

La Deuda Pública

*Lic. Leonardo Bleger**

1. Aclarando conceptos

Cuando los gastos de la administración pública superan a los ingresos, y en consecuencia se registra un déficit fiscal, existen dos formas básicas de financiar el desequilibrio presupuestario de la Tesorería: a través de la emisión monetaria o a través del endeudamiento.

a) Emisión monetaria: el Banco Central otorga fondos en forma de adelantos transitorios a la Tesorería, que pueden ser o no reintegrados.

Cuando los adelantos transitorios no son reintegrados la deuda se consolida a través de la emisión de algún título de la Tesorería que queda en la cartera del Banco Central.

b) El endeudamiento puede ser externo o interno y puede instrumentarse a través de la obtención de préstamos bancarios o a través de la colocación de bonos o títulos públicos.

Los préstamos pueden tomarse en el sistema bancario internacional o nacional, es decir pueden ser préstamos en divisas o en moneda local.

Los bonos o títulos públicos también pueden ser emitidos en divisas o en moneda local, pero a diferencia de los préstamos que permanecen en la cartera de los bancos hasta su cancelación, los títulos públicos son habitualmente transferibles y cotizables en mercados de valores nacionales o internacionales.

Además del endeudamiento de la Tesorería, el sector público puede tomar deuda a través del Banco Central de la República Argentina.

El Banco Central puede obtener préstamos o colocar títulos en el exterior u obtener financiamiento en el mercado financiero local a través de la emisión de bonos o de la fijación de encajes en niveles sustancialmente superiores a los niveles de técnica bancaria.

La fijación de los encajes bancarios puede realizarse como mecanismo de regulación monetaria o de financiamiento de desequilibrios presupuestarios, además de su natural utilización como instrumento de regulación de la liquidez de las entidades financieras.

Estos encajes adicionales o depósitos indisponibles -en cualquiera de sus formas- pueden ser concebidos como bonos de suscripción obligatoria por parte de los bancos, a diferencia de los títulos públicos que son de suscripción voluntaria por parte de los ahorristas.

() Director del Centro de Estudios Financieros del Instituto Movilizador de Fondos Cooperativos.*

2. Los intereses de la deuda

Cuando el sector público (la Tesorería y el Banco Central) recurren al endeudamiento, el pago de los intereses de la deuda incrementa los gastos en los períodos siguientes.

Los pagos de intereses de la Tesorería se computan dentro del rubro de erogaciones corrientes en el Presupuesto nacional.

En cuanto a los intereses por la deuda del Banco Central los mismos suponen un gasto que incide en el denominado resultado casi-fiscal, que es el resultado operativo del Banco Central.

Cuando el pago de intereses correspondientes a los pasivos del Banco Central supera a los ingresos derivados de sus activos (principalmente redescuentos) el resultado operativo del Banco Central es negativo, es decir, se registra un déficit cuasi-fiscal.

3. La situación actual

3.1. El endeudamiento externo

El endeudamiento externo total de nuestro país alcanza aproximadamente a 60.000 millones de dólares.

Aproximadamente un 90% de esa deuda corresponde al sector público (Administración Central, Banco Central, empresas públicas, bancos oficiales nacionales y provinciales).

Si bien el grueso de esa deuda corresponde a préstamos de la banca comercial y de organismos financieros internacionales, aproximadamente 9.500 millones de dólares están instrumentados a través de títulos públicos, o pagarés: como son los Promissory notes, BONODS y BONEX.

Los Promissory notes y BONODS fueron emitidos por el Banco Central para atender las obligaciones emergentes de la deuda externa privada con seguros de cambio.

Los BONEX son títulos del Tesoro nacional, cuyo monto asciende a 3.937 millones de dólares (Ver Cuadro 1). Estos títulos fueron suscriptos voluntariamente por los inversores o entregados por el Banco Central para la realización de pagos al exterior en lugar de divisas.

3.2. El endeudamiento interno

3.2.1. Endeudamiento de la Tesorería. El Tesoro de la Nación emitió una amplia gama de títulos públicos con diversas cláusulas de ajuste. El stock de títulos públicos alcanza al 31.10.88 a 19.000 millones de australes, valuados según las cláusulas de emisión. (Ver cuadro2).

De ese total de títulos un 22% se ajusta por tasas de interés o índice de precios (BARRA) y el restante 78% por algunas de las cotizaciones del dólar estadounidense.

Como puede verse también una parte de la deuda interna está dolarizada (es decir sigue la evolución de la cotización del dólar).

3.2.2. Endeudamiento del Banco Central. El Banco Central está utilizando dos formas principales de financiamiento interno: la fijación de depósitos indisponibles y la colocación de Certificados de Participación en la cartera de títulos del Banco Central (CEDEP), habitualmente denominados letras telefónicas.

En el mes de octubre el volumen de depósito indisponibles alcanzaba a 96.000 millones de australes.

El origen de una buena parte de estos depósitos indisponibles, fue la política del Banco Central de compensar la creación monetaria efectuada a través de los redescuentos (préstamos a las entidades financieras) con la absorción de fondos a través de la elevación de los encajes.

