

DOCUMENTO TÉCNICO N° 21

INFORME DE MERCADOS INTERNOS DE DEUDA PUBLICA EN ARGENTINA

**AUDITORÍA GENERAL DE LA NACIÓN
GERENCIA DE DEUDA EXTERNA**

Informe sobre Mercados Internos de Deuda Pública en Argentina.

I N D I C E

I. OBJETO DE LA TAREA.....	3
II. ALCANCE DE LA TAREA	3
<u>SECCIÓN 1. FUNDAMENTOS PARA EL DESARROLLO DE UN MERCADO INTERNO DE DEUDA.3</u>	
PRINCIPALES BENEFICIOS DEL MERCADO INTERNO	6
LAS PRINCIPALES VENTAJAS DE CONTAR CON UN AMPLIO MERCADO LOCAL PARA LA DEUDA PÚBLICA, SEGÚN PUEDE CONSTATARSE OBSERVANDO DIVERSAS EXPERIENCIAS DE ECONOMÍAS DESARROLLADAS, SON DOS.	6
FLUCTUACIONES Y SEGMENTACIÓN EN LOS MERCADOS EXTERNOS DE CRÉDITO.....	7
<u>SECCIÓN 2. LA EVOLUCIÓN ARGENTINA DEL MERCADO INTERNO DE DEUDA PÚBLICA A PARTIR DE 1993.....</u>	9
PRIMER PROGRAMA DE DESARROLLO DEL MERCADO INTERNO DE DEUDA	11
EFECTOS DE LA CRISIS SOBRE EL PROGRAMA DE FINANCIAMIENTO.....	12
LOS CREADORES DE MERCADO	14
<u>SECCIÓN 3. PERSPECTIVAS DE CRECIMIENTO DE LOS MERCADOS INTERNOS DE DEUDA. 22</u>	
LAS ADMINISTRADORAS DE FONDOS DE JUBILACIONES Y PENSIONES	23
LOS BANCOS	28
<u>SECCIÓN 4. SÍNTESIS Y PRINCIPALES CONCLUSIONES.....</u>	32
<u>APÉNDICE 1: EL MÉTODO HOLANDÉS.....</u>	37
<i>Préstamo sindicado</i>	41

INFORME DE MERCADOS INTERNOS DE DEUDA PÚBLICA EN ARGENTINA: DESARROLLO, SITUACIÓN ACTUAL Y PERSPECTIVAS

I. OBJETO DE LA TAREA

El objeto de este trabajo es el estudio de las características y evolución reciente de los mercados internos de deuda pública en la Argentina al primer semestre de 1999, así como de las políticas aplicadas para estimular su desarrollo y, a la vez, explorar los órdenes de magnitud que podrían alcanzar en el futuro.

II. ALCANCE DE LA TAREA

Este informe presenta los resultados del estudio de los mercados internos de deuda en la Argentina organizándolos en cuatro secciones. La primera de ellas resume los principales fundamentos que dan sustento a las políticas dirigidas a impulsar el desarrollo de un mercado interno de deuda. Los mismos se basan tanto en la experiencia internacional de los países con un mayor grado de desarrollo financiero como en argumentos de teoría económica.

La sección segunda se refiere a la experiencia argentina relativa al desarrollo de un mercado de deuda interno en la década de los noventa. Esa experiencia se presenta en dos subsecciones, que distinguen dos etapas diferenciadas. Mientras la primera recoge la experiencia previa a la crisis de la economía mexicana, la segunda está centrada en el programa que ha venido desarrollándose a partir del año 1995.

Luego, la tercera sección está dedicada a explorar los potenciales papeles que dentro de este mercado podrían cumplir en el futuro los inversores institucionales, en especial las administradoras de fondos de jubilaciones y pensiones (las AFJP) y los bancos. Es decir, se trata aquí de examinar los órdenes de magnitud que, bajo diferentes supuestos, podrían alcanzar los mercados internos de deuda pública en el futuro mediano.

Finalmente, en la última sección, se resumen las principales conclusiones del trabajo.

Sección 1. Fundamentos para el desarrollo de un mercado interno de deuda.

A pesar de la creciente integración de los mercados internacionales de capitales en un único mercado global, el estudio de los mercados internos es relevante por cuanto esa integración aún dista

mucho de ser perfecta. La evidencia de que existe cierta segmentación hace que tenga sentido que la política de endeudamiento público reconozca a esos mercados de deuda (interno y externo) como diferentes, y que se definan, en consecuencia, estrategias financieras diferenciadas para cada uno de ellos.

Un indicio de la relevancia de esta distinción es, por ejemplo, la existencia de evidencia internacional acerca de que un mayor acceso del gobierno al financiamiento de fuentes internas tiene consecuencias favorables sobre el riesgo país. De tal manera, la composición de las obligaciones financieras de acuerdo con el carácter de residente o no de sus tenedores tiene consecuencias económicas relevantes, y los indicadores de composición deben agregarse a los indicadores globales de endeudamiento estatal (como las relaciones entre la deuda total y la recaudación tributaria u otros cocientes del mismo tipo), integrándose al conjunto de información a considerar al evaluar la evolución de la posición financiera del sector público.

Por otra parte, los mercados internos pueden adquirir una importancia sustancial en el presente escenario internacional, en el que la presencia de una significativa volatilidad de los movimientos de capital ha afectado en diversas oportunidades la fluidez con que gobiernos de países emergentes pueden acceder al financiamiento de fuentes externas.

Una característica central de las economías avanzadas, que las diferencia de las de menor grado de desarrollo, es la de contar con una estructura más rica o densa de mercados. Esto es particularmente evidente en lo que se refiere a los mercados financieros. Ciertos segmentos de los mercados de crédito, por ejemplo, que en general son de tamaño nulo o reducido en economías subdesarrolladas, tienen una presencia mucho mayor en las economías industrializadas. Es el caso, por ejemplo, del crédito de largo plazo para inversión, o del crédito hipotecario para vivienda. En otros términos, el subdesarrollo financiero es uno de los rasgos característicos de mayor relevancia del subdesarrollo económico.

Esa diferenciación entre economías ubicadas en diferentes estadios del proceso de desarrollo es perceptible también en lo que se refiere a los mercados de deuda pública. Es una característica propia de las economías desarrolladas la de que una muy elevada proporción de la deuda pública está denominada en la moneda local y es normalmente retenida o demandada voluntariamente por residentes.

Muchas naciones desarrolladas directamente no toman deuda en moneda extranjera, ya sea como práctica general o debido a las restricciones impuestas por su propia legislación. Entre ellas cabe mencionar a los casos de Japón y a los Estados Unidos, mientras que Canadá y el Reino Unido

utilizan emisiones de deuda en moneda extranjera únicamente con el propósito de elevar sus reservas en divisas extranjeras.¹

Por otra parte, Italia, un país que históricamente ha presentado una alta relación entre su deuda pública y el producto de su economía, mantenía en 1994 menos del 10% de los títulos públicos emitidos por el gobierno en circulación en manos de no residentes.

Ciertamente, no es este el caso, por lo general, en los países llamados emergentes, en los que tanto la proporción de la deuda denominada en moneda local como la proporción de deuda retenida por residentes suele ser sustancialmente menor. En el caso de la Argentina, por ejemplo, de acuerdo con la información oficial, de los títulos públicos que se encontraban en circulación a fines de 1998 sólo el 33,5% estaba retenido por residentes y apenas el 9,6% del total estaba denominado en la moneda nacional.²

En estudios recientes acerca de los determinantes del riesgo país se ha encontrado que las diferencias entre las primas de riesgo que exhiben diversos países tienen poca correlación con los desniveles que los mismos presentan en materia de deuda pública total; en cambio, los diferenciales entre las primas de riesgo sí son sensibles al tamaño relativo de la deuda externa. En efecto, algunos países desarrollados, que afrontan primas de riesgo normalmente muy bajas, tienen niveles de endeudamiento público moderadamente altos. Pero en esos casos la deuda pública es en alta proporción demandada de manera voluntaria por los residentes y la participación de la deuda externa o en moneda extranjera es baja (a diferencia de los países emergentes, en los que la proporción de deuda colocada en mercados externos tiende a ser elevada, mientras que las primas de riesgo son más altas).

Lo que se acaba de señalar no indica necesariamente que una mayor deuda externa “causa” una prima de riesgo país más elevada; en cambio, puede interpretarse que una menor participación de la deuda externa en la deuda pública total es un indicio del grado de desarrollo alcanzado por la economía, en términos generales. Y como es natural, los países desarrollados afrontan, en general, primas de riesgo mucho más bajas, asociadas a mucho mejores calificaciones en lo que se refiere al riesgo de no pago.

Visto desde una perspectiva levemente diferente, lo referido en el párrafo anterior indica que el riesgo país tiende a correlacionarse negativamente con la proporción de deuda interna en la deuda pública total, lo que realza la importancia de las políticas destinadas a promover el desarrollo de este mercado. Mercados internos de deuda más desarrollados pueden permitir alcanzar primas de riesgo

¹ Referencias a las distintas experiencias internacionales pueden ser halladas en Sundarajan, V., P. Dattels y H. Blommestein (eds.), Coordinating Public and Monetary Management, International Monetary Fund, Washington, 1997.

más bajas, que significarán tasas de interés también más bajas y, en consecuencia, tenderán a favorecer el crecimiento económico.

Sin embargo, en algunos casos excepcionales, la deuda interna ha adquirido magnitudes más importantes en países en desarrollo. Pero se ha tratado en general de períodos también excepcionales, asociados a desequilibrios macroeconómicos pronunciados. En esos casos, una participación elevada de la deuda interna puede estar revelando en verdad un grave problema, en lugar de expresar una relativa ventaja. Es por ejemplo el caso del Brasil durante 1998, donde la deuda interna había venido creciendo a un ritmo extraordinario, pero con dos características que revelaban rasgos de un cuadro macroeconómico muy inestable: estaba colocada a muy corto plazo, y a tasas, en términos reales, fluctuantes que por momentos alcanzaron niveles elevadísimos, que no pueden sostenerse por un lapso prolongado.

Principales beneficios del mercado interno

Las principales ventajas de contar con un amplio mercado local para la deuda pública, según puede constatar observando diversas experiencias de economías desarrolladas, son dos.

Por una parte, tal como se mencionó anteriormente, esa deuda tiende a estar, por lo general, denominada en una proporción elevada en la moneda nacional del país emisor. Esa circunstancia indica que, si bien a algún costo, el sector público evita (o reduce) el riesgo cambiario. En concreto, el servicio de la deuda se efectúa, en proporción elevada, en la misma moneda en la que se recaudan impuestos, como también en aquella moneda de la que las autoridades monetarias tienen el derecho de emisión.

El segundo factor favorable a considerar es que la deuda interna suele ser retenida en gran medida por motivos no especulativos. Esto se debe a su vez a dos razones básicas: por un lado, una fracción significativa de la deuda interna suele encontrarse en cartera de tenedores "de largo plazo", institucionales, que retienen los papeles de deuda pública hasta su vencimiento.

Por otra parte, existe también una demanda de deuda que se apoya en la demanda de liquidez por parte del público. En efecto, los agentes económicos privados (no bancarios) retienen o demandan activos de corto plazo que les prestan servicios de liquidez (se utilizan básicamente para realizar transacciones, aunque no sólo con ese fin). Esos activos son emitidos por los bancos, y estos a su vez tienen en sus balances, en el activo y como contrapartida de esos pasivos líquidos, instrumentos de deuda privada pero también pública. En otros términos, puede decirse que la deuda

² Las proporciones corresponden al valor residual del stock de títulos públicos en circulación. Fuente: Meyosp, Estimaciones trimestrales del Balance de Pagos y de Activos y Pasivos Externos, 1992-1993 anual y 1994-1998 trimestral, Buenos Aires.

pública intermediada por los bancos es demandada entonces indirectamente como “fuente de liquidez”.

