

LUPA FISCAL

¿Cómo impactará la saga de la deuda en las deudas provinciales?

Lucio Castro | Walter Agosto

A fines de 2002, la deuda provincial superaba el 20% del Producto Interno Bruto (PIB) de la Argentina. Actualmente, alcanza apenas el 7%. De forma similar, los servicios de la deuda cayeron del 8,5% de los ingresos provinciales a menos del 5%. Y, mientras en 2001 más de la mitad de la deuda provincial estaba denominada en moneda extranjera, esa proporción alcanzaba el 27% en 2008.

Este proceso de desendeudamiento y desdolarización es explicado por los sucesivos programas de refinanciamiento y reestructuración de los pasivos provinciales implementados por el Gobierno desde 2002, en un contexto de expansión económica y acceso limitado al financiamiento. Así, **el Estado nacional es hoy el principal acreedor de las provincias.**

A pesar de estas mejoras, los pasivos provinciales experimentaron en los últimos años **un gradual y moderado proceso de redolarización.** La proporción de la deuda en moneda extranjera de las provincias supera actualmente el 34%. Además, el peso de los servicios de la deuda relativo a los ingresos provinciales también exhibió un leve aumento en 2013, por primera vez desde 2008.

Los niveles y características del endeudamiento son altamente heterogéneos entre provincias: en algunas jurisdicciones **el stock de deuda excede la mitad de los ingresos totales anuales y en otras es inferior al 10%. Las provincias también difieren en el grado de exposición de los pasivos a las fluctuaciones cambiarias,** con

algunas jurisdicciones con más de la mitad de la deuda denominada en moneda extranjera.

En esa línea, una tendencia reciente son **las emisiones en pesos ajustables al tipo de cambio oficial, o "dollar-linked",** que **superaron los \$1,5 mil millones en 2013.** Si bien este tipo de emisión evita generar obligaciones en moneda extranjera en provincias con ingresos en moneda nacional, **aumenta la exposición de la deuda provincial a variaciones del tipo de cambio.**

En este contexto, este documento examina distintos escenarios para analizar la sustentabilidad de la deuda provincial en 2015. En un escenario de inestabilidad financiera y macroeconómica, la deuda provincial aparece como sensible a fluctuaciones bruscas del tipo de cambio o aumentos significativos del costo del financiamiento, y abre interrogantes sobre el posible impacto de la saga de la deuda sin reestructurar sobre las finanzas provinciales.

En cambio, en un escenario en el que la Argentina eventualmente regrese a los mercados financieros internacionales y las provincias puedan concretar nuevas emisiones de deuda –necesarias dado el estrecho mercado financiero local–, el nuevo endeudamiento requerirá una política de crédito público coordinada con el gobierno nacional, que impida un crecimiento desmedido del endeudamiento subnacional en un contexto de desequilibrio fiscal nacional y provincial establezca reglas transparentes de cumplimiento.

RESUMEN EJECUTIVO

A fines de 2002, el stock de deuda de las provincias superaba el 20% del producto interno bruto (PIB) de la Argentina. Hoy alcanza apenas el 7%, de acuerdo con los últimos datos disponibles para 2013.

De forma similar, los servicios de la deuda cayeron de 8,5% a menos de 5% de los ingresos provinciales netos de transferencias a municipios entre 2002 y 2012. Este **proceso de desendeudamiento** tuvo dos causas principales: el canje de la deuda provincial de 2001 y los sucesivos programas de refinanciamiento del gobierno nacional implementados a partir de 2003, en un contexto de expansión económica. Como resultado, **el Estado nacional es hoy el principal acreedor de las provincias, con más de la mitad de la deuda subnacional.**

Más allá de estas tendencias generales, **los niveles de endeudamiento provincial son altamente heterogéneos**, con provincias donde el *stock* de deuda excede la mitad de los ingresos anuales y otras jurisdicciones donde es inferior al 10%. **Las provincias también difieren en el grado de exposición a las fluctuaciones cambiarias**, con algunas jurisdicciones con más de la mitad de la deuda denominada en moneda extranjera.

En esa línea, **una tendencia reciente son las emisiones en pesos ajustables al tipo de cambio oficial o “dollar-linked”, que superaron los \$1,5 mil millones en 2013.** Si bien este tipo de emisión evita el “pecado original” de generar obligaciones en moneda extranjera con ingresos en moneda nacional, aumenta la exposición de las deudas provinciales a la volatilidad cambiaria (Brufman, 2008).

En la actualidad, las principales provincias tienen previstas nuevas emisiones de deuda, condicionales al regreso de la Argentina a los mercados financieros internacionales. Alternativamente, un escenario de mayor volatilidad financiera y macroeconómica, como el abierto por la saga de la deuda sin reestructurar del gobierno nacional, puede incidir sobre la sustentabilidad de la deuda y, en general, sobre la situación fiscal de las provincias.

Con este horizonte, este documento presenta las características básicas de la deuda provincial y analiza las modalidades y evolución reciente (2003-2013) del endeudamiento de las provincias. Además, describe el marco legal del crédito público subnacional en la Argentina y examina los enfoques utilizados para controlar el endeudamiento provincial. Explora, luego, la relación entre las instituciones federales fiscales argentinas y la deuda de las provincias. Por último, presenta los resultados de un ejercicio de sustentabilidad de la deuda provincial para 2014 y 2015.

Esta sección analiza tres cuestiones básicas sobre el endeudamiento de las provincias: qué se entiende por deuda provincial, su marco legal y la distinción entre deuda interna y externa y directa e indirecta.

La deuda provincial son las obligaciones de pago contraídas por los gobiernos provinciales.

La deuda comprende a todos los pasivos que exigen el pago de intereses o el principal de parte de un deudor a un acreedor en una fecha o fechas futuras. Un concepto más amplio de deuda subnacional incluye todas las **obligaciones contraídas** o generadas por los gobiernos locales. Las obligaciones contraídas son aquellas que normalmente cuentan con documentación legal respaldatoria, como los contratos de préstamos o documentos de emisión de títulos, mientras que las **obligaciones generadas** se asocian con gastos devengados y no pagados oportunamente.

El marco legal de la deuda pública.

La Ley de Administración Financiera (LAF) 24.156 de 1993 define las características y alcances de la deuda pública en la Argentina. Tras su sanción, la mayoría de los gobiernos provinciales avanzaron en el dictado de regímenes legales similares. Tanto la LAF como las leyes provinciales definen al crédito público como la capacidad del Estado de endeudarse para captar financiamiento para los siguientes fines: realizar inversiones reproductivas, atender casos de evidente necesidad, o refinanciar reestructurar pasivos. Además, ambos marcos legales limitan la realización de operaciones de crédito público para financiar gastos operativos.

Deuda pública interna y externa, y directa e indirecta.

La **deuda interna** es la deuda contraída con personas físicas o jurídicas residentes o domiciliadas en el país y cuyo pago puede ser exigible dentro del territorio nacional. Por su parte, la **deuda externa** es la deuda contraída con otro Estado u organismo internacional o con cualquier otra persona física o jurídica sin residencia o domicilio en el país y cuyo pago puede ser exigible fuera de su territorio.

