

EL FINANCIAMIENTO DE LOS GOBIERNOS SUB-NACIONALES

Por Adrián Cosentino, Matías Isasa y Guillermo Hang

ÍNDICE

RESUMEN EJECUTIVO	4
INTRODUCCIÓN	6
CAPÍTULO I: BREVE REPASO HISTÓRICO Y CONCEPTOS TEÓRICOS GENERALES	8
1.1 ALGUNOS HITOS DEL FINANCIAMIENTO SOBERANO EN AMÉRICA LATINA PREVIOS A 1980.....	8
1.2 LA CRISIS DE DEUDA LATINOAMERICANA Y SUS EFECTOS SOBRE LA PROFUNDIDAD DE LOS MERCADOS DE DEUDA SOBERANA.....	9
1.3 EVOLUCIÓN DEL FINANCIAMIENTO SUBNACIONAL EN EL CONTEXTO GLOBAL	12
1.4 DETERMINANTES DEL RIESGO SOBERANO Y SUB-SOBERANO.....	14
1.4.1 <i>Riesgo moral, selección adversa y restricciones de presupuestos “duras” o “blandas”</i>	14
1.4.2 <i>Las agencias calificadoras y los determinantes de las calificaciones soberanas y subsoberanas</i>	16
1.5 REGLAS DE COORDINACIÓN Y CONTROL FISCAL: DISCIPLINA DE MERCADO, REGLAS FISCALES Y OTROS ARREGLOS INSTITUCIONALES	20
1.5.1 <i>Medidas ex ante: Alternativas de control del gobierno central sobre los gobiernos subnacionales</i>	20
1.5.2 <i>Medidas ex post</i>	23
1.5.3 <i>Vínculos entre los gobiernos centrales y los gobiernos subnacionales a través del financiamiento</i>	24
1.5.4 <i>Evolución reciente de los mercados de deuda subnacional, con énfasis en América Latina</i>	26
1.6 LA SUSTENTABILIDAD DE LA DEUDA PÚBLICA	30
1.6.1 <i>Análisis de sustentabilidad a nivel subnacional</i>	35
1.6.2 <i>Una definición alternativa de sustentabilidad fiscal subnacional</i>	36
1.6.3 <i>La visión sistémica de sustentabilidad subnacional en la práctica</i>	40
CAPÍTULO II: LA DEUDA PÚBLICA PROVINCIAL Y MUNICIPAL EN ARGENTINA	44
2.1 EVOLUCIÓN DE LAS NECESIDADES DE FINANCIAMIENTO Y DE LA DEUDA SUB-SOBERANA ARGENTINA EN LAS ÚLTIMAS DÉCADAS.....	44
2.1.1 <i>Evolución de la deuda provincial argentina 1996-2016</i>	48
2.2 MECANISMOS DE ASISTENCIA DEL GOBIERNO NACIONAL: EL FONDO FIDUCIARIO DE DESARROLLO PROVINCIAL (FFDP) Y EL FONDO FIDUCIARIO FEDERAL DE INFRAESTRUCTURA REGIONAL (FFFIR).....	52
2.3 EL RÉGIMEN FEDERAL DE RESPONSABILIDAD FISCAL	55
2.4 EL NUEVO RÉGIMEN DE RESPONSABILIDAD FISCAL Y BUENAS PRÁCTICAS DE GOBIERNO (LEY N° 27.428)	58
2.5 SISTEMAS DE ADMINISTRACIÓN DE DEUDA PÚBLICA SUBNACIONAL	59
2.5.1 <i>El Programa SIGADE</i>	61
2.5.2 <i>Organización de una oficina de deuda pública provincial</i>	62
2.6 ARREGLOS INSTITUCIONALES EN LA ARGENTINA: FUNCIONAMIENTO DEL SISTEMA DE CRÉDITO PÚBLICO DE LA PROVINCIA DE BUENOS AIRES	64
2.6.1 <i>El Sistema de Gestión y Administración de la Deuda</i>	66
2.6.2 <i>Clasificaciones por tipo de deuda</i>	68
CAPÍTULO III: VISIÓN PROSPECTIVA Y AGENDA DE POLÍTICA	70
3.1 HACIA UNA ADMINISTRACIÓN SUSTENTABLE DE DEUDAS SUBNACIONALES	71

