



Financiando el Déficit

Cuando a mediados del mes de octubre el mercado conoció unas declaraciones del Ministro de Hacienda y Crédito Público donde se anunciaban monetizaciones de divisas por parte del sector oficial por 900 millones de dólares en lo que quedaba del año, la tasa de cambio cayó cerca de 15 pesos y se ubicó por debajo de los 2,300 pesos por dólar. Además del impacto sobre el mercado cambiario, las declaraciones del Ministro daban también una señal sobre las perspectivas del endeudamiento interno del Gobierno Nacional en los meses siguientes. Dentro de los 900 millones de dólares a monetizar, 350 millones correspondían a recursos para cubrir el mayor déficit fiscal derivado de la caída en los recursos tributarios.

Dado que el tamaño del mayor hueco fiscal era de aproximadamente 1 billón de pesos, y que el Gobierno iba a financiar 800 mil millones trayendo recursos del exterior, los cálculos indicaban que en el mercado local sólo sería necesario conseguir 200 mil millones. Sin embargo, en la práctica ha ocurrido lo contrario.

En las últimas dos semanas de octubre, el Gobierno Nacional ha llevado a cabo una maratónica labor de endeudamiento en el mercado local, con la colocación de 770 mil millones de pesos en TES. Esto le permitió completar en lo corrido del año colocaciones de TES por 5.2 billones de pesos, 600 mil millones de pesos por encima de la meta oficial para todo el año 2001 anunciada en enero. Este exceso en las colocaciones de TES se constituye entonces en una primera parte del financiamiento del billón de pesos de mayor déficit. Es decir, casi tres veces más de lo estimado hace sólo dos semanas a partir de las declaraciones del Ministro.

¿Qué pasará en el resto del año? Cuando aún restan dos meses para terminar 2001, es poco probable que el Gobierno Nacional suspenda las colocaciones de TES hasta el nuevo año y se decida a buscar los 400 mil millones que aún hacen falta en el exterior. Seguramente las colocaciones de TES continuarán muy activas con el objetivo de completar los recursos



necesarios a mediados de diciembre. Existen diversas razones para que el Gobierno Nacional haya decidido adoptar esta estrategia.

En primer lugar, las tasas de rendimiento de los títulos de deuda pública siguen cayendo en el mercado, permitiéndole al Gobierno Nacional obtener recursos a un costo relativamente bajo. Mientras tanto, el mercado internacional de capitales sigue prácticamente cerrado para los países emergentes, por lo que una emisión de bonos externa implicaría, en caso de poder colocarse, pagar un alto costo por los recursos.

En segundo lugar, la opción de traer recursos del exterior equivaldría a profundizar la revaluación real del peso frente al dólar, afectando al sector exportador que se ha convertido en los últimos años en la principal fuente de crecimiento de la economía.

A pesar de estas razones, subsiste el interrogante sobre que tanto aguantará la liquidez del mercado estos mayores montos de colocación de TES sin que la tasa de interés aumente. Por lo pronto, creemos que los 400 mil millones de pesos que aún hacen falta podrán conseguirse vía TES con un bajo costo en términos de incremento en tasas de interés. Sin embargo si el déficit fiscal a financiar resulta ser mayor, definitivamente los nuevos recursos deberán obtenerse en el mercado externo, porque una presión mayor aún sería insostenible .