Por su parte, la **deuda directa** es aquella asumida por la administración central y las administraciones provinciales en calidad de deudor principal, en tanto que la **deuda indirecta** es la constituida por cualquier persona física o jurídica, pública o privada, distinta de la administración central y las administraciones provinciales, que cuenta con su aval, fianza o garantía.

Una década de deuda provincial (2003-2013)

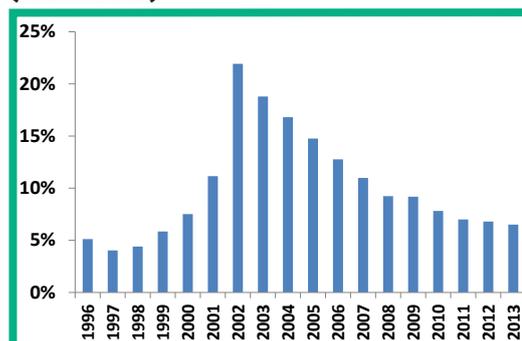
Esta sección aplica dos indicadores para analizar la solvencia y liquidez de la deuda provincial en la Argentina durante el período 2003-2013: (a) el *stock* de deuda relativo al producto y a los ingresos totales del gobierno provincial; y (b) los servicios de deuda (intereses y capital) relativos a los ingresos corrientes netos de transferencias a municipios¹. Más allá de sus posibles limitaciones, estos indicadores permiten comparar en forma consistente el grado de endeudamiento de las provincias, sobre la base de la información estadística disponible (Coronado, 2009).

Proceso pronunciado de desendeudamiento provincial entre 2002 y 2013. Mientras que el *stock* de deuda provincial alcanzó un máximo del 22% del PIB en 2002, como resultado de la crisis del régimen de convertibilidad, actualmente apenas supera el 7% (**Gráfico 1**).

La deuda provincial relativa a los ingresos provinciales totales cayó casi un 50%. De la misma manera, el *stock* de deuda representaba alrededor del 60% de los ingresos totales provinciales en 2008; y en la actualidad supera levemente el 30% (**Gráfico 2**).

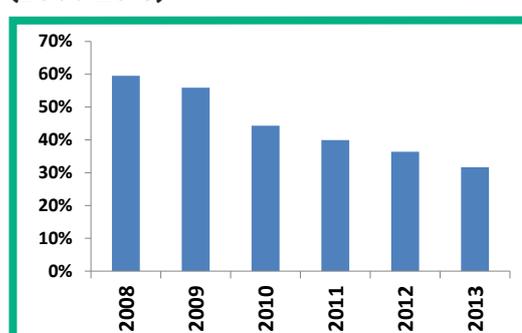
Elevado grado de heterogeneidad en los niveles de endeudamiento provincial. Mientras que el *stock* de deuda supera la mitad de los ingresos provinciales anuales en Buenos Aires (64,1%), Río Negro (58,7%) y Jujuy (56,9%), en otras provincias, como La Pampa (2,5%), Santiago del Estero (3,1%), Santa Fe (4,1%), San Luis (5,1%) y Tierra del Fuego (9,9%), no supera el 10% (**Gráfico 3**).

Gráfico 1.
Stock de deuda total consolidada provincial, como porcentaje del PBI (1996-2013)



Fuente: CIPPEC, sobre la base del Ministerio de Economía y Finanzas Públicas (2014).

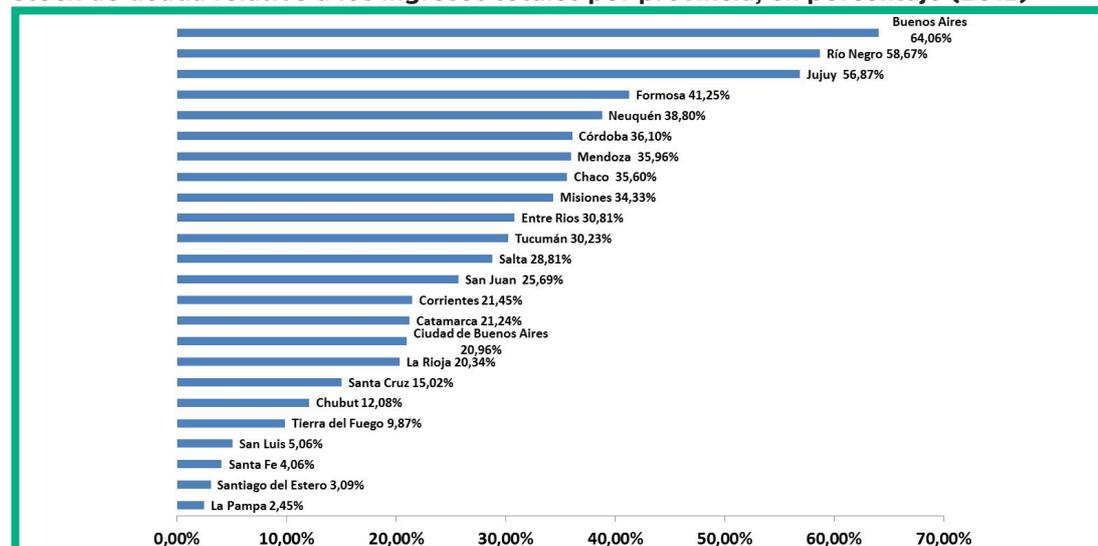
Gráfico 2.
Stock de deuda relativo a los ingresos provinciales, como porcentaje del total (2008-2013)



Notas: los ingresos provinciales comprenden todas las fuentes de ingresos, netas de transferencias municipales.

Fuente: CIPPEC, sobre la base del Ministerio de Economía y Finanzas Públicas (2014).

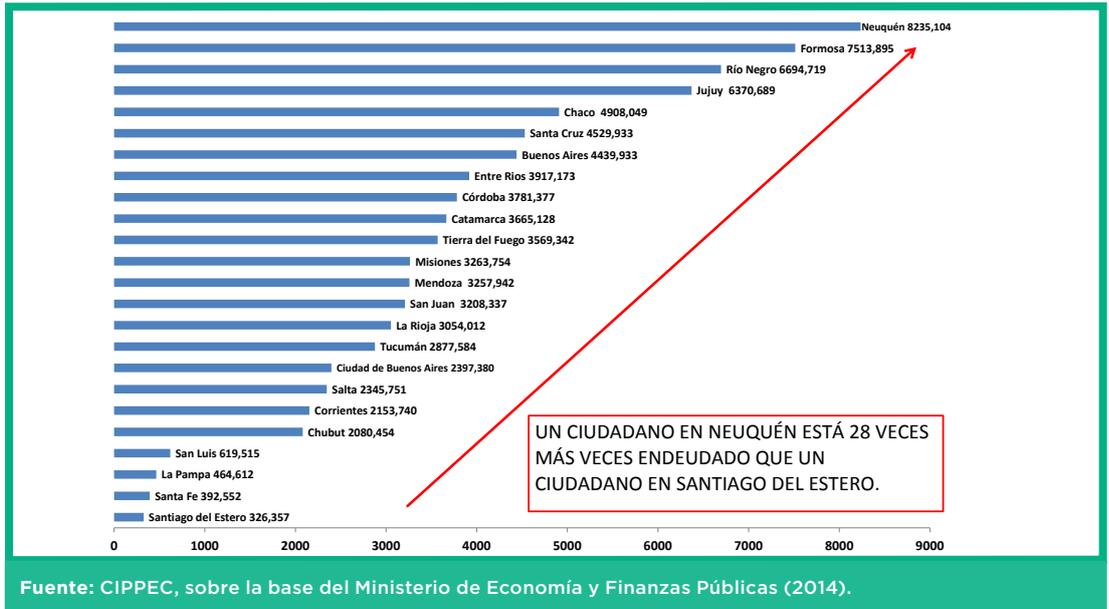
Gráfico 3.
Stock de deuda relativo a los ingresos totales por provincia, en porcentaje (2012)



Fuente: CIPPEC, sobre la base del Ministerio de Economía y Finanzas Públicas (2014).

