

10 de Octubre de 2014

Provincia de Buenos Aires: números fiscales y rendimientos

El *Resumen Económico* de esta semana lo dedicaremos a los bonos en dólares emitidos por la provincia de Buenos Aires. Como cualquier otro instrumento de deuda, lo más relevante en el análisis es la capacidad de pago del emisor.

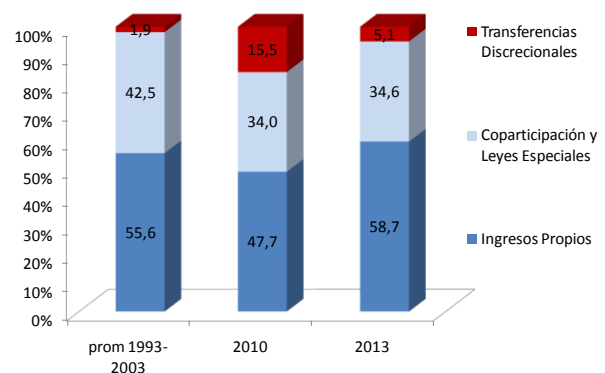
La provincia de Buenos Aires concentra casi el 40% de la población nacional, más del 30% del producto bruto y aproximadamente el 31% de las exportaciones. Sin embargo, sólo recibe el 19% de las transferencias automáticas por parte del Gobierno Nacional, incluso menos de lo que le correspondería según el coeficiente de coparticipación (21,2%)¹. Antes de abarcar los últimos números fiscales y de deuda, repasemos brevemente la evolución de los últimos años.

Historia reciente

Las provincias financian sus gastos principalmente a través de cuatro fuentes. La primera son las transferencias automáticas que se desprenden del sistema de coparticipación federal de impuestos y otras leyes especiales. La segunda son las transferencias no automáticas, discrecionales en base a los criterios adoptados por el Gobierno Nacional. La tercera consiste en la recaudación tributaria propia, principalmente ingresos brutos, seguido por inmobiliario, sellos y automotor. Por último se pueden endeudar, ya sea con el Gobierno Nacional o el sector privado.

Durante la última década los ingresos de la provincia de Buenos Aires fueron cambiantes. Sin embargo, se observa una tendencia caracterizada por una disminución

en los ingresos provenientes de transferencias automáticas compensados por un incremento en los ingresos tributarios. Dicho de otra forma, aumentó la presión tributaria, pasando desde niveles del 4% del producto bruto geográfico² en el 2001 al 6% en 2012. Una parte menor fue balanceada por las mayores transferencias discrecionales, aunque estas han perdido peso el último tiempo. Actualmente, Buenos Aires se financia en casi un 59% con recursos propios, un 35% con transferencias automáticas y un 5% con discrecionales. Para tener una dimensión, entre el 1993 y 2003 los ingresos por coparticipación representaban el 42,3% de los ingresos totales. En el gráfico a continuación, se observa el aumento de los ingresos tributarios en detrimento de los coparticipables.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Contaduría de la Provincia de Buenos Aires.

La desfavorable distribución federal para Buenos Aires tiene larga data. La vieja ley de coparticipación le asignaba un 27,8% de la torta a repartir. A partir de 1989 (Ley 23.548), el coeficiente se recortó al 21,2%. Para compensar esta merma en los ingresos frente a las crecientes necesidades de caja, en 1992 se creó el Fondo del Conurbano Bonaerense, compuesto por el 10% de la recaudación del impuesto a las ganancias y transferido en forma automática. Sin embargo, a partir de 1995 se impuso un tope

¹“Finanzas Públicas de la Provincia de Buenos Aires en la última década”; IERAL; Edición N° 24; Julio de 2014.

² Producto bruto de la provincia, último dato disponible al 2012.

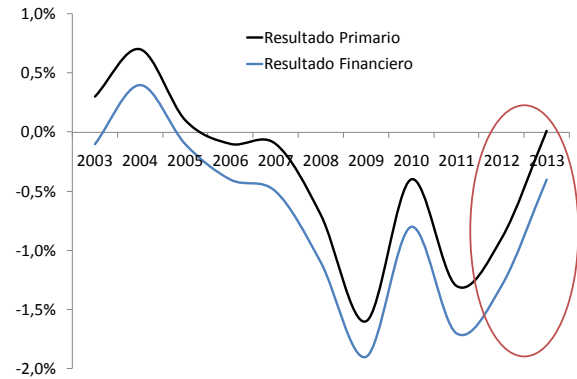
de \$650 millones para el Fondo, repartiendo el excedente entre las restantes provincias. Debido al techo nominal y a una recaudación creciente (producto del aumento de la actividad pero por sobre todo del nivel de precios), el Fondo del Conurbano Bonaerense fue perdiendo peso. Con lo cual, una medida que tenía como objetivo corregir las asimetrías, terminó perjudicando aún más a la provincia de Buenos Aires ya que su participación efectiva disminuyó.

