



ANÁLISIS DE LA DEUDA PÚBLICA INDIRECTA

FLORENCIA CALLIGARO
EUGENIA CARRASCO
FEDERICO CUBA
MARIANO ORTIZ VILLAFañE

DICIEMBRE DE 2019

ÍNDICE DE CONTENIDOS

RESUMEN EJECUTIVO	1
INTRODUCCIÓN	2
MARCO CONCEPTUAL	4
BUENAS PRÁCTICAS PARA LA ADMINISTRACIÓN DE GARANTÍAS	8
EL MARCO NORMATIVO EN ARGENTINA	12
Etapas de la operación	13
Ejecución de garantía y recupero	15
Tratamiento estadístico-contable en Argentina.....	15
Recuadro 1. La deuda vinculada a los proyectos PPP.....	16
EL STOCK DE DEUDA INDIRECTA EN LAS ESTADÍSTICAS OFICIALES	18
Letras en garantía.....	19
Recuadro 2. Las Letras en garantía a favor del FODER.....	20
Garantías a provincias.....	21
Avales	23
Bonos Garantizados (BOGAR)	24
Perfil de vencimientos.....	25
EVOLUCIÓN RECIENTE	27
Autorizaciones.....	28
Otorgamiento.....	29
Desembolsos y amortizaciones	30
ANEXOS	33
Anexo 1. Fuentes de información	33
Anexo 2. Diferencias de registro a nivel regional.....	37
BIBLIOGRAFÍA.....	39

ÍNDICE DE GRÁFICOS Y CUADROS

GRÁFICO 1. MATRIZ DE RIESGOS DEL SECTOR PÚBLICO.....	5
GRÁFICO 2. PARTES DE UNA OPERACIÓN DE DEUDA GARANTIZADA	5
GRÁFICO 3. DEUDA INDIRECTA: ETAPAS DE LA OPERACIÓN	14
GRÁFICO 4. DEUDA INDIRECTA POR DEUDOR PRINCIPAL.....	19
GRÁFICO 5. PRÉSTAMOS DE ORGANISMOS INTERNACIONALES A PROVINCIAS	22
CUADRO 1. STOCK DE GARANTÍAS OTORGADAS A PROVINCIAS POR ACREEDOR Y DEUDOR PRINCIPAL	23
CUADRO 2. STOCK DE AVALES POR DEUDOR PRINCIPAL.....	24
GRÁFICO 6. PERFIL DE VENCIMIENTOS DE LA DEUDA INDIRECTA	26
GRÁFICO 7. STOCK DE DEUDA INDIRECTA.....	28
GRÁFICO 8. AUTORIZACIONES PARA OTORGAMIENTO DE GARANTÍAS.....	29
GRÁFICO 9. GARANTÍAS OTORGADAS.....	30
GRÁFICO 10. SALDO RESIDUAL DE DEUDA INDIRECTA: INCREMENTOS Y DISMINUCIONES.....	31
CUADRO 3. COMPARACIÓN DE FUENTES DE INFORMACIÓN DE DEUDA INDIRECTA	35
GRÁFICO 11. GARANTÍAS GUBERNAMENTALES	36
CUADRO 4. DEUDA GARANTIZADA EN UNA MUESTRA DE PAÍSES (2018)	37

RESUMEN EJECUTIVO

Los pasivos contingentes son una importante fuente de riesgos fiscales, que debe ser tenida en cuenta al momento de analizar la sustentabilidad de la posición fiscal de un país. A nivel global, una de las formas más difundidas son las garantías, en particular las deudas garantizadas, presentes en prácticamente todos los países.

Las garantías son una forma de intervención gubernamental que apunta a alterar los incentivos económicos que enfrentan el sector privado y las entidades públicas involucradas. La naturaleza contingente de las garantías hace que sean difíciles de valorar, lo que dificulta su registro en las cuentas públicas, contable y estadístico.

La existencia de procedimientos institucionalizados para el otorgamiento de garantías y la transparencia en la difusión de la información promueven una mayor prudencia en su utilización. Para asegurar la integridad del marco fiscal, el otorgamiento de garantías debe estar plenamente incorporado al proceso de formulación de la política fiscal.

En Argentina, el otorgamiento de garantías por parte del Tesoro requiere una autorización a través de la ley de presupuesto o una ley especial, excepto que se trate de préstamos de organismos internacionales. El saldo residual de las garantías que otorga el Tesoro se contabiliza dentro de la deuda pública bruta como deuda indirecta.

La exposición máxima que enfrenta el Tesoro Nacional en relación a las garantías otorgadas (monto contractualmente garantizado) totalizó a fin de 2018 cerca de USD20.000 millones (5,1% del PIB), de acuerdo a información incorporada al mensaje de elevación del proyecto de Presupuesto 2020. Por otro lado, según las estadísticas de deuda pública que publica la Secretaría de Finanzas, a fin de septiembre de 2019 el saldo residual de la deuda indirecta fue de USD9.719 millones (3,1% de la deuda bruta total).

La falta de consistencia en la información públicamente disponible sobre deuda indirecta dificulta el análisis de su evolución histórica. En 2017 y 2018 el saldo residual de la deuda indirecta aumentó principalmente debido a la emisión de letras en garantía colocadas al Fondo Fiduciario para el Desarrollo de Energías Renovables (FODER).

INTRODUCCIÓN

En las últimas décadas, los pasivos contingentes han venido ganando relevancia para el análisis de las finanzas públicas. La historia reciente aparece repleta de episodios en los cuales la posición financiera del sector público se ve sustancialmente alterada por la necesidad del gobierno de rescatar entidades en problemas, tanto financieras como no financieras, públicas y privadas.¹

El mayor foco en los pasivos contingentes refleja la creciente percepción de su potencial para desestabilizar la posición fiscal de un país. Si bien la mayoría de los eventos de realización de pasivos contingentes tiene un impacto reducido, algunos poseen una magnitud suficiente como para poner la deuda pública en una trayectoria no sustentable.

Ejemplos de inestabilidades fiscales consecuencia de la realización de pasivos contingentes pudieron observarse tanto en contingencias originadas en el sector privado (sector petrolero en Nueva Zelanda, infraestructura vial en México y Tailandia) como en el sector público (deudas sub-soberanas en Brasil, Argentina o Colombia).

Las garantías son pasivos contingentes que pueden generar riesgos fiscales significativos para el gobierno que las otorga. De acuerdo a la OECD², el uso de garantías gubernamentales, y de otros tipos de pasivos contingentes, mostró un notorio incremento desde el inicio de la crisis financiera global en 2008.

Los países que acumulan un monto substancial de garantías otorgadas quedan expuestos al riesgo de un shock fiscal, en la medida que no cuenten con recursos presupuestarios suficientes para hacer frente a una ejecución masiva de garantías. Este tipo de riesgo se vuelve más pronunciado en épocas de crisis, dado que los riesgos de default de las deudas garantizadas suelen estar altamente correlacionados entre sí.

Las agencias calificadoras de riesgo aumentaron sustancialmente la cobertura de los pasivos contingentes en sus análisis de riesgo soberano ya desde la crisis asiática de fines de los noventa. Paralelamente, se ha venido acumulando un importante caudal de literatura académica vinculada con el tema. En este marco, bajo el liderazgo de organismos multilaterales (OECD, FMI) en los últimos años se observaron importantes avances en el desarrollo de guías de “buenas prácticas” para la administración de pasivos contingentes, y en particular de garantías gubernamentales.

¹ (Cebotari, 2008)

² (Organization for Economic Co-operation and Development (OECD), 2017)

En Argentina, el otorgamiento de garantías por parte del Tesoro Nacional es una herramienta de intervención de uso habitual. Las deudas de terceros que cuentan con garantía del Tesoro son registradas como parte de la deuda pública bruta, de acuerdo al ordenamiento legal vigente. No obstante, el proceso de otorgamiento, la metodología de valuación y registro, y los mecanismos de difusión de la información presentan particularidades que atentan contra la transparencia y dificultan el análisis.

El presente documento analiza las deudas garantizadas por el Tesoro Nacional en Argentina. Primero se describe el marco conceptual de las deudas garantizadas como pasivo contingente del sector público, destacando su relevancia al momento de evaluar la sostenibilidad de la posición fiscal. Luego se discuten un conjunto de buenas prácticas para el manejo de garantías gubernamentales, desarrolladas a nivel internacional en los últimos años. A continuación, se analiza el marco normativo relativo al tema en Argentina, que cubre diferentes fases y aspectos de la operación: autorización, otorgamiento, desembolso, cancelación, ejecución, recupero, registro y difusión de la información. Finalmente, se analiza la composición actual y evolución reciente de la deuda pública indirecta, considerando diferentes medidas y fuentes de información oficiales.

MARCO CONCEPTUAL

OPC

ANÁLISIS DE LA
DEUDA PÚBLICA
INDIRECTA

P. 4

Las garantías son una forma de intervención gubernamental que apunta a alterar los incentivos económicos que enfrentan el sector privado y las entidades públicas involucradas. La naturaleza contingente de las garantías hace que sean difíciles de valorar, lo que dificulta su registro presupuestario, contable y estadístico.

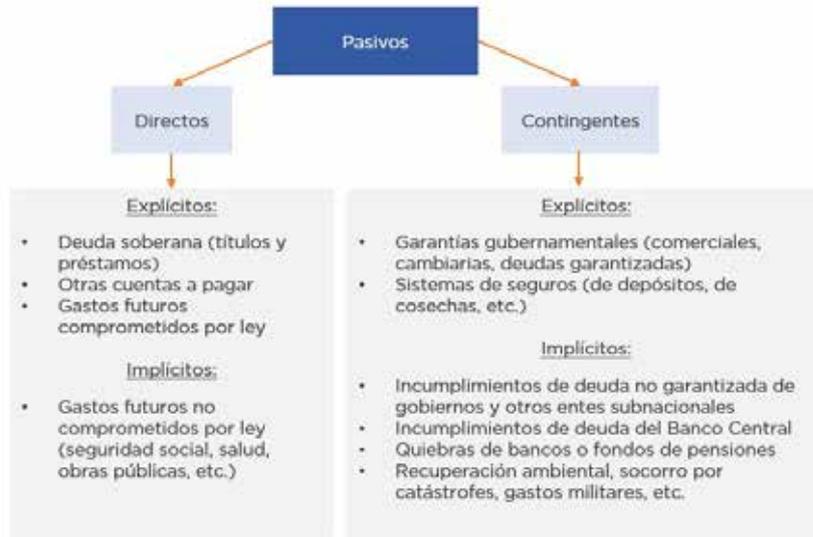
La adopción de un enfoque integral resulta primordial para una correcta evaluación de la sostenibilidad de la política fiscal y una identificación de los riesgos fiscales a los que está expuesto el sector público. Como principio general, el análisis debe tener una cobertura lo más amplia posible, tanto en términos del agregado institucional como de los tipos de pasivos considerados. Esto implica tener en cuenta las operaciones de entidades fuera de la administración central, como empresas públicas, fondos fiduciarios y otros entes extrapresupuestarios, y las obligaciones como instrumentos derivados, cuentas a pagar, seguros, garantías y otros pasivos contingentes.

