



EL ESPIRAL DE LA DEUDA

Fecha Actualización: 26/03/13

<http://cuatrociencia.unc.edu.ar/el-espiral-de-la-deuda/>

Este stand pretende ser un espacio de información, concientización y reflexión sobre el crecimiento desmedido de la deuda provincial de Córdoba. Actualmente no muchos ciudadanos conocen esta problemática y las graves consecuencias que trae el sobreendeudamiento en los gobiernos, en particular el que vienen sufriendo las finanzas públicas provinciales bajo la actual administración.

Se busca así dar luz sobre el real estado de la deuda de la Provincia, con especial eje en la reciente ola de endeudamiento y dolarización que se ha dado con la emisión de los bonos Boncor 2017 en el año 2009 y 2010, el endeudamiento de EPEC en el 2011 y la emisión de Letras del Tesoro a un año de plazo en el 2012.

Sobre el tema de deuda pública provincial surgen muchas preguntas. Por ello este stand busca responder a algunas de ellas desde un análisis realista y comprensivo:

1. ¿Qué es la deuda pública de Córdoba?

Es el total de préstamos que los sucesivos gobiernos de la provincia han tomado para financiar gastos de distinta naturaleza, que se encuentran aún sin cancelar.

2. ¿Cómo se puede endeudar un Gobierno?

A través de préstamos de organismos internacionales de crédito (BID, Banco Mundial, etc.), del Gobierno Nacional, de Bancos y también con la emisión de títulos de deuda (títulos públicos).

3. ¿Cómo varió la deuda provincial en pesos en los últimos años?

La deuda pública consolidada reconocida oficialmente es el total de deuda de la Administración General y de la Agencia Córdoba Inversión y Financiamiento (ACIF). Con un **crecimiento sostenido** durante los últimos años, la deuda "oficial" llegó a diciembre de 2012 a superar los **12 mil millones de pesos**.

Si incluimos otros componentes de la deuda (como la deuda flotante que surge de posponer pagos a proveedores y empleados, la deuda de EPEC y la deuda con el Banco de Córdoba), el stock de deuda total acumulada a fines del año pasado superó los **20 mil millones de pesos**.



4. ¿Qué destino tuvieron los préstamos?

Una parte importante de la deuda provincial son los títulos públicos "**Boncor 2017**", emitidos desde 2009 por **USD 746 Millones**.

Ellos se usaron, en gran parte, para financiar gasto corriente e inversiones de infraestructura, que no aumentaron la capacidad productiva ni exportadora de la provincia, y por ello no generan futuros recursos para pagar la deuda contraída. Ellas son: el Centro Cívico, el Faro del Bicentenario, la Nueva Terminal de Ómnibus, el Nuevo Estadio Kempes, el Parque de las Tejas, etc.

También son parte de la deuda los títulos por la Central Bicentenario de **EPEC**, emitidos en 2011 por **USD 565 Millones**.

Si bien sus fines son productivos, el riesgo está en que los ingresos futuros de EPEC serán a largo plazo y en pesos, mientras los pagos de su deuda son a corto plazo y en dólares.

Otra deuda reciente son los títulos a corto plazo emitidos en julio y noviembre de 2012 por un total de **USD 200 Millones**.

También forma parte la **deuda flotante**, por compromisos del gobierno provincial no cancelados en tiempos y forma con sus proveedores y empleados. En 2012 la deuda flotante era de **\$ 4.370 Millones**. Si bien en pesos, llegó a multiplicarse en más de **10 veces** en los últimos 10 años.

5. ¿Cómo se paga la deuda?

Al pagar un préstamo en cuotas, se paga una porción del dinero adeudado, las **amortizaciones**, más los **intereses** cobrados por quien presta (acreedor).

Para deudas en pesos, su valor dependerá del monto a pagar, de los intereses y del plazo.

En el caso de las deudas en dólares, dependerán también de la cotización del **dólar** (tipo de cambio) al momento del pago, además del plazo, el monto adeudado y la tasa.