3.2	LOS PRINCIPIOS SOBRE PROMOCIÓN DE OTORGAMIENTO Y TOMA RESPONSABLE DE PRÉSTAMOS SOBERANOS DE LA UNCTAD	71
3.3	PROSPECTIVA DE MEJORA EN LA ADMINISTRACIÓN SUSTENTABLE DE PASIVOS SUBNACIONALES.....	73
3.3.1	<i>Pautas para una correcta administración de deuda sub-soberana:</i>	74
3.3.2	<i>Tratamiento de pasivos contingentes</i>	88
3.4	ESTRATEGIAS DE FINANCIAMIENTO BAJO PRINCIPIOS DE SUSTENTABILIDAD Y MANEJO EFICIENTE DE RIESGOS.	95
3.4.1	<i>Estrategias de manejo de pasivos</i>	95
3.4.2	<i>Instrumentos de administración de la deuda flotante</i>	96
3.4.3	<i>Bonos Provinciales</i>	99
3.4.4	<i>Otros instrumentos de financiamiento a través del mercado de capitales:</i>	101
3.4.5	<i>El Régimen de Participación Público Privada. Su potencialidad para los gobiernos provinciales.</i>	106
3.4.6	<i>Optimización de fuentes oficiales (multilateral y bilateral)</i>	115
3.4.7	<i>Financiamiento para proyectos municipales</i>	117
3.4.8	<i>Iniciativas para repotenciar el FFFIR como fuente de financiamiento provincial y municipal</i> 119	
3.4.9	<i>Uso eficiente de avales y garantías</i>	121
	CONCLUSIONES	123
	BIBLIOGRAFÍA	125

Resumen Ejecutivo

En las últimas décadas se verifica una tendencia a la descentralización política, fenómeno que ha otorgado un creciente poder a los gobiernos subnacionales a la hora de definir la composición del gasto público y los medios para su financiamiento. Algunas ventajas de la descentralización residen en un mejor conocimiento de la situación local y el mayor interés en defender las preferencias de la ciudadanía por parte de quienes deben tomar decisiones. Como contrapartida, la mayor descentralización probablemente dificulte la coordinación entre los diferentes niveles gubernamentales, por lo que se deben determinar los correctos mecanismos para alinear incentivos y facilitar la consolidación de políticas financieras bajo una correcta integración de criterios de eficiencia y sustentabilidad.

El documento está dividido en tres capítulos. En el primero planteamos un repaso histórico del financiamiento subsoberano en la región y en nuestro país. Se describen algunas particularidades propias del financiamiento subnacional como los problemas de riesgo moral y selección adversa. En esa línea, se repasan las diferentes alternativas diseñadas con el objeto de minimizar este tipo de problemas, como las reglas de coordinación y control fiscal. Este capítulo incluye también un análisis de la situación actual de la deuda subsoberana, enfocándonos en el espacio regional. Finalmente, introducimos conceptos básicos de sustentabilidad de deuda, enfocándonos en el análisis de la deuda subnacional.

En el segundo capítulo el abordaje se centra particularmente en nuestro país. El capítulo incluye en primer término un análisis histórico de evolución de la deuda pública provincial desde la década del '80, período en que comienzan a sentirse los efectos de la creciente globalización financiera y las derivaciones asociadas a una mayor complejidad en la administración de pasivos. También se repasa la necesidad de financiamiento de los municipios desde la década de 1990. El capítulo incluye asimismo una descripción de los mecanismos de coordinación y monitoreo que se implementaron en el país a partir de la sanción de la Ley de Responsabilidad Fiscal, en lo que refiere a la deuda pública provincial.