Los pasivos contingentes son obligaciones cuya materialización está atada a la ocurrencia de un evento futuro incierto que se encuentra fuera del control del gobierno. La incertidumbre puede referirse tanto a la magnitud como al cronograma de pago, e incluye la posibilidad de que la obligación nunca llegue a volverse efectiva.

A su vez, de acuerdo a su origen, los pasivos pueden clasificarse en explícitos, si surgen de un contrato o una norma legal, o implícitos, si responden a una obligación moral o política atribuida al rol del Estado.

GRÁFICO 1

MATRIZ DE RIESGOS DEL SECTOR PÚBLICO



FUENTE: OPC, en base a (Polackova, 1989).

A nivel global, la forma más difundida de pasivos contingentes son las garantías, en particular las deudas garantizadas, presentes en prácticamente todos los países³. Una garantía gubernamental es un compromiso legalmente exigible mediante el cual el gobierno que la otorga asume la responsabilidad de repagar una deuda o cumplir una obligación en nombre de otra entidad bajo ciertas condiciones específicas, típicamente un default de esa entidad.

GRÁFICO 2

PARTES DE UNA OPERACIÓN DE DEUDA GARANTIZADA



FUENTE: OPC.

³ (Cebotari, 2008).

Las garantías son una forma de intervención gubernamental que apunta a alterar los incentivos económicos que enfrentan el sector privado y las entidades públicas involucradas. El objetivo de una garantía suele ser mejorar las condiciones de acceso al crédito para el ente garantizado, incrementando así la viabilidad económica de proyectos que se perciben como beneficiosos para la sociedad. Las garantías gubernamentales también son necesarias para la aprobación de préstamos de organismos multilaterales y oficiales a entidades subsoberanas.

Las garantías gubernamentales pueden clasificarse en tres tipos:

- Garantías en forma de derivados financieros: son aquellas que se otorgan a través de un derivado financiero como un canje (*swap*) de incumplimiento crediticio.
- Garantías estandarizadas: son aquellas que se emiten en gran número, normalmente por montos individuales relativamente reducidos, siguiendo el mismo esquema. Un ejemplo de garantía estandarizada son los seguros de depósito, las garantías de crédito (comercial) a la exportación, otros tipos de seguro, etc.
- Garantías por única vez: abarcan los contratos de garantía individuales en los cuales no es posible calcular el grado de riesgo asociado a la deuda con precisión. Las garantías por única vez se pueden otorgar sobre préstamos, títulos de deuda, cartas de crédito, líneas de crédito y otros contratos que involucran pagos ciertos o contingentes.⁴

El otorgamiento de una garantía no implica un desembolso inmediato de fondos, pero expone al gobierno que la otorga al riesgo de desembolsos futuros. La magnitud y el momento de esos desembolsos son en general difíciles de estimar.

La ausencia de impacto presupuestario al momento del otorgamiento genera una distorsión, ya que pueden ser percibidas como “sin costo”. En presencia de reglas fiscales con límites cuantitativos sobre el gasto presupuestario, el gobierno puede verse tentado de utilizarlas para eludir dichas restricciones y preferirlas por sobre otras opciones como los subsidios o los préstamos directos.

El uso de garantías no es siempre económicamente eficiente. Las garantías pueden no ser el instrumento más económico de intervención gubernamental. Como principio general de eficiencia, cualquier tipo de riesgo debería ser asumido por el agente mejor posicionado para

⁴ Las garantías sobre líneas de crédito y otras similares no cubren una deuda existente sino que se vuelven efectivas a medida que se realizan desembolsos de fondos.

administrarlo, en el sentido de poder anticiparlo, controlar su exposición, mitigarlo y minimizar su costo.

La naturaleza contingente de las garantías hace que sean difíciles de valorar, lo que a su vez complejiza su tratamiento y registro presupuestario, contable y estadístico. Existen diversos enfoques analíticos para la valuación de garantías, entre los cuales se pueden mencionar los análisis con simulaciones de Monte Carlo y el método Black-Scholes de valuación de opciones.⁵

Por su parte, el costo de una garantía es típicamente determinado por el *pago esperado*, es decir la estimación probabilística de los pagos que se deberán efectuar, expresados en términos de valor presente. Además, existen medidas alternativas que proveen información importante para el análisis, como la *exposición máxima* (o valor nominal), que representa la pérdida máxima que el garante podría sufrir, la *exposición a default* (EAD), que indica la pérdida más probable al momento de producirse un impago, y el *valor a riesgo*, que refleja la pérdida máxima que sufriría el garante en un período determinado dado un intervalo de confianza seleccionado.

⁵ (International Monetary Fund, 2005).

BUENAS PRÁCTICAS PARA LA ADMINISTRACIÓN DE GARANTÍAS

OPC

ANÁLISIS DE LA
DEUDA PÚBLICA
INDIRECTA

P. 8

La existencia de procedimientos institucionalizados para el otorgamiento de garantías y la transparencia en la difusión de la información promueven una mayor prudencia en su utilización. Para asegurar la integridad del marco fiscal, el otorgamiento de garantías debe estar plenamente incorporado al proceso presupuestario.

La identificación, medición y clasificación de las garantías otorgadas constituyen el primer paso para el fortalecimiento del manejo de las garantías. Un registro unificado y permanentemente actualizado facilita el monitoreo de los riesgos y permite que distintos actores internos (funcionarios, auditores internos) y externos (medios de comunicación, consultoras, inversores, instituciones fiscales independientes y el público en general) puedan comprobar que se realiza un manejo prudente. En lo posible se debería contar con informes integrales que cubran los diferentes tipos de garantías otorgadas y que incluyan un análisis consolidado de los riesgos vinculados a estos instrumentos.

La existencia de un procedimiento institucionalizado para el otorgamiento de garantías promueve una mayor prudencia en su uso, limitándolo a los casos en que efectivamente constituye el instrumento de política más eficiente para el objetivo que se pretende alcanzar. El desarrollo de capacidad analítica para evaluar propuestas y cuantificar riesgos resulta un componente esencial del esquema.

Como etapa previa al otorgamiento de una nueva garantía, la cuantificación del riesgo implícito puede realizarse a través de diferentes enfoques con distinto grado de complejidad, desde la utilización de ratings crediticios estandarizados hasta el empleo de modelos estadísticos y el análisis de escenarios construidos con simulaciones estocásticas. En mercados desarrollados a veces es posible obtener el riesgo implícito mediante el diferencial de precio entre una deuda garantizada y una deuda no garantizada similar.

Una vez cuantificado el riesgo, debería evaluarse en el marco de un perfil de riesgos global del gobierno y considerar medidas para su mitigación. Las herramientas más difundidas de mitigación incluyen límites al stock, cobro de cargos a las entidades garantizadas, creación de fondos de reserva para el pago de garantías ejecutadas, límites al plazo, uso de garantías parciales (o sea que cubren sólo una fracción de la pérdida originada por la contingencia), solicitud de colaterales (contragarantías) y reaseguros.

Al momento del otorgamiento, debe quedar claramente delimitada la cobertura de la garantía, tanto para evitar el riesgo moral⁶ en la entidad garantizada, como para dar certeza al público en general sobre cuál es el costo máximo que se asumiría en caso de ejecutarse la misma. A partir de ese momento, el gobierno debería realizar un monitoreo continuo de manera de poder incorporar cualquier cambio al análisis de riesgo y evaluar eventuales modificaciones presupuestarias o contables.

Finalmente, si una garantía llegara a ejecutarse, deben internalizarse las características del evento de manera que sean tenidas en cuenta para evaluaciones de riesgo de futuras operaciones. Por otro lado, la asunción del pasivo debe limitarse en forma exclusiva al riesgo contractualmente asumido, a pesar de que los gobiernos pueden tener incentivos de corto plazo para exceder su rol mediante el “rescate” de pasivos que no estaban incorporados en el análisis de riesgo. De lo contrario, se dañaría la sostenibilidad en el largo plazo al surgir pasivos que no se encontraban previamente evaluados ni contabilizados, y expondría al sector público a mayor riesgo moral por parte de otras entidades garantizadas.

Tratamiento presupuestario

Para asegurar la integridad del marco fiscal, el otorgamiento de garantías debería incorporarse plenamente al proceso presupuestario. Durante la etapa de formulación presupuestaria, las erogaciones contingentes deberían ser evaluadas de manera comparable con los gastos convencionales, para así evitar distorsiones en la selección de los instrumentos. Las garantías deberían tratarse como una decisión presupuestaria explícita en vez de como un instrumento extrapresupuestario.

La incorporación plena de las garantías al proceso involucra dos cuestiones principales: hacer explícito su costo al momento del otorgamiento y asegurar que existan recursos suficientes para hacer frente a los pagos en caso de que la garantía sea ejecutada.

En caso de que se pudiera obtener una estimación razonable del costo esperado de una garantía, dicha estimación debería computarse como una erogación al momento de su otorgamiento. Como mínimo, el presupuesto anual debería incorporar una partida para afrontar el costo de las garantías que se estima sean ejecutadas durante el período.

La incorporación del costo estimado de las garantías al presupuesto no implica necesariamente la inmovilización de fondos. El objetivo pasa por

⁶ El riesgo moral es el riesgo de que la entidad garantizada tome decisiones perjudiciales para el garante, como consecuencia de no tener que asumir costos por las mismas.

incrementar la transparencia y evitar distorsiones en los incentivos para su otorgamiento.

Tratamiento contable

El registro contable de las operaciones con garantías puede realizarse siguiendo dos criterios diferentes: un enfoque promueve el reconocimiento del pasivo al momento del otorgamiento de una nueva garantía, mientras que en el otro no se reconocen las garantías hasta el momento en que son ejecutadas.⁷ En general, se prefiere el reconocimiento temprano del evento, aunque a nivel de capacidad técnica el método es más demandante.

