se autoriza al Órgano Ejecutivo en el Ramo de Hacienda para emitir Deuda Flotante de conformidad al Art. 227 de la Constitución de la República, a fin de cubrir deficiencias temporales de ingresos hasta por un monto que no exceda el 60% de los ingresos corrientes.
2000	Art. 7. Se autoriza al Órgano Ejecutivo en el Ramo de Hacienda para emitir Deuda Flotante de conformidad al Art. 227 de la Constitución de la República, a fin de cubrir deficiencias temporales de ingresos hasta por un monto que no exceda al 40% del promedio anual de los Ingresos Corrientes percibidos durante los tres ejercicios anteriores.
1999	Art. 9. De conformidad a lo establecido en el Art. 227 de la Constitución de la República, se autoriza al Órgano Ejecutivo en el Ramo de Hacienda, para emitir letras del tesoro de corto plazo, para cubrir deficiencias temporales de ingresos, hasta por un monto que no exceda al 40% del promedio anual de los Ingresos Corrientes percibidos durante los tres ejercicios fiscales anteriores.
1998	En el presupuesto aprobado de este año no se hace referencia a la emisión de deuda de corto plazo.
1997	Art. 11. De conformidad con lo establecido en el Art. 227, inciso tercero, de la Constitución de la República, relativo a la deuda flotante, se autoriza al Órgano Ejecutivo en el Ramo de Hacienda para contratar préstamos a corto plazo a fin de cubrir deficiencias temporales de ingresos, hasta por un monto que no exceda al 30% del promedio anual de los ingresos corrientes percibidos durante los tres ejercicios fiscales anteriores.
1996	Art. 9. De conformidad a lo establecido en el Art. 227, inciso tercero de la Constitución de la República, relativo a la deuda flotante, se autoriza al Órgano Ejecutivo en el Ramo de Hacienda, para contratar préstamos a corto plazo a fin de remediar deficiencias temporales de ingresos, hasta por un monto que no exceda al 30% del promedio anual de los Ingresos Corrientes percibidos durante los tres ejercicios fiscales anteriores.
1995, 1994, 1993, 1992	En el presupuesto aprobado de este año no se hace referencia a la emisión de deuda de corto plazo o deuda flotante.
1991, 1990	Art. 2.- No obstante lo dispuesto en el Art. 59 de la Ley Orgánica de Presupuestos y en los artículos 38 y 39 de las Disposiciones Generales de Presupuestos, la Deuda Flotante no podrá ser mayor a un 10% del cálculo y determinación establecida en los referidos artículos.

Fuente: Recopilación de leyes generales de Presupuestos de la Nación.



Anexo 2
Informe de colocación, pagos y saldos de LETES
Período: 2017-2018
(En miles de dólares de los Estados Unidos de América)