6. ¿En qué moneda tomó préstamos el Gobierno? ¿Qué riesgos existen para su pago?

Casi mitad de la deuda pública provincial es en dólares y se compone entre otros por préstamos con organismos financieros internacionales como por títulos públicos. Los más recientes fueron los títulos "Boncor 2017" (por USD 746 M), los títulos de deuda de EPEC (USD 565 M) y los títulos a un año de plazo emitidos en julio y



Fuente: Gobierno de la Prov. de Córdoba.
Documentos Deuda pública, Presupuestos y Ejecuciones.
Estados Patrimoniales de Bancor.
(*) Datos 2012 disponibles hasta el 3º trimestre.
Se estimó el cuarto trimestre en base al acumulado parcial.

noviembre de 2012 (por un total de USD 200 M).

Esto implica un riesgo asociado al valor del dólar. El riesgo de endeudarse en moneda extranjera (divisas) es que sus pagos dependen de su cotización al momento del pago. Si éste aumenta por una devaluación (como sucede con el dólar desde hace año y medio), el gobierno debe pagar más pesos por esa deuda.

Lo que hace que deba **aumentar o crear nuevos impuestos** (como la tasa vial) y/o **ajustar el gasto público** (como la baja de las jubilaciones y los salarios o el ajuste al PAICOR) entre otras medidas.

7. ¿Cómo se mide el efecto del aumento del dólar en la deuda pública de Córdoba?

Si tenemos en cuenta que en los últimos dos meses el dólar aumentó

\$0,13 centavos (en ene-feb)

Sólo por esa variación, la deuda pública provincial aumentó más de

\$258,7 millones

Significa que la deuda aumentó más de

\$4384,3 por día

ó

\$50,7 por segundo.

Esto se debe a que casi la mitad de la deuda es en dólares.

8. ¿Cómo varió la deuda provincial en dólares en los últimos años?

La deuda consolidada oficial expresada en dólares creció de 912 millones de dólares en 1996 a 2.537 millones de dólares en 2007. A partir de allí y hasta el 2012, se mantuvo en torno a los **2.600 millones** de dólares en promedio.

Por su parte, los datos disponibles muestran que la deuda total creció desde el año 2009 a un ritmo sostenido, desde 3.368 millones de dólares en dicho año a **4.135 millones** de dólares en 2012.

La evolución de las dos medidas de la deuda pública provincial (la deuda consolidada de la Admin. Gral. y ACIF y la deuda total, que incluye endeudamiento flotante, de EPEC y deuda con el Bco. de Córdoba) permiten arribar a tres conclusiones:

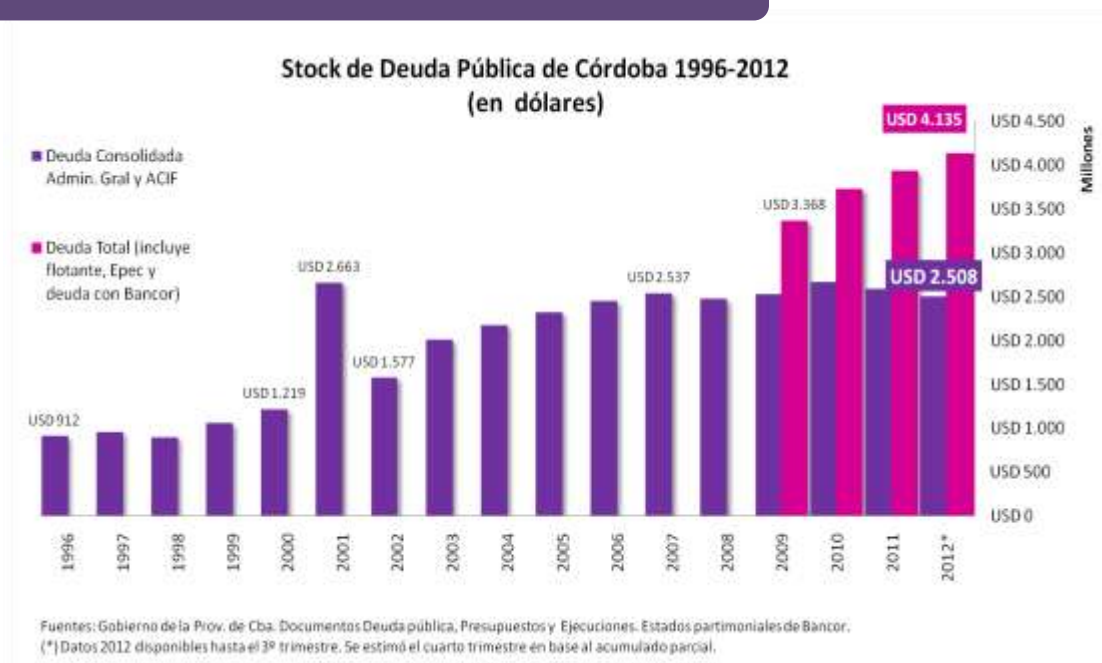
En primer lugar, desde 2009 en adelante, la deuda consolidada oficial se ha mantenido relativamente estable en dólares, mientras la **deuda total ha aumentado de manera constante**.