Más allá del criterio contable utilizado, la transparencia en relación a las garantías gubernamentales puede fortalecerse con la publicación de información suplementaria en los documentos presupuestarios, los reportes fiscales y los estados contables del sector público. El Código de Transparencia Fiscal del FMI recomienda la publicación periódica de información detallada sobre la exposición generada por garantías gubernamentales.⁸ La información que debiera publicarse incluye:

- una breve descripción de la naturaleza del contrato, beneficiario, destino y duración
- la exposición bruta del gobierno, es decir el monto máximo nominal garantizado contractualmente
- cuando sea posible, una estimación del costo fiscal (el valor presente neto de los pagos esperados) y un cronograma probable de pagos
- pagos efectuados por garantías ejecutadas, reclamos realizados a entidades con garantías caídas y recupero de fondos asociados
- contragarantías vinculadas a cada contrato, si las hubiere

Tratamiento estadístico

De acuerdo Manual de Estadísticas de Deuda del Sector Público del FMI, el otorgamiento de garantías por única vez se considera una contingencia y por lo tanto no se registra estadísticamente como una deuda del garante. La deuda sigue atribuyéndose al deudor principal, hasta el momento en que se exija el cumplimiento al garante por falta de pago. La ejecución de esta garantía, ya sea en forma de préstamo u otro

⁷ (International Accounting Standards Board (IASB), 2002)

⁸ (International Monetary Fund, 2019)

instrumento de deuda, se debe tratar de la misma forma que la asunción de nueva deuda por parte del garante.

No obstante, dado que el stock de deudas garantizadas puede ser particularmente relevante para el análisis de la situación financiera del sector público, se recomienda mostrarlas a su valor nominal (el monto máximo al que está contractualmente expuesto el garante), como partida informativa de las estadísticas de deuda pública.⁹

El único caso de garantías que deberían contabilizarse como deuda pública directa son las garantías estandarizadas ya que, al haber muchas garantías de características similares y una diversificación de riesgos, los garantes pueden estimar una tasa de incumplimiento y registrarla como un pasivo cierto, a pesar de ser un grupo de pasivos contingentes.

⁹ (International Monetary Fund, 2013).

EL MARCO NORMATIVO EN ARGENTINA

OPC

ANÁLISIS DE LA
DEUDA PÚBLICA
INDIRECTA

P. 12

El otorgamiento de garantías por parte del Tesoro requiere una autorización a través de la ley de presupuesto o una ley especial, excepto que se trate de préstamos de organismos internacionales. El saldo residual de las garantías que otorga el Tesoro se contabiliza dentro de la deuda pública bruta como deuda indirecta.

En Argentina, la base legal para el otorgamiento de garantías por parte del Tesoro se enmarca en la capacidad que tiene el Estado de endeudarse. La Ley 24.156, de Administración Financiera (LAF), regula el otorgamiento de garantías a través de diferentes formas jurídicas (aval, fianza, garantía) como parte de las operaciones de crédito público.

Actualmente, la Administración Central garantiza deudas de organismos descentralizados, provincias, empresas públicas y fondos fiduciarios. En el pasado, también llegó a garantizar deudas de entes interestaduais (Entidad Binacional Yacyretá) y privados (diversas empresas privatizadas).

Más allá del proceso de autorización para el otorgamiento de nuevas garantías, que usualmente se realiza a través de la ley anual de presupuesto, las nuevas operaciones no tienen registro presupuestario al momento del otorgamiento. Mientras que la garantía no se ejecute, no requieren un crédito presupuestario ni se reflejan en la ejecución presupuestaria.

Al momento de pedir una garantía, las entidades solicitantes deben presentar información relativa a su situación financiera y a la obligación que se pretende garantizar:¹⁰

- a. el monto y perfil de vencimientos de la deuda contraída y de las nuevas obligaciones a contraer;
- b. su estado patrimonial;
- c. el estado de origen y aplicación de fondos proyectado para el período de duración del endeudamiento;
- d. un informe actualizado con el estado de la deuda avalada o garantizada por el Gobierno Nacional hasta la fecha.

No obstante, la normativa no especifica la metodología para el análisis de riesgo crediticio ni para la estimación del costo de la garantía, de manera de evaluar correctamente su conveniencia comparándolo con

¹⁰ Decreto 1344/2007, reglamentario de la Ley 24.156.

instrumentos de intervención alternativos, como un subsidio o un préstamo directo.

Para las solicitudes de garantías provenientes de las provincias, se exige una contragarantía consistente en la autorización para que el Tesoro debite automáticamente de la coparticipación federal de impuestos correspondiente a la provincia los fondos para cumplir en tiempo y forma con la obligación. Para solicitudes de otros entes, se puede requerir como contragarantía la cesión de derechos de cobro de contratos comerciales u otros similares. Por otra parte, el Tesoro tiene la potestad de afectar órdenes de pago a favor del ente garantizado o sus cuentas bancarias en caso de que sean entes públicos.

El marco legal no exige la aplicación de cargos por el otorgamiento de garantías. Tampoco prevé la existencia de un fondo de reserva para hacer frente a garantías ejecutadas.

ETAPAS DE LA OPERACIÓN

El ciclo de vida de la deuda indirecta incluye una serie de etapas. En primer lugar, estas operaciones generalmente requieren de una autorización en la Ley de Presupuesto, o en una ley específica. El monto autorizado corresponde al monto total del contrato principal, que puede ser desembolsado en uno o más tramos. Luego se lleva a cabo el otorgamiento de la garantía, al momento en que se suscribe el contrato principal de préstamo o la emisión del título que cuenta con la garantía del Tesoro Nacional. A continuación, el deudor del contrato principal recibe el préstamo. Por último, el deudor principal realiza los correspondientes pagos de capital. Si el deudor principal incumple con su obligación, la Administración Central asume la deuda y se origina un activo financiero contra el deudor principal, con un proceso de recupero.

El otorgamiento de garantías cuyo vencimiento supere el año financiero, constituye una operación de crédito público y, como tal, requiere de una **autorización** otorgada en la ley de presupuesto o en una ley específica. Sólo están exceptuados las garantías sobre préstamos provenientes de organismos financieros internacionales.¹¹ La autorización incluye un detalle del ente garantizado, el tipo de deuda, el monto máximo autorizado, el plazo mínimo de amortización y el destino del financiamiento. En caso de no utilizarse a lo largo del ejercicio presupuestario, la autorización caduca.

¹¹ Ley 24.156, Artículo 60.

GRÁFICO 3

DEUDA INDIRECTA: ETAPAS DE LA OPERACIÓN



FUENTE: OPC.

La siguiente etapa es la suscripción del contrato principal y el **otorgamiento** de la correspondiente garantía del Tesoro Nacional sobre las obligaciones de pago derivadas de él. El monto contractualmente garantizado representa la exposición máxima que asume el Tesoro como garante y no puede ser superior al monto máximo autorizado por ley. En esta etapa también suele realizarse la suscripción del contrato de contragarantía (entre el deudor principal y el garante), para cubrir la eventual ejecución de la garantía. Una vez otorgada la garantía, el deudor principal debe presentar un informe semestral a la Oficina Nacional de Crédito Público (ONCP) con el estado de situación de la operación.

Luego de la suscripción comienza el proceso de ejecución del contrato principal, que en el caso de un préstamo o una línea de crédito puede implicar uno o más **desembolsos**. El Gobierno Nacional, los gobiernos provinciales y la CABA deben actualizar e informar el estado de situación de la deuda garantizada, así como los pagos realizados, clasificados por beneficiario, al momento de elevar sus respectivos proyectos de presupuesto.¹²

Por último, en el caso de préstamos o similares el deudor principal realiza los pagos de capital hasta su **amortización** total.

¹² Decreto 1731/2004, Artículo 23, reglamentario de la Ley 25.917.

EJECUCIÓN DE GARANTÍA Y RECUPERO

El incumplimiento de los compromisos por parte del deudor principal da lugar a la ejecución de la garantía (o “caída” del aval). En este caso, la Administración Central debe hacerse cargo del pago de las obligaciones contraídas por el deudor principal. La materialización de la contingencia genera una erogación para el Tesoro Nacional y, simultáneamente, origina un crédito a su favor contra el deudor principal. El registro y seguimiento de estas operaciones se lleva a cabo en el Registro de Créditos a Cobrar (RECAC), en el ámbito de la Secretaría de Finanzas.¹³

Luego, se inicia un procedimiento para la gestión y el recupero de estos créditos. La Secretaría de Hacienda puede afectar las cuentas bancarias de los entes públicos garantizados. En particular, si el ente avalado o garantizado es una provincia, la Tesorería General de la Nación (TGN) puede afectar recursos de la coparticipación federal de impuestos, previa autorización provincial; si el deudor principal es otro ente del sector público nacional, la Secretaría de Hacienda puede afectar las órdenes de pago existentes en la TGN a favor de dicho ente. El Tesoro Nacional puede cobrar un cargo al deudor principal desde la fecha del débito hasta la de reintegro, que se determina en función de las condiciones del mercado.¹⁴

TRATAMIENTO ESTADÍSTICO-CONTABLE EN ARGENTINA

En Argentina, las deudas garantizadas por el Tesoro son contabilizadas como parte de la deuda pública bruta. La Ley 24.156 de Administración Financiera clasifica a la deuda pública de la Administración Central en directa e indirecta. En el primer caso, la Administración Central asume la deuda en carácter de deudor principal, mientras que en el segundo la deuda es asumida por cualquier persona física o jurídica, pública o privada, distinta de la Administración Central, pero que cuenta con su respaldo a través de distintas formas jurídicas (aval, fianza, garantía).¹⁵ De este modo, la deuda indirecta comprende instrumentos que pueden clasificarse como *garantías por única vez*.

Los títulos emitidos en el marco de los proyectos de participación público-privada (PPP) constituyen un caso especial. Si bien el Tesoro Nacional es quien en última instancia garantiza su repago (a través de un

¹³ Resolución Conjunta 476/2006 y 7/2006 de las Secretarías de Hacienda y Finanzas.

¹⁴ Ley 11.672, Artículo 41.

¹⁵ Ley 24.156, Artículo 58.

aporte contingente al fondo fiduciario que los emite), la normativa vigente establece que dichos títulos no son considerados deuda pública.¹⁶

RECUADRO 1

La deuda vinculada a los proyectos PPP

A fines de 2016 se sancionó la Ley 27.328 de PPP, que estableció un nuevo régimen de contratación para la provisión de obras de infraestructura o servicios. La distribución de riesgos entre las partes pública y privada es un aspecto central de esta modalidad de contratación.

En 2018 se licitaron y adjudicaron los primeros proyectos bajo la nueva modalidad: seis proyectos viales que forman parte de la Etapa 1 del Programa Red de Autopistas y Rutas Seguras (RARS). El esquema financiero prevé que el repago de las obras principales de mejoramiento vial se realiza a través de la emisión de títulos denominados en dólares (TPI) emitidos por un fondo fiduciario (Fideicomiso PPP RARS).