Mayor prudencia fiscal

Durante el 2013 los ingresos crecieron por encima de los gastos, lo que le permitió a la provincia mostrar nuevamente superávit primario después de 8 años. Los ingresos corrientes alcanzaron los \$150.052 millones (+34,7% interanual), mientras que los gastos fueron \$146.712 millones (+25,8% interanual), con lo cual superávit primario fue de \$3.340 millones. Por otra parte, los intereses pagados en el periodo fueron \$4.369 millones, cerrando el año con un déficit financiero de \$1.029, también el menor en términos del producto desde el 2005. Junto con Córdoba, fueron las dos provincias grandes con mayor prudencia fiscal.

Los mejores resultados se explicaron básicamente por dos cuestiones. En primer lugar, sobresale el moderado aumento del gasto en personal, principal componente de las erogaciones, con un 23,5% interanual, bien por debajo de la inflación. El segundo factor explicativo es el aumento de los ingresos tributarios, la recaudación por ingresos brutos superó los \$49.600 millones, mostrando nada menos que un incremento del 49%. En la primera mitad del 2014, los ingresos totales vienen creciendo más de 10 puntos porcentuales por encima de los gastos. El resultado es más que llamativo, sin embargo, parte importante se explicó por un incremento de las transferencias discrecionales del Gobierno. Para delante, la

contracción de la actividad económica será un fuerte obstáculo para mantener los buenos números fiscales. Por otro lado, el Gobierno provincial lanzó moratorias con el objetivo de contrarrestar el efecto de la recesión.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Contaduría de la Provincia de Buenos Aires.

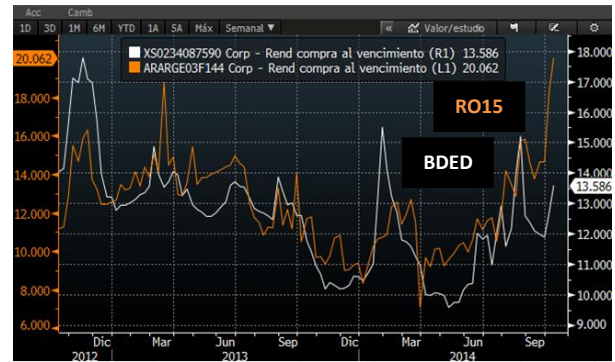
El endeudamiento

La provincia muestra buenos ratios de endeudamiento. Además del mencionado superávit primario, el ratio deuda sobre producto bruto geográfico se ubica por debajo del 8%. El nivel de deuda tocó casi el 25% del producto a la salida de la convertibilidad y, a partir de entonces, presenta una clara dinámica descendente. Del total (\$85.931 millones), el 60,8% es deuda emitida en moneda extranjera. La mayor parte de esta deuda, sacando aproximadamente U\$900 millones de préstamos con organismos internacionales, son emisiones de títulos. De continuar esta política fiscal, en 2015 podría cubrir sin problemas los vencimientos en moneda local. Con respecto a las obligaciones en moneda extranjera, la provincia debería refinanciar cerca de U\$1.600 millones para no depender del BCRA.

Precios y rendimientos

A pesar de los buenos números fiscales y los reducidos ratios de endeudamiento, los rendimientos de los títulos en dólares son

altísimos. La provincia además del riesgo propio absorbe el riesgo país. En el mismo sentido, la curva de rendimientos esta invertida, de lo que se desprende que el mercado le esta asignando un alto riesgo de default. Las tasas son muy similares a los títulos soberanos, para plazos más largos los bonos provinciales pagan levemente por encima de los nacionales. Para el corto plazo, los rendimientos son similares, de hecho esta mañana el BDED tiene una TIR mayor al AA17 pero menor a la del RO15, coherente con una *duration* también intermedia.

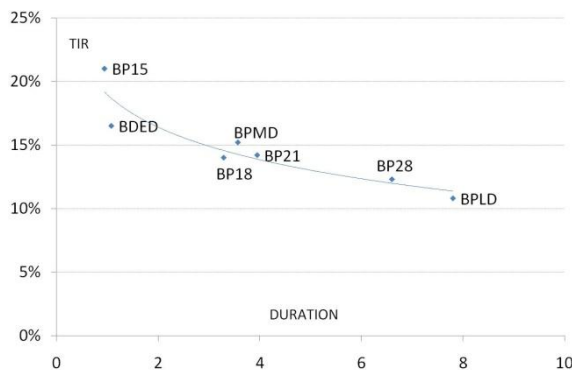


Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bloomberg.

Juan Battaglia
Economista Jefe

En resumen, los mejores números de la provincia no se reflejan en los rendimientos. En otra coyuntura, sería difícil explicar como una provincia con superávit fiscal y deuda en relación al producto menor al 9% pague tasas exorbitantes, más cuando las chances presidenciales del Gobernador se verían drásticamente disminuidas ante un eventual incumplimiento.

Al final del día el que manda, pone la plata y los precios es el mercado, quien castiga a la provincia por el elevado riesgo país y el default.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bloomberg.