En los últimos meses los depósitos indisponibles han crecido como consecuencia de la imposibilidad de colocar nuevos títulos públicos de suscripción voluntaria ante la incertidumbre con respecto a cuál será el tratamiento que el futuro gobierno constitucional conocerá a los bonos del Tesoro.

Por lo tanto, las amortizaciones de los títulos al vencimiento eran afrontados por la Tesorería en fondos provistos por el BCRA a través de la fijación de encajes adicionales sobre los depósitos del sistema financiero.

El Banco Central puede también captar fondos del público o de las entidades financieras, a través de la colocación de Certificados de Participación (CEDEP), habitualmente denominados letras telefónicas. Se trata en realidad de una especie de certificado de plazo fijo por diferentes plazos (de 7 días en adelante) que pueden constituir los particulares o las entidades financieras.

El stock promedio de letras telefónicas durante el mes de octubre fue de 5.000 millones de australes.

4. El costo del endeudamiento interno

Para el mes de octubre la deuda pública interna ascendió a 120.000 millones de australes (Ver cuadro 3).

En primer lugar es necesario distinguir entre los intereses que devenga la deuda y los intereses que efectivamente se pagan.

La mayor parte de los intereses de los depósitos indisponibles se devengan pero no se efectivizan, es decir, se refinancian automáticamente pasando a engrosar el capital de la deuda en una importante proporción.

La tasa que devengan estos indisponibles se establece sobre la base de la encuesta de tasas pasivas que elabora el Banco Central entre las entidades. Es decir que si aumentan la tasa de interés, quien afronta en primer lugar el incremento de ese costo es el BCRA a la hora de remunerar los depósitos indisponibles.

Los intereses de las letras telefónicas se pagan al vencimiento del certificado -que en su totalidad tienen vencimientos inferiores a los 28 días- a tasas fijadas por el Banco Central.

Para el mes de octubre la tasa era del 9,5% efectiva mensual.

Los títulos públicos tienen diferentes plazos de amortización del capital y los intereses. Como hemos señalado la mayor parte de los títulos sigue la cotización del dólar.

El devengamiento de intereses y ajustes durante el mes de octubre fue de 10.500 millones de australes aproximadamente (Ver cuadro 4). Pero en el mismo mes los pagos efectivos de intereses ascendieron a 2.000 millones de australes aproximadamente. La diferencia se devenga y pasa a engrosar el capital de la deuda pública interna.

CUADRO 1 STOCK DE BONEX EN MILLONES DE DOLARES		
SERIE	MONTO EMITIDO	MONTO DE CIRCULACIÓN ⁽¹⁾
80	500	187,50
81	1000	375,00
82	3000	1500,00
84	1000	875,00
87	1000	1000,00 ⁽²⁾
TOTAL	6500	3937,50

(1) La diferencia en el monto emitido se explica por las amortizaciones ya realizadas
(2) 900 están en cartera del gobierno nacional.

CUADRO 2 STOCK DE TITULOS PÚBLICOS NACIONALES EN AUSTRALES (valores de rescate en millones de australes al 31.10.88)		
	STOCK	CLÁUSULA DE AJUSTE
BARRA I	3.402	Tasa de interés o precios
BARRA III	744	Tasa de interés o precios
BARRA IV	112	Tasa de interés o precios
BAGON I	5.107	Cupón BONEX 82
BAGON II	382	Cupón BONEX 82
LETIF	55	Dólar comercial
TIDOL II	4.098	Dólar financiero
TIDOL IV	1.314	Dólar financiero
TICOF I	1.203	Dólar importaciones
TICOF II	974	Dólar importaciones
LEDOL III	529	Dólar importaciones
LEDOL IV	619	Dólar importaciones
LEDOL V	36	Dólar importaciones
LEDOF 180	322	Dólar financiero
TOTAL	18.897	

CUADRO 3
COMPOSICIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA INTERNA
OCTUBRE 88

	Millones de Australes	Millones de Dólares ⁽³⁾
Títulos de la Tesorería ⁽¹⁾	19.000	1.267
Depósitos indisponibles ⁽²⁾	96.000	6.400
Letras telefónicas ⁽²⁾	5.000	333
	<hr style="width: 50%; margin: 0 auto;"/> 120.000	<hr style="width: 50%; margin: 0 auto;"/> 8.000

(1) Al 31.10.88
(2) Promedio octubre 88
(3) Dólar financiero promedio octubre 1988 1.- US\$= Australes 15.-

CUADRO 4
INTERESES DEVENGADOS POR LA DEUDA PÚBLICA INTERNA
OCTUBRE 88 (en millones de Australes)

	Stock	Devengamiento	Tasa mensual devengada
Títulos de la Tesorería	19.000	700	3,7 %
Depósitos indisponibles	96.000	9.400	9,8 %
Letras telefónicas	5.000	475	9,5 %
	<hr style="width: 50%; margin: 0 auto;"/> 120.000	<hr style="width: 50%; margin: 0 auto;"/> 10.575	<hr style="width: 50%; margin: 0 auto;"/> 8,8 %