Una vez que se han planteado sucintamente las principales ventajas de contar con amplios mercados internos de deuda, algunas desventajas del subdesarrollo financiero quedan inmediatamente en evidencia. Las mismas se reflejan, centralmente, en los distintos determinantes de la demanda de deuda: en la tenencia de deuda pública puede adquirir un papel demasiado prominente la conducta especulativa de los demandantes (muy en particular cuando se trata de emisores calificados por debajo del “grado de inversión” por las calificadoras de riesgo). En consecuencia la demanda de deuda puede estar sujeta a mayores fluctuaciones y es más probable que el emisor pueda tener que enfrentar, en ciertas ocasiones, cuadros de racionamiento. Estas son situaciones en donde estos agentes no consiguen financiamiento, independientemente del nivel de tasa de interés vigente en el mercado. En tal contexto, el subdesarrollo financiero y la inestabilidad pueden alimentarse mutuamente.

Se ha argumentado, por ejemplo, que la inestabilidad macroeconómica es determinante de un bajo grado de desarrollo de los sistemas monetarios y financieros de diversos países. Sin embargo, también es persuasiva la relación contraria: un bajo grado de desarrollo de los mercados internos de dinero y crédito es en sí una fuente de inestabilidad.

Dentro de ciertos límites, un aumento del déficit fiscal financiado internamente, por ejemplo, es potencialmente más desestabilizador en una economía con un tamaño financiero muy pequeño que en una economía financieramente más desarrollada. En esta última, el incremento de las necesidades de financiamiento fiscal representaría una presión adicional de demanda de fondos menor, en comparación con el stock de obligaciones preexistentes. De manera que la relación entre inestabilidad macroeconómica y tamaño de los mercados financieros internos (y de los mercados de deuda pública entre ellos) indica la existencia de causalidad en ambos sentidos.

Por otro lado, diversas experiencias nacionales sugieren que un grado aceptable de estabilidad macroeconómica puede considerarse condición necesaria para el desarrollo de mercados de deuda interna, pero probablemente no es suficiente. Luego, además de políticas sostenibles que preserven la estabilidad macroeconómica, parecen requerirse acciones de política dirigidas al desarrollo y consolidación de los mercados financieros y de capitales en general, y de los mercados internos de deuda pública en particular.

Fluctuaciones y segmentación en los mercados externos de crédito

Los mercados de crédito difieren en ciertos aspectos importantes de los mercados de bienes. El crédito es el intercambio de un monto en efectivo (o un bien de valor equivalente) por una promesa

de repago que tendrá lugar en el futuro. La existencia de información imperfecta que impide el cálculo objetivo de las probabilidades de repago se encuentra en la raíz de importantes fallas de mercado en el funcionamiento de los mercados de capitales. En primer lugar, estos mercados están fuertemente segmentados. Hay naciones cuyas “promesas de repago” pueden resultar insuficientemente creíbles a los ojos de los prestamistas o inversores. Ello implica que sólo un reducido número de países absorbe la mayor parte de los fondos prestables disponibles para las economías en desarrollo, mientras que los países económicamente más pequeños frecuentemente enfrentan racionamiento. Por ejemplo, a lo largo de la década de los ochenta, luego de la llamada crisis de la deuda, los países de América Latina, con la excepción de Chile, no pudieron conseguir un flujo sostenido de financiamiento externo. Durante los años noventa se revirtió el signo de los flujos registrados en la década anterior y el acceso al crédito recuperó fluidez. Sin embargo, en estos años, tres cuartas partes de la emisión de bonos externos de los países en desarrollo y economías en transición fueron realizadas por sólo cuatro tomadores de crédito de América Latina -entre los que se encuentra Argentina- y cinco de Asia.

En segundo término, es también evidente que existen pronunciadas fluctuaciones en la disponibilidad de fondos para los países en desarrollo y que factores externos a cada país -o aún, a una región en particular- tales como un eventual endurecimiento de la política monetaria en los Estados Unidos, o una crisis en otro país (como la de México en 1994, las del Sudeste de Asia en 1997 y la de Rusia en 1998), pueden resultar en reducciones significativas en los montos prestables disponibles para cualquier economía emergente.

Un país puede pasar rápidamente de una categoría a la otra, es decir, abandonar el grupo no segmentado y sumarse al conjunto de países segmentados, si se modifica la percepción acerca de la capacidad de repago futura que predomina entre los inversores y prestamistas, aún cuando dicho cambio pueda no estar respaldado por sólidos fundamentos económicos. En efecto, inversores que mantienen una cartera con un alto grado de diversificación –por ejemplo, aquellos fondos de inversión internacionales que destinan una porción de su portafolio a papeles emitidos por gobiernos y empresas de América Latina- tienen menores incentivos a aprender acerca de las condiciones económicas fundamentales que prevalecen en un país en particular que aquellos inversores con menores oportunidades de diversificación –inversores locales. Además, en un mundo en el cual los inversores mantienen un alto grado de diversificación, los flujos de capital son extremadamente sensibles a los rumores.

Por lo tanto, la mera posibilidad de perder el privilegio que significa tener acceso a los mercados internacionales de capitales también hace deseable la existencia de un mercado local de capitales, al cual el Gobierno pudiera recurrir en el caso en que sus fuentes habituales de recursos financieros se vieran afectadas temporariamente por un deterioro de las condiciones imperantes en ellos. Sin embargo, la creación de mercados faltantes no suele ser una tarea sencilla ni posible de realizar en un corto plazo. Para este caso en particular, el desarrollo de un mercado local de capitales

en Argentina requiere generar un proceso de desarrollo y consolidación financiera que permita revertir ciertas características usuales de los mercados financieros poco desarrollados en relación a la escasez de crédito y al acortamiento de plazos. Esto es, es necesario no sólo sostener la tendencia al incremento de los fondos disponibles en el mercado local, sino que también urge mejorar la calidad de los instrumentos utilizados en términos de su madurez. A su vez, para sostener la tendencia creciente de los recursos financieros disponibles es indispensable incrementar la tasa de ahorro de la economía y apuntalar el desarrollo de instituciones que puedan canalizar los flujos de fondos hacia plazos mayores.

Por otro lado, es claro que contar con un sistema financiero interno sólido es un elemento necesario para permitir el desarrollo y consolidación de un mercado de deuda pública.

Sección 2. La evolución Argentina del mercado interno de deuda pública a partir de 1993.

La participación del mercado interno en el financiamiento del sector público nacional ha aumentado sustancialmente a partir del establecimiento de un nuevo esquema de endeudamiento, puesto en marcha en abril de 1996. Este esquema, basado fundamentalmente en la realización de licitaciones periódicas de títulos públicos en ese mercado, el establecimiento de segmentos diferenciados para las mismas y la adopción de la figura de los "Creadores de Mercado" le ha permitido al gobierno recurrir con cierta regularidad al mercado de capitales interno con el fin de colocar una serie de instrumentos de endeudamiento de diversa denominación y distintos plazos.

Como resultado de la aplicación de estas políticas, los valores colocados voluntariamente en el mercado interno han crecido desde un monto prácticamente nulo en 1992 hasta superar, hacia fines de 1998, los 6.600 millones de pesos en títulos en circulación (valor nominal), cifra que además se elevaba hasta alcanzar los 8.600 millones si al monto antes mencionado se le adiciona lo obtenido a través de otras modalidades, tal como el préstamo sindicado. Si bien este monto es aún relativamente poco significativo en relación con el total de deuda pública argentina –estimada al 31/12/98 en U\$S 112.357 millones- su importancia ha sido creciente a lo largo del período 1996-1998. Entre tanto, sólo en aquellos momentos caracterizados por fuertes turbulencias financieras internacionales y gran incertidumbre, los mercados locales vieron reducida su participación en el financiamiento voluntario del sector público nacional.

En ese sentido, un análisis de estas políticas, no sólo implica el registro de los montos del financiamiento obtenido por el sector público, las tasas de interés que han debido afrontarse en este segmento de mercado *vis-à-vis* la tasa de interés internacional y la metodología de adjudicación utilizada en las licitaciones de títulos públicos sino que además comprende otras cuestiones, como las que se indican a continuación.

Es de interés examinar, en primer lugar, si el mercado interno puede llegar a adquirir, en el caso argentino y en un futuro más o menos cercano, un papel significativo en el financiamiento de las actividades del sector público, desplazando (o, al menos, atenuando) al mercado externo del papel principal que desempeña actualmente en esa tarea. Si así fuera, los costos involucrados en estimular su desarrollo estarían plenamente justificados. Por el contrario, si existen suficientes indicios que, a su vez, permitieran inferir que este segmento de mercado estará restringido en el futuro a asumir un limitado papel complementario de los mercados externos, entonces esa evaluación podría resultar, en principio, menos favorable. Sin embargo, en tal caso los esfuerzos por desarrollar este mercado deberían probablemente ser mayores, habida cuenta de la importancia que el mismo puede tener sobre el riesgo país y sobre la capacidad de la economía de hacer frente a perturbaciones externas negativas de distinta índole. Por lo tanto, resulta de interés calibrar los órdenes de magnitud de los recursos que los principales actores participantes del lado de la oferta de fondos en dicho mercado podrán canalizar hacia tenencias de deuda pública.

Asimismo, cabe analizar si el proceso de desarrollo de un mercado local de capitales con las características que éste ha venido adquiriendo en Argentina contribuye a disminuir la vulnerabilidad de la economía local frente a los cambios o fluctuaciones en las condiciones en que la misma opera. Más específicamente, la existencia de un mercado local más desarrollado debería asociarse positivamente a la capacidad de la economía para absorber los efectos de perturbaciones externas (shocks) de manera ordenada, es decir, sin una fuerte disrupción en el desempeño macroeconómico, tal como los que se han observado en algunas oportunidades en el pasado³. A pesar del corto período transcurrido a partir de la implementación del esquema de endeudamiento en cuestión, existen episodios significativos que permiten observar las reacciones de este segmento de mercado frente a perturbaciones del tipo indicado.

a) El mercado interno de deuda en el período 1993-94

La regularización de las relaciones financieras del gobierno argentino con sus principales acreedores externos a través de la firma del Plan Brady en 1992 y de su acceso en abril de 1993 rehabilitó el acceso del país a los mercados de capitales foráneos en un particular contexto financiero internacional caracterizado por una alta liquidez y bajas tasas de interés.

Un aspecto importante de la estrategia desplegada por el sector público en relación con el manejo de la deuda consistió en su titularización. Desde luego, el incremento experimentado por la deuda documentada en títulos y bonos públicos reflejaba mayormente, a comienzos del período, el resultado de operaciones extraordinarias, tales como el Plan Brady y la consolidación de las deudas

³ Principalmente en la crisis de la deuda externa en los 80.

anteriores a abril de 1991, mientras que el flujo de colocaciones voluntarias⁴ era relativamente menor. Pero las crecientes colocaciones voluntarias realizadas posteriormente a lo largo de la década irían disminuyendo gradualmente las ponderaciones iniciales correspondientes a aquellas operaciones⁵.

Asimismo, las obligaciones negociables, bonos y otros papeles comerciales colocados por el sector privado no financiero, según surge de la información suministrada en las estimaciones del balance de pagos publicado regularmente por el Gobierno nacional, se incrementaron sustantivamente en ese mismo período.

Primer programa de desarrollo del mercado interno de deuda

En 1994 –previamente al desarrollo de la crisis de la economía de México– el Gobierno nacional encaró el primer intento destinado a impulsar un mercado interno de deuda, a través de una diversificación de los programas dentro de los cuales se venía contrayendo endeudamiento. En ese año fue lanzada la primera serie de las denominadas Letras del Tesoro (LETES) dentro de un programa que preveía para ese ejercicio la colocación de 400 millones de dólares de estos instrumentos financieros, denominados tanto en pesos como en dólares, a través de licitaciones con el método holandés⁶, lo que finalmente sucedió en noviembre de ese año.

A modo de comparación, obsérvense los montos sustancialmente mayores obtenidos en los mercados internacionales durante ese mismo año: las colocaciones sindicadas alcanzaron a los 1.932 millones de dólares, a los que deben añadirse 668 millones por colocaciones de Euroletras efectuadas en forma directa.

Asimismo, si bien el plazo de maduración de las Letes fue inicialmente establecido en 91 días, se preveía que progresivamente, y a fin de generar una curva de rendimiento en pesos, el plazo de las mismas se iría ampliando.

⁴ Precisamente, el concepto de voluntariedad excluye a los bonos de colocación forzosa, destinados a consolidar deuda adquirida con anterioridad a 1991 o a la normalización de las relaciones con los acreedores externos (por ejemplo, las diversas series de títulos Brady y Bocon).