¹ La Ley de Responsabilidad Fiscal (LRF) 25.917 de 2004 define a la solvencia como la seguridad de que los acreedores sean atendidos en tiempo y forma y, a la liquidez, como la capacidad del Estado para afrontar a las obligaciones de pago en el corto plazo.

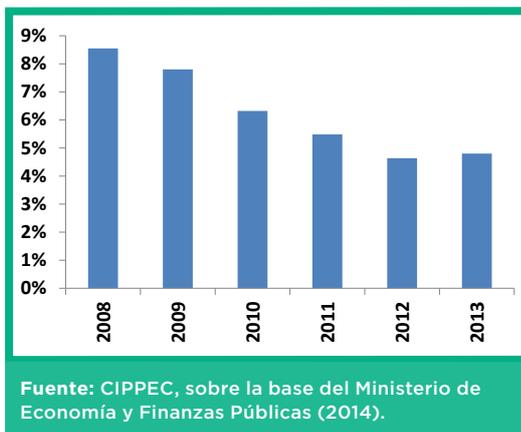
Gráfico 4.
Stock de deuda promedio por habitante, en pesos (2013)



La dispersión en los niveles de endeudamiento provincial también es notoria al analizar la deuda relativa a la población. Mientras que el stock de deuda por habitante en Neuquén alcanza los \$8.200, apenas supera los \$300 en Santiago del Estero, una diferencia equivalente a casi 30 veces (Gráfico 4).

Si bien entre 2002 y 2013 hubo un proceso pronunciado de desendeudamiento provincial, en 2013 aparece un leve crecimiento de los servicios de deuda provincial. El Gráfico 5 presenta los servicios de deuda respecto de los ingresos corrientes de libre disponibilidad, es decir, netos de transferencias a municipios. Muestra que el pago de intereses y capital representó el 4,8% de los ingresos corrientes netos en 2013, lo que evidencia un leve crecimiento con relación a 2012, e interrumpe la tendencia decreciente de los últimos cinco años.

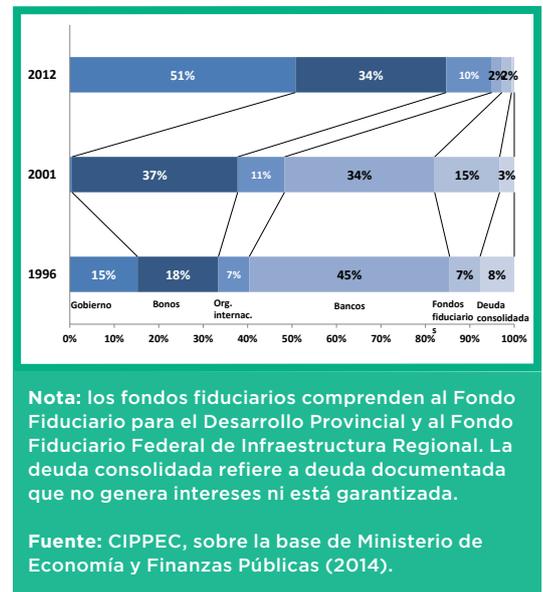
Gráfico 5.
Servicios de deuda relativos a los ingresos netos de transferencias, como porcentaje del total (2008-2013)



Si se analiza la composición del stock de deuda, más de la mitad de la deuda provincial

está en manos del Estado nacional. De hecho, este porcentaje asciende al 53% si se agregan los fondos fiduciarios (Gráfico 6).

Gráfico 6.
Stock de deuda del consolidado provincial por tipo de acreedor, en porcentaje (1996, 2001 y 2012)

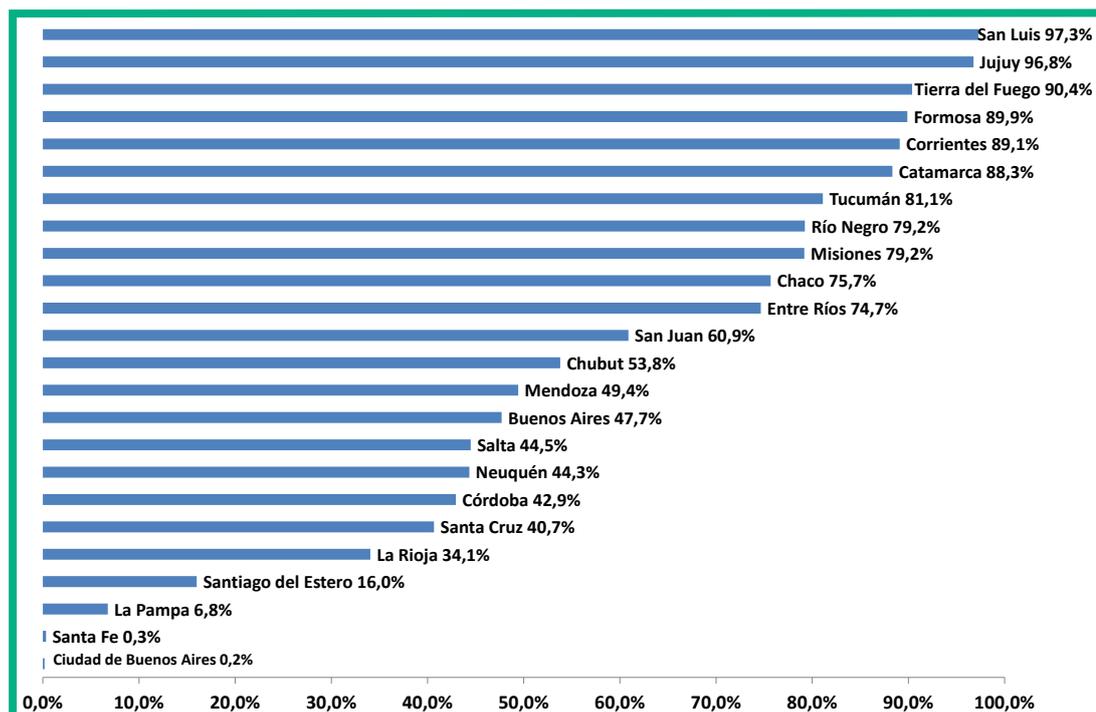


Como muestra el Gráfico 6, actualmente los bonos o títulos públicos representan el 34% de la deuda provincial y los préstamos de organismos internacionales, el 10%. Solo el 3% de la deuda provincial tiene como acreedor al sistema financiero privado a través de préstamos bancarios.