En segundo lugar, esta creciente diferencia muestra que los componentes de la deuda total que más aumentaron en los años recientes fueron aquellos que el gobierno provincial omite en sus registros de deuda pública.

En definitiva, para entender la real evolución de la deuda pública de los últimos años es necesario considerar la variable deuda total como **un indicador más realista**.

Finalmente, ya que las últimas emisiones de deuda han sido en dólares y que actualmente alrededor del 49% de la deuda total está denominada en esa divisa, la política de endeudamiento del gobierno llevó a que el principal **riesgo** para las finanzas públicas sean nuevamente las **variaciones en la cotización del dólar**.

9. ¿Qué riesgos conlleva el aumento de la deuda?



El nivel de endeudamiento puede medirse en relación a otras variables económicas relevantes, como el producto geográfico bruto (PGB), es decir el valor anual de los bienes y servicios que se producen en la Provincia, o los ingresos totales del gobierno provincial (impositivos y no impositivos). La primera tasa muestra la porción que representa la deuda en el tamaño de la economía provincial y la segunda estima la carga de la deuda en relación a la capacidad de pago del gobierno.

Deuda y Producto

La deuda consolidada reconocida oficialmente (Deuda Consolidada Admin. Gral. y ACIF) durante fines de la década de los noventa se mantuvo en alrededor del **5%** del producto geográfico bruto (PGB) de Córdoba. Producto de la crisis económica del fin de la Convertibilidad, un aumento importante en el endeudamiento en 2001 y la fuerte devaluación de inicios del 2002, generaron que la tasa deuda/producto sufrieran salto de gran magnitud, alcanzando niveles por encima del **21% del tamaño de la economía local**.

Con la fuerte recuperación de la economía, naturalmente el PGB se recuperó y los niveles de endeudamiento relativos al producto disminuyeron, alejándose del récord anterior. Esta disminución en la tasa no fue producto de un menor endeudamiento (ya que la **Deuda Consolidada** de la Admin. Gral. y ACIF en dólares creció en 2002-2007 y se mantuvo estable en torno a los **2.600 millones** de dólares en 2008-2012), sino que se debió al fuerte crecimiento de la economía nacional y local como parte de la recuperación y el proceso de crecimiento económico de la década pasada.



Como corolario de este proceso, la tasa se vio reducida a poco más del **8%** a fines del 2011 en el caso de la deuda consolidada reconocida oficialmente, nivel 50% superior al que prevalecía antes de la crisis 2001/2002. Por su parte la **deuda total** alcanzó, según los datos disponibles, el **13%** del PGB. un valor 150% superior a la deuda consolidada reconocida oficialmente antes de la crisis 2001/2002. Evidentemente, la deuda pública provincial en relación al Producto Geográfico Bruto se ha incrementado de manera sumamente importante durante los últimos 13 años.