⁵ El agregado de las dos operaciones extraordinarias mencionadas anteriormente representaba, a fines de 1993, el 76% de los bonos en dólares en circulación y el 48,6% del total de deuda en moneda extranjera.

⁶ Una descripción del método holandés se encuentra en el Apéndice 1 de este informe.

Efectos de la crisis sobre el programa de financiamiento

Durante 1994 las condiciones hasta entonces ventajosas vigentes en los mercados internacionales de capitales se deterioraron significativamente, al comenzar una serie de alzas graduales de la tasa de interés determinada por la Reserva Federal de los Estados Unidos. Luego de la devaluación del peso mexicano, ocurrida el 20 de diciembre de 1994, la Argentina vio directamente interrumpido su acceso al crédito externo aunque pudo volver a recurrir al mismo de manera relativamente rápida, luego de que el Fondo Monetario Internacional comprometiera su apoyo a la continuidad del programa económico en curso. Las señales emitidas por ese organismo multinacional resultaron cruciales para que el racionamiento de crédito resultara sólo momentáneo. Durante la fase más aguda de la crisis, que se extendió desde diciembre de 1994 hasta mediados de mayo de 1995, los depósitos totales en los bancos cayeron en 8.800 millones de pesos (19%, o el equivalente a 3,6 puntos del PBI), las reservas internacionales líquidas se contrajeron en 4.900 millones de dólares (30%), y las tasas de interés activas llegaron a niveles muy altos en términos reales. El producto bruto interno calculado para el año 1995 fue 2,8% inferior al registrado un año antes, de acuerdo con las cuentas nacionales a precios de 1993. La declinación del producto afectó la recaudación fiscal y, con ella, incidió en las necesidades de financiamiento del sector público, en un período en que la oferta de fondos se comportaba desfavorablemente.

Los períodos de mayor restricción crediticia también pueden ser ilustrados a través de la evolución de las primas de riesgo soberano observadas durante su desarrollo. En efecto, a mediados de 1993 la prima de riesgo había descendido a niveles menores al 4% anual. Estas eran las menores primas de riesgo registradas desde la crisis de la deuda de 1982. Sin embargo, desde comienzos de 1994 éstas comienzan a incrementarse revirtiendo la tendencia descendente que se había predominado en la segunda mitad del año anterior. Las causas que dieron origen a esta reversión tenían un origen fundamentalmente externo. Más específicamente, en el comportamiento de las tasas de interés internacionales mencionado en el párrafo precedente. La prima de riesgo también reflejó el hecho que Argentina (así como México) se encontraba relativamente más expuesta a las fluctuaciones de los movimientos de capitales que otros mercados emergentes. El pico de la prima de riesgo se alcanzó en el trimestre inmediatamente posterior al desencadenamiento de la crisis mexicana y sólo aminoró después de que se articulara un paquete de ayuda externo -particularmente de origen multilateral- que impidió la consolidación de expectativas negativas en el sector privado y facilitó una rápida recuperación del acceso a los mercados de crédito.

En lo que se refiere a los mercados internos de deuda, cabe destacar que el contexto financiero desfavorable que predominaba luego de la devaluación mexicana de diciembre de 1994 obligó al gobierno argentino a discontinuar el programa de colocación de Letras del Tesoro que se había preestablecido para el año siguiente en el mercado local. De hecho, el cociente entre el monto

ofertado por los participantes en las licitaciones de títulos y los montos anunciados fue descendiendo desde 7,3 al comienzo del programa hasta llegar a cero.

Pese a todo, la estrategia de financiamiento adoptada para enfrentar la restricción crediticia externa que predominó durante la crisis del Tequila también incluyó un tramo local, mediante la colocación del denominado Bono Argentina. En efecto, mil millones de dólares pudieron ser obtenidos por el gobierno en el mercado interno a través de este instrumento, cuyo plazo de maduración era de 3 años y abonaba una tasa de interés equivalente a Libor más 3%. Este título, además, poseía la singular característica de poder ser utilizado por los suscriptores para atender el pago de los impuestos nacionales. Sin embargo, es importante recalcar que el mismo se encontraba fuera del programa inicialmente adoptado y que su colocación fue fruto de un acuerdo especial alcanzado con inversores locales (principalmente bancos) para superar una situación de emergencia. Así, durante el episodio mencionado se observó un comportamiento procíclico del mercado financiero local (es decir, asimiló el comportamiento observado en los mercados externos en lugar de actuar compensatoriamente), y debió recurrirse a acuerdos contracíclicos de carácter extraordinario. En consecuencia, la conclusión acerca del desempeño del mercado interno es ambigua, porque si bien es cierto que el programa de endeudamiento interno ha atravesado por discontinuidades en momentos críticos, no es menos cierto que la demanda interna de deuda pública cumplió aún en esos momentos un papel importante, aunque las colocaciones no procedieran necesariamente a través de operaciones regulares en los mercados de títulos.

b) El nuevo esquema de endeudamiento 1996-98

El financiamiento en el mercado local recién pudo ser plenamente retomado en abril de 1996, una vez que las secuelas de la crisis sobre los mercados financieros se habían prácticamente disipado. En efecto, la prima de riesgo argentino se ubicó ese mes alrededor de los 760 puntos básicos, nivel comparable al promedio de octubre/noviembre de 1994, en la etapa previa al estallido de la crisis mexicana. Asimismo, tanto las reservas internacionales del Banco Central como los depósitos en el sistema financiero se habían expandido significativamente, superando los 15.000 y los 45.000 millones de dólares, respectivamente.

A partir de ese momento el gobierno puso en vigencia un nuevo esquema de organización del endeudamiento público, con el propósito explícito de “hacerlo más regular, eficiente, líquido y transparente”⁷. El nuevo esquema contemplaba que, dentro de los 30 días de sancionada la Ley de Presupuesto, el gobierno debía informar el valor previsto a alcanzar de deuda pública colocada en el

⁷ Argentina. Ministerio de Economía y Obras y Servicios Públicos. Informe Económico N° 17, pag. 99.

mercado local (considerada como el stock a fin del período presupuestario). Para 1996 esa meta fue fijada en 2.000 millones de dólares. Dicho monto y eventualmente los valores que fueran anunciándose en el futuro debían alcanzarse a través de un cronograma de colocaciones públicas trimestrales. Las Letras del Tesoro (Letes) de 3, 6 y 12 meses de plazo y los Bonos de la Tesorería (Bontes) de mediano y largo plazo, ambos en pesos y en dólares constituían los instrumentos de endeudamiento público (IEP).

Los creadores de mercado

El sistema se complementó con la institución de la figura de los llamados “creadores de mercado” y el establecimiento de los segmentos competitivo y no competitivo para las licitaciones de títulos en el mercado local. En la literatura financiera se entiende por creador de mercado o *market maker* a la institución o individuo “que facilita las transacciones de un determinado activo, estando en posición de comprar o vender dicho activo en cualquier momento, manteniéndolo en su inventario y realizando una ganancia por la diferencia entre los dos precios”⁸. Efectivamente, el Gobierno instituyó esta figura con el objetivo de que participen significativamente en la suscripción primaria y la negociación secundaria de los distintos Instrumentos de Endeudamiento descritos en el párrafo anterior, dándoles una adecuada liquidez a los mismos. En la medida en que los creadores de mercado cumplan adecuadamente su papel, su mera existencia asegura que en todo momento habrá al menos un agente capaz de ejecutar una operación de compra/venta de un determinado instrumento. Los creadores de mercado operan con capital propio, manteniendo posiciones en los títulos en los que fueron seleccionados para operar, y por cuenta y orden de terceros.

Los creadores de mercado adquieren una importancia vital en el desarrollo de un mercado interno de deuda. En efecto, un grupo especializado y reconocido de intermediarios de títulos públicos puede incrementar la confianza de los inversores en esos valores. A su vez, ello tiende a aumentar la demanda-flujo de títulos públicos y a otorgarle mayor continuidad y liquidez a los mercados. En un mercado continuo y más líquido, el sector público puede ofrecer rendimientos menores que los que debería afrontar en un mercado pequeño con pocas transacciones donde los tenedores exigirían primas más altas para retener títulos potencialmente ilíquidos.

Los derechos y las obligaciones de los creadores de mercado son complejos. En el caso argentino, se regulan mediante la resolución 238/96 del MEyOSP. En primer lugar se establecen los requisitos mínimos necesarios para acceder a la categoría de creador de mercado. Entre estos figuran la obligación de tener equipos especializados de venta de títulos públicos radicados en el país,

⁸ Fabozzi, F., F. Modigliani y M. Ferri, Foundations of financial markets and institutions, Second edition, Prentice Hall, New Jersey, 1998.

idoneidad en este tipo de operatorias, estar registrado en la Comisión Nacional de Valores (CNV) bajo el rótulo de “Intermediario autorizado” y contar con un patrimonio neto mínimo de U\$S 50 millones. Por su parte, entre los derechos de los creadores de mercado se mencionan los de participar en las reuniones previas a las licitaciones junto con los funcionarios del área de financiamiento para analizar la situación del mercado de capitales, participar en las suscripciones directas o en las licitaciones privadas que la Secretaría de Hacienda podría eventualmente anunciar, participar en una segunda vuelta en cada subasta de valores y presentar ofertas en el segmento no competitivo con montos mayores que el resto de las entidades.

Los creadores de mercado debían comprometerse a suscribir por lo menos el 4% del monto ofertado en cada instrumento que se emita durante cada ejercicio fiscal, cotizar públicamente precios de los instrumentos de endeudamiento público y participar activamente en el mercado secundario.

La permanencia de las instituciones dentro del grupo designado para ejercer la función está sujeta a una evaluación de su desempeño, cuyos criterios se dieron a conocer mediante la disposición 10/96 de la Subsecretaría de Financiamiento del MEyOSP. Esta evaluación se realiza a través de un índice general de desempeño (IGD)⁹, aunque se especifica que los criterios de evaluación son válidos en tanto y en cuanto prevalezcan “condiciones normales en el mercado local de capitales”, y sólo se precisa con claridad cómo medir el cumplimiento de la primera de las obligaciones mencionadas, referida al monto mínimo de suscripción comprometida por los creadores de mercado. Si bien se establece una metodología de cálculo de la participación en el mercado secundario, no se especifica un umbral mínimo de participación en el mismo.

El diseño del IGD (ver apéndice) establece un incentivo a la competencia entre las distintas entidades creadoras de mercado, puesto que el desempeño de cada una de ellas es ponderado en relación con el de todas las demás. Así, por ejemplo, si una entidad tiende a quedar rezagada frente al resto en relación con los montos que le son adjudicados, este factor incidirá de manera desfavorable en la evolución de su índice de desempeño.

Es importante mencionar que los creadores de mercado asumen una importante obligación para los momentos en que el gobierno enfrente situaciones de iliquidez. En efecto, la normativa vigente estableció un mecanismo mediante el cual se comprometía a los creadores a proveer financiamiento adicional si por lo menos se adjudicaba el 70% del monto anunciado para una determinada licitación. En esos casos, los creadores de mercado estaban obligados a participar en licitaciones adicionales presentando, cada uno de ellos, una oferta mínima equivalente al monto remanente dividido por el número de creadores. Por ejemplo, si en una licitación de U\$S 250 millones se reciben ofertas por sólo 202 millones, cada entidad

⁹ Una descripción técnica del IGD se encuentra en el Apéndice 2 de este Informe

creadora debería ofrecer al menos 4 millones adicionales. Se estableció, asimismo, que en este caso regiría el sistema de precios múltiples. De esta manera los creadores de mercado se verían obligados a ajustar sus ofertas por precio y no a través de las cantidades ofrecidas.

Las licitaciones de títulos están divididas en dos tramos -uno competitivo y otro no competitivo- y los agentes creadores de mercado pueden participar en ambos. En el primero de ellos, los creadores de mercado pueden presentar una o más ofertas con distintas tasas de descuento pero sólo las ofertas con tasas de descuento iguales o menores a la tasa de corte que determine la autoridad son aceptadas. No se han establecido, para este tramo, limitaciones concernientes a las ofertas que pueden presentar los participantes.