El fondeo del fideicomiso proviene principalmente de una porción de la recaudación del impuesto a los combustibles líquidos y al dióxido de carbono. Pero, en caso de que dicho flujo no llegara a ser suficiente, el contrato establece un aporte contingente del Tesoro para cubrir los vencimientos de los TPI. De este modo, los TPI emitidos representan un pasivo contingente para el Tesoro.

En las estadísticas oficiales de deuda pública, elaboradas en la ONCP y publicadas por la Secretaría de Finanzas, el stock de la deuda indirecta refleja el **saldo residual** de dichos instrumentos, es decir los montos efectivamente desembolsados menos las amortizaciones realizadas, en línea con lo informado para la deuda pública directa¹⁷.

Cabe mencionar que cada ente avalado es responsable de informar a la ONCP al momento de recibir un desembolso por una deuda garantizada, de manera de que sea registrado e incorporado a las estadísticas oficiales.¹⁸

Las estadísticas oficiales no incorporan información relativa al **monto contractualmente garantizado**, que es una medida de la exposición

¹⁶ Ley 27.431, Artículo 60, incorporado a la Ley 11.672 Complementaria Permanente de Presupuesto.

¹⁷ Ver Anexo 1: Fuentes de Información.

¹⁸ La Auditoría General de la Nación (AGN), en su Informe de Auditoría de la Cuenta de Inversión 2016, Capítulo de Deuda Pública, señala este aspecto como un problema a solucionar para mejorar la precisión de los registros.

máxima que asume el Tesoro por las garantías otorgadas. La diferencia entre el monto del contrato y el saldo residual puede resultar significativa en casos como líneas de crédito o préstamos de organismos internacionales, que involucran una sucesión de desembolsos parciales. En dichos casos, el saldo residual va aumentando con cada desembolso y convergiendo sólo progresivamente hacia el monto contractualmente garantizado, que es el mismo desde el otorgamiento de la garantía.

Un caso extremo de este fenómeno está dado por las garantías sobre contratos que no implican desembolsos ciertos de fondos, como cartas de crédito *stand by*, líneas de crédito contingentes y garantías bancarias, que sólo incluyen desembolsos contingentes de fondos. En estos casos, el saldo residual es nulo hasta tanto y en cuanto se produzca la contingencia prevista en el contrato principal.

La única información disponible sobre el monto contractualmente garantizado puede encontrarse en una tabla que anualmente se incorpora al mensaje de remisión del proyecto de ley de presupuesto, y refiere al 31 de diciembre del año anterior.¹⁹

Por otra parte, las estadísticas oficiales no incluyen ninguna información sistematizada sobre la ejecución de garantías y el estado de los procesos de recupero.

En relación al tratamiento contable, dada su naturaleza de pasivo subsidiario, la deuda indirecta no aparece registrada en el balance general de la Administración Central, sino que está incorporada en las notas complementarias a los estados contables, incluidos en la Cuenta de Inversión que prepara anualmente la Contaduría General de la Nación (CGN). Al igual que las estadísticas de la Secretaría de Finanzas, los valores informados corresponden al saldo residual de la deuda garantizada, y no contemplan ninguna medida del monto contractualmente garantizado.

¹⁹ La Ley 25.917 de Responsabilidad Fiscal, en su Artículo 23, dispone que en oportunidad de elevar su proyecto de ley de presupuesto, el Gobierno Nacional, las provincias y la CABA deben informar el estado de situación de los avales y garantías otorgados.

EL STOCK DE DEUDA INDIRECTA EN LAS ESTADÍSTICAS OFICIALES

OPC

ANÁLISIS DE LA
DEUDA PÚBLICA
INDIRECTA

La exposición máxima que enfrenta el Tesoro en relación a las garantías otorgadas (monto contractualmente garantizado) totalizó a fin de 2018 cerca de USD20.000 millones (5,1% del PIB). De acuerdo a las estadísticas de deuda pública que publica la Secretaría de Finanzas, a fin de septiembre de 2019 el saldo residual de la deuda indirecta fue de USD9.719 millones (3,1% de la deuda bruta total).

P. 18

Al 31 de diciembre de 2018, el monto máximo contractualmente garantizado (bajo la forma de avales, garantías y letras en garantía) totalizó USD19.894 millones, equivalentes a 5,1% del PIB. Esta información surge de un cuadro incorporado al mensaje de remisión del Proyecto de Ley del Presupuesto, al que se le suma el stock vigente de letras en garantía²⁰. De este modo, la información del monto máximo otorgado se difunde con periodicidad anual, con un rezago de nueve meses (esto es, al momento de la presentación del Proyecto de Ley de Presupuesto 2020, se expuso la información de garantías otorgadas al 31 de diciembre de 2018). Esta fuente de información no incluye la deuda garantizada de organismos descentralizados ni el monto en circulación de Bonos Garantizados (BOGAR).

Por otra parte, de acuerdo a las estadísticas oficiales de deuda pública que difunde la Secretaría de Finanzas, a fin de septiembre de 2019 el stock de deuda indirecta de la Administración Central alcanzó USD9.719 millones, equivalentes a 3,1% de la deuda bruta total. Este monto corresponde al saldo residual de la deuda garantizada, es decir, a los desembolsos efectivamente realizados menos las amortizaciones acumuladas. Está compuesta por garantías sobre obligaciones de fondos fiduciarios, provincias y empresas públicas.

Dentro de los fondos fiduciarios, el Fondo Fiduciario para el Desarrollo de Energías Renovables (FODER) ha asumido compromisos financieros contingentes con un conjunto de empresas generadoras de energía, los cuales están garantizados por letras del Tesoro. Además, las provincias han obtenido financiamiento de organismos internacionales y bilaterales de crédito, así como de bancos comerciales, con respaldo de la Nación. Por último, las empresas públicas han recibido avales del Tesoro para obtener financiamiento del exterior o bien, para la suscripción de

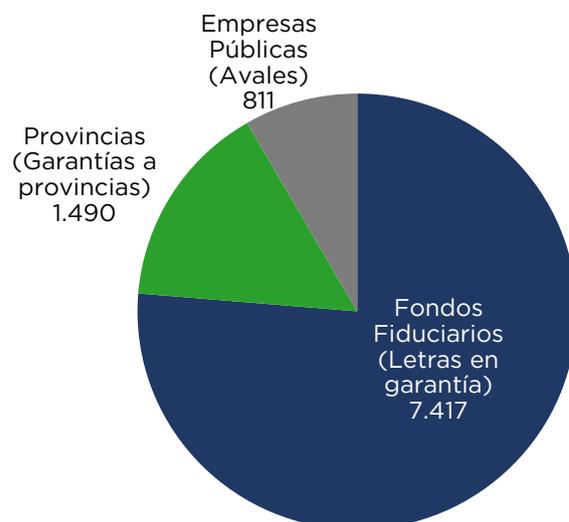
²⁰ Esta información se difunde desde 2005, de acuerdo al Decreto 1731/2004, Artículo 23, reglamentario de la Ley 25.917.

contratos de prestación de bienes o servicios con empresas extranjeras que exigen el cumplimiento de ciertos estándares de calidad.

GRÁFICO 4

DEUDA INDIRECTA POR DEUDOR PRINCIPAL

AL 30 DE SEPTIEMBRE DE 2019; SALDO RESIDUAL; EN MILLONES DE USD



FUENTE: OPC, en base a datos de Secretaría de Finanzas.

En relación a las contragarantías que proveen los entes garantizados, en el caso de las letras en garantía del FODER, el colateral son los certificados de participación en las centrales de generación a favor del Tesoro Nacional por montos equivalentes a las letras cedidas. Para las garantías otorgadas a las provincias, su ejecución le da al Tesoro Nacional el derecho de afectar los fondos del Régimen de Coparticipación Federal de Impuestos de la provincia deudora. Finalmente, las empresas públicas garantizadas en general le otorgan al Tesoro Nacional derechos de cobro sobre algún contrato específico.

LETRAS EN GARANTÍA

Las letras del Tesoro en garantía son instrumentos de deuda emitidos para respaldar el pago de las obligaciones contingentes. En caso de no realizarse la contingencia, las letras expiran a su vencimiento sin generar pago alguno.

En la Ley de Presupuesto del 2009 se dispuso la emisión de letras del Tesoro en garantía con el fin de cubrir los requisitos de liquidez de organismos públicos para la apertura de cartas de crédito y así garantizar las importaciones de insumos energéticos, facilitando la administración de las disponibilidades del Tesoro Nacional.

Entre 2009 y 2016 el Tesoro emitió letras en garantía para la adquisición de combustibles líquidos y gaseosos, y para la importación de bienes destinados a ciertas obras de infraestructura. Estas letras, con vencimiento dentro del mismo ejercicio en que fueron emitidas, en su momento no fueron incluidas en las estadísticas de deuda pública de la Secretaría de Finanzas.

Posteriormente, a partir de 2017 el Ministerio de Finanzas emitió letras en garantía a favor del FODER, en el marco de la Ley de Energías Renovables (Ley 27.191) con el objetivo de garantizar el cumplimiento de los contratos de opción de venta de las empresas generadoras de energía de fuentes renovables. Se realizaron emisiones por valor nominal original (VNO) USD4.499 millones en 2017 y por VNO USD2.919 millones en 2018. De este modo, a fin de septiembre de 2019 el stock de dichas letras totalizó USD7.417 millones, representando el 76% del total de deuda indirecta.

RECUADRO 2

Las Letras en garantía a favor del FODER

En 2006 se sancionó el Régimen de Fomento Nacional para el Uso de Fuentes Renovables de Energía (Ley 26.190) con el objetivo de incrementar progresivamente la producción de energía de fuentes renovables de forma que su participación en la matriz eléctrica alcanzara el 8% del consumo total en 2017. Para alcanzar dicho objetivo, el Poder Ejecutivo otorga beneficios promocionales a los nuevos productores de energía eléctrica de fuentes renovables. Luego, en 2015 se definió una segunda etapa del Régimen en la que se dispuso el objetivo de alcanzar el 20% del consumo de energía de fuentes renovables en 2025 (Ley 27.191).

En 2016 se implementó un programa de abastecimiento de energía eléctrica a partir de fuentes renovables (Programa RenovAr). En este marco se celebraron 147 contratos de abastecimiento de energía de fuentes renovables entre la Compañía Administradora del Mercado Mayorista Eléctrico S.A. (CAMMESA) y las empresas que resultaron ganadoras en un proceso de licitación pública.