Deuda e Ingresos

En relación a los ingresos totales del gobierno provincial, los datos disponibles (del 2002 al 2012) indican que la deuda consolidada reconocida oficialmente alcanzó el **243%** de los ingresos totales (impositivos y no impositivos, corrientes y de capital) en el 2002. Esto significó un récord absoluto, dado por la salida de la Convertibilidad y la devaluación de la moneda local.



Fuentes: Gobierno de la Prov. de Cba. Documentos Deuda pública, Presupuestos y Ejecuciones. Estados Patrimoniales de Bancor. (*) Datos 2012 disponibles hasta el 3º trimestre. Se estimó el cuarto trimestre en base al acumulado parcial.

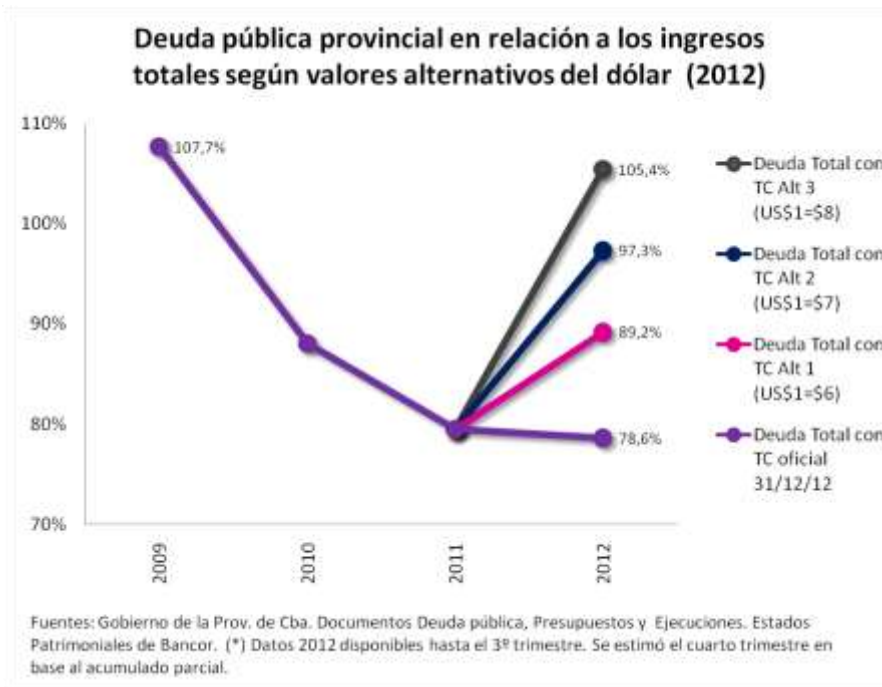
Con la **recuperación de la economía** y la consecuente mejora en las finanzas públicas, esta tasa se fue reduciendo, y alcanzó el año pasado el **48%** de los ingresos para la deuda consolidada. Según los datos que arroja el ratio **deuda total/ingresos**, el mismo parece estabilizarse en valores cercanos al **79%** de los ingresos en los últimos dos años. Evidentemente entre 2002 y 2012 los ratios de deuda han bajado.

No obstante, si tomamos como parámetro del ciclo económico la evolución del PGB, es de suponer que en el período previo a la devaluación los ingresos del gobierno hayan seguido la misma senda que la serie del producto. Esto daría como resultado valores en el ratio deuda/ingresos durante los noventa fuertemente menores a los altos registros del 2002. Es decir, si bien el ratio de la deuda bajo de 2002 a 2012, no es claro que el valor del 2012 sea inferior al que prevalecía en los noventa. La falta de datos no nos permiten saber la historia completa.

Otro aspecto a tener en cuenta es que la situación actual podría empeorar notablemente si el **dólar** acelera su ritmo de **devaluación**. Dado que casi el **49% de la deuda pública provincial está nominada en dólares**, es crítico el efecto que pueda tener la evolución del dólar sobre el valor de la misma en la moneda nacional.