La instauración de un tramo no competitivo en subastas de bienes que poseen valor de reventa tiene como objeto, usualmente, atenuar los problemas de información asimétrica entre los agentes que participan en las mismas. En efecto, instituciones financieras de mayor tamaño físico, con mayor volumen de depósitos o que cuenten con un equipo especializado en licitaciones de títulos o letras del Tesoro pueden tener acceso a información privilegiada respecto a aquellos que no dispongan de las mismas características. Por ello se dispone destinar una parte de la emisión a pujas pequeñas realizadas por quienes no participan del segmento competitivo.

Sin embargo, en el caso argentino, se utilizó al segmento no competitivo como polo de atracción para que los bancos participaran como creadores de mercado, ya que quienes pertenecieran a dicha categoría recibían el privilegio de realizar ofertas de montos mayores que el resto en este segundo tramo. Aún actualmente, pese a la experiencia acumulada, los creadores de mercado pueden solicitar hasta un 2% del monto total licitado mientras que el resto de los participantes sólo puede hacerlo hasta un 0,2% a través de este tramo, en el que las operaciones se realizan al precio definido en el tramo competitivo.

Doce entidades fueron originalmente autorizadas para desempeñarse como creadoras de mercado. Este grupo estaba compuesto por el Banco Crédito Argentino, el Banco Francés del Río de la Plata, el Banco Roberts, el Banco de Galicia y Buenos Aires el Banco Santander, el Bank of America, el Chase Manhattan Bank, el Citibank, el Deutsche Bank, el J.P. Morgan, y The First National Bank of Boston.¹⁰

A partir de la implementación de este esquema y hasta el 31 de diciembre de 1998 se realizaron 59 colocaciones de Letras del Tesoro (Letes) denominadas en pesos y dólares y a plazos relativamente cortos (91, 182 y 364 días). El stock de deuda en Letes en circulación al finalizar el año 1998 alcanzaba a 3073 millones de dólares.

Además se habían realizado hasta esa misma fecha colocaciones de Bonos del Tesoro (Bontes) en 9 oportunidades. Previo al último trimestre de 1998, todas las emisiones de este último

título se realizaron a mediano plazo (2 y 5 años). Recién cerca del último trimestre comenzaron a colocarse Bontes a largo plazo (29 años)¹¹. El stock total de deuda en Bontes en circulación a fin de 1998 era de 3696,3 millones.

Por último, en una única oportunidad se recurrió a la modalidad de préstamo sindicado. Este fue otorgado por los agentes creadores de mercado por un total de 2.000 millones, a tres años de plazo. Por una porción del mismo -696 millones- se emitió un bono.

Entre abril de 1996 y agosto de 1998 se registraron colocaciones de Letes en pesos a 91 días en 23 ocasiones. Este instrumento fue el más utilizado en dicho período. Sin embargo, es importante señalar que no se colocaron Letes en pesos durante los meses de diciembre de 1996, el período comprendido entre noviembre de 1997 y febrero de 1998 y desde setiembre a diciembre de 1998. La tasa de descuento promedio de las licitaciones realizadas hasta ese momento fue de 6,57%.

Por su parte, las Letes en pesos a mayores plazos fueron colocadas en limitadas oportunidades. En efecto, las colocaciones a 182 días se realizaron en sólo cuatro ocasiones (Julio de 1996, Enero, Julio y Setiembre de 1997), por montos que, al igual que las Letes a 91 días, se encuentran en el segmento comprendido entre los 250 y los 260 millones. La tasa de descuento promedio alcanzado en las licitaciones de las mismas fue de 6,53%. A su vez, las Letes en pesos a 364 días fueron licitadas en una única oportunidad, en marzo de 1997 por un monto de 500 millones con una tasa de descuento de 6,8%.

Las Letes en dólares fueron colocadas en 31 oportunidades. La tasa de descuento promedio alcanzada fue, contra lo que se esperaría a priori, más elevada (8,6%) que para las colocaciones en pesos. Esto se debe fundamentalmente a que este instrumento de endeudamiento ha sido utilizado en momentos de mayor turbulencia financiera en que el mercado no se encontraba propenso a absorber instrumentos financieros en pesos (por ejemplo, de noviembre 1997 a febrero de 1998 y a partir de setiembre de 1998) y cuya colocación buscó expresamente no restarle continuidad al proceso de colocaciones en el mercado doméstico desarrollado desde 1996, aún a expensas de una mayor tasa de interés.

Las Letes en dólares a 182 días fueron licitadas en 17 ocasiones, con una tasa de descuento promedio de 7,6%, mientras que en tres ocasiones se licitaron Letes en dólares a 364 días (octubre de 1996, octubre de 1997 y marzo de 1998) por montos cercanos a los 500 millones. El stock de Letes en circulación al finalizar el año 1998 se encontraba denominado en su totalidad en dólares. Además, el 25% del monto global se encontraba colocado a 91 días de plazo mientras que las colocaciones

¹⁰ Posteriormente, los dos primeros bancos mencionados fueron adquiridos por el Banco Bilbao Vizcaya y han actuado en forma fusionada bajo la denominación BBV-Banco Francés.

¹¹ El título Bonte 2027, cuyo plazo de maduración excede largamente a los colocados con anterioridad en el texto, fue el resultado de una negociación con inversores institucionales locales. Sobre el particular, véase la sección 4 de este informe.

correspondientes a 182 días alcanzaba una proporción sustancialmente mayor (58,33%). El remanente 16,66% correspondía a la colocación a 364 días que al finalizar 1998 no se había cancelado.

Por otro lado, la característica común de las contadas ocasiones en que se colocaron Bontes durante el período analizado es su denominación en moneda extranjera. Los plazos de maduración, por el contrario, varían entre los 2, los 5 y los 29 años. La tasa de descuento ha sido de 8,75 para los bonos colocados a mediano plazo y de 9,93 para el plazo más alargado. Además, en una oportunidad, se estableció una tasa de interés variable.

En una única ocasión, el 14 de enero de 1998, se acordó el otorgamiento de un préstamo sindicado por parte de los bancos creadores de mercado. El monto acordado fue de 2.000 millones.

El examen de las colocaciones sucintamente descritas hasta aquí permite señalar que la participación de los mercados internos en la generación de los recursos necesarios para financiar el sector público argentino se ha incrementado significativamente, adquiriendo una relevancia desconocida poco tiempo atrás.

En el siguiente cuadro pueden observarse tanto las necesidades totales de financiamiento del sector público nacional (fila 1) cuanto las fuentes de financiamiento utilizadas durante el período 1994-98, así como las estimaciones oficiales correspondientes a todo el año 1999 contenidas en la Ley de Presupuesto.

Cuadro 2. Fuentes de financiamiento del Sector Público Nacional (1994-1999)

Cifras en miles de millones de Pesos

	1994	1995	1996	1997	1998	1999 (1)
1.Necesidades de financiamiento	5.8	15.5	14.2	16.9	21.4	17.6
2.Colocación de deuda voluntaria	3.6	7.4	11.0	14.9	18.5	12.1
2.1 en los mercados externos	3.6	5.7	9.0	8.9	11.7	8.0
2.2 en el mercado interno	0.0	1.7	2.0	6.0	6.8	4.1
3. Préstamos de Organismos Internac	1.4	5.6	2.2	1.0	2.0	2.5
4. Privatizaciones y Moratoria	0.7	2.5	1.0	1.0	0.1	1.5
5. Otros	0.0	0.0	0.0	0.0	0.8	1.5

(1) Estimado según Ley de Presupuesto

Fuente: elaboración propia en base a datos del Meyosp y Ley de Presupuesto para 1999.

Se constata en el cuadro que la participación del mercado local en el flujo de nueva deuda ha trepado desde un nivel nulo en 1994 hasta superar el 35% de las necesidades totales de financiamiento del Sector Público Nacional en 1997, aunque en el año siguiente disminuyó en términos relativos. Con todo, esa participación es superior a la correspondiente al agregado de los Organismos Internacionales de Crédito tanto para 1998 como en la estimación para 1999 contenida en la Ley de Presupuesto.

Se observa además que el desempeño de los mercados internos de deuda en 1999 ha sido en principio bastante diferente a lo previsto originalmente en el diseño presupuestario. En efecto, mientras que se preveía una declinación de las colocaciones internas desde los casi siete mil millones de pesos de 1998 a poco más de 4 mil millones, en realidad esa previsión fue superada transcurridos tan sólo dos trimestres. En efecto, las colocaciones efectuadas en la primera mitad del año en la plaza local se aproximaron a los 5 mil millones, redondeando un 44% del total de colocación de deuda voluntaria en el período. Esta proporción de endeudamiento interno sobre endeudamiento total es la más alta de todos los períodos contemplados en el cuadro anterior.

Esto indica que en el difícil período abierto por la crisis rusa de agosto de 1998, en el que la colocación de deuda en los mercados externos, si bien no se vio imposibilitada, se tornó menos fluida y más costosa, los mercados internos han venido jugado efectivamente un papel compensatorio o anticíclico, acorde con lo que se espera de los mismos, y de manera más notoria que en la fase crítica anterior, asociada a la crisis de la economía Mexicana, en la que las colocaciones internas jugaron un

papel importante, pero relativamente menor, y fueron, como ya se indicó, realizadas a través de acuerdos más que por medio de operaciones corrientes de mercado.

A este mejor desempeño reciente de los mercados internos de deuda contribuyó sin dudas de manera importante el desempeño del sistema financiero local, marcadamente diferente que el observado en la recesión anterior, extendida a lo largo de 1995. En aquella oportunidad hubo importantes pérdidas de depósitos (con la consiguiente contracción de la capacidad prestable) y el sistema financiero atravesó una etapa crítica que llevó a una fuerte concentración de entidades, en una primera etapa. Luego, la combinación de diversas medidas de las autoridades monetarias dirigidas a fortalecer a los bancos, juntamente con un proceso de desnacionalización de muchas instituciones bancarias locales, que incrementó sustancialmente la participación del capital extranjero en el sector, llevaron al sistema a una posición mucho más sólida, y percibida como tal por el público. Frente a esta percepción, el impacto financiero interno de las crisis externas como las de Rusia y Brasil, fue mucho menor que lo que fuera luego de la crisis de México de 1994. En particular, aunque las tasas de interés se movieron al alza, no se observaron pérdidas de depósitos, aunque sí cierta dolarización de los mismos. En tanto los depósitos no cayeron, sino que, al contrario, han seguido incrementándose aunque a ritmo más lento que en 1996-97, la capacidad prestable de los bancos aumentó. Las entidades bancarias, sin embargo, probablemente debido al aumento del riesgo de crédito en un contexto de tasas de interés más altas y recesión (factores que aumentan la vulnerabilidad financiera de los deudores), no han incrementado el crédito otorgado al sector privado al mismo ritmo que los depósitos (por el contrario, el crédito total ha tendido a mantenerse estable o a contraerse muy levemente). Es decir que las entidades pasaron a contar con recursos líquidos excedentes, debido en parte a esa actitud de relativa renuencia frente al riesgo. Una situación asimilable a ésta se observó en el pasado, a la salida de la recesión de 1995. En efecto, durante 1996, cuando los depósitos se habían ya recuperado desde los mínimos de mediados de 1995, el crédito tendía a quedar rezagado. En aquella fase, la liquidez excedente fue absorbida en gran medida por el Banco Central, mediante la colocación de pases. En el período reciente, en cambio, esos recursos prestables permitieron al sector público, percibido como un deudor relativamente más seguro por los bancos, cubrir en el mercado interno una proporción de sus necesidades de financiamiento mayor que la inicialmente prevista.

Naturalmente, estas transacciones significan no sólo una ventaja para el sector público sino también para los bancos, que en la recesión encuentran en el sector público un demandante confiable de los recursos prestables que mantienen excedentes en virtud de su renuencia al riesgo.

En síntesis, los mercados internos sí parecen estar jugando, aunque todavía limitadamente, un papel anticíclico, puesto que en la recesión aumenta la disponibilidad de fondos para el sector público. Complementariamente, el sector público juega también un papel anticíclico a favor de las

entidades financieras, que pueden canalizar así de manera rentable y con menor riesgo sus eventuales excedentes de fondos.