Para reducir el riesgo a los que podrían quedar expuestos los contratos de abastecimiento, el Estado Nacional suscribió contratos de opción con las empresas de generación de energía eléctrica del Programa RenovAr 1 y 1.5 en los que se incluyen:

a) Derechos de opción de compra de la central de generación o sus activos para el Estado Nacional ante incumplimientos graves de las empresas generadoras de energía que motiven la rescisión del contrato.

b) Derechos de opción de venta de la central de generación o sus activos por parte del titular ante un conjunto de causales de venta como ser (i) la falta de pago en tiempo y forma de liquidaciones de venta por CAMESA, (ii) la imposibilidad del contratista de adquirir dólares estadounidenses, (iii) la imposibilidad del contratista de realizar pagos o transferencias en dólares a cuentas bancarias del exterior, (iv) la extinción de las garantías otorgadas por el Estado Nacional antes de la finalización del plazo de vigencia del contrato y, (v) la falta de cumplimiento de CAMESA de cualquier sentencia judicial o laudo arbitral firme respecto a la ejecución del contrato de abastecimiento.

Para garantizar el pago del precio de venta de la central de generación, el Estado Nacional emitió Letras en garantía al FODER por el monto total de los proyectos a garantizar, contra la emisión de certificados de participación en las centrales de generación por montos equivalentes. En caso en que las empresas productoras hagan uso de las opciones de venta, el Estado Nacional deberá pagar, como máximo, el monto de la inversión no amortizada al momento en que se ejerza la opción.

GARANTÍAS A PROVINCIAS

Las provincias reciben préstamos de organismos internacionales y bilaterales de crédito, principalmente para el financiamiento de proyectos relacionados con el desarrollo de obras de infraestructura en los sectores de energía, transporte y comunicaciones; la prestación de servicios sociales de saneamiento, desarrollo urbano, educación y medio ambiente; y la modernización del Estado y el desarrollo institucional.

Las políticas de operación de los organismos financieros internacionales exigen una garantía soberana para la aprobación del financiamiento a gobiernos subnacionales. Por lo tanto, en los préstamos de estos organismos a las provincias, el Gobierno Nacional forma parte de la operación, ya sea asumiendo el rol de deudor principal y luego “represtando” el crédito a las provincias, o bien, actuando como garante del préstamo a la provincia.

En el primer caso, el organismo internacional otorga un préstamo al Estado Nacional y luego éste suscribe un contrato de préstamo subsidiario con la provincia. El préstamo con el organismo internacional forma parte de la **deuda directa** de la Administración Central, y además se registra como un activo financiero contra la provincia

En el segundo caso, el contrato es celebrado entre el organismo internacional y la provincia, mientras que el Estado Nacional participa

como garante. Simultáneamente, el Tesoro Nacional suscribe con la provincia un contrato de contragarantía, en el cual la provincia se compromete al pago de las obligaciones financieras derivadas del préstamo²¹ y, en caso de no hacerlo, autoriza a la Nación a retener el monto adeudado de los fondos de la Cuenta de Coparticipación Federal de Impuestos. En estos casos, el otorgamiento de la garantía se clasifica como **deuda indirecta** de la Administración Central.

GRÁFICO 5

PRÉSTAMOS DE ORGANISMOS INTERNACIONALES A PROVINCIAS



FUENTE: OPC.

A septiembre de 2019, el stock de garantías a las provincias totalizó USD1.490 millones, principalmente para respaldar préstamos de organismos multilaterales de crédito.

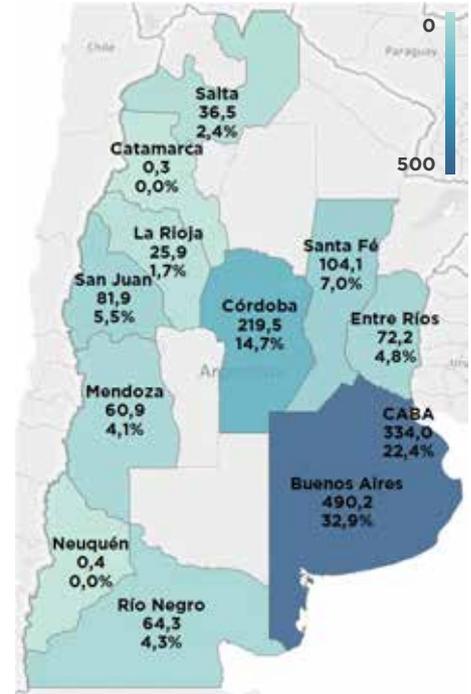
²¹Las obligaciones financieras derivadas del préstamo incluyen el pago de amortizaciones, intereses, gastos, costos, pérdidas, comisiones de administración, comisiones por compromiso y otros.

CUADRO 1

STOCK DE GARANTÍAS OTORGADAS A PROVINCIAS POR ACREEDOR Y DEUDOR PRINCIPAL

AL 30 DE SEPTIEMBRE; SALDO RESIDUAL; EN MILLONES DE USD Y % DEL TOTAL

Acreeador	Stock residual	%
Organismos multilaterales	1.423	95,5%
BID	698	46,9%
Banco Mundial	559	37,5%
CAF	59	4,0%
OFID	61	4,1%
FONPLATA	36	2,4%
BEI	10	0,6%
Organismos bilaterales	36	2,4%
Banca comercial	31	2,1%
Total	1.490	100,0%



FUENTE: OPC, en base a datos de la Secretaría de Finanzas.

AVALES

El stock de avales al 30 de septiembre de 2019 totalizó USD811 millones. La totalidad de los avales vigentes tienen como deudor principal a empresas públicas.

La compañía Integración Energética Argentina SA (IEASA, ex ENARSA) tiene deuda avalada por USD489 millones, que incluyen garantías sobre diversos préstamos para la adquisición de centrales de generación eléctrica (USD268 millones), para la conclusión de obras de las centrales eléctricas Brigadier López y Barragán (USD137 millones), para la importación de gas natural de Bolivia (USD77 millones) y sobre obligaciones de IEASA con la Compañía Administradora del Mercado Mayorista Eléctrico (CAMMESA, USD9 millones).

Austral Líneas Aéreas tiene avales por USD314 millones, que garantizan distintos préstamos destinados a la importación de aeronaves. Parte corresponden a deudas directas con el fabricante EMBRAER (USD247 millones) y otros respaldan un crédito del Banco de la Nación Argentina

(BNA) usada para refinanciar otro préstamo del BNDES (USD66 millones).

Finalmente, INVAP SE tiene avales por \$8 millones, emitidos en 2016, para respaldar las garantías bancarias recibidas en el marco de contratos de exportación de bienes y servicios.

CUADRO 2

STOCK DE AVALES POR DEUDOR PRINCIPAL

AL 30 DE SEPTIEMBRE; SALDO RESIDUAL; EN MILLONES DE USD

Deudor principal	Stock
IEASA	489
AUSTRAL	314
INVAP	8
Total	811

FUENTE: OPC, en base a datos de la Secretaría de Finanzas.

BONOS GARANTIZADOS (BOGAR)

Los BOGAR, con vencimiento en 2018 y 2020, fueron emitidos por el Fondo Fiduciario para el Desarrollo Provincial (FFDP), a través del BNA, en el marco del programa de canje voluntario de deuda provincial iniciado en 2001. El FFDP asumió una parte de la deuda pública provincial defaulteada, que estaba instrumentada en forma de bonos, letras de tesorería y préstamos, canjeándola por BOGAR. A cambio, las provincias contrajeron una deuda por un monto equivalente con el FFDP.

Los BOGAR amortizan en cuotas mensuales y consecutivas y el saldo de capital se ajusta mensualmente por el Coeficiente de Estabilización de Referencia (CER). Poseen como garantía principal la afectación de hasta un máximo del 15% de los recursos del Régimen de Coparticipación Federal de Impuestos correspondientes a las provincias titulares de la deuda pública convertida. Además, el Estado Nacional garantiza de forma subsidiaria los servicios de capital e intereses de los BOGAR.

En 2010, mediante el Decreto 660/2010 se implementó el “Programa de Desendeudamiento de las Provincias Argentinas”, que implicó el refinanciamiento de las condiciones de la deuda provincial. En este marco, el gobierno nacional asumió como propios los compromisos de las provincias con el FFDP en sus condiciones originales, y simultáneamente se generó una deuda de las provincias hacia la Nación, aunque con condiciones financieras más favorables. La implementación

del programa no afectó la garantía del gobierno nacional, que continuó operando.

Hasta 2013, los BOGAR eran incluidos dentro de la deuda indirecta de la Administración Central en la Cuenta de Inversión, aunque eran contabilizados como deuda directa en las estadísticas de deuda pública de la Secretaría de Finanzas. En ese momento, se cambió el criterio y dejaron de ser considerados deuda pública²², a pesar de que los títulos siguieron contando con la garantía del gobierno nacional dispuesta en sus condiciones de emisión.

PERFIL DE VENCIMIENTOS

P. 25

Los pagos de capital e interés de la deuda indirecta están incluidos en el perfil de vencimientos que publica trimestralmente la Secretaría de Finanzas en las estadísticas de deuda. Los vencimientos de los avales vigentes a septiembre de 2019 se concentran en los próximos cuatro años, mientras que los correspondientes a garantías a provincias y letras en garantía se encuentra distribuidos uniformemente en los próximos veinte.

El impacto efectivo que tienen estos vencimientos sobre las necesidades financieras del Tesoro está en gran medida determinado por el carácter del deudor principal. En el caso de las garantías otorgadas a provincias, si los deudores principales cumplen con sus obligaciones en tiempo y forma, los vencimientos no constituyen una necesidad efectiva de financiamiento para el Tesoro, ya que las provincias los cubrirían con recursos propios. Por su parte, en el caso de las Letras en garantía colocadas al FODER, en la medida que no se produzcan los eventos que permiten a las empresas adjudicatarias ejecutar la opción de venta de las centrales eléctricas, las letras no generarán ninguna obligación efectiva.