El Gráfico 7 indica que, incluyendo los fondos fiduciarios, San Luis es la provincia con un mayor peso de las obligaciones con el gobierno nacional en el stock de deuda total (97,3%), seguida por Jujuy (96,8%) y Tierra del Fuego (90,5%); y la Ciudad Autónoma de Buenos Aires (CABA), la jurisdicción con la menor proporción de endeudamiento con la Nación (0,2%).

Gráfico 7.

Deuda con el Gobierno Nacional por provincia, como porcentaje del stock de deuda total (2012)



Notas: la deuda con el gobierno nacional incluye los fondos fiduciarios.

Fuente: CIPPEC, sobre la base de Ministerio de Economía y Finanzas Públicas (2014).

En términos generales, el Estado nacional explica más de la mitad del *stock* de deuda en 11 de las 24 provincias. De hecho, el peso de la deuda con el Gobierno alcanza alrededor del 60% (57,6%) para la provincia promedio (**Gráfico 7**).

Rol determinante de los canjes de deuda y programas de refinanciamiento y reestructuración nacionales. El papel dominante del Estado nacional es el resultado del canje de deuda de 2001, en el que participaron la mayoría de las provincias, y de distintos programas de refinanciamiento, como el Programa de Financiamiento Ordenado (PFO), Programa de Asistencia Financiera (PAF), Programa de Sustentabilidad de las Finanzas Provinciales y Programa Federal de Desendeudamiento (PFD), en un marco de acceso restringido a fuentes alternativas de financiamiento. Estos programas no solo resultaron en una reducción del peso del endeudamiento, sino también en una mejora significativa del perfil de la deuda provincial (Álvarez y otros, 2012).

El Programa Federal de Desendeudamiento (PFD). Creado en 2010, el PFD es el principal instrumento de asistencia financiera nacional a las provincias. Salvo seis jurisdicciones (CABA, La Pampa, San Luis, Santa Fe, Santa Cruz y Santiago del Estero), todas las provincias adhirieron al programa. Desde su creación, el PFD reestructuró deuda por alrededor de \$75.000 millones, a través de dos medidas principales: (a) la distribución de \$9.800 millones de Aportes del Tesoro Nacional (ATN); y (b) la refinanciación de deudas

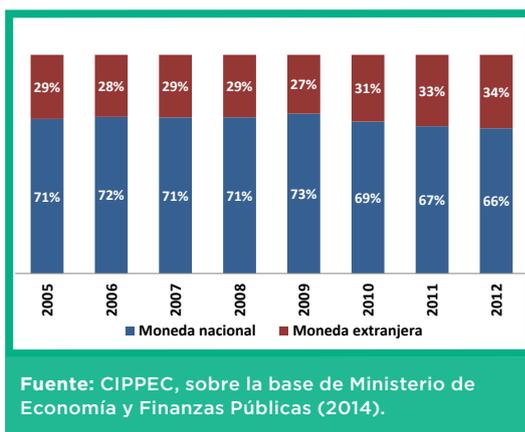
por \$65.000 millones a 20 años con una tasa de interés fija del 6% y un período de gracia de dos años (Álvarez y otros, 2012).

En 2013, el gobierno nacional dispuso una nueva quita de \$11.000 millones a través de la aplicación de ATN no distribuidos, y la reestructuración de deudas por \$66.000 millones. A diferencia de la refinanciación de 2010, estableció en este caso un período de gracia renovable trimestralmente de aprobación condicional al cumplimiento de un régimen informativo sobre la evolución de las finanzas provinciales². Si bien este mecanismo de revisión periódica introduce incentivos a un manejo fiscal prudente por parte de las provincias, **otorga un elevado margen de discrecionalidad al Poder Ejecutivo**, en ausencia de criterios transparentes y automáticos para la extensión del período de gracia.

Solo un poco más de un tercio de la deuda provincial está denominada en moneda extranjera. Analizando la moneda de denominación de la deuda, el **Gráfico 8** indica que el 34% de la deuda total está denominada en moneda extranjera -principalmente dólares- mientras que el 66% restante está denominado en moneda local, según los últimos datos disponibles para 2012.

² Resolución 37/318 del Ministerio de Economía y Finanzas Públicas.

Gráfico 8.
Stock de deuda total provincial por tipo de moneda, como porcentaje del total (2005-2012)



De esta manera, como muestra el **Gráfico 8**, se registra un **proceso gradual y moderado de redolarización de la deuda provincial**. Luego de alcanzar un mínimo del 27% en 2008, la deuda denominada en moneda extranjera superó el 34% en 2012, un aumento de 7 puntos porcentuales.

Heterogeneidad en los niveles de dolarización de la deuda provincial. Las jurisdicciones más activas en los mercados de deuda en los últimos años presentan diferentes grados de exposición a las fluctuaciones de la política cambiaria. Según cálculos de CIPPEC sobre la base de datos del Ministerio de Economía y Finanzas y los ministerios de finanzas provinciales, las provincias con mayor proporción de deuda en moneda extranjera son la CABA (98%), Neuquén (61%) y Buenos Aires (46%). En cambio, el peso de la deuda en moneda extranjera es insignificante en otras provincias como Tierra del Fuego (5,9%), Jujuy (1,5%) y Santa Cruz (0,5%).

Creciente peso de la deuda emitida en pesos ajustable al tipo de cambio oficial con respecto al dólar. El hecho de que los gobiernos provinciales hayan utilizado la emisión de bonos bajo la modalidad “dollar linked” implica que, si bien fueron emitidas en pesos, una proporción importante de sus deudas están ahora vinculadas con la moneda extranjera. De hecho, sobre la base de los datos del consolidado provincial y la información disponible en los sitios web de los ministerios de economía provinciales, CIPPEC estima que las provincias deberán hacer frente este año a vencimientos de deuda en moneda extranjera y de colocaciones “dollar linked” equivalentes a U\$1.800 millones.

Emisiones de deuda provincial cercanas a los \$11.000 millones en 2013, mayoritariamente en moneda local. Por otro lado, durante 2013 siete jurisdicciones -Buenos Aires, CABA, Chubut, Neuquén, Mendoza, Entre Ríos y Chaco- emitieron letras de tesorería y títulos públicos por

alrededor de \$11 mil millones, con garantía de los fondos coparticipables y/o regalías del gas y petróleo. Un 90% de las emisiones fueron colocadas en moneda nacional y, el restante, en bonos en pesos ajustables al tipo de cambio oficial (**Cuadro 1**).

Cuadro 1.
Emisiones de deuda provincial al cierre de 2013. Montos totales, tasas y plazos promedio

	En millones de pesos		Tasas promedio (%)		Plazos promedio	
	Pesos	Dollar linked	Pesos	Dollar linked	Pesos (Días)	Dollar linked (Años)
Buenos Aires	8.252,9	366,7	23,6	2,0	34	0,5
CABA		429,3		3,0		5,5
Chaco	80,0		26,4		51	
Chubut	449,4	220,0	23,1		16	6,0
Entre Ríos	336,3	152,7	24,3	3,5	36	3,0
Mendoza		262,2		2,90		4,0
Neuquén		131,4		3,0		3,0
Total / Media	9.118,6	1.562,3	24,3	3,0	34	3,7

Fuente: CIPPEC, sobre la base de Ministerio de Economía y Finanzas Públicas (2014) y ministerios de economía provinciales.