No obstante la evolución favorable de las colocaciones de deuda pública en los mercados internos, el stock de la misma sigue constituyendo una proporción relativamente reducida del total de la deuda pública en circulación. Esto es así debido a que gran parte del endeudamiento existente debe ser atribuido a la consolidación de deudas anteriores con diversos sectores (Plan Brady, Consolidación de deudas con pasivos y proveedores) y al papel decisivo que han jugado casi permanentemente los mercados externos en la estrategia de financiamiento ante la ausencia de un mercado de capitales local maduro.

Otra constatación importante se refiere a que las colocaciones en el mercado interno fueron fundamentalmente de corto plazo. Por ejemplo, el plazo promedio ponderado de las colocaciones realizadas en el mercado interno (incluyendo el préstamo sindicado) en el período Enero – noviembre de 1998 alcanza a 2,4 años. En cambio, el plazo promedio correspondiente a las colocaciones realizadas en el mercado externo durante un lapso similar (diciembre 97 – noviembre 98) trepa a 12,7 años.

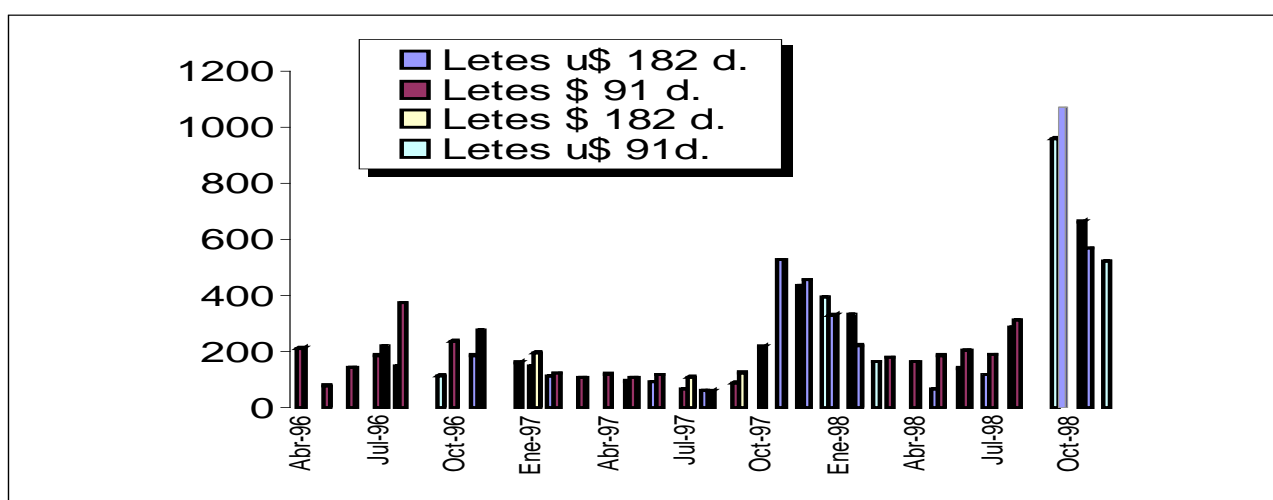
El progresivo aumento de los plazos que se había alcanzado a vislumbrar en el período previo a Octubre de 1997 (extensión de 91 a 364 días para las Letes en pesos y de 182 a 364 días para las denominadas en dólares así como la emisión de Bontes a 5 años) fue interrumpido por la crisis asiática.

Asimismo, dicha crisis también incidió negativamente sobre el costo del financiamiento revirtiendo el proceso de baja de tasas que se había observado anteriormente. Por ejemplo, el spread de tasas de las Letes en dólares a 182 días sobre los rendimientos de las letras del Tesoro de los Estados Unidos que había promediado los 118 puntos básicos en las 6 colocaciones realizadas entre agosto de 1996 y el mismo mes de 1997 trepó a 385 para las colocaciones realizadas durante el período comprendido entre noviembre 1997 y febrero de 1998. El máximo diferencial de tasas se alcanzó meses más tarde, tras el “default” de su deuda por parte del gobierno ruso. En efecto, la colocación de estas mismas letras, con idéntica denominación y plazo, realizada el 13 de octubre de 1998 debió afrontar un spread de 1069 puntos básicos.

Pero el hecho más llamativo tal vez lo constituya la imposibilidad de colocar deuda denominada en moneda nacional a partir del agravamiento de la situación financiera internacional. En efecto, la crisis no permitió implementar colocaciones Letes en Pesos entre noviembre de 1997 y febrero de 1998 y nuevamente a partir de setiembre de 1998. Es decir, que desde octubre de 1997 se ha asistido a un proceso de dolarización de las colocaciones internas. El cambio de moneda, sin embargo, no impidió el fuerte crecimiento en el costo del financiamiento en los momentos de crisis, pese al exiguo monto de las letras emitidas.

Gráfico 3. Evolución de los spreads de los Instrumentos de Endeudamiento (1996-1998) En puntos básicos sobre las Letras del Tesoro de los Estados Unidos, al momento de su colocación.

En consecuencia, los efectos de la crisis de los mercados internacionales de capitales



parecen operar sobre el mercado de deuda interna con la siguiente secuencia. Ante la aparición de novedades negativas en el mercado internacional, las primeras repercusiones que se verifican en los mercados internos de deuda consisten en aumentos de los spreads que deben afrontar las diferentes colocaciones que se realizan en este mercado. Si la situación financiera internacional se agrava, entonces el gobierno no encuentra tomadores de bonos denominados en pesos. La evidencia de la recesión de mediados de los noventa sugería que si una situación tal se prolonga, el mercado interno deja de funcionar como fuente de financiamiento a través de los canales institucionales normales y debe establecerse algún tipo de acuerdo con los prestamistas e inversores que permita superar eventuales situaciones de iliquidez. Sin embargo, lo observado durante la segunda recesión importante de los noventa, iniciada en el tercer trimestre de 1998, lleva a modificar esa conclusión. En presencia de un sistema financiero más sólido, tal como se ha argumentado más arriba, el acceso a la colocación de deuda interna voluntaria a través de operaciones corrientes de mercado puede permanecer abierto, permitiendo cubrir de este modo una fracción importante de las necesidades de financiamiento del sector público y aminorando un tanto, de este modo, los efectos negativos derivados de la evolución desfavorable del contexto externo.

Sección 3. Perspectivas de crecimiento de los mercados internos de deuda

La creciente relevancia de los mercados internos de deuda pública lleva a indagar acerca de cuáles pueden ser, en términos cuantitativos, sus perspectivas de desarrollo futuro. No se procura

hacer estrictamente una proyección de la demanda de fondos por parte de esos agentes sino más bien calibrar los órdenes de magnitud en los que puede ubicarse esa demanda en un futuro mediano, bajo ciertos supuestos sobre el comportamiento de variables cruciales para determinar esos valores. Entre esas variables cruciales se encuentran el grado de monetización de la economía, la tasa de crecimiento del producto, la tendencia de los salarios reales y la evolución del número de aportantes a las AFJP, y la rentabilidad obtenida por éstas sobre los fondos que administran, por ejemplo. Naturalmente, en plazos largos, diferencias no demasiado importantes en los valores medios anuales de algunas de esas variables (como las tasas de crecimiento del producto o de los salarios, por ejemplo), al acumularse, pueden arrojar diferencias importantes entre distintas proyecciones.

Para evaluar el posible comportamiento futuro de la captación de nueva deuda pública por parte de las AFJP se han utilizado proyecciones publicadas por la Superintendencia de Fondos de Jubilaciones y Pensiones. En cuanto a los bancos, es crucial para determinar su posible papel como demandantes de deuda el supuesto que se haga acerca de la evolución del grado de monetización de la economía, de la cuál depende en buena medida el comportamiento del volumen de crédito. En el caso de la Argentina, en tanto se mantenga la estabilidad de precios alcanzada en los años noventa, es razonable suponer que la tendencia a la remonetización de la economía que se ha observado a lo largo de la década habrá de continuar. Sin embargo, no se cuenta con bases firmes para proyectarla de manera segura. En tal caso, el procedimiento usual es el de simular la correspondiente trayectoria adoptando algún escenario o un conjunto de escenarios alternativos como referencia. Un procedimiento posible es el de tomar en consideración las trayectorias observadas en otras economías. En este caso se ha razonado, a título ilustrativo, a partir del supuesto de que Argentina podría alcanzar, en unos diez años, un nivel de monetización y cocientes "crédito/producto" semejantes a los que presenta la economía de Chile en la actualidad, luego de alrededor de tres lustros de relativa estabilidad macroeconómica. Los resultados de estas estimaciones se presentan en lo que sigue de esta sección.

Las Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones

Entre los agentes que han adquirido relevancia en el desarrollo del mercado interno de capitales se destacan instituciones ligadas con la administración de ahorros de largo plazo, como son las Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (AFJP), instituidas a partir de la reforma previsional implementada en 1994, y las compañías de seguros de retiros.

En efecto, a partir de la puesta en marcha del régimen de capitalización individual las AFJP han venido manejando un creciente volumen de fondos, habiendo alcanzado, en conjunto, los \$11.350

millones de pesos al finalizar el año 1998. Ese monto acumulado equivale a alrededor de 4 por ciento del PBI a precios corrientes. Si bien las predicciones disponibles acerca de la evolución probable de estos fondos son sensibles a los supuestos que se utilicen en su proyección, no caben dudas acerca de que los fondos manejados por estas instituciones adquirirán una magnitud significativa con respecto al tamaño de la economía argentina. En la medida en que ello se verifique, las AFJP se consolidarán como una importante fuente potencial de financiamiento.

Como se sabe, las AFJP se encuentran reguladas respecto al destino que le pueden dar a los fondos que manejan. De hecho, debido a estas restricciones legales, no pueden invertir más del 50% de los fondos que administran en títulos públicos emitidos por la Nación. Las AFJP han hecho uso de esta franquicia reglamentaria manteniendo posiciones muy cercanas al límite establecido y los títulos públicos nacionales han sido, hasta ahora, el instrumento de mayor preponderancia en sus carteras de inversión. (En diciembre de 1998 los títulos públicos nacionales representaban el 48% de sus portafolios).

Estudios realizados acerca de la probable evolución futura de los fondos en el sistema previsional de capitalización han estimado que los mismos podrían llegar a representar cerca de un 5% del PBI en el año 2000 y un 20% de dicho indicador en el año 2010.¹²

En el trabajo que acaba de referirse, esos valores corresponden a la llamada "proyección central". De acuerdo con la misma y considerando un futuro menos distante, puede concluirse que el financiamiento disponible para el sector público a partir de los recursos captados por las AFJP podría promediar unos 2800 millones de pesos anuales entre el año 2000 y el 2005. Esa cifra pasaría a alrededor de 4100 millones como promedio en el lapso 2006-2010. En términos de porcentaje del PBI, esos valores equivaldrían a 0,86% al año en el primer período (con un nivel creciente desde 0,74% en el 2000 hasta 0,95% en el 2005, en términos de porcentaje del producto), y a 1,01% del PBI para el quinquenio 2006-2010 (alcanzando a 1,06% del PBI en ese último año). En la proyección se supone que el PBI crece al 4% anual, tasa que es prácticamente igual al crecimiento promedio observado entre 1993 y 1998, de acuerdo con las cuentas nacionales con base en 1993 (tasa media que alcanza a 4,03%). De acuerdo con dicha "proyección central", en consecuencia, se concluye que el orden de magnitud del financiamiento potencial que el sector público podría obtener del sistema previsional de capitalización se mueve en el entorno de un punto porcentual del PBI anual.

Es importante, sin embargo, considerar la sensibilidad de las proyecciones a los supuestos utilizados. La revisión de la proyección que está siendo utilizada como base aquí se apoya en supuestos de diversa índole. Un primer conjunto se refiere a variables demográficas (las cuales contribuyen a

¹² Véase Rofman, R. y G. Stirparo, *Proyección del tamaño de los fondos de jubilaciones y pensiones*, en *Estudios sobre el régimen de capitalización argentino*, Superintendencia de Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones, 1996.

determinar la evolución del número de aportantes al sistema). Los supuestos sobre crecimiento de la población se basan en proyecciones de INDEC-Celade, y los relativos al comportamiento probable de las tasas de actividad se basan en las tendencias observadas a partir de la Encuesta Permanente de Hogares. En estos aspectos, los supuestos utilizados pueden considerarse plausibles y no parecen constituir un flanco débil de la proyección.