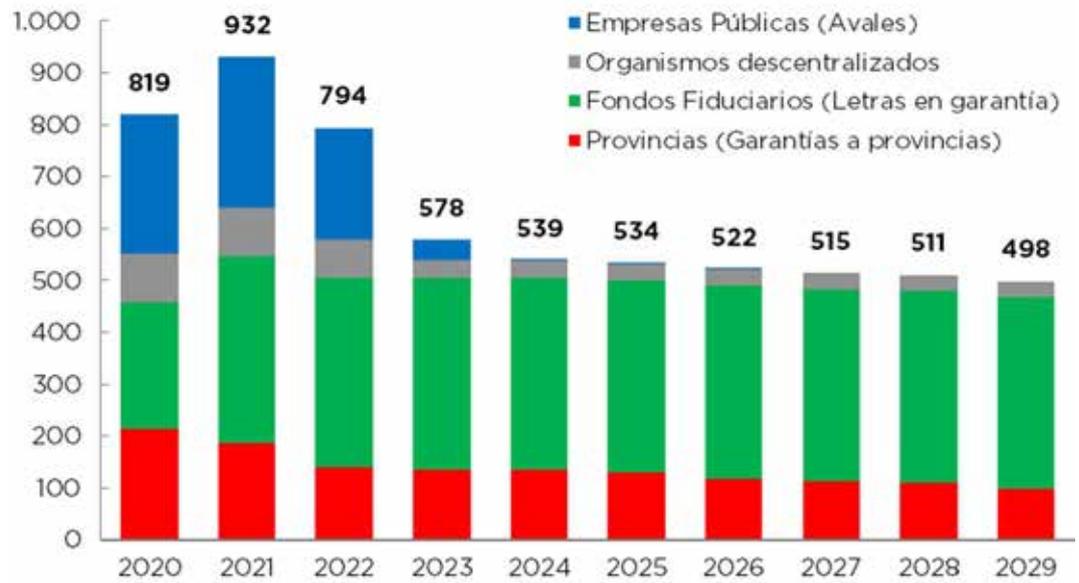
Distinta es la situación de los préstamos garantizados cuyo deudor principal son organismos descentralizados y empresas públicas que se financian en parte con transferencias del Tesoro. En estos casos, los pagos detallados en el perfil de vencimientos representan una necesidad efectiva de financiamiento para la Administración Central, que en cualquier caso deberá realizar los aportes presupuestarios correspondientes para que los deudores hagan frente a las obligaciones.

²² Según nota (2) del Cuadro 1 del Informe de Deuda Pública correspondiente al primer semestre de 2014, disponible en la web de la Secretaría de Finanzas. Sin embargo, dicha nota aclaratoria no menciona ninguna disposición normativa que justifique el cambio de criterio.

GRÁFICO 6

PERFIL DE VENCIMIENTOS DE LA DEUDA INDIRECTA

EN MILLONES DE USD



Nota: estimación propia utilizando escenario OPC de tipo de cambio e inflación, e incluyendo deuda garantizada de organismos descentralizados (que la Secretaría de Finanzas clasifica como deuda directa).

FUENTE: OPC, en base a datos de la Secretaría de Finanzas.

EVOLUCIÓN RECIENTE

OPC

ANÁLISIS DE LA
DEUDA PÚBLICA
INDIRECTA

P. 27

La falta de consistencia en la información públicamente disponible sobre deuda indirecta dificulta el análisis de su evolución histórica. En 2017 y 2018 el saldo residual de la deuda indirecta aumentó principalmente debido a la emisión de letras en garantía para el FODER.

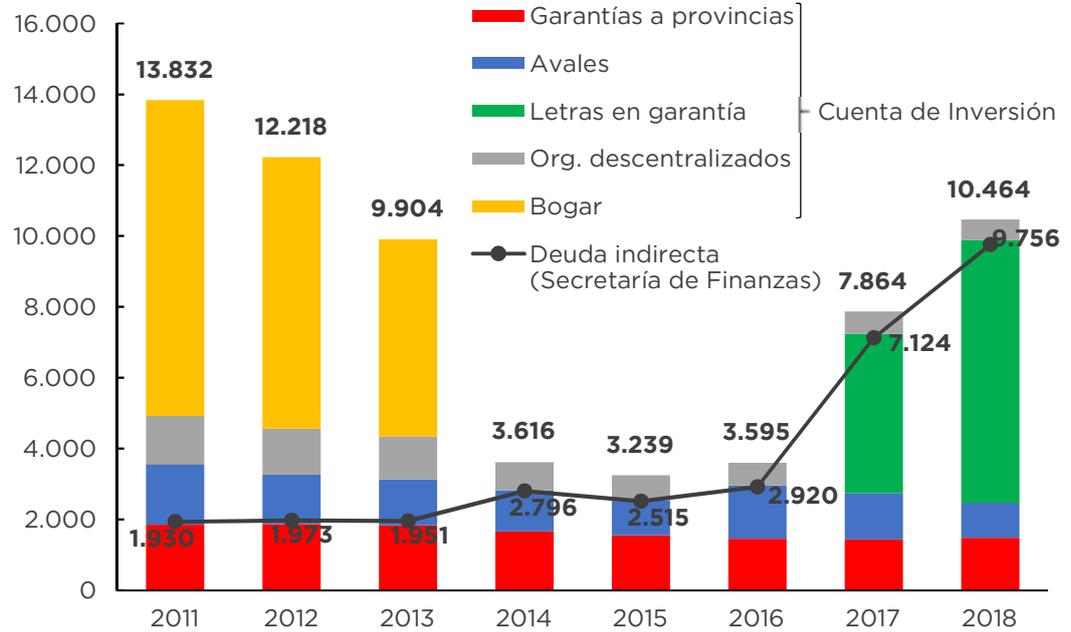
Las estadísticas de deuda indirecta disponibles presentan sucesivos cambios metodológicos a lo largo de la última década, lo que dificulta la construcción de una serie homogénea para analizar la evolución histórica en perspectiva. Las principales fuentes de información provienen de las Cuentas de Inversión y de las estadísticas de deuda pública que difunde trimestralmente la Secretaría de Finanzas. Si bien ambas coinciden en presentar los datos en base al saldo residual de estos pasivos, existen diferencias de criterio sustanciales para algunos conceptos y otras inconsistencias entre las dos fuentes. Las diferencias más notorias se refieren al tratamiento de los BOGAR, la deuda de organismos descentralizados y, hasta 2013 inclusive, los avales a empresas públicas (ver Anexo 1: Fuentes de información).

Entre 2011 y 2013, la principal variación en el saldo estuvo dada por las amortizaciones parciales de los BOGAR. Entre 2014 y 2016, luego del cambio metodológico que eliminó los BOGAR de las estadísticas de deuda, el saldo informado se estabilizó en torno a los USD3.500 millones. Finalmente, en 2017 y 2018 se produce un nuevo incremento del stock hasta alrededor de USD10.000 millones, principalmente debido a la emisión de letras en garantía destinadas al FODER.

GRÁFICO 7

STOCK DE DEUDA INDIRECTA

SALDO RESIDUAL A FIN DE PERÍODO; EN MILLONES DE USD



Nota: las barras representan el stock de deuda indirecta informado en las Cuentas de Inversión de cada año. La línea representa el stock de deuda indirecta informado en las estadísticas de deuda publicadas por la Secretaría de Finanzas.

FUENTE: OPC, en base a datos de la Secretaría de Finanzas y de Cuentas de Inversión (2011 a 2018).

AUTORIZACIONES

La primera etapa en una operación de deuda indirecta es la autorización en la ley de presupuesto o en una ley específica. El monto autorizado refiere al monto total del contrato principal, que puede ser desembolsado en uno o más tramos. Las autorizaciones dispuestas en la ley de presupuesto que no fueron utilizadas caducan a fin del correspondiente ejercicio. Por este motivo, no es infrecuente ver autorizaciones que se repiten durante varios años sucesivos, dado que al no ser efectivamente otorgada la garantía es necesaria una nueva autorización cada año.

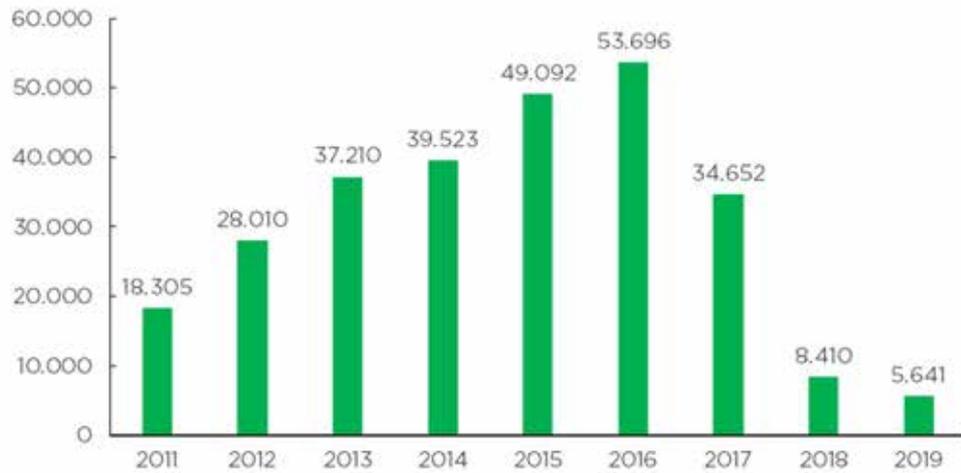
Entre 2011 y 2016 se observó un incremento en el monto autorizado para el otorgamiento de garantías. En este período las autorizaciones se destinaron principalmente a garantizar el financiamiento de proyectos de infraestructura energética: obras hidroeléctricas, adquisición de equipamiento de las centrales atómicas Atucha II y III, refacciones en la central atómica Embalse, y ampliación de gasoductos y redes de distribución de gas natural. También hubo autorizaciones para la

adquisición de energía y combustibles y para el proyecto del ferrocarril Trasandino Central. A partir de 2017 se observa una reducción en el monto total autorizado. En 2017 y 2018, se destacan las autorizaciones para la emisión de letras en garantía para el FODER.

GRÁFICO 8

AUTORIZACIONES PARA OTORGAMIENTO DE GARANTÍAS

EN MILLONES DE USD



Nota: los montos autorizados corresponden a las respectivas leyes de presupuesto y sus modificatorias.

FUENTE: OPC, en base a datos de las Cuentas de Inversión (2011 a 2018) y Ley de Presupuesto 2019 y sus modificatorias.

OTORGAMIENTO

Entre 2011 y 2016 el otorgamiento de deuda indirecta fue sustancialmente inferior al monto autorizado. En 2011 y 2012 se destaca el otorgamiento de avales a ENARSA (USD1.807 millones y USD422 millones, respectivamente) para financiar la importación de gas natural de Bolivia y para obras de infraestructura energética. En 2015 la empresa recibió nuevos avales para asegurar el pago de materiales para la construcción del gasoducto del Noroeste Argentino por el equivalente a USD529 millones.

Entre 2013 y 2016, se otorgaron distintos avales al Banco Hipotecario SA en su carácter de fiduciario del fideicomiso Pro.Cre.Ar. por un total acumulado de \$41.500 millones (aproximadamente USD4.700 millones).