A modo de ejercicio, identificamos tres escenarios alternativos respecto al valor de la divisa - definidos por tipos de cambio de \$6, \$7 y \$8 - y calculamos a cuánto ascendería el ratio deuda total/ingresos para cada uno de estos tres escenarios independientes.

Los resultados muestran la alta sensibilidad del ratio deuda/ingresos en relación a los tipos de cambio alternativos. Con un valor de la divisa fijado en \$6, el ratio deuda ingresos ascendería al 89%, mientras que con valores de \$7 y \$8, el ratio se extendería al 97% y 105% respectivamente.



Este tipo de análisis de sensibilidad sirve para considerar los posibles escenarios futuros de la deuda en relación al valor del dólar oficial, ya que su **ritmo devaluatorio** en los primeros meses de este año se aceleró respecto al ritmo en años anteriores. Mientras en 2009, 2010, 2011 y 2012 el dólar oficial se devaluó por año 11,2% - 4,5% - 7,8% - 13,8% respectivamente, si proyectamos anualmente el ritmo de alzas de dólar de los dos primeros meses de 2013, el dólar se devaluaría 17,2%.

Si a esto le adicionamos que el 2012 fue un año con poco crecimiento (1,9% anual de crecimiento real) y que este año el crecimiento no sería mucho mejor, el riesgo de mayor vulnerabilidad y **exposición de la deuda** se hace aún más evidente.

10. ¿Cómo afecta la evolución del dólar a los pagos de la deuda?

Por la fuerte dolarización de la deuda provincial, las variaciones en la **cotización del dólar** no sólo afectan el stock de la deuda en pesos sino también sus **pagos** (tanto en concepto de amortizaciones como de intereses).

Siguiendo el análisis de escenarios alternativos sobre el valor del dólar, estimamos los pagos de la deuda total que debería afrontar el gobierno durante 2013 si la divisa se ubicara en \$6, \$7 u \$8 pesos en promedio en este año, y los comparamos con los pagos resultantes si se confirmara la estimación oficial del dólar.

Pagos de deuda pública provincial proyectados en 2013 según valores alternativos del dólar (*)				
Escenarios alternativos del dólar>>>	Estimación Oficial	TC Alt 1 (US\$1=\$6)	TC Alt 2 (US\$1=\$7)	TC Alt 3 (US\$1=\$8)
Valor del dólar 2013	\$ 5,10	\$ 6,00	\$ 7,00	\$ 8,00
Pagos de deuda totales en \$	\$ 7.355.324.259	\$ 7.843.158.399	\$ 8.385.196.333	\$ 8.927.234.266

(*) Deuda pública provincial total. Incluye Adm. General, ACIF, deuda flotante y EPEC.

Según esta última, el dólar se ubicaría en promedio en 2013 en \$5,10 y se deberían abonar casi 7.400 millones de pesos en concepto de pagos de deuda total. Sin embargo, dicha estimación pierde validez, ya que ha sido superada por la cotización oficial de febrero de 2013. Lejos de esos valores, si la divisa se ubicara en \$6 en promedio para el 2013, los pagos resultantes aumentarían a casi **7.850 millones** de pesos durante este año. Y si la cotización fuera de \$7 u \$8, los pagos ascenderían a **8.400** o casi **9 mil millones** de pesos respectivamente. En definitiva, por cada peso adicional que se sume a la cotización del dólar este año, deberíamos abonar más de 500 millones de pesos en concepto de servicios de deuda pública provincial.

Cabe aclarar que la **deuda flotante**, de **4.370 millones** de pesos acumulada a diciembre de 2012, está incluida en estos pagos ya que la misma deberá ser afrontada este año,

cancelándola en efectivo o cubriéndola vía emisión de bonos. Una tercera opción a la que puede acudir el gobierno provincial es no pagarla, con lo cual dicha suma se agregaría a la deuda flotante en el próximo año.

11. ¿Qué conclusiones podemos sacar sobre la deuda pública provincial?