En cambio, otros supuestos de los cuáles depende el ritmo de incremento de los aportantes son menos seguros. Por un lado, en el trabajo mencionado se asume que las tasas de desocupación disminuyen de manera relativamente rápida, cayendo progresivamente a 10% (en el año 2000) y estabilizándose luego en el 7% de la PEA. Por otro, se supone que la proporción de aportantes al sistema entre los trabajadores ocupados aumenta rápidamente hasta llegar a un nivel de 70% (del total de ocupados) hacia 2010, de los cuáles más de 80% se encontrarían por entonces en el régimen de capitalización. Eso significa una tasa de crecimiento de los aportantes al sistema de capitalización de algo más de 8% al año entre el 2000 y el 2005, y de 4,8% anual medio entre 2006 y 2010.

Naturalmente, el crecimiento de los recursos del sistema de capitalización depende de manera crucial de esa cifra (el número de aportantes), como también de la evolución de otras variables, básicamente de los salarios (reales) y de la tasa de rentabilidad (real) de los fondos administrados por las AFJP. En la proyección base se supone una tasa de crecimiento de salarios de 2% al año, y una rentabilidad que baja desde niveles de 7% anual hacia el año 2000 hasta 4% alrededor del 2005, para estabilizarse en ese nivel.

Una proyección alternativa más conservadora podría hacerse suponiendo (para la próxima década) tasas de crecimiento del número de aportantes inferiores a las utilizadas previamente. Por ejemplo, puede suponerse que los aportantes crecen a una tasa de aproximadamente la mitad de la utilizada en la proyección base (del orden de 4% al año, en lugar de 8%, para el lapso 2000-2005, y de poco más de 2% para el lapso siguiente, hasta el 2010, en lugar de 4,8%). Esto podría deberse en parte a una menor reducción de las tasas de desempleo abierto, cuanto a un menor ritmo de incorporación de ocupados previamente no aportantes al sistema.

En el mismo sentido, supóngase que lo recaudado por aportante se mantiene constante en términos reales (en lugar de crecer impulsado básicamente por el incremento de los salarios). Bajo esos supuestos alternativos (y asumiendo la misma rentabilidad real sobre los fondos), las AFJP podrían generar un financiamiento anual medio del orden de los 2400 millones de pesos para el sector público en el lapso 2000-2005, que en términos de porcentaje del PIB sería de 0,73% en media, pasando de 0,69% en el 2000 a 0,74 en 2005. Se observa que la diferencia es perceptible aunque no demasiado grande en relación con la proyección base. Como es natural, sin embargo, debido a los efectos acumulativos, la divergencia tiende a hacerse mayor para proyecciones más extendidas en el tiempo. Así, la proyección alternativa más conservadora indica que las AFJP podrían generar un flujo anual de financiamiento para el sector público del orden de aproximadamente 2900 millones de pesos

para 2006-2010 (en lugar de los más de 4 mil de la proyección base), los que en términos de porcentaje del producto significarían (con la hipótesis de crecimiento de éste último de 4% anual) un 0,71% promedio por año. Sin embargo, como porcentaje del PBI el financiamiento disponible sería declinante en este período, debido esencialmente a que la tasa de crecimiento supuesta del número de aportantes es inferior al crecimiento del producto.

Permanece de todos modos, como conclusión general, la idea de que el financiamiento asequible de esta fuente, para el sector público, oscilaría en cifras en torno de 0,7 a 1 por ciento del producto, aproximadamente. Esta conclusión no cambia si se supone, por ejemplo, que el producto crece apenas a un ritmo de la mitad del utilizado en la proyección central, es decir, a una media de 2% anual. Los resultados se mantienen básicamente en ese entorno.

En el trabajo citado se ensayan también otros supuestos sobre comportamiento de los salarios y de la rentabilidad. Los resultados presentan, como es lógico, mayores divergencias cuanto más extensos son los períodos considerados. La mayor parte de las proyecciones allí planteadas ubican el ahorro previsional (en el sistema de capitalización) en el rango entre 1 y 3% del PBI hacia 2020-2025, por lo que el financiamiento disponible para el sector público estaría en un rango entre 0,5 y 1,5% del PBI al año, suponiendo que las AFJP mantienen títulos públicos aproximadamente hasta el límite superior autorizado para esas tenencias.

Hasta aquí se ha hecho referencia a las tendencias, pero cabe también hacer mención al comportamiento de esta fuente potencial de financiamiento en el ciclo económico. En este plano, en función del comportamiento procíclico de los salarios, el empleo y los ingresos de la población en general, debe esperarse un comportamiento también procíclico de la captación de fondos por parte de las Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones, por lo que el financiamiento disponible de estas fuentes para el sector público tendería también a ser menos significativo en las fases recesivas, en las que probablemente es más requerido. En este aspecto, en consecuencia, el comportamiento probable de las AFJP es diferente al del sistema bancario, mencionado al final de la sección anterior.

Una cuestión adicional de interés se refiere a la manera en que pueden combinarse las necesidades de financiamiento del Gobierno con los intereses de las AFJP y sus afiliados. Este es un punto de relativa tensión, si se tiene en cuenta que mientras éstos buscan maximizar la rentabilidad de sus inversiones a largo plazo, el gobierno procura obtener una corriente sostenida de financiamiento. Sin embargo, las tensiones podrían ser mayores si el objetivo de minimizar el costo del financiamiento tuviera igual ponderación en la función objetivo del Gobierno. La colocación del bono denominado Bonte 2027 es un ejemplo cercano de la compatibilización de los intereses mencionados. En efecto, este instrumento de endeudamiento posee características muy similares a los del Bono Global 2027, un título de largo plazo que el gobierno argentino colocó en sucesivas oportunidades en los mercados externos y que formaba parte de la cartera de inversiones de largo plazo de las AFJP en proporciones

significativas. En efecto, hasta fines de setiembre de 1998 las AFJP habían destinado 1.311 millones de pesos de los fondos administrados a ese título (de los cuales 1.146 millones integraban la cartera de inversión mantenida a vencimiento). A su vez, esto representaba 41,8% de la cartera de inversión a vencimiento, 28% del total mantenido en bonos y 13% del total del portafolio.

Las limitadas diferencias entre ambos títulos residen en rasgos propios del diseño del nuevo bono para incentivar su adquisición por parte de las administradoras de jubilaciones y pensiones y otros inversores institucionales de largo plazo. Cabe destacar, en especial, la incorporación de una opción de canje del nuevo bono por igual cantidad de valor nominal del Bono Global 2027, que entró en vigencia a partir del 19 de marzo de 1999 por sus repercusiones potenciales. De hecho, esta cláusula otorga a las entidades adquirientes la posibilidad de traspasar los fondos invertidos de un título doméstico a otro título colocado en los mercados externos en forma inmediata, si decidieran que el riesgo inherente a un documento eminentemente local es demasiado elevado.

Asimismo, se estima que la incorporación del nuevo bono del Tesoro a la oferta de títulos disponibles disminuirá el volumen de las transacciones del Bono Global 2027 en el mercado secundario, como producto de una reasignación del destino de una importante porción del flujo de fondos que recaudan las AFJP. La menor cantidad de transacciones en el mercado secundario del Bono Global 2027 reducirá, muy probablemente, la volatilidad del mismo y esto repercutirá, a su vez, sobre la volatilidad del valor de la cuota-parte de las AFJP. Cabe destacar, por último, que al no registrarse transacciones (ni cotizaciones) del nuevo Bonte 2027 en el mercado secundario las AFJP pueden valorar este papel a su valor técnico sin necesidad de cubrir cupo en la cartera mantenida a vencimiento.¹³

Otras características del Bonte 2027 incluyen igual fecha de pago de cupones de amortizaciones e intereses que el Bono Global 2027; una tasa de interés de cupón del 9,9375% anual, levemente por encima del 9.75% correspondiente al Bono Global 27 y vigencia de la legislación argentina para la resolución de eventuales conflictos.

Al gobierno este título le permite acceder a una fuente local de financiamiento sostenida en el tiempo y evita la fuga de capitales que resultaría de la canalización de las inversiones de las administradoras hacia títulos similares que coticen en los mercados internacionales –aún de aquellos colocados por el mismo Gobierno argentino.

A través de la colocación del primer tramo de este título a 29 años de plazo, el Gobierno logró obtener U\$S 131,5 millones, por los que pagará un retorno del 10,85% anual. Las AFJP fueron

¹³ Las AFJP están autorizadas a valorar los títulos públicos de dos formas diferentes: valuación técnica y valuación de mercado. La primera de ellas se utiliza para los bonos mantenidos a vencimiento, mientras que la segunda se utiliza para la porción negociable de la cartera de inversiones. La valuación técnica –basada en la tasa interna de retorno que devengará el título hasta su maduración– se encuentra aislada de los efectos de las fluctuaciones de precios de mercado y, por ende, neutraliza pérdidas de capital en un mercado bajista.

responsables de 33 de las 35 ofertas recibidas mientras que las restantes dos correspondieron a compañías de seguro de vida. Dos licitaciones adicionales realizadas en el último bimestre de 1998 permitieron colocar U\$161,43 y U\$158,62 millones, respectivamente. La idea que predomina en las esferas gubernamentales es la de obtener por esta vía, de aquí hasta fines de 1999, entre 100 y 200 millones mensuales ampliando sucesivamente la emisión del mencionado bono.

Las crisis financieras de la década de los noventa han estado asociadas, en gran medida, a la concentración de vencimientos en el corto plazo y a la alta exposición de la deuda a las fluctuaciones de los tipos de cambio y las tasas de interés. Por ello, si se pudiera definir un marco ideal de financiamiento para el Estado, éste debería estar caracterizado por el predominio del endeudamiento denominado en moneda nacional, a tasa fija estabilizada en el entorno de un nivel relativamente bajo y a largo plazo con vencimientos suficientemente escalonados. Este sería el esquema compatible con una mínima vulnerabilidad desde el punto de vista financiero pues reduciría significativamente los problemas asociados con la volatilidad. En ese sentido, puede afirmarse que la colocación de instrumentos de endeudamiento entre las administradoras de fondos de jubilación y pensión con las características mencionadas en el párrafo anterior está en una dirección adecuada, aún cuando quede claro que existe todavía una brecha suficientemente grande entre las necesidades financieras del sector público y la generación de dichos fondos por parte de las AFJP.

Los bancos

Los bancos, que constituyen el principal conjunto de instituciones financieras del país, cumplen un papel fundamental en los mercados internos de deuda pública, a través de su participación en las licitaciones de bonos y actuando, algunos de ellos, como agentes creadores de mercado.

En la década presente, los bancos establecidos en el mercado interno han tenido, en general, un papel relativamente menor en el financiamiento al sector público. La creación de crédito por parte de estas instituciones aumentó notablemente a partir de la implantación del régimen de convertibilidad, principalmente como contrapartida del incremento registrado en los depósitos del sistema financiero. Sin embargo, los agregados de crédito por sector de destino revelan un comportamiento muy desigual en estos años. En efecto, mientras que en el cuarto trimestre de 1991 el sector público recibía el 31,3% de los créditos y el sector privado el 68,7%, en igual trimestre de 1997 las respectivas proporciones eran de 13,9% y 86,1%. Es decir que el principal componente del crédito que tendió a la expansión fue el otorgado al sector privado mientras que los créditos al sector público del sistema financiero, como proporción del crédito total, se contrajeron notablemente.

De cualquier manera, el sistema financiero argentino podría consolidarse como una fuente alternativa muy importante de financiamiento para el sector público si los procesos de monetización y bancarización observados en la última década continúan desarrollándose. Eso parece muy probable,

en particular en un contexto de estabilidad de precios, por cuanto los niveles de “profundización financiera” de la Argentina están aún por debajo de otros países de un grado de desarrollo relativamente similar, lo que indica que las posibilidades de expansión son grandes.

Como se indicara más arriba, a los efectos de ilustrar acerca de estas posibilidades, se ha optado aquí por tomar como referencia el grado de monetización y los niveles de crédito que se observan actualmente en la economía de Chile, luego de tres lustros de relativa estabilidad macroeconómica.