El aumento del monto otorgado en 2017 y 2018 se explica principalmente por la colocación de letras en garantía al FODER (USD4.499 millones y USD2.919 millones, respectivamente).

Cabe destacar que el monto de garantías otorgadas incluye algunas operaciones que no requieren autorización en ley de presupuesto o ley específica, como es el caso de las garantías otorgadas a las provincias sobre préstamos de organismos internacionales. En 2018, cerca del 20% de las garantías otorgadas correspondió a estas operaciones.

GRÁFICO 9
GARANTÍAS OTORGADAS
MONTO MÁXIMO CONTRACTUAL; EN MILLONES DE USD



Nota: los montos corresponden al valor nominal máximo garantizado contractualmente. Incluye Letras en Garantía. No incluye BOGAR ni deuda de organismos descentralizados.

FUENTE: OPC, en base a mensajes de elevación de Proyectos de Ley de Presupuesto y Cuentas de Inversión (años 2011 a 2019).

DESEMBOLSOS Y AMORTIZACIONES

Los desembolsos de préstamos garantizados y las colocaciones de letras en garantía incrementan el stock de deuda indirecta informado en las estadísticas, que reflejan el saldo residual, mientras que las amortizaciones de estos instrumentos lo reducen.

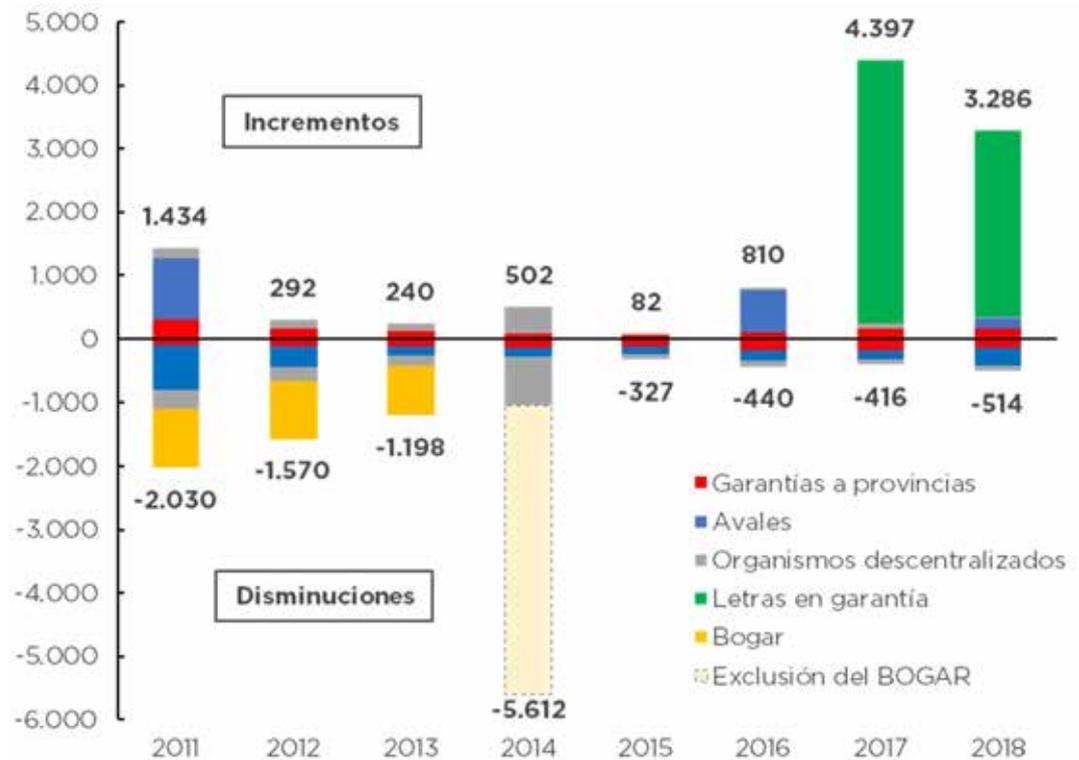
Entre 2011 y 2013 se destacaron las amortizaciones parciales de los BOGAR 2018 y 2020, en parte compensadas en 2011 por mayores desembolsos correspondientes a avales.

En 2014 se produce un quiebre en la serie debido a cuestiones metodológicas, ya que la Cuenta de Inversión muestra una fuerte disminución de la deuda indirecta por una baja en el stock de BOGAR. En dicho año, se cambió el criterio de exposición y estos títulos dejaron de ser considerados deuda pública.

Luego, en 2016 se registraron nuevos desembolsos correspondientes a préstamos avalados a empresas públicas. Por último, en 2017 y 2018 se destaca un incremento de la deuda indirecta explicado por la colocación de letras en garantía al FODER por USD4.499 millones y USD2.919 millones, respectivamente. Estas letras tienen vencimiento a partir de 2038.

GRÁFICO 10

SALDO RESIDUAL DE DEUDA INDIRECTA: INCREMENTOS Y DISMINUCIONES EN MILLONES DE USD



Nota: no se incluyen los cambios de valuación. Flujos convertidos al tipo de cambio de fin de cada año. La exclusión de los BOGAR en 2014 respondió a un cambio metodológico.

FUENTE: OPC, en base a datos de las Cuentas de Inversión (2011 a 2018).

Al momento no hay información pública disponible respecto a avales o garantías caídos. Sin embargo, resulta llamativo que dentro del stock de deuda indirecta se registren algunas operaciones de financiamiento en situación irregular de larga data (por ejemplo, hay avales otorgados en 1977). Si los entes garantizados hubieran cumplido con sus compromisos, los avales o garantías se hubieran cancelado completamente y, por lo tanto, ya no se deberían incluir dentro del stock de deuda indirecta. Si, por el contrario, los entes garantizados no hubieran cumplido con sus compromisos en tiempo y forma, la Administración Central debiera haber realizado erogaciones para cumplir con dichos compromisos.

La Auditoría General de la Nación²³ destacó en 2016 la existencia de avales con atrasos (es decir, operaciones en las que el deudor principal ha incumplido con su obligación de pago) así como también el otorgamiento de avales por montos superiores a los autorizados en las leyes de presupuesto y sus modificatorias.

²³ (Auditoría General de la Nación, 2018).

ANEXOS

ANEXO 1. FUENTES DE INFORMACIÓN

OPC

ANÁLISIS DE LA DEUDA PÚBLICA INDIRECTA

P. 33

A diferencia de otros países de la región (Brasil, Chile), Argentina no publica un informe específico sobre garantías gubernamentales y otros pasivos contingentes.²⁴ La información pública disponible respecto al estado de avales y garantías otorgados por la Administración Central se encuentra dispersa en distintas fuentes, y en algunos aspectos resulta acotada o inexistente. En particular, falta información detallada sobre las condiciones de los contratos de avales y sobre la ejecución de garantías. Además, se observan numerosas inconsistencias y diferencias de criterio entre las fuentes oficiales disponibles para identificar las operaciones que constituyen deuda indirecta, de forma que el stock presentado en cada caso muestra diferencias sustanciales.

Las principales fuentes de información de acceso público son:

a. Estadísticas de deuda pública de la Secretaría de Finanzas

La Secretaría de Finanzas, dependiente del Ministerio de Hacienda de la Nación, publica información sobre el estado de la deuda pública de la Administración Central con periodicidad trimestral (y mensualmente una versión resumida). Actualmente estos datos se publican cerca de tres meses después del cierre de cada trimestre.

Desde el año 2011 se presenta discriminado el stock de deuda indirecta (saldo residual). A su vez, se incluye una desagregación en tres categorías: avales, garantías a provincias y letras en garantía. Sin embargo, hasta 2013 dentro de la categoría de avales sólo se incluía uno otorgado en 1977 a la empresa eléctrica paraguaya Administración Nacional de Electricidad del Paraguay (ANDE), mientras que el resto estaban clasificados como deuda directa.

La deuda de organismos descentralizados con garantía de la Administración Central es considerada deuda directa en las publicaciones de la Secretaría de Finanzas. Además, los BOGAR 2018 y 2020 también fueron clasificados como deuda directa hasta 2014, cuando dejaron de contabilizarse.

b. Cuenta de Inversión

La Cuenta de Inversión es elaborada por la Contaduría General de la Nación (CGN) con periodicidad anual y publicada seis meses después del

²⁴ (Dirección de Presupuestos, Ministerio de Hacienda de Chile, 2018), (Secretaria do Tesouro Nacional, Ministério da Fazenda (Brasil), 2018).

cierre del ejercicio. Este documento incluye información respecto al estado y evolución de las operaciones de deuda indirecta de la Administración Central.

En el Tomo I, dentro del Análisis del Articulado de la Ley de Presupuesto se informan las modificaciones a las autorizaciones para el otorgamiento de garantías así como el uso de estas autorizaciones (garantías efectivamente otorgadas) a lo largo de cada ejercicio fiscal.

Por otro lado, en las Notas a los Estados Contables (dentro del Tomo I) se presenta el saldo residual de deuda indirecta a fin del ejercicio bajo análisis y se incluye el del año anterior. El stock se presenta en pesos, desagregado por tipo de acreedor: banca privada, multilaterales, bilaterales, proveedores y títulos públicos. También se detallan los intereses devengados no exigibles. Esta información también se presenta en el cuadro del Estado de Situación de la Deuda Pública (Cuadro 34).

Por último, el Cuadro 1-A de la Separata II (Estado de Situación de la Deuda Pública) contiene un detalle de las operaciones que constituyen deuda indirecta, dentro de la deuda del “Resto del Sector Público”. Las operaciones se muestran por número de SIGADE y se incluye el saldo residual al inicio, los ajustes de valuación, los aumentos y disminuciones del ejercicio y el saldo residual final.

En las Cuentas de Inversión, el stock de deuda indirecta se compone de avales, garantías a provincias y letras en garantía del FODER, además de la deuda de organismos descentralizados con garantía del Tesoro y BOGAR 2018 y 2020 (hasta 2014).

c. Anexos del mensaje de elevación de los proyectos de Ley de Presupuesto

El Régimen Federal de Responsabilidad Fiscal (Ley 25.917) establece que el Gobierno Nacional, los gobiernos provinciales y la CABA deberán informar el estado de situación de las garantías y avales otorgados al momento de presentar sus respectivos Proyectos de Presupuesto.

