



## Posición institucional

# Presupuesto, Letes y los problemas de liquidez<sup>1</sup>

## Antecedentes

En los últimos años han sido cada vez más evidentes los problemas de liquidez del gobierno, en la medida que las finanzas públicas se han ido debilitando, sobre todo a partir de 2008 con el ensanchamiento de la brecha fiscal y el rápido crecimiento de la deuda.

Los problemas de liquidez, cuando son consecuencia de un desajuste fiscal que no es temporal, tienen un costo alto para el crecimiento y el bienestar. Se pierde la estabilidad macroeconómica, lo que resta competitividad y aumenta el riesgo país, para el gobierno y los ciudadanos el financiamiento se hace más caro y hay menos oportunidades de empleo<sup>2</sup>. Además, los atrasos en el pago a proveedores también afectan a las empresas, especialmente pequeñas y medianas, al restarles capital de trabajo.

En el caso de El Salvador, los problemas de liquidez están asociados con un manejo no adecuado de las finanzas públicas que se gesta desde la forma como se elabora el Presupuesto General de la Nación, donde se omiten o subestiman gastos<sup>3</sup> y sobrestiman ingresos, lo que facilita incurrir en un exceso de gasto corriente para el que no hay financiamiento. Cuando falta el efectivo se recurre a deuda de corto plazo (Letras del Tesoro, Letes) para pagar gasto corriente permanente, lo que

<sup>1</sup> Para profundizar más sobre este tema ver el Análisis económico 17 "Los problemas de liquidez del gobierno", mayo de 2014. FUSADES.

<sup>2</sup> A largo plazo, déficits altos por varios años implican un aumento sostenido de la deuda, lo que puede llevar a una situación de insostenibilidad de la misma y a una crisis fiscal, con graves consecuencias sociales, económicas, políticas y de gobernabilidad.

<sup>3</sup> Uno de los gastos más importantes que no se incluyen o se subestiman, año con año, son las devoluciones de impuestos; además, también se subestiman los subsidios generalizados, y se termina gastando significativamente más de lo presupuestado en bienes y servicios.

es contrario a lo que establece la Constitución de la República en el artículo 227, de que esta deuda servirá para financiar descalces temporales de ingresos.

La emisión de Letes no necesita autorización de la Asamblea Legislativa<sup>4</sup> y pueden usarse más discrecionalmente, ya que no hay proyectos o fines específicos asociados a estos fondos, a diferencia de los empréstitos para proyectos determinados, que además requieren de mayoría calificada en la Asamblea Legislativa.

La experiencia pasada muestra que cuando el saldo de Letes llega a un monto alrededor de US\$800 millones, por las condiciones de mercado de estos títulos, se debe emitir deuda de largo plazo para reducir la de corto plazo. Esto permite que el gobierno pueda volver a ocupar estos instrumentos, generándose un círculo vicioso que lleva a más endeudamiento para gasto corriente, sin que se resuelvan los problemas de efectivo en forma permanente. Se genera un círculo vicioso que lleva a una trampa de desfinanciamiento.

## Señales de problemas de liquidez

Algunos de los indicadores de que hay problemas de falta de efectivo son: a) depósitos en el sistema financiero que se mantienen más bajos en relación con el promedio histórico<sup>5</sup>; b) saldo de la deuda de corto plazo que aumenta sostenidamente; y, c) atrasos en el pago a proveedores y en las asignaciones de fondos a dependencias o municipios, entre otros.

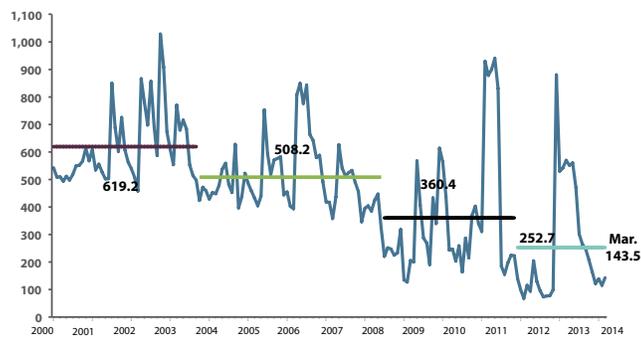
<sup>4</sup> Lo que la Asamblea Legislativa autoriza es el techo de la emisión de Letes para un año, que se establece en el Presupuesto General de la Nación.