Período	MONTO			
	Saldo anterior	Colocado	Pagado	Saldo
	(1)	(2)	(3)	(1+2-3)
2017	1,072,556.50	778,549.90	1,105,275.20	745,831.20
Ene	1,072,556.50	72,968.70	85,325.90	1,060,199.30
Feb	1,060,199.30	51,410.00	74,032.30	1,037,577.00
Mar	1,037,577.00	0.00	310,615.30	726,961.70
Abr	726,961.70	34,100.00	0.00	761,061.70
May	761,061.70	0.00	2,000.00	759,061.70
Jun	759,061.70	4,050.00	50,000.00	713,111.70
Jul	713,111.70	120,328.00	102,104.50	731,335.20
Ago	731,335.20	92,668.00	130,430.00	693,573.20
Sep	693,573.20	117,433.00	162,000.00	649,006.20
Oct	649,006.20	85,825.00	35,550.00	699,281.20
Nov	699,281.20	66,458.30	53,217.20	712,522.30
Dic	712,522.30	133,308.90	100,000.00	745,831.20
2018	745,831.20	883,788.90	813,020.70	816,599.40
Ene	745,831.20	61,793.00	81,947.90	725,676.30
Feb	725,676.30	156,132.00	45,335.00	836,473.30
Mar (*)	836,473.30	64,588.00	0.00	901,061.30
Abr	901,061.30	0.00	45,200.00	855,861.30
May	855,861.30	25,910.00	73,927.20	807,844.10
Jun	807,844.10	77,229.00	24,050.00	861,023.10
Jul	861,023.10	70,686.50	114,876.90	816,832.70
Ago	816,832.70	36,394.20	51,132.00	802,094.90
Sep	802,094.90	117,311.00	107,825.00	811,580.90
Oct	811,580.90	58,957.00	74,885.00	795,652.90
Nov	795,652.90	45,833.10	63,028.30	778,457.70
Dic	778,457.70	168,955.10	130,813.40	816,599.40
2019	8,833,027.40	873,378.70	722,257.00	967,721.10
Ene	816,599.40	133,003.00	97,065.00	852,537.40
Feb	852,537.40	128,389.00	76,017.00	904,909.40
Mar	904,909.40	68,100.90	61,338.00	911,672.30
Abr	911,672.30	0.00	30,500.00	881,172.30
May	881,172.30	0.00	113,109.00	768,063.30
Jun	768,063.30	176,692.00	91,450.80	853,304.50
Jul	853,304.50	118,839.10	78,727.00	893,416.60
Ago	893,416.60	136,094.70	44,162.20	985,349.10
Sep	985,349.10	52,260.00	71,606.00	966,003.10
Oct	966,003.10	60,000.00	58,282.00	967,721.10
Nov				
Dic				

 Fuente: http://www.transparenciafiscal.gob.sv/ptf/es/PTF2-Ingresos.html#spy_LETESFLU00001

Anexo 3

Ejecución del flujo de caja 2018

(US\$ millones)

Flujos de caja de ejecución					Flujos de financiamiento							
Saldo Inicial	Ingresos	Salidas (menos amortización LETES)	Amortización LETES	Saldo de caja	Fondos ajenos	LETES	Bonos	Bonos	Crédito puente	Saldo final	Apoyo a Caja por LETES	
Ene	30.4	419.5	466.5	77.7	-94.3	-32.6	57.7		96.9	27.7	-19.9	
Feb	27.6	352.6	442.4	42.9	-105.1		147.2			42.1	104.3	
Mar	42.2	376.1	444.7		-26.5		60.9			34.4	60.9	
Abr	34.4	476.2	413.3	42.4	54.8	-3.3				51.5	-42.4	
May	51.6	610.5	501.5	70.0	90.5	-6.0	24.5			109.0	-45.5	
Jun	109.0	359.5	460.9	22.6	-14.9		73.1			58.1	50.5	
Jul	58.1	400.1	488.4	86.7	-116.9		45.4	98.8		27.4	-41.3	
Ago	27.4	381.2	437.6	47.8	-76.8	7.5	34.5	81.3	71.2	-71.2	46.5	-13.3
Sep	46.5	365.9	410.4	100.6	-98.6	-3.8	110.9	75.8		84.3	10.3	
Oct	84.3	367.4	412.1	69.9	-30.3	-11.7	55.5	30.1	96.9	-96.9	43.6	-14.4
Nov	43.6	357.2	375.3	54.5	-28.9		38.6	26.7		36.4	-15.8	
Dic	36.4	405.8	508.5	85.1	-151.3	59.3	122.2	26.3		56.5	37.2	
Totales	591.5	4872.0	5361.8	700.2	-598.4	9.4	770.7	339.1	168.0	-71.2	617.6	70.5

Fuente: <http://www.transparenciafiscal.gob.sv/downloads/pdf/700-DPEF-IF-2019-21205.pdf>



Edificio FUSADES, Bulevar y Urb. Santa Elena,
Antiguo Cuscatlán, La Libertad, El Salvador
(503) 2248-5600 www.fusades.org

