



## Posición institucional

# Propuesta para romper el ciclo perverso en el uso de LETES

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, para pagar esa cantidad en Letras del Tesoro (LETES). La necesidad de cancelar la deuda de corto plazo o pagar la tarjeta de crédito, no es algo nuevo. Durante 2002 a 2019, las finanzas públicas han padecido de al menos seis ciclos de endeudamiento por LETES; sumado US\$2,900 millones a la deuda pública. En relación con la deuda pública, –US\$18,420.3 millones en 2018–, este mecanismo implicó el 15.7% del total, y en relación con el PIB alcanzan 11.13%<sup>1</sup>.

El ciclo en espiral de ascenso padece de problemas. Si los gastos que fueron cubiertos por LETES son permanentes, y estos gastos 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 el 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<sup>2</sup>.

También, las LETES crean un vínculo entre el manejo de las finanzas públicas y el sistema financiero nacional. 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, 62% o US\$600 millones fueron comprados por los bancos.

Aunque la tasa de las LETES está influenciada por la urgencia de liquidez del gobierno y la liquidez del mercado financiero, también es determinada por el 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.

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, el riesgo fiscal es mayor y el Estado se ve en la obligación de continuar emitiéndolas. Además, también debido a que la tasa de interés de las LETES ha percibido incrementos pronunciados<sup>3</sup>, 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.

1 Para una revisión más extensa, consultar el Análisis económico 46 “El ciclo perverso en el uso de LETES y su solución”. Departamento de Estudios Económicos de FUSADES. Diciembre de 2019.

2 FUSADES, Posición Institucional No. 85 “Valoración sobre los tipos de deuda ¿Conviene seguir emitiendo Eurobonos y más deuda? Departamento de Estudios Económicos de FUSADES. Agosto de 2019.

3 En los momentos en que las finanzas públicas atraviesan problemas, como la crisis de 2009 y el impago registrado con el fondo de pensiones durante 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.



## El país necesita cambiar las reglas institucionales que rigen el uso de las LETES antes de aprobar otra conversión

Ante lo anterior, para preservar la estabilidad, la verdadera corrección del vicio no se encuentra solamente en disminuir su saldo con una nueva emisión, sino en modificar las debilidades del entramado institucionalidad que regula la utilización del instrumento, y estructuralmente han dado cabida a su mala gestión. Con el agravante que, en estos momentos, el Eurobono es una opción más cara; la tasa de interés de la reciente emisión realizada en Eurobonos alcanzó 7.12%<sup>4</sup>, la cual es mayor que el 5.06% indicado en las subastas de LETES.

Las disposiciones legales sobre la gestión de LETES se encuentran estipuladas en cuatro cuerpos legales: el Art. 227 de la Constitución de la República; en los artículos 63 y 72 de la Ley Orgánica de Administración Financiera del Estado (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.

Está comprobado que el Art. 4 del presupuesto 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. Ilustrativamente, 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, quedando un cupo de US\$1,181 millones, para el que no se tendrían recursos con qué pagar.

Si se bajara al 20% de los ingresos corrientes, el problema persistiría, pues el límite máximo sería US\$970.1 millones, lo cual es todavía muy alto en relación con la capacidad para sufragarlos durante el ejercicio fiscal.

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

La situación de las LETES es compleja. Por un lado, su saldo, que alcanza US\$967 millones, requerirá de emisiones continuas; sin embargo, por otro lado, el déficit fiscal y la caja fiscal si bien registran descalces temporales, también adolecen de descalces permanentes, que han sido sufragados con emisiones recurrentes de Eurobonos.

Una manera alternativa para distinguir entre la emisión por las LETES que van venciendo, 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. Al sumar las emisiones de los últimos doce meses, entre noviembre de 2018 y octubre de 2019, se obtiene 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 2.5%, mucho menor que el 30% actual y al 20% establecido en la LRF.

## 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 el mismo 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, 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 con el 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, para su pago con recursos 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<sup>5</sup>–, que el actual –de US\$48 millones<sup>6</sup>– y porque se repetirá el mismo ciclo de endeudamiento perverso que ya se tiene, como se demuestra en esta publicación.

<sup>5</sup> Por ejemplo, US\$900 millones a 7.12% equivaldría a US\$64.1 millones

<sup>6</sup> Información solicitada por medio de la Ley de acceso a la información pública.

Si se aprueban las reformas legales 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.



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