<sup>5</sup> Los depósitos bajos también pueden indicar más eficiencia en el uso de recursos. Sin embargo, en un contexto con indicios de que el gobierno no dispone del efectivo necesario, lo más probable es que la contracción de los depósitos esté relacionada con este problema.

- **Depósitos**

Los depósitos del gobierno en el Banco Central de Reserva (BCR) muestran una tendencia gradual a reducirse desde 2004, lo que se acentúa a mediados de 2008, profundizándose luego a finales de 2011 y, sobre todo, a partir de 2012 (gráfica 1). En febrero de 2012 el monto de lo depositado en el BCR, cayó a US\$67.7 millones, el nivel más bajo observado desde la década pasada. En marzo de 2014, estos depósitos llegaban solo a US\$143.5 millones presentando una trayectoria descendente.

**Gráfica 1.**  
**Depósitos del Gobierno Central en el BCR (Millones de US\$)**

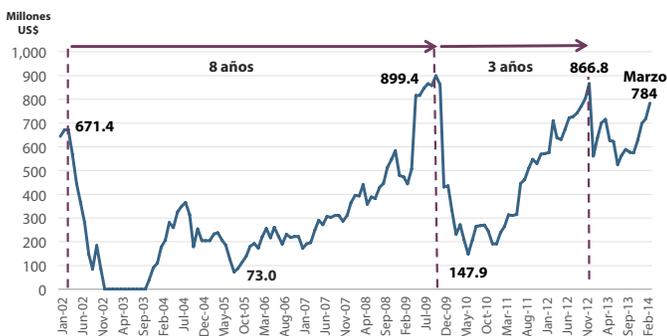


Fuente: Banco Central de Reserva.

- **Deuda de corto plazo**

Después de que se comenzó a emitir Letes (1995) transcurrieron siete años hasta alcanzar un máximo de US\$672.4 millones (marzo 2009), en los meses siguientes, la deuda se redujo. Se necesitaron ocho años para que de nuevo se volviera a alcanzar un máximo, US\$899.4 millones, en octubre de 2009 (gráfica 2).

**Gráfica 2.**  
**Saldo de la deuda de corto plazo (Letes)**



Fuente: Ministerio de Hacienda y Sistema de Colocación de Valores

En ese año, las finanzas ya mostraban señales de deterioro y había problemas de liquidez. En la transición presidencial se acordó, entre otros, emitir eurobonos por US\$800.0 millones para pagar deuda de corto plazo.

La reestructuración de esta deuda significó una rápida caída en el saldo de Letes a partir de diciembre de 2009, llegando a un mínimo de US\$147.9 millones en junio de 2010. Sin embargo, a partir de entonces, se volvió a hacer un uso recurrente de deuda de corto plazo y, a diferencia de las dos experiencias anteriores (2002 y 2009), tan solo después de tres años de la última reestructuración, el saldo de Letes alcanzó de nuevo un pico (US\$866.8 millones en diciembre de 2012).

Esta situación coincidió con la autorización que se dio al gobierno de emitir US\$800.0 millones para hacer frente a una posible exigencia de tenedores de eurobonos que vencían en 2023, pero que tenían la opción *put* de poder redimirlos a principios de 2013. Por las condiciones de los mercados financieros, ninguno de los tenedores hizo uso de su derecho de redimirlos. El gobierno, que en ese momento estaba enfrentando problemas de liquidez, usó US\$600.0 millones para pagar Letes y US\$200.0 millones para gasto corriente.

Sin embargo, las necesidades de efectivo eran significativas, por lo que se continuó emitiendo deuda de corto plazo, la que en marzo de 2014 ascendió a US\$784.0 millones, monto similar al que se tenía apenas dos meses antes de alcanzar el máximo de diciembre de 2012. En la actualidad, mayo de 2014, el gobierno está pidiendo de nuevo la emisión de eurobonos por US\$800 millones para pagar Letes, lo que marcaría un récord en el tiempo transcurrido entre reestructuraciones, y mostraría un uso cada vez más intensivo de Letes.

- **Atrasos en los pagos**

Los problemas de liquidez han sido tales, que la reducción de los depósitos y la acumulación de deuda de corto plazo no han sido suficientes para evitar que el gobierno presente demoras en las transferencias a algunas dependencias en los subsidios y en el pago a proveedores. Se estima que en 2012, el monto de los pagos atrasados a proveedores osciló entre US\$140.0 y US\$240.0 millones.