Por último, en el capítulo tercero proponemos una visión prospectiva referida a prácticas responsables de administración de deuda pública subnacional. Allí se sugieren líneas de trabajo destinadas a las jurisdicciones provinciales con el objeto de fortalecer sus criterios de política financiera, instalar nociones modernas para la formulación de sus estrategias de financiamiento, mejorar sus sistemas de administración de pasivos y optimizar las fuentes de recursos, bajo principios de eficiencia y sustentabilidad. En tal sentido, se presenta una serie de pautas de gestión que van desde propuestas acordes a jurisdicciones que no han avanzado en estructurar sistemas modernos de

administración financiera, hasta diferentes iniciativas novedosas y de mayor sofisticación para aquellas que sí lo han hecho.

Introducción

El endeudamiento subnacional es un concepto amplio, dentro del cual caben incluirse las deudas estatales o provinciales, locales o municipales y de las agencias o empresas dependientes de estos niveles de gobierno. Tal como lo resumen Canuto y Liu (2013), las mismas han crecido en relevancia en los últimos años; básicamente por tres razones: (a) la descentralización observada en varios países sobre todo durante la década de los '90, supuso la transferencia de responsabilidades en el gasto público, la atribución para recaudar ingresos propios y para tomar financiamiento, en particular, a través del mercado de capitales; (b) el fenómeno de rápida urbanización en países en desarrollo, que requiere financiamiento de infraestructura en gran escala que suele hacerse a través del endeudamiento, más que con recursos corrientes; y (c) la ocurrencia de una notable transformación del mercado de deuda subnacional en países en vías de desarrollo, con un fuerte desarrollo de financiadores privados dispuestos a tomar deuda sub-soberana que compiten con el tradicional financiamiento bancario.

Los países de la OCDE tenían al año 2014 una deuda bruta subnacional del 24% del PBI y el 20% del total de la deuda pública. Según Palomba y otros (2014), de una muestra de doce países federales la deuda de los gobiernos subnacionales, durante el período 2000-2011, representó en promedio el 18% del PBI de esos países, y alcanzó aproximadamente un tercio de la deuda de los gobiernos centrales. Sin embargo, estos niveles crecen sustancialmente para países con altos grados de descentralización como Estados Unidos, Canadá y Suiza. Ello es así, aun considerando períodos como la crisis de 2008 que supuso, para los gobiernos centrales, la necesidad de incrementar sustancialmente sus niveles de deuda para estabilizar sus economías y, como contracara, la reducción al acceso de mercado que sufrieron, sobre todo en países emergentes, los gobiernos subnacionales como consecuencia de dicha crisis.

El acceso al endeudamiento por parte de nuevos agentes supone algún grado adicional de riesgo de insolvencia. Ese riesgo de insolvencia, cuando se percibe como probable, puede generar efectos no deseados que excedan al gobierno subnacional emisor, afectando al gobierno central, a otros gobiernos subnacionales, al sistema bancario y a la macroeconomía del país, dependiendo, claro está, de la relevancia de esa crisis.

Las crisis de deuda subnacional han existido en el pasado. En nuestro país, por ejemplo, junto con el default de la deuda nacional a fines de 2001, cayeron también en situación de impago las provincias de Buenos Aires y Mendoza. Asimismo, ante la crisis del tequila, muchos estados mexicanos sufrieron también situaciones de *distress* en su deuda.

Generalmente como resultado de estas crisis, los países reaccionan estableciendo marcos normativos e institucionales que permitan evitar tales situaciones, así como los

efectos negativos que típicamente las acompañan: rescates y asistencias de los gobiernos centrales, reestructuraciones de deuda con el mercado, fuertes ajustes fiscales, entre otros. Estos marcos regulatorios del financiamiento subsoberano suelen incorporar reglas fiscales y límites cuantitativos al endeudamiento (medidas ex ante); así como, sanciones y acciones correctivas (medidas ex post). Asimismo, en algunos países se instituyen mecanismos de resolución de situaciones de insolvencia subnacional para encuadrar los procesos de reestructuración de estas deudas. El caso más relevante es el llamado “*Chapter 9*”, de la Ley de Quiebras de los Estados Unidos, que contempla un procedimiento para el encuadramiento de deudas municipales.