Cuadro 3. Principales agregados monetarios de Argentina y Chile (en % del PBI)

	Argentina (1)	Chile
M3*	23,9	43,8
Depósitos	20,0	41,2
Créditos	23,2	64,3
Al Sector Público	3,4	7,5
Al Sector Privado	19,8	56,8

(1) Los agregados relativos a la Argentina incluyen los depósitos y créditos bancarios en moneda extranjera.

Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA y Fundación Capital. Los datos corresponden a marzo de 1997 para Argentina y febrero de 1997 para Chile.

La pregunta a examinar se refiere a cuál sería la capacidad del sistema bancario interno de la Argentina de absorber deuda pública, suponiendo que los niveles de monetización y de profundización financiera se incrementan hasta alcanzar, en diez años, por ejemplo, niveles semejantes a los que presenta actualmente la economía chilena. La comparación entre algunos de estos indicadores para las dos economías surge del cuadro 3.

Se observa en el cuadro que la relación entre un agregado monetario amplio que incluye los depósitos en moneda extranjera en el sistema financiero local, M3*, y el producto bruto en el país vecino es considerablemente más elevado que el observado en Argentina. La relación entre los depósitos y el PBI es similarmente desigual, lo que también habla a favor de las posibilidades de expansión de las relaciones financieras en la Argentina.

Lo mismo puede decirse en relación con la disponibilidad de crédito con relación al tamaño de la economía. En Argentina el cociente “crédito/PBI” era de 23,2%, mientras que en Chile llegaba al

64,3%. Se observa también en el cuadro que la distribución sectorial de los créditos (entre los sectores público y privado) es relativamente similar en ambos países. Mientras que en Chile alrededor de 12% del crédito bancario había sido dirigido al sector público, en Argentina esa proporción era de 15%. Pero el grado de monetización y bancarización relativamente más elevado alcanzado en Chile le permite al sistema financiero mantener activos financieros emitidos por el sector público por alrededor de 7,5 puntos del producto, mientras en la Argentina el sistema financiero local le otorgaba al sector público un financiamiento equivalente a algo más de 3 puntos del PBI.

Supóngase, como se ha anticipado más arriba, y a título de ilustración, que la consolidación de los procesos de remonetización y creciente bancarización que registra la economía argentina desde 1991 le permitiera alcanzar, en el lapso de una década, niveles similares a los exhibidos por la economía chilena en la actualidad. Es decir, iguales grados de monetización y de disponibilidad de crédito, medidos como porcentaje del producto. Tal avance de la monetización y del crédito abriría, sin duda alguna, un amplio espacio para expandir el acervo de deuda mantenida por el sector público con el sistema financiero interno. Es posible obtener una ilustración más precisa acerca del resultado de este proceso.

Como escenario base, supóngase que la relación "crédito al sector público/PBI" no crece, sino que se mantiene en los niveles actuales. En ese caso, el crédito al sector público se expandiría al mismo ritmo que el producto. Si éste, a su vez, creciera al mismo ritmo del PBI que se ha observado desde 1993 hasta 1998 (de aproximadamente 4% al año), el flujo nuevo de financiamiento anual disponible por esta vía (esto es, neto de la renovación de eventuales vencimientos del stock de deuda anterior) se ubicaría en una media de alrededor de 600 millones de pesos entre el año 2000 y el 2005, es decir, en el orden de apenas 0,2% del PBI. La cifra es pequeña debido en esencia a lo relativamente reducido del stock actual de crédito al sector público.

En cambio, como escenario alternativo, puede suponerse que el crédito al sector público crece al mismo ritmo de la monetización (y que ésta se incrementa hasta alcanzar un nivel $M3^*/PBI$ de alrededor de 44% al cabo de diez años). En tanto el PBI crezca a un ritmo de alrededor de 4%, la correspondiente tasa de crecimiento del crédito al sector público debería ser de alrededor de 10,5% al año, en promedio, en el período de diez años considerado. En tal caso, el flujo anual de financiamiento al gobierno proveniente a los bancos podría ubicarse próximo a los 2000 millones anuales en promedio en el lapso 2000-2005, en una secuencia creciente a partir de alrededor de 1500 millones en el 2000. Como porcentaje del PBI, el financiamiento promedio disponible de las entidades bancarias en ese período podría rondar el 0,6% del PBI.

Como se indicó al comienzo de esta sección, se trató de ilustrar acerca de los órdenes de magnitud en que pueden situarse los flujos de demanda de deuda pública por parte de los principales demandantes institucionales internos, las AFJP y los bancos. A modo de síntesis, y enfocando en especial el período 2000-2005, se concluyó en primer lugar que, debido a una inestabilidad financiera

internacional, el financiamiento al sector público proveniente de las AFJP podría rondar entre 0,7 y 1 punto del producto. El proveniente de los bancos, por su parte, podría oscilar entre 0,2 y 0,6, bajo dos diferentes supuestos en relación con la evolución del grado de monetización (aunque ciertamente, el financiamiento proveniente de los bancos podría ser nulo o aún negativo en un escenario más pesimista que los utilizados aquí). De modo que bajo los supuestos considerados, la demanda de deuda pública conjunta de las AFJP y los bancos podría rondar, en números más redondos, entre un punto y un punto y medio del producto, aproximadamente. En otros términos, en circunstancias normales, el sector público estaría en condiciones de financiar un déficit de ese orden de magnitud acudiendo únicamente al mercado interno de títulos. De alcanzarse déficits menores, o equilibrio fiscal, como el previsto para 2003 de acuerdo con recientes disposiciones legales, la utilización de esa posibilidad de colocación de deuda interna podría dar lugar a una reducción progresiva de la deuda pública externa, lo que contribuiría a fortalecer la posición financiera del país.

Sección 4. Síntesis y principales conclusiones

El presente trabajo tiene por objeto a examinar las características y evolución reciente de los mercados internos de deuda pública en la Argentina, así como de las políticas aplicadas por las autoridades económicas nacionales para estimular su desarrollo.

En primer lugar, se examinaron las principales ventajas que supone, en términos generales, contar con un amplio mercado interno de deuda. Las mismas son básicamente, por una parte, la de poder mantener buena parte de los pasivos del sector público denominados en moneda nacional (reduciendo así el riesgo cambiario del sector público) y, por otra, la de mantenerlos en mayor proporción en manos de demandantes de carácter no especulativo. Por otro lado, se enfatizó también el hecho de que un mercado interno de deuda de importantes dimensiones permitiría potencialmente enfrentar con mayores recursos las cambiantes condiciones que se observan en los mercados internacionales de capitales, en los que la volatilidad es un rasgo muy notorio.

Posteriormente se analizaron las políticas de endeudamiento interno seguidas en la Argentina desde 1993, con énfasis en el nuevo esquema de organización del endeudamiento público, a partir de abril de 1996. El mismo preveía la colocación de títulos a través de licitaciones trimestrales. Las Letras del Tesoro (Letes) de 3, 6 y 12 meses de plazo y los Bonos de la Tesorería (Bontes) de mediano y largo plazo, ambos en pesos y en dólares, constituían los instrumentos de endeudamiento público (IEP).

El sistema se complementó con la institución de la figura de los llamados creadores de mercado y el establecimiento de los segmentos competitivo y no competitivo para las licitaciones de títulos en el mercado local. Se entiende por creador de mercado o *market maker* a la institución o individuo “que facilita las transacciones de un determinado activo, estando en posición de comprar o vender dicho activo en cualquier momento, manteniéndolo en su inventario y realizando una ganancia por la diferencia entre los dos precios”. Efectivamente, el Gobierno instituyó esta figura con el objetivo de que participen significativamente en la suscripción primaria y la negociación secundaria de los distintos Instrumentos de Endeudamiento, dándoles una adecuada liquidez a los mismos. En la medida en que los creadores de mercado cumplan adecuadamente su papel, su mera existencia asegura que en todo momento habrá al menos un agente capaz de ejecutar una operación de compra/venta de un determinado instrumento. Los creadores de mercado operan con capital propio, manteniendo posiciones en los títulos en los que fueron seleccionados para operar, y por cuenta y orden de terceros. Doce entidades fueron originalmente autorizadas para desempeñarse como creadoras de mercado.

A partir de la implementación de este esquema y hasta el 31 de diciembre de 1998 se realizaron 59 colocaciones de Letras del Tesoro (Letes) denominadas en pesos y dólares y a plazos

relativamente cortos (91, 182 y 364 días)¹⁴. Además se habían realizado hasta esa misma fecha colocaciones de Bonos del Tesoro (Bontes) en 9 oportunidades. Previo al último trimestre de 1998, todas las emisiones de este último título se realizaron a mediano plazo (2 y 5 años). Recién cerca del último trimestre comenzaron a colocarse Bontes a largo plazo (29 años). Por último, en una única oportunidad se recurrió a la modalidad de préstamo sindicado. Este fue otorgado por los agentes creadores de mercado por un total de 2.000 millones, a tres años de plazo. Por una porción del mismo -696 millones- se emitió un bono.

El examen de las colocaciones sucintamente descritas permite señalar que la participación de los mercados internos en la generación de los recursos necesarios para financiar el sector público argentino se ha incrementado significativamente, adquiriendo una relevancia desconocida poco tiempo atrás.

En efecto, la participación del mercado local en el flujo de nueva deuda trepó desde un nivel nulo en 1994 hasta superar el 35% de las necesidades totales de financiamiento del Sector Público Nacional en 1997, aunque en el año siguiente disminuyó algo en términos relativos.

Además, la evidencia reciente, muestra que los mercados internos de deuda están efectivamente jugando, aunque todavía de manera limitada, un papel anticíclico, puesto que en los períodos de recesión aumenta la disponibilidad de fondos para el sector público. Complementariamente, el sector público juega también un papel anticíclico a favor de las entidades financieras, que pueden canalizar así de manera rentable y con menor riesgo sus eventuales excedentes de fondos.

Dada la creciente relevancia de los mercados internos de deuda pública, se analizan cuáles pueden ser, en términos cuantitativos, sus perspectivas de desarrollo futuro, centrando en el análisis en los principales tomadores internos de deuda pública, los bancos y las administradoras de fondos de jubilaciones y pensiones.

El análisis de proyecciones disponibles relativas a la probable evolución de los fondos administrados por las AFJP lleva a la conclusión general de que el financiamiento asequible de esta fuente, para el sector público, oscilaría en cifras en torno de 0,7 a 1 por ciento del producto bruto interno, aproximadamente, para el próximo quinquenio. Se han explorado las consecuencias de varios supuestos alternativos sobre comportamiento de variables como el número de aportantes, los salarios y de la rentabilidad de los fondos. Los resultados presentan, como es lógico, mayores divergencias cuanto más extensos son los períodos considerados. De cualquier modo, la mayor parte de las proyecciones disponibles ubican el ahorro probable del sistema previsional (en el subsistema de capitalización) en el rango de 1 a 3% del PBI hacia 2020-2025, por lo que el financiamiento disponible para el sector público tendería a ubicarse en un rango entre 0,5 y 1,5% del PBI al año.

¹⁴) Se realizó una sola colocación especial a 49 días que no fue renovada.

Además de las tendencias, cabe también mencionar el comportamiento de esta fuente potencial de financiamiento en el ciclo económico. En este plano, en función del comportamiento procíclico de los salarios, el empleo y los ingresos de la población en general, debe esperarse un comportamiento también procíclico de la captación de fondos por parte de las Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones, por lo que el financiamiento disponible de estas fuentes para el sector público tendería también a ser menos significativo en las fases recesivas, en las que probablemente es más requerido. En este aspecto, en consecuencia, el comportamiento probable de las AFJP es diferente al del sistema bancario.

Los bancos, por su parte, constituyen el principal conjunto de instituciones financieras del país y cumplen un papel fundamental en los mercados internos de deuda pública, a través de su participación en las licitaciones de bonos y actuando, algunos de ellos, como agentes creadores de mercado.