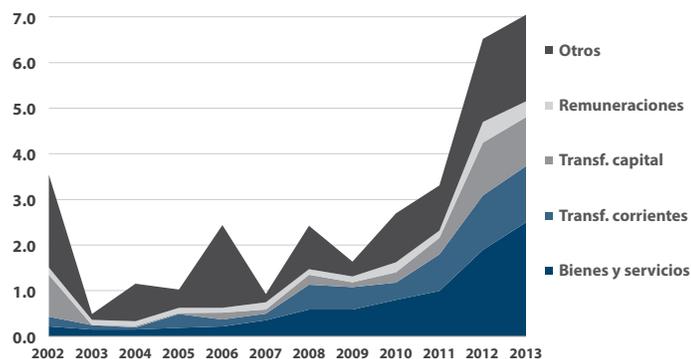
La falta de información desglosada sobre los compromisos que ha dejado de pagar el gobierno por no disponer de efectivo, dificulta elaborar un análisis más detallado y técnico sobre esta situación. Debido a dicha limitación, se analizará el saldo de la deuda corriente de corto plazo (acreedores monetarios) del gobierno central al final de cada ejercicio fiscal, para observar si ésta ha aumentado sustancialmente en los últimos años, lo que pudiera indicar un problema de liquidez<sup>6</sup>.

Debe aclararse que no todo lo que se adeuda bajo este concepto se refiere a compromisos que no se han cancelado oportunamente por falta de efectivo, pero dentro de este rubro sí estarían incluidos aquellos pasivos corrientes de corto plazo cuyo pago ha sido demorado, siempre y cuando ya se hubieran contabilizado como devengados y que, por tanto, son pasivos para los que ya hay responsabilidad de pago de parte del Estado.

El monto adeudado a los acreedores monetarios se incrementó en US\$121.9 millones (75.7%) en 2012, marcando un récord. Desde 2010, este pasivo ha acrecentado sostenidamente su participación con respecto al presupuesto ejecutado por el gobierno central<sup>7</sup>, especialmente en 2012 (gráfica 3).

En 2009, lo que se adeudaba al final del año por la adquisición de bienes y servicios era sólo 0.6% del gasto total ejecutado, mientras que en 2013 había llegado a representar el 2.5%.

### Gráfica 3. Gobierno Central: deuda corriente corto plazo (% gasto ejecutado) al 31 de diciembre



Fuente: Informe de la Gestión Financiera del Estado. Varios años

En 2012, el mayor incremento, tanto en términos absolutos y como porcentaje del gasto total ejecutado, corresponde a lo

<sup>6</sup> En este análisis se dejan por fuera los atrasos que ha tenido el gobierno en las transferencias a las dependencias gubernamentales y subsidios por falta de efectivo.

<sup>7</sup> Incluye amortizaciones de deuda.

que se adeudaba por bienes y servicios (US\$33.7 millones) y por transferencias de capital (US\$32.5 millones).

En 2013, año preelectoral, la deuda corriente de corto plazo aumentó principalmente por los incrementos de la deuda con los proveedores de bienes y servicios (US\$33.5 millones).

## Recomendaciones

- Se necesita la implementación de medidas correctivas que tomen en cuenta el problema estructural de las finanzas públicas. Se debe establecer un escenario macroeconómico de mediano plazo, en el que se sustente un proceso de ajuste gradual que tome en cuenta los ingresos, gastos y crecimiento económico.
- Se requiere abordar el problema desde la elaboración y aprobación del presupuesto, y en las etapas de ejecución y rendición de cuentas. Un presupuesto por resultados, que sea completo, realista y transparente limitaría efectuar gastos que no tienen financiamiento presupuestado.
- Asimismo, debe bajarse el techo autorizado para la emisión de Letes y cumplir con lo que ordena la Constitución de la República sobre la utilización de esta deuda.
- En la parte institucional, una Ley de Responsabilidad Fiscal contribuiría a la disciplina fiscal y a tener un marco macroeconómico de mediano plazo, prudente y realista.
- El establecimiento de un acuerdo nacional, y un acuerdo con el Fondo Monetario Internacional, daría mayor confianza, pero serían las acciones y cumplimiento de compromisos los que en definitiva mantendrían esta confianza.