



IERAL

Fundación
Mediterránea

Revista Novedades Económicas

BROKERS / ACPA

Año 43 - Edición N° 1047 – 15 de Enero de 2021

Deudas de provincias: ¿conviene una postura unificada y dura frente a los acreedores?

Marcelo Capello

mcapello@ieral.org

Edición y compaginación
Karina Lignola y Fernando Bartolacci



IERAL Córdoba
(0351) 473-6326
ieralcordoba@ieral.org

IERAL Buenos Aires
(011) 4393-0375
info@ieral.org

Fundación Mediterránea
(0351) 463-0000
info@fundmediterranea.org.ar

Deudas de provincias: ¿conviene una postura unificada y dura frente a los acreedores?

Marcelo Capello

Según declaraciones recientes, el ministro Guzmán dio muestras de preferir que la negociación por la reestructuración de las deudas provinciales se realice en coordinación con el gobierno nacional, y que las propuestas de los gobiernos provinciales involucrados resulten similares o se hallen en línea con el arreglo alcanzado por el gobierno nacional meses atrás. No obstante, algunas provincias decidieron no reestructurar sus deudas o avanzaron individualmente con sus negociaciones, e inclusive cerraron trato o están en vías de hacerlo, en ocasiones con quitas a valor presente mucho más bajas que lo ocurrido a nivel nacional.

Esta discusión no es nueva en la literatura de las finanzas públicas, respecto a cuál es la mejor forma de coordinar el endeudamiento entre un gobierno nacional y los gobiernos subnacionales. Por un lado, se plantea la necesidad de un control estricto del endeudamiento de los gobiernos locales, por parte del poder central, dado que, si alguna provincia no puede cumplir con sus obligaciones, afecta negativamente el crédito del resto de las jurisdicciones, e inclusive el crédito para el gobierno nacional.

En la otra visión, se plantea que se debe dar libertad a los gobiernos locales para que decidan sus políticas de endeudamiento, aunque sin garantías ni salvatajes de ningún tipo desde el gobierno nacional, de modo que si una jurisdicción local no puede cumplir con sus obligaciones caerá en default, y a futuro será "castigada" por el mercado financiero, pues le resultará más caro obtener financiamiento, o directamente no lo conseguirá. Esto es, cada jurisdicción tendrá crédito en función de sus antecedentes en materia fiscal y financiera, y en función de las expectativas que genere hacia el futuro.

Según este segundo enfoque, sería injusto e ineficiente que todas las provincias planteen pautas de negociación similares a sus acreedores, pues diferentes han sido sus evoluciones financieras en el pasado, y sus perspectivas a futuro. En especial, debe tenerse en cuenta el stock de deuda y la capacidad para afrontarla. En el corto plazo, la capacidad para afrontarla está dada, en gran medida, por el ahorro corriente que presenta una jurisdicción, que resulta de la diferencia entre sus ingresos y erogaciones corrientes (operativas).

Así, una provincia que presenta resultado corriente positivo, con dicho ahorro puede realizar inversiones y/o pagar sus servicios de deuda. Si su resultado corriente es negativo, no sólo que no tendrá recursos genuinos para invertir o pagar deudas, sino

que deberá endeudarse para pagar gastos corrientes, una situación que se volverá rápidamente insostenible. Si bien una provincia con resultado corriente negativo podría cambiar esa situación a futuro, se trata de un proceso complejo, dadas ciertas inercias e inflexibilidades que existen a nivel fiscal.

Ahorro corriente de las provincias argentinas que emitieron títulos en mercados internacionales. Período 2016 – 2019 (promedio anual, millones de dólares)

Provincia	APNF
CABA	1119,3
Buenos Aires	166,7
Córdoba	855,9
Chacho	-43,9
Chubut	2,9
Entre Ríos	-76,8
Jujuy	-84,0
La Rioja	-35,0
Mendoza	81,3
Neuquén	-10,6
Río Negro	-57,7
Salta	1,2
Santa Fe	546,0
Tierra del Fuego	19,3

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a datos de DNAP.

La propuesta de reestructuración que realiza una provincia a sus acreedores, debe estar ligada a su capacidad de pago, que como se dijo está muy relacionada al stock de deuda inicial y a su capacidad de generar ahorro corriente. En este sentido, existen jurisdicciones cuyo stock de deuda en títulos no supera al ahorro corriente de un año (promedio 2016 – 2019), como es el caso de CABA y Santa Fe, que por ende decidieron no reestructurar sus obligaciones. Córdoba, con una relación de 2,2 entre deuda y ahorro corriente anual, ha llevado a cabo una negociación en la cual llegó a un acuerdo con los acreedores con una quita a valor presente relativamente baja, de cerca del 15%. Mendoza, con una relación entre deuda y ahorro corriente de 7,2, ya había llegado a un acuerdo con sus acreedores unos meses atrás, en otro contexto.