Por su parte, **la provincia de Buenos Aires explicó más del 80% de las emisiones de deuda provincial**, con emisiones de deuda de alrededor de \$8.300 millones durante 2013.

La mayoría de deuda emitida tiene plazos de vencimientos de corto plazo. El 80% de los títulos y letras provinciales emitidos en 2013 tiene vencimientos de un máximo de un año. Dentro del 20% restante, solo CABA, Chubut, Entre Ríos, Mendoza y Neuquén emitieron deuda a plazos que oscilaron entre 3 y 6 años (**Cuadro 1**).

Marcada heterogeneidad en las tasas de interés y plazos de vencimiento de la deuda provincial. Para las colocaciones en pesos, las tasas de interés nominales oscilaron entre el 16,8% y el 22,5% anual para los plazos más cortos, según la provincia y el momento de emisión. En cambio, el rendimiento de los bonos provinciales con plazos más largos alcanzaron un promedio del 26% (equivalente a la tasa Badlar más un margen de 450/525 puntos básicos).

Por su parte, las tasas de los títulos *dollar linked* fueron de entre 2% y 4% anual para los plazos más largos, en relación con la tasa de devaluación esperada. De esta manera, tomando las tasas promedio del **Cuadro 1** y considerando una tasa de devaluación del 39% anual, las provincias afrontarían rendimientos anuales de alrededor de 42% en pesos este año.

16 de las 24 provincias fijan límites constitucionales a los niveles de endeudamiento, de entre 20% y 25% de los ingresos corrientes totales, y requieren mayorías parlamentarias especiales para aprobar nuevas emisiones de deuda. (Sanguinetti, 2002). Una proporción menor de constituciones provinciales prohíbe la toma de deuda para el financiamiento de gastos (Álvarez y otros, 2012).

Más allá de las constituciones provinciales, desde la década de los noventa el gobierno nacional intentó regular las modalidades del endeudamiento provincial a través de las resoluciones del Ministerio de Economía de la Nación 1075/93 y 731/95 para operaciones en moneda extranjera y ofertas del exterior, respectivamente. Estas resoluciones fueron complementadas con normativas del Banco Central de la República Argentina (BCRA) sobre financiamiento de las entidades financieras al sector público (Álvarez y otros, 2012; Melamud, 2010).

La entrada en vigencia de la **Ley de Responsabilidad Fiscal (LRF)** en 2005 estableció un nuevo marco legal para el endeudamiento provincial. Actualmente, 21 provincias adhieren a esta norma (Gómez Sabaini y Jiménez, 2011).

La LRF estableció como regla general que el presupuesto debía ejecutarse con **equilibrio financiero y que el gasto público primario no podía incrementarse más allá de la tasa de crecimiento nominal del producto**. En materia de endeudamiento, la LRF determinaba que los servicios de la deuda no podían superar el 15% de los recursos corrientes, neto de transferencias por coparticipación a municipios, y contemplaba un régimen de adecuación para las jurisdicciones que excedieran ese límite (Álvarez y otros, 2012; Melamud, 2010).

Según establece la LRF, la evaluación del cumplimiento del límite de endeudamiento se realizaría al momento de elevación del proyecto de presupuesto y al presentarse la cuenta de inversión. Sin embargo, la Ley 26.530 de 2009 dejó sin efecto este límite, argumentando que la crisis financiera internacional demandaría al Estado en sus diferentes niveles de gobierno mayores márgenes de acción para la política fiscal en 2009 y 2010. **Las restricciones al endeudamiento de las provincias nunca fueron restablecidas** una vez superada la crisis internacional (Gómez Sabaini y Jiménez, 2012; Melamud, 2010).

La literatura económica (Ter Minassian y Craig, 1997) identifica **cuatro modalidades principales de gestión del endeudamiento subnacional**: la “disciplina del mercado”, la cooperación entre los diferentes niveles de gobierno, la aplicación de reglas cuantitativas y los controles administrativos. A continuación, se analizan las características principales, y las ventajas y desventajas de cada una de estas modalidades de control.

1. La “disciplina del mercado”

Con esta modalidad, es el mercado financiero el que regula o restringe el endeudamiento de las jurisdicciones subnacionales. El gobierno central no fija límites a la política de crédito subnacional. Bajo este enfoque, la disciplina de mercado debería ser suficiente para incentivar conductas fiscales responsables sobre la base del criterio de solvencia, garantizando el pago de las deudas. En caso contrario, el mercado castigaría al prestatario con mayores tasas de interés para compensar el riesgo de incapacidad financiera, y alcanzaría en el extremo la expulsión del mercado a través de la negación de nuevos créditos.

La disciplina de mercado solo opera bajo condiciones relativamente restrictivas, que no suelen estar presentes, en particular, en países en desarrollo: (a) la ausencia de mecanismos mandatorios de crédito al sector público; (b) la presencia de información perfecta sobre la capacidad de pago de los prestatarios; (c) la imposibilidad de esquemas de salvataje por parte del gobierno central y, (d) la capacidad de respuesta de los gobiernos subnacionales ante cambios en las condiciones del mercado de financiamiento (Zetner, 1999).

2. Cooperación espontánea

En este segundo enfoque, los límites al endeudamiento subnacional son fijados a través de acuerdos entre las jurisdicciones subnacionales y el gobierno central. Esta modalidad tiene la ventaja de promover mecanismos de diálogo y cooperación entre distintos niveles de gobierno, lo que facilita la coordinación de la política macroeconómica. Sin embargo, puede también generar incentivos a debilitar las restricciones presupuestarias y, por lo tanto, estimular el endeudamiento subnacional.

3. Reglas cuantitativas

Este enfoque busca restringir el endeudamiento provincial a través del establecimiento de reglas legales que fijan montos numéricos de

deuda, déficit fiscal, y gasto público. También este tipo de normativa suele incluir “reglas de oro” orientadas a limitar el uso del crédito público al financiamiento de gastos de capital y/o restringir el alcance de ciertas fuentes de financiamiento.

Las reglas cuantitativas tienen tres ventajas principales: (a) una mayor transparencia; (b) un menor grado de discrecionalidad y, (c) reducen, al menos en principio, los costos de transacción y negociación políticas. Sin embargo, la misma rigidez de las reglas numéricas puede fomentar distintos comportamientos elusivos: (a) el uso de la “contabilidad creativa”; (b) la creación de jurisdicciones de carácter extrapresupuestario y que, por lo tanto, no afectan los límites de endeudamiento; (c) el financiamiento a través de empresas y entidades financieras estatales y (d) la acumulación de atrasos en el pago a proveedores (“deuda flotante”).

4. Controles administrativos

Con esta modalidad, el gobierno central conserva el poder de establecer controles directos sobre el endeudamiento de los gobiernos subnacionales a través de metas máximas de endeudamiento de revisión periódica, requisitos administrativos para autorizar el endeudamiento o la centralización directa del endeudamiento del país y la transferencia de estos recursos a través de préstamos a los gobiernos locales (*on-lending*).