El sistema financiero argentino podría consolidarse como una fuente alternativa muy importante de financiamiento para el sector público si los procesos de monetización y bancarización observados en la última década continúan desarrollándose. Eso parece muy probable, en particular en un contexto de estabilidad de precios, por cuanto los niveles de "profundización financiera" de la Argentina están aún por debajo de otros países de un grado de desarrollo relativamente similar, lo que indica que las posibilidades de expansión son grandes. A los efectos de ilustrarlo, se ha tomado como referencia, el grado de monetización y los niveles de crédito que se observan actualmente en la economía de Chile, luego de tres lustros de relativa estabilidad macroeconómica. Se indaga acerca de cuál sería la capacidad del sistema bancario interno de la Argentina de absorber deuda pública, suponiendo que los niveles de monetización y de profundización financiera se incrementan hasta alcanzar, en diez años, por ejemplo, niveles semejantes a los que presenta actualmente la economía chilena. Tal avance de la monetización y del crédito abriría, sin duda alguna, un amplio espacio para expandir el acervo de deuda pública mantenida por sistema financiero interno.

Si se cumpliera el supuesto de creciente monetización mencionado en el párrafo anterior, el flujo anual de financiamiento al gobierno proveniente a los bancos podría ubicarse próximo a los 2000 millones anuales en promedio en el lapso 2000-2005, siguiendo una secuencia creciente a partir de alrededor de 1500 millones en el año 2000. Como porcentaje del PBI, el financiamiento promedio disponible de las entidades bancarias en ese período podría rondar, bajo ese supuesto, el 0,6% del PBI. Si, en cambio, la monetización se estancase en los niveles actuales, el crédito sólo crecería al ritmo del producto, y si este mantuviera el ritmo de expansión del período 1993-98, próximo a 4%, el nuevo crédito bancario al sector público rondaría un 0,2% del PBI al año.

Estas estimaciones apuntan a ilustrar acerca de los órdenes de magnitud en que pueden situarse los flujos de demanda de deuda pública por parte de los principales demandantes institucionales internos, las AFJP y los bancos.

A modo de síntesis, y enfocando en especial el período 2000-2005, se concluye en primer lugar que, bajo los supuestos explicitados en el informe, el financiamiento al sector público proveniente de las AFJP podría rondar entre 0,7 y 1 punto del producto. El proveniente de los bancos, por su parte, podría oscilar entre 0,2 y 0,6, bajo dos diferentes supuestos en relación con la evolución del grado de monetización (aunque ciertamente, el financiamiento proveniente de los bancos podría ser nulo o aún negativo en un escenario más pesimista que los utilizados aquí). De modo que bajo los supuestos considerados, la demanda de deuda pública conjunta de las AFJP y los bancos podría rondar, en números redondos, entre un punto y un punto y medio del PBI, aproximadamente. En otros términos, en circunstancias normales, el sector público estaría en condiciones de financiar un déficit de ese orden de magnitud acudiendo al mercado interno de títulos.

De alcanzarse déficits menores, o equilibrio fiscal, como el previsto para 2003 de acuerdo con recientes disposiciones legales, la utilización de esa posibilidad de colocación de deuda interna podría dar lugar a una reducción progresiva de la deuda pública externa, lo que contribuiría a fortalecer la posición financiera del país.

Lugar y Fecha del Informe: Buenos Aires, 15 de septiembre de 1999.

Apéndice 1: El método holandés.

El método holandés es una variante del método utilizado para la determinación de los resultados de una licitación o subasta de bonos. Es decir, es el procedimiento usado para la determinación tanto del precio de los títulos o valores ofrecidos por el emisor como de las cantidades asignadas a cada participante. Puede ser descrito a través de los siguientes pasos sucesivos. En primer lugar, el emisor anuncia los términos y condiciones de la emisión (monto, moneda, plazo) que será licitada. Luego, las partes interesadas indican cuál es el precio que están dispuestos a pagar por los valores ofrecidos y la cantidad de títulos que desean suscribir. Finalmente, los bonos se asignan en forma descendente a partir del mayor precio ofrecido (en el caso de los bonos, el menor rendimiento solicitado) hasta el menor (mayor tasa de interés) hasta que se coloca la totalidad de la emisión ofrecida. El método holandés –o de precio único- indica que todos los títulos serán colocados a la tasa de corte, en contraposición de los sistemas de precios múltiples. Por ejemplo, supongamos que se desea colocar una emisión de \$500 millones y que ocho oferentes participan en la licitación de los mismos de la siguiente forma:

	Oferente	Monto*	Rendimiento
A	150		5,1%
B	110		5,2%
C	90		5,2%
D	100		5,3%
E	75		5,4%
F	25		5,4%
G	80		5,5%
H	70		5,6%

*En millones de pesos.

En este caso sencillo, luego de establecido el orden correspondiente de acuerdo a lo explicado en el párrafo precedente, a los cuatro primeros oferentes se les asigna las cantidades solicitadas, las que totalizan \$450 de los \$500 millones emisión ofrecida. Los oferentes E y F solicitaron ambos un retorno del 5,4% (la siguiente menor tasa solicitada) licitando en conjunto \$100 millones. Por lo tanto, se establece la tasa de 5,4% como la tasa de corte de la presente licitación y, en consecuencia, es la que regirá para toda la colocación. Además, quienes solicitaron dicha tasa reciben cantidades en proporción a lo ofrecido (\$37,5 millones para el oferente E y 12,5 millones para el oferente F).

Apéndice 2. El Índice General de Desempeño.

A continuación se muestra la formulación del IGD especificando todos sus componentes:

$$IGD_i = \frac{4}{5} \frac{\sum_i Im\ ppi}{\sum_i Im\ ppi} + \frac{1}{5} \frac{(PC_i + PV_i)}{2}, \text{ o bien,}$$

$$IGD_i = \frac{4}{5} \frac{\sum_j \left(\frac{2}{3} \frac{MA_{ij}}{MTA_j} + \frac{1}{3} \frac{MOE_{ij}}{MTOE_j} \right) P_{pj} P_{mj}}{\sum_i Im\ ppi} + \frac{1}{5} \frac{(PC_i + PV_i)}{2}, \text{ en donde,}$$

IGD_i : Índice General de Desempeño del participante i

IM_{PPi} : Índice parcial de desempeño en el mercado primario del participante i:

P_{pj} : ponderador por plazo del instrumento subastado en la subasta j (creciente).

P_{mj} : ponderador por monto de la adjudicación en 1ª vuelta en la subasta j (creciente).

MA_{ij} : monto adjudicado al participante i en la subasta j, en la 1ª y 2ª vuelta.

MTA_j : monto total adjudicado en la subasta j, en la 1ª y 2ª vuelta.

MOE_{ij} : monto de oferta excedente en la 1ª vuelta hasta alcanzar el valor del monto licitado para el participante i en la subasta j.

MTOE_j : monto total de ofertas excedentes en la 1ª vuelta hasta alcanzar el valor del monto licitado en la subasta j.

PC_i : participación de cada participante en el total de compras en el mercado secundario en el período analizado.

PV_i : participación de cada participante en el total de ventas en el mercado secundario en el período analizado.

\sum_i : sumatoria de los i participantes

El primer término, ponderado en un 80%, evalúa la participación en las subastas, mientras que el segundo, ponderado en un 20%, evalúa la participación en la reventa de títulos.

Apéndice 3: Detalle de las colocaciones de deuda en el mercado interno en el período 1996-1998

Letes

Fecha	Moneda	Monto*	Plazo (días)	Tasa de descuento	T.N.A.
19.04.96	Pesos	271.0	91	6.80	6.92
14.05.96	Pesos	265.2	91	5.70	5.78
18.06.96	Pesos	257.4	91	6.38	6.48
16.07.96	Pesos	258.3	91	6.86	6.98
16.07.96	Pesos	260.3	182	7.32	7.60
13.08.96	Pesos	254.8	91	8.50	8.69
13.08.96	Dólares	254.5	182	6.49	6.71
17.09.96	Dólares	251.0	91	6.10	6.20
18.10.96	Pesos	254.6	91	7.21	7.34
18.10.96	Dólares	512.6	364	6.75	7.24
13.11.96	Pesos	254.2	91	7.60	7.75
13.11.96	Dólares	253.5	182	6.80	7.04
17.12.96	Dólares	255.6	91	6.38	6.7
17.01.97	Pesos	255.2	182	6.90	7.15
17.01.97	Pesos	254.0	91	6.40	6.51
14.02.97	Dólares	259.7	182	6.09	6.28
14.02.97	Pesos	263.4	91	6.10	6.20
21.03.97	Pesos	250.0	91	6.10	6.20
21.03.97	Pesos	521.0	364	6.80	7.30
15.04.97	Pesos	261.8	91	6.28	6.38
13.05.97	Pesos	261.9	91	6.10	6.29
13.05.97	Dólares	256.1	182	6.10	6.29
17.06.97	Dólares	252.4	182	5.90	6.08
17.06.97	Pesos	252.0	91	5.90	5.99
15.07.97	Pesos	251.8	182	6.10	6.29
15.07.97	Pesos	253.6	91	5.60	5.68
15.08.97	Pesos	250.0	91	5.60	5.68
15.08.97	Dólares	252.5	182	5.70	5.87
16.09.97	Pesos	252.0	182	6.20	6.40
16.09.97	Pesos	253.4	91	5.70	5.84

16.10.97	Pesos	250.0	91	6.95	7.07
16.10.97	Dólares	500.0	364	6.15	6.56
14.11.97	Dólares	250.7	91	9.20	9.42
14.11.97	Dólares	250.1	182	10.00	10.53
16.12.97	Dólares	251.2	91	8.80	9.00
16.12.97	Dólares	257.3	182	9.39	9.86
13.01.98	Dólares	258.8	91	7.99	8.15
13.01.98	Dólares	257.2	182	8.01	8.35
10.02.98	Dólares	254.0	91	6.84	6.96
10.02.98	Dólares	501.9	182	7.12	7.39
17.03.98	Dólares	512.4	364	6.75	7.24
17.03.98	Pesos	257.0	91	6.60	6.71
17.04.98	Pesos	260.4	91	6.54	6.65
15.05.98	Pesos	250.0	91	6.65	6.76
12.05.98	Dólares	250.0	182	6.32	6.53
19.06.98	Pesos	264.2	91	6.90	7.02
19.06.98	Dólares	250.0	182	6.24	6.44
17.07.98	Pesos	262.2	91	6.69	6.81
17.07.98	Dólares	250.0	182	6.12	6.32
14.08.98	Pesos	250.0	91	7.80	7.96
14.08.98	Dólares	523.9	182	7.60	7.90
18.09.98	Dólares	256.4	91	13.48	13.96
16.10.98	Dólares	250.0	91	10.00	10.26
16.10.98	Dólares	500.0	182	13.50	14.49
30.10.98	Dólares	252.0	49	8.30	8.21
13.11.98	Dólares	250.0	91	9.38	9.61
13.11.98	Dólares	250.0	182	9.65	10.14
18.12.98	Dólares	268.8	91	8.10	8.27
18.12.98	Dólares	267.9	182	8.75	9.15

*Valor nominal en millones. Los montos colocados incluyen el 10% adicional a los que tienen opción los creadores de mercado.

Stock de deuda en Letes en circulación al 31.12.98 en Pesos: 0.

Stock de deuda en Letes en circulación al 31.12.98 en Dólares: 3073 millones.

Bontes

16.02.97	Dólares	526.3	2 años	8.00
06.05.97	Dólares	761.7	5 años	8.75
19.06.97	Dólares	762.3	5 años	8.75
10.10.97	Dólares	500.0	5 años	8.75
16.07.98	Dólares	1000.0	5 años	(1)
19.09.98	Dólares	131.54	29 años	9.9375
04.11.98	Dólares	192.0	3.5 años	8.75
23.11.98	Dólares	161.43	28.8 años	9.9375
28.12.98	Dólares	158.62	29.1 años	9.9375

(1) Rige para esa colocación la tasa de interés más alta entre a) 320 puntos básicos sobre la encuesta de tasa de interés pasiva para plazos fijos en dólares y b) 320 puntos básicos sobre la tasa Libor de 3 meses.

Stock de deuda en Bontes en circulación al 31.12.98: 3696.3

Préstamo sindicado

Otorgado por los agentes creadores de mercado el día 14 de enero de 1998 por un total de 2.000 millones, a tres años de plazo. Por una porción del mismo -696 millones- se emitió un bono.