Por supuesto, la negociación para la provincia de Buenos Aires resulta más complicada, pues su deuda resulta casi 50 veces el ahorro corriente que exhibió en promedio en los últimos 4 años. Claro que en 2020 la distribución de los recursos fiscales nacionales

giró claramente en su favor, y eso podría ayudarla a mejorar sus cuentas fiscales a futuro. De la misma manera, se debe reconocer la dificultad que tuvo dicha provincia para exhibir mejores números fiscales en años anteriores, cuando estuvo vigente el techo al Fondo del Conurbano, en que el mínimo de coparticipación a esa jurisdicción se verificó entre 2014 y 2016.

En el caso de las provincias que han mostrado déficit corriente en los últimos años (como el sector público nacional, con desequilibrio corriente desde 2014), o superávit muy exiguo, está claro que cualquier reestructuración viable requerirá mejorar sus números fiscales, generando superávit corriente, además de lograr una quita más importante sobre sus obligaciones. Cuando se trata de las provincias patagónicas, tienen la ventaja de poder ofrecer los recursos que obtienen por su producción hidrocarburífera como garantía para los nuevos bonos, y por ende obtener mejores condiciones que lo que amerita la actual situación fiscal.

Claro que se necesitan ciertos lineamientos y restricciones para el endeudamiento público, reglas fiscales para los 3 niveles de gobierno, con mecanismos que aseguren su cumplimiento. Por ejemplo, prohibiendo la emisión de bonos tipo bullet por parte del sector público (todo el capital de la deuda vence el último período), por cuanto generan malos incentivos de economía política, y dado que, si en el año de pago del capital no existe acceso al financiamiento, pone en riesgo el cumplimiento de las obligaciones, aun en presencia de elevado superávit corriente en ese período. Por supuesto, ayudaría mucho la existencia de fondos de ahorro (anticíclicos), para afrontar los períodos recesivos de la economía y/o con escaso o nulo acceso al financiamiento, en un país muy volátil como Argentina. Pero ni el gobierno nacional ni los provinciales cuentan con tales fondos.

También se ha mencionado que una de las razones por las cuales desde el gobierno nacional desean coordinar la renegociación de las deudas provinciales, y lograr mayores quitas y plazos, tiene que ver con la necesidad de resguardar los dólares del BCRA, dado que las deudas a reestructurar se hallan expresadas en moneda extranjera. En tal sentido, el problema debería contextualizarse, e introducir en la discusión las condiciones por las cuales un país genera divisas, y cómo éstas quedan en manos del Banco Central. Desde hace varias décadas Argentina ha tenido problemas con la disponibilidad de divisas en el BCRA ya sea por aplicar políticas con sesgo antiexportador, como por las restricciones impuestas por dicho BCRA, como el actual cepo cambiario, que generan incentivos que ahuyentan las divisas del ente monetario.

Ligado a ello, las provincias más productivas y exportadoras deberían preocuparse e interesarse por esta situación, realizando acuerdos para no avalar políticas con sesgo

antiexportador, que suelen terminar en crisis económicas con consecuencias negativas para todas las jurisdicciones y habitantes del país, con estancamiento económico a largo plazo y variables sociales cada vez más preocupantes.

Deuda provincial: Cese de pagos en 2020 de las provincias que están renegociando
(En millones de dólares - pagos sin reestructuración)

Provincia	Servicios 2020	No performing o Default	%
Buenos Aires	1447,0	1031,0	71,2
Chaco	23,4	11,7	50,0
Entre Ríos	43,8	21,9	50,0
La Rioja	29,3	14,6	50,0
Río Negro	23,3	-	0,0
Córdoba	160,9	-	0,0
*Chubut	89,6	-	0,0
Jujuy	18,1	-	0,0
Mendoza	49,4	-	0,0
Neuquén	88,5	-	0,0
Salta	69,2	-	0,0
Tierra del Fuego	35,9	-	0,0
Total	2078,4	1079,2	51,9

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a datos de la Bolsa de Valores de Buenos Aires.

Nota: Las provincias que aparecen en **color rojo**, ya reestructuraron su deuda.

*Chubut: logró reestructurar un bono, el otro está en negociación.

Deuda provincial: Situación de cada provincia
(En millones de dólares)

Provincia	Pagos en Default de 2020	No pagó pero renegoció	Acuerdo Reestructuración
Buenos Aires	1031,0	-	No
Chaco	11,7	-	No
Entre Ríos	21,9	-	No
La Rioja	14,6	-	No
Neuquen	-	-	Sí
Córdoba	-	25,8	Sí
Mendoza	-	49,4	Sí
Río Negro	-	23,3	Sí
Salta	-	-	No
Tierra del Fuego	-	-	No
*Chubut	-	-	Sí
Jujuy	-	-	No

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a datos de la Bolsa de Valores de Buenos Aires.

*Chubut: logró reestructurar un bono, el otro está en negociación.