En este sentido, el Poder Ejecutivo Nacional presenta anualmente una planilla anexa al Mensaje de Remisión del Proyecto de Ley de Presupuesto donde indica el estado de los avales y garantías otorgados. Para cada operación se detalla el beneficiario, el marco legal, el monto del contrato (en miles de pesos), la moneda de denominación y el saldo residual adeudado. En muchos casos se incluye una observación que especifica que el Poder Ejecutivo “no ha tomado conocimiento sobre la realización de desembolsos”. A fin de 2018, se observa que hay USD6.332 millones de deuda indirecta otorgada sobre la cual el Poder Ejecutivo no tiene conocimiento sobre la realización de desembolsos (equivalente al 32% del monto máximo contractual otorgado).

Las operaciones que se informan aquí no incluyen la deuda de organismos descentralizados ni tampoco las Letras en garantía del FODER. Hasta 2014 se incluyó el stock de BOGAR 2018 y 2020.

Por otra parte, existen numerosos casos en que la información presentada en este cuadro no coincide con el otorgamiento de avales informado en el Análisis del Articulado de las respectivas Cuentas de Inversión. Como ejemplos, se pueden mencionar los datos correspondientes a dos avales otorgados al Banco Hipotecario en su carácter de fiduciario del ProCreAr: el aval 4/2013 (monto otorgado de \$15.000 millones de acuerdo al cuadro del mensaje de elevación, pero no informado en la Cuenta de Inversión 2013) y el aval 2/2016 (monto otorgado de \$7.000 millones de acuerdo al cuadro vs. \$15.000 millones de acuerdo a la Cuenta de Inversión 2016).

Las diferencias de criterio adoptadas en cada caso (o incluso, para una misma fuente se observan diferencias a lo largo del tiempo) resulta en diferencias significativas en la medición del stock de deuda indirecta.

CUADRO 3

COMPARACIÓN DE FUENTES DE INFORMACIÓN DE DEUDA INDIRECTA

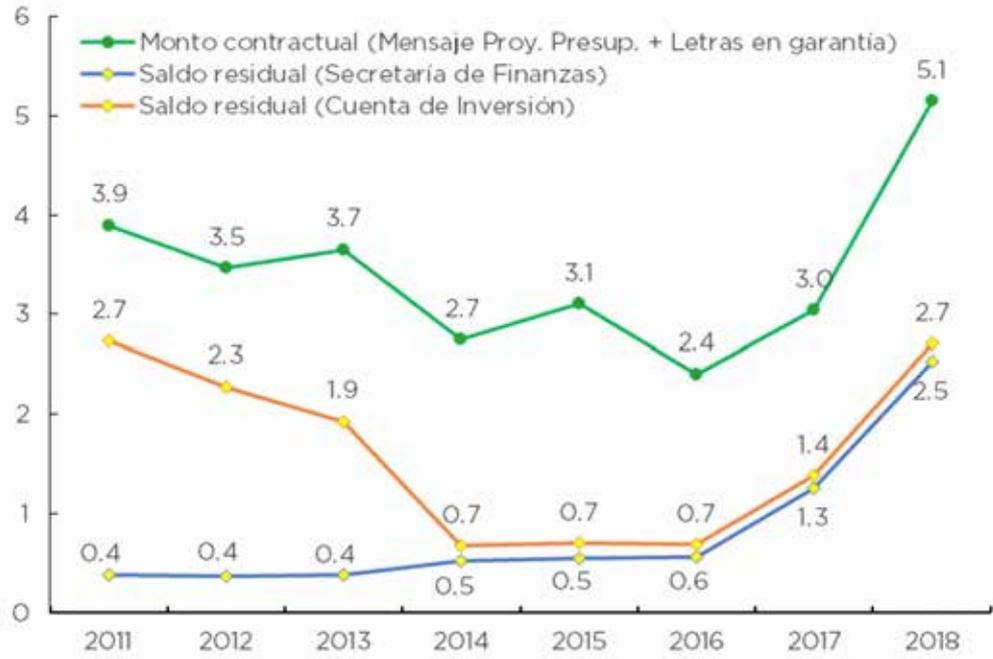
Rubros y criterios	Cuenta de Inversión	Estadísticas de Deuda Pública de la Sec. de Finanzas	Mensaje de elevación Proy. de Presupuesto
Deuda garantizada de Org. Descentralizados	Incluida como deuda indirecta	No incluida (se clasifica como deuda directa)	No incluida
BOGAR	Incluidos hasta 2013	No incluidos (se clasifican como deuda directa hasta 2013)	Incluidos hasta 2013
Avales	Incluidos	Incluidos (hasta 2013 solo se incluye al aval ANDE como deuda indirecta)	Incluidos
Letras en garantía	Incluidas	Incluidas	No incluidas
Criterio de valuación	Saldo residual	Saldo residual	Monto contractual y saldo residual

FUENTE: OPC.

GRÁFICO 11

GARANTÍAS GUBERNAMENTALES

STOCK A FIN DE PERÍODO; EN % DEL PIB



FUENTE: OPC en base a Secretaría de Finanzas, Cuenta de Inversión (2011 a 2018) y Mensajes de elevación de Proyectos de Presupuesto (2012 a 2019).

ANEXO 2. DIFERENCIAS DE REGISTRO A NIVEL REGIONAL

Así como el tratamiento estadístico de la deuda pública directa difiere entre países, la deuda indirecta es también tratada de formas diversas. Realizando una comparación con algunos países de la región (Brasil, Chile y Uruguay) se observa que, al igual que Argentina, Uruguay contabiliza la deuda garantizada dentro del stock de deuda pública.

En el caso de Brasil, la deuda garantizada se contabiliza asignándose al deudor principal (estados, municipalidades u otros entes del sector público que hayan sido garantizados), en lugar de registrarse como deuda indirecta del gobierno federal. Al consolidarse los niveles de gobierno para la contabilización de la deuda pública bruta del país, dicha deuda queda consolidada dentro del stock comunicado.

Chile difiere de los casos anteriores ya que las cifras de deuda garantizada son independientes del stock de deuda comunicado. Sin embargo, el monto es informado de manera complementaria. La metodología adoptada por Chile es consistente con el Manual de Estadísticas de Finanzas Públicas del FMI.

CUADRO 4

DEUDA GARANTIZADA EN UNA MUESTRA DE PAÍSES (2018)

	Monto (%PBI)	Incluido en el Stock de Deuda
Argentina	2,5%	SI
Brasil	3,8%	SI
Chile	1,7%	NO
Uruguay	4,6%	SI

FUENTE: Elaboración propia en base a IMF WEO, Secretaría de Finanzas (Argentina), BACEN (Brasil), Ministerio de Hacienda (Chile) y BCU (Uruguay).

En el caso de Uruguay, la mayor parte de la deuda indirecta corresponde a la garantía sobre la deuda de gobiernos locales y empresas públicas con acreedores oficiales. Se excluye de este análisis a los pasivos correspondientes a las Letras de Regulación Monetaria ya que el stock de deuda consistente para la comparación internacional (IMF WEO) considera sólo la deuda del Sector Público no Monetario.

En Brasil, como consecuencia de diversas crisis en décadas pasadas, se les impusieron restricciones crediticias a los gobiernos subnacionales. Principalmente, están inhabilitados para acceder a los mercados de deuda internacionales, por lo cual deben financiarse principalmente con

el sector bancario y mediante organismos oficiales de crédito. Para esto, el gobierno federal asigna calificaciones a los gobiernos subnacionales dependiendo de la fortaleza en sus cuentas públicas, mediante las cuales les asigna garantías, sujetas al cumplimiento de la Ley de Responsabilidad Fiscal. Los Estados explican la mayor parte de las garantías otorgadas, contabilizando 77% del stock de deuda garantizada.

En cuanto a Chile, la deuda garantizada se explica por dos fuentes principales. Por un lado, se encuentran las empresas públicas cuyos activos financieros no son suficientes para garantizar su endeudamiento y por el otro la garantía para el financiamiento de la Educación Superior. Debe destacarse que, en el caso chileno, el 100% de la deuda emitida con garantía corresponde a deuda interna.

BIBLIOGRAFÍA

- Auditoría General de la Nación. (2018). *Informe de Auditoría Financiera y del Control del Cumplimiento Gubernamental de la Cuenta de Inversión 2016*. Departamento de Control de Operaciones de Crédito Público y Sustentabilidad.
- Cebotari, A. (2008). *Contingent Liabilities: Issues and Practice*. International Monetary Fund, Fiscal Affairs Department.
- Contaduría General de la Nación. (s.f.). *Cuenta de Inversión (2010 al 2018)*.
- Dirección de Presupuestos, Ministerio de Hacienda de Chile. (2018). *Informe de Pasivos Contingentes 2018*.
- International Accounting Standards Board (IASB). (2002). *Provisions, Contingent Liabilities and Contingent Assets (IPSAS 19)*.
- International Monetary Fund. (2005). *Government Guarantees and Fiscal Risk*. Fiscal Affairs Department.
- International Monetary Fund. (2013). *Public Sector Debt Statistics : Guide for Compilers and Users*.
- International Monetary Fund. (2014). *Government Finance Statistics Manual*.
- International Monetary Fund. (2019). *Fiscal Transparency Code*.
- INTOSAI. (2003). *Contingencias Fiscales: Implicaciones en la Administración de la Deuda Pública y el Papel de las EFS*. Comité de Deuda Pública.
- Irwin, T. (2012). *Accounting Devices and Fiscal Illusions*. International Monetary Fund.
- Organization for Economic Co-operation and Development (OECD). (2013). *Budgeting for Contingent Liabilities*. OECD Discussion Paper.
- Organization for Economic Co-operation and Development (OECD). (2017). *The Role of Public Debt Managers in Contingent Liability Management*. OECD Working Paper on Sovereign Borrowing and Public Debt Management.
- Poder Ejecutivo Nacional. (s.f.). *Mensaje de Elevación del Proyecto de Ley de Presupuesto (2010 al 2020)*.
- Polackova, H. (1989). *Contingent Government Liabilities: A hidden risk for fiscal stability*. Policy Research Working Paper, World Bank.

Saxena, S. (2017). *How to Strengthen the Management of Government Guarantees*. How to Notes, International Monetary Fund, Fiscal Affairs Department, Washington DC.

OPC

ANÁLISIS DE LA
DEUDA PÚBLICA
INDIRECTA

Secretaria do Tesouro Nacional, Ministério da Fazenda (Brasil). (2018). *Guaranteed Debt Report Sep-Dec 2018*.

Tesorería General de la Nación, Ministerio de Hacienda. (2017). *Sistema de Tesorería*.

P. 40



OPC

OFICINA DE PRESUPUESTO
DEL CONGRESO

HIPÓLITO YRIGOYEN 1628, PISO 10 (C1089AAF) CABA, ARGENTINA.
T. 5411 4381 0682 / CONTACTO@OPC.GOB.AR

www.opc.gob.ar