Las conclusiones a las que arribamos a partir del análisis de la problemática de la deuda pública provincial son:

- La deuda pública provincial, medida en pesos, en dólares o como porcentaje del Producto Geográfico Bruto (PGB), ha aumentado importantemente en los últimos 13 años. En los años recientes, dicho incremento ha estado impulsado principalmente por la emisión de los bonos **Boncor 2017**, la deuda contraída por **EPEC**, la **deuda flotante** que surge de posponer pagos a proveedores y empleados y la emisión de **deuda de corto plazo en dólares**.
- Este aumento de los últimos años, ha estado marcado por una creciente dolarización de la deuda pública provincial, implicando que actualmente casi el 50% de la deuda total esté denominada en esa divisa. Esta política de endeudamiento en dólares ha hecho que el principal **riesgo para las finanzas públicas** sea nuevamente las variaciones en la **cotización del dólar**. Entre los componentes de la deuda total que más impulsaron el crecimiento de la dolarización de la deuda, los bonos Boncor 2017 figuran en primer lugar de importancia, la deuda de EPEC en segundo lugar y la emisión de deuda a corto plazo durante el 2012 por USD 200 millones en tercer lugar.
- Los indicadores relativos a **deuda pública/producto geográfico bruto (PGB)** y **deuda pública/ingresos totales** muestran, a pesar de lo descrito anteriormente, una reducción desde el año 2002. Cabe aclarar, sin embargo, que dicho año no debería servir como punto de referencia ya que es un año tristemente atípico para nuestro país por la crisis del 2001/2002. Lo correcto es analizar un periodo más extenso, que incluya lo sucedido antes de la crisis. Más aun, no existe un solo indicador de deuda que refleje cabalmente por sí sola la situación y evolución de la deuda pública. Un análisis completo de esta problemática debe considerar distintos indicadores cuantitativos (la deuda como porcentaje de los ingresos totales, etc.), así como también aspectos cualitativos (en que se uso la deuda, etc.).

- Las razones que explican sendas caídas en los indicadores de deuda pública/producto y deuda pública/ingresos totales en los últimos años no se deben a la reducción de la deuda pública sino que se deben a las **excepcionales condiciones macroeconómicas y fiscales** de la provincia y la nación en dicho período, que pueden resumirse en:
 - Fuerte crecimiento de la economía (que incrementó fuertemente el PGB y la recaudación provincial)
 - Dólar "barato"(que frenó el crecimiento de la deuda dolarizada expresada en pesos).
 - Alta inflación y fuerte presión tributaria (que generaron fuertes alzas en la recaudación e ingresos del gobierno).

Si la economía suaviza sus tasas de crecimiento y el dólar oficial acelera su devaluación (como parece indicar la coyuntura reciente) las condiciones relativas de la deuda pública provincial pueden desmejorar en forma notable, lo que lleva a un panorama, cuanto menos, preocupante en cuanto a las finanzas publicas provinciales.

- El error de la reciente política de endeudamiento de la Provincia ha estado en que se ha **endeudado en dólares**, a **altas tasas** (alrededor de 12%) y a **corto plazo**, pero también en que se ha usado gran parte de estos fondos para financiar **gastos corrientes** e inversiones de infraestructura que no aumentan la capacidad productiva ni exportadora de la provincia, y por lo tanto no generan futuros recursos para pagar la deuda contraída. El endeudamiento de una provincia, así como de una nación, empresa o familia, no está mal de por sí, el problema son las condiciones y su uso. Si se toma deuda en buenas condiciones y se utiliza el dinero de manera inteligente, puede servir para el desarrollo. Pero de lo contrario, sirve para la ruina.
- Es necesario que todos los cordobeses nos interioricemos sobre la **problemática de la deuda pública provincial**. La misma **nos afecta de manera directa a todos**, tanto individualmente, como a nuestras familias y a las generaciones futuras de cordobeses. Una mala política de endeudamiento puede implicar que se deban aumentar o crear nuevos impuestos (como el aumento del impuesto inmobiliario o la creación de la tasa vial) y/o ajustar el gasto social (como la baja de las jubilaciones, el gasto educativo y de salud o el ajuste al PAICOR), entre otras medidas.