Musgrave (1959) señala que corresponde al gobierno central el desempeño de la función de estabilización por razones de mejor disponibilidad de información y coordinación entre las políticas generales de inversión y consumo. Desde este punto de vista, parece más que justificada la existencia de control por parte de los niveles superiores de gobierno sobre el endeudamiento subnacional. Sin embargo, es preciso que estos controles operen a partir de criterios transparentes e institucionalizados, que reduzcan los márgenes de discrecionalidad de los poderes ejecutivos.

Federalismo fiscal y endeudamiento subnacional en la Argentina

El control del comportamiento fiscal subnacional y, en particular, del endeudamiento es un problema común en los regímenes fiscales federales. La presencia de esquemas de gastos descentralizados en las jurisdicciones subnacionales con recursos fiscales federales centralizados genera incentivos al desequilibrio fiscal, en particular en combinación con mecanismos de salvataje (*bailout*) del gobierno nacional.

El problema de la “pastura común” del fede-

ralismo fiscal argentino. En el caso de la Argentina, la presencia de un proceso presupuestario definido por un Congreso dominado por legisladores que responden a los gobiernos provinciales incentiva, por un lado, a los gobernadores a demandar fondos federales (la “pastura común”) a cambio de votos en el Parlamento. Por el otro lado, este proceso incentiva al Poder Ejecutivo a lograr mayorías parlamentarias a través de la distribución de recursos federales discrecionales a las provincias. La posibilidad de salvatajes por parte del gobierno federal a las provincias con desequilibrios fiscales acentúa aún más este sesgo prodéficit del esquema institucional del federalismo fiscal argentino (Sanguinetti, Saiegh y Tommasi, 2001; Braun y Tommasi, 2004; Ardanaz, 2006).

En el marco institucional del federalismo argentino, el Poder Ejecutivo cuenta con recursos significativos, como la distribución de transferencias discrecionales, la capacidad de reasignación presupuestaria y mecanismos “blandos” de refinanciación, entre otros, para controlar el comportamiento fiscal de las provincias, y en particular el endeudamiento durante la fase positiva del ciclo económico (Bonvecchi, 2013).

El problema aparece durante la fase negativa del ciclo económico, cuando los recursos fiscales del Poder Ejecutivo típicamente disminuyen, y reaparece el mecanismo institucional subyacente de la “pastura común” y, en particular, los incentivos al desequilibrio fiscal y al endeudamiento provincial (Braun, 2007).

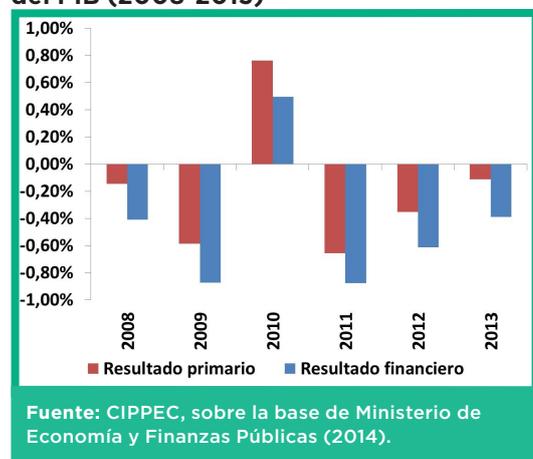
Estas características institucionales del régimen fiscal federal argentino hacen que **las reglas fiscales orientadas a controlar el comportamiento de gasto y endeudamiento de las provincias sean de difícil cumplimiento**, en particular en la fase negativa del ciclo económico (Braun y Tommasi, 2004). De hecho, la historia reciente muestra un elevado y repetido incumplimiento de las reglas fiscales en los niveles nacional y provincial (Braun, 2007; Braun y Gadano, 2007). Así, la remoción de los límites al endeudamiento provincial de la LRF en 2009 puede ser vista como un episodio más de esta larga secuencia de incumplimientos.

En este marco, es posible interpretar al proceso de desendeudamiento provincial ocurrido a partir de 2003 como el resultado de la acción de un gobierno federal con amplios recursos fiscales que favorecieron la adhesión a los programas de refinanciamiento y reestructuración de deudas, en un contexto de significativas restricciones de acceso a fuentes alternativas de financiamiento para las provincias. Este proceso, además, se caracterizó por la **introducción de mecanismos *ad hoc* de extensión del período de gracia para el pago de la deuda provincial, en vez de esquemas institucionalizados, lo que aumentó la capacidad de control discrecional de parte del Poder Ejecutivo.**

Sin embargo, en 2010 la pérdida del equilibrio

fiscal por parte del gobierno nacional coincidió con la reaparición de los déficits financieros, e incluso de los déficits primarios de las provincias (Gráfico 9).

Gráfico 9.
Resultado primario y financiero del consolidado provincial, como porcentaje del PIB (2008-2013)



Si bien la magnitud viene disminuyendo desde 2011, en un contexto de desaceleración económica y dado el particular marco de incentivos del federalismo fiscal argentino, **estos desequilibrios fiscales plantean interrogantes con respecto a la trayectoria del endeudamiento provincial frente a un posible escenario de reapertura de los mercados financieros internacionales para las emisiones de deuda provinciales.** En particular, reabren la necesidad de discutir los mejores arreglos institucionales para controlar y monitorear los niveles y modalidades del endeudamiento provincial, y reducir, al mismo tiempo, el margen de discrecionalidad del Poder Ejecutivo.

¿Cuán sustentable es la deuda provincial?

Proyecciones fiscales para 2014 y escenarios para 2015

Esta sección presenta una proyección del resultado financiero del consolidado de las provincias en 2014. Además, incluye los resultados de un simple ejercicio de sustentabilidad de la deuda provincial ante distintos escenarios macroeconómicos para 2015.

Resultado primario positivo para el consolidado provincial de 0,14% del PIB proyectado para 2014. De acuerdo a proyecciones de CIPPEC, las provincias en su conjunto alcanzarían este año un resultado primario levemente positivo de alrededor de \$4.700 millones (Cuadro 2). Esta cifra equivale a alrededor del 0,14% del PIB, de acuerdo a las proyecciones de WEO (2014) para este año.

Cuadro 2.
Resultado primario y financiero del consolidado provincial en millones de pesos, 2013 y 2014 (proyectado)

	2013	2014*
Ingresos totales	532.748	707.899
Gasto primario	535.768	703.166
Remuneraciones	257.713	345.336
Gasto de capital	60.679	75.242
Resto de gasto primario	217.376	282.588
Resultado primario	-3.020	4.734
Intereses	7.389	8.680
Gasto total	543.157	711.846
Resultado financiero	-10.409	-3.946
Amortización de deuda	14.300	27.370
Necesidades financieras	-24.709	-31.316

Notas: *proyectado. Las proyecciones para 2014 asumen que los ingresos totales crecerán 33% en relación con 2013; las remuneraciones, 34%; los gastos de capital, 24%, y el resto del gasto primario, 30%. Con respecto a los servicios de deuda, se supone una prórroga del PFD, equivalente a un ahorro fiscal de \$4,6 mil millones en intereses y \$4.600 millones de amortizaciones. Los ingresos totales y la amortización de deuda incluyen además \$ 10.000 millones de ATN en el marco del PFD.

Fuente: CIPPEC, sobre la base de Ministerio de Economía y Finanzas (2014)

Dos causas principales justifican esta proyección: la distribución de \$10.000 millones de ATN a 17 provincias adheridas al Programa Federal de Desendeudamiento realizada este año, y la prórroga del periodo de gracia para el pago de vencimientos de deuda que viene ocurriendo trimestralmente, que suponemos será extendida para el resto de 2014.

Un simple ejercicio de simulación permite especular sobre el superávit fiscal primario requerido para que las provincias hagan frente al pago de la deuda (intereses y amortizaciones) ante distintos escenarios de inflación, crecimiento, tasas de interés y tipo de cambio con respecto al dólar para 2015.

Dadas las limitaciones de la información estadística disponible en el nivel provincial, las simulaciones emplean los datos del consolidado provincial sobre el nivel y composición de la deuda. Por lo tanto, los resultados para cada provincia podrían variar en forma significativa, dependiendo del peso relativo al producto y el perfil de la deuda provincial.

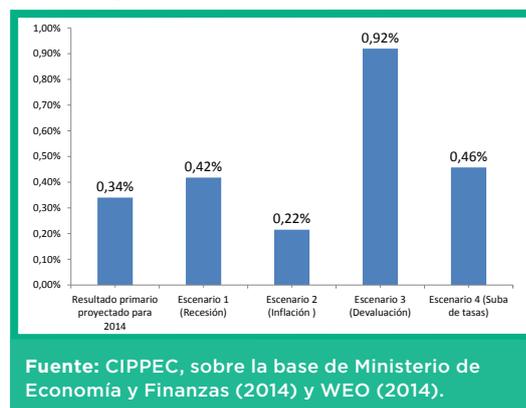
Asumiendo una caída del PIB del 1% (WEO, 2014), las simulaciones se basan sobre tres datos del consolidado provincial para 2014: (a) la deuda total representa alrededor del 6,8% del PIB; (b) la deuda en moneda extranjera equivale a un 2% del producto y, (c) la deuda en pesos representa el 5% del producto restante, de la cual el sector público explica el 60% (2,8% del PIB). Utilizando estos datos, el ejercicio de simulación resulta en un superávit primario de 0,34% del PIB requerido para mantener la relación deuda/producto constante en 2014, un excedente de más del doble del superávit proyectado para este año en el Cuadro 2.

Escenarios de simulación. Para analizar la sustentabilidad de la deuda provincial en 2015, son definidos cuatro escenarios alternativos:

- **Escenario 1:** asume una caída del PIB del 2%.
- **Escenario 2:** asume una tasa de inflación anual de 45%.
- **Escenario 3:** asume una devaluación con respecto al dólar del 45%.
- **Escenario 4:** asume una suba en la tasa de interés de referencia del 24% al 35%.

Resultados sensibles a la suba de tasas de interés y la devaluación del tipo de cambio. El superávit primario relativo al PIB requerido para mantener la relación deuda/producto constante debería aumentar más de tres veces frente a una devaluación del 45% (de 0,34% a 0,92% del PIB) en el escenario 3, e incrementarse alrededor del 35% ante una suba del costo del financiamiento en el escenario 4, en relación con el excedente requerido en 2014 (**Gráfico 10**). Estos resultados son explicados por el peso de la deuda en moneda extranjera (34%) y los títulos con tasa variable (alrededor del 40%) en el stock de deuda del consolidado provincial, respectivamente.

Gráfico 10.
Sustentabilidad de la deuda del consolidado provincial. Resultado primario como porcentaje del PIB



En cambio, en el escenario 2, una tasa de inflación anual del 45% erosionaría el costo del endeudamiento de las provincias en pesos, reduciendo el superávit primario requerido en relación a 2014. Finalmente, en el escenario 1, la caída del PIB del 2% tendría un efecto moderado, y requeriría un superávit primario apenas un 22% superior al estimado para mantener constante la relación deuda/producto en 2014.

Conclusiones

A partir de 2002, las provincias experimentaron en su conjunto un drástico proceso de endeudamiento. Relativo al PIB, el *stock* de deuda provincial cayó del 22% al 7% entre 2002 y 2013. Relativo a los ingresos provinciales, la caída fue aún más marcada, cercana al 50%.

Más allá de esta tendencia general, la situación difiere en forma significativa entre provincias. Mientras que en algunas economías provinciales la deuda supera la mitad de los recursos totales, en otras jurisdicciones es inferior al 10%.

En lo que respecta a la deuda por tipo de acreedor, el Estado nacional se ha convertido en el principal prestamista de las provincias, y concentra el 51% del total de la deuda provincial. De hecho, algunas provincias tienen como acreedor casi exclusivo al gobierno central.

Otra tendencia general es una moderada redolarización de la deuda provincial. En 2008, el 27% de las obligaciones provinciales estaba denominada en moneda extranjera; hoy esa proporción supera el 34%. Las provincias también difieren en la proporción de deuda en moneda extranjera. Por ejemplo, en la CABA es cercana al 100% y en el Chaco, apenas alcanza el 15%.

Más allá de las diferencias, el aumento del peso de la deuda en moneda extranjera incrementa la vulnerabilidad de las finanzas provinciales a los vaivenes de la política cambiaria. Por ejemplo, la devaluación del tipo de cambio oficial de 2014 implicó una suba del 27% de los servicios de la deuda provincial este año. También impactó en las tasas de interés y, por lo tanto, en el costo del financiamiento provincial en moneda local.

Si bien el peso de la deuda disminuyó a partir de 2003, en los últimos cinco años la situación fiscal de las provincias en su conjunto, en un contexto de presión tributaria a niveles muy elevados, impulsó a un número creciente de jurisdicciones a volver a los mercados voluntarios de crédito.

En un escenario de mayor inestabilidad macroeconómica y financiera, un simple ejercicio de simulación sugiere que **la sustentabilidad de la deuda provincial es altamente sensible ante variaciones significativas del tipo de cambio y el costo del financiamiento**, lo que siembra interrogantes sobre los posibles impactos de la saga de la deuda sin reestructurar del gobierno nacional sobre el endeudamiento, y en general, la situación fiscal de las provincias.

A futuro, las principales provincias tienen en carpeta nuevas emisiones de deuda que requerirán, en un escenario en que la Argentina regrese a los mercados financieros internacionales, la introducción de mecanismos institucionalizados y transparentes que permitan una adecuada coordinación de la política de crédito público entre los distintos niveles de gobierno, que evi-

ten un crecimiento desmedido de la deuda provincial en un contexto de desequilibrio fiscal, y restrinjan, al mismo tiempo, los márgenes de discrecionalidad política del Poder Ejecutivo.

Esta coordinación institucionalizada no solo debería considerar aspectos cuantitativos del endeudamiento subnacional, sino también consideraciones cualitativas. Desde este punto de vista, sería aconsejable que la política de financiamiento subnacional esté basada en una “regla de oro”, que restrinja el uso de los recursos provenientes de la deuda a la inversión pública,

como establecía originalmente la LRF, y el establecimiento de criterios transparentes e institucionalizados de cumplimiento.

Adicionalmente y con independencia del arreglo institucional de la política de deuda subnacional, será necesario contar con una política fiscal prudente que tienda al equilibrio en los tres niveles de gobierno, y corrija incentivos perversos que han dado lugar a comportamientos oportunistas, que atentan contra la solvencia fiscal del sector público en su conjunto.

- Álvarez, C., Manes M., Paredes, P. Ivani, G. (2012) El acceso al crédito de los gobiernos subnacionales. Jornadas Internacionales de Finanzas Públicas. Facultad de Ciencias Económicas. Universidad Nacional de Cuyo.
- Ardanaz, M. (2006) Federalismos fiscales comparados. CIPPEC. Buenos Aires. Mimeo.
- Bonvecchi A. (2013) Federalismo Fiscal y Supervivencia Presidencial. Universidad Torcuato Di Tella. Buenos Aires. Buenos Aires. Mimeo.
- Braun M. y Gadano N. (2007) ¿Para qué sirven las reglas fiscales? Un análisis crítico de la experiencia argentina. Revista de la CEPAL 91.
- Braun, M. (2006) The Political Economy of Debt in Argentina, or Why History Repeats Itself. CIPPEC. Buenos Aires. Mimeo.
- Braun, M., y Tommasi M. (2004) "Subnational Fiscal Rules: A Game Theoretic Approach" en Kopits, George (ed.), Rules-Based Fiscal Policy in Emerging Markets: Background Analysis and Prospects, Macmillan.
- Brufman, Leandro (2008) ¿Qué se entiende por Deuda Pública Sustentable? Anales de la Asociación Argentina de Economía Política, pp. 2-28. Mayo.
- Coronado Quintanilla, Jaime (2009) Sostenibilidad de las finanzas en gobiernos subnacionales. Programa de fortalecimiento de capacidades de análisis y estrategia de deuda para los países pobres muy endeudados, Publicación 12. Londres.
- Gómez Sabaini, J.C. y Jiménez, J. (2011) Las finanzas subnacionales en América Latina: un análisis de casos. CEPAL. Serie Macroeconomía del desarrollo N° 111. Santiago de Chile.
- Melamud, A. (2010). Reglas fiscales en Argentina: el caso de la ley de responsabilidad fiscal y los programas de asistencia financiera. Instituto Latinoamericano y del Caribe de Planificación Económica y Social (ILPES). Serie Gestión Pública No 71, Santiago de Chile.
- Musgrave, R. A. (1959). Theory of Public Finance: A Study in Public Economy. McGraw-Hill. New York.
- Sanguinetti, Juan (2002) Determinantes políticos e institucionales ligados al desempeño fiscal. El caso de las provincias argentinas. CEDI. Buenos Aires. Mimeo.
- Sanguinetti, P., Saeigh, S., y Tommasi, M. (2001) Fiscal federalism in Argentina: Policies, Politics and Institutional Reform. Economía: Journal of the Latin American and Caribbean Economic Association (2), 157,211.
- Ter Minassian, T. y J. Craig (1997) Control del Endeudamiento del Gobierno Subnacional. T. Ter-Minassian, ed., Federalismo Fiscal en Teoría y Práctica (Washington, DC: Fondo Monetario Internacional)
- Zetner, A. (1999) Algunas cuestiones de federalismo fiscal en Argentina. Económica, Año XLV, Nro. 3, La Plata, 1999.

Lucio Castro: director del Área de Desarrollo Económico de CIPPEC. Trabajó en la función pública y en organismos internacionales como el Banco Mundial y el Banco Interamericano de Desarrollo (BID). Fue economista senior y jefe de práctica de Maxwell Stamp PLC (Londres, Reino Unido). Es doctor en Economía por la Universidad de Sussex (Reino Unido) y magíster del Programa en Políticas Económicas de la Universidad de Columbia. Ganador de la Beca Nexus-Fullbright 2011 y del Premio TOYP al Liderazgo y Logros Académicos de la Cámara Argentina de Comercio (CAC). Fue investigador visitante en la Universidad de Harvard y profesor de cursos de posgrado en economía y economía política en la Universidad Católica Argentina (UCA), Universidad de Tres de Febrero (UNTREF), Universidad de San Andrés (UDESAR) / Flacso y para la Organización Mundial del Comercio (OMC).

La opinión de los autores no refleja necesariamente la posición de todos los miembros de CIPPEC en el tema analizado.

Walter Agosto: magíster en Administración Pública (Universidad Nacional del Litoral). Posgrado en Políticas Sociales (Universidad General San Martín). Contador Público Nacional (Universidad Nacional del Litoral). Fue ministro de Hacienda de la Provincia de Santa Fe y diputado de la Nación. Fue investigador en la Universidad Nacional del Litoral, en la Universidad de Alcalá de Henares (España) y en el Instituto Nacional de Estadística de México. Actualmente es docente de grado y posgrado en la Universidad Católica de Santa Fe y en la Universidad Nacional de Rosario.

Los autores agradecen a **Magdalena Barafani**, asistente del Área de Desarrollo Económico de CIPPEC, por su colaboración en el trabajo estadístico realizado para el estudio.

Las publicaciones de CIPPEC son gratuitas y se pueden descargar en www.cippec.org. CIPPEC alienta el uso y la divulgación de sus producciones sin fines comerciales.

Si desea citar este documento: Castro, L. y Agosto, W. (agosto de 2014). ¿Cómo impactará la saga de la deuda en las deudas provinciales?. **Documento de Políticas Públicas/Análisis N°138**. Buenos Aires: CIPPEC.

Para uso online agradecemos usar el hipervínculo al documento original en la web de CIPPEC.

Con los **Documentos de Análisis de Políticas Públicas**, CIPPEC acerca a funcionarios, legisladores, periodistas, miembros de organizaciones de la sociedad civil y a la ciudadanía en general un análisis que sintetiza los principales diagnósticos y tomas de posición pública sobre un problema o una situación que afecta al país, y presenta recomendaciones propias.

Estos documentos buscan mejorar el proceso de toma de decisiones en aquellos temas que ya forman parte de la agenda pública o bien lograr que problemas hasta el momento dejados de lado sean visibilizados y considerados por los tomadores de decisiones.

Por medio de sus publicaciones, **CIPPEC** aspira a enriquecer el debate público en la Argentina con el objetivo de mejorar el diseño, la implementación y el impacto de las políticas públicas, promover el diálogo democrático y fortalecer las instituciones.

CIPPEC (Centro de Implementación de Políticas Públicas para la Equidad y el Crecimiento) es una organización independiente, apartidaria y sin fines de lucro que trabaja por un Estado justo, democrático y eficiente que mejore la vida de las personas. Para ello concentra sus esfuerzos en analizar y promover políticas públicas que fomenten la equidad y el crecimiento en la Argentina. Su desafío es traducir en acciones concretas las mejores ideas que surjan en las áreas de **Desarrollo Social, Desarrollo Económico y Estado y Gobierno** a través de los programas de Educación, Salud, Protección Social, Política Fiscal, Integración Global, Justicia y Transparencia, Instituciones Políticas, Gestión Pública, Incidencia, Monitoreo y Evaluación, y Desarrollo Local.