La premisa de este documento es brindar un marco conceptual homogéneo y completo de las particularidades que supone el endeudamiento subsoberano, tema que claramente no ha recibido la misma atención que el endeudamiento de los gobiernos centrales. A su vez, es también nuestra intención generar herramientas de análisis que puedan resultar de utilidad para las provincias y municipios argentinos, a la hora de analizar y desarrollar una estrategia de financiamiento eficiente y responsable. Dicha estrategia deberá tener en consideración los ingresos reales de la jurisdicción, así como su evolución inter-temporal y deberá permitir explotar de la mejor manera las diferentes herramientas que actualmente están disponibles y aquellas nuevas formas de acceder al financiamiento que se han ido desarrollando en los últimos años; sobre todo, en vistas a cubrir una brecha de infraestructura local muy relevante que necesariamente requerirá pensar en soluciones creativas.

Capítulo I: breve repaso histórico y conceptos teóricos generales

Este primer capítulo abarca aspectos históricos y teóricos para encuadrar debidamente el análisis de las deudas subsoberanas, enfocándonos sobre todo en la región latinoamericana.

En primer término, haremos un repaso histórico del financiamiento a gobiernos provinciales o locales en la región desde la década del '80 que es estimativamente el momento en que se empiezan a observar los efectos de la globalización en el desarrollo del endeudamiento subnacional. Luego se plantearán los principales desarrollos teóricos que la doctrina plantea en torno a la relación de los gobiernos subnacionales y la vinculación de éstos con el gobierno central. En ese marco se explicarán los problemas de riesgo moral y selección adversa que surgen a partir del ejercicio de los gobiernos subnacionales de su potestad de endeudarse y las reglas de coordinación que permiten a los gobiernos centrales ejercer diferentes niveles de control y monitoreo de la deuda subsoberana. En última instancia abarcaremos un análisis de sustentabilidad de la deuda subnacional, partiendo de los condicionantes propios de estos gobiernos y de las limitadas herramientas macroeconómicas que poseen.

1.1 Algunos hitos del financiamiento soberano en América Latina previos a 1980

El origen de la política de financiamiento soberano de América Latina data de los inicios del siglo XIX, vinculado al proceso de independencia de los países de la región. Londres comenzaba a desplazar a Ámsterdam como centro financiero mundial y se dispuso a prestar fondos cuyo destino principal era el pago de material bélico y proyectos de infraestructura.

Este tipo de operatoria tuvo elevados grados de riesgo y componentes especulativos que se hicieron evidentes luego de una década, cuando la situación generalizada de los préstamos era de “*default*”.¹ Este antecedente tuvo cierto peso para explicar la baja afluencia de capitales a la región durante más de un siglo, incluso durante décadas de fuerte expansión capitalista (1850-1870).

¹ Resulta pertinente mostrar que la relación positiva riesgo-retorno ha estado presente en este tipo de transacciones financieras desde hace al menos dos siglos. David Ricardo ya hacía referencia a ello en el capítulo 7 de su célebre libro “Principios de Economía Política y Tributación” (1817), donde hacía notar la inclinación natural de los hombres de negocios a percibir una menor retribución por su capital en su país de origen que arriesgar el mismo con un “gobierno extraño y leyes nuevas”.

Luego de la Segunda Guerra Mundial, el capitalismo vivió una etapa “de oro” bajo el sistema emergido del acuerdo de Bretton Woods. La región obtuvo financiamiento externo, con fines típicamente productivos, proveniente de empresas multinacionales, de los gobiernos de algunos países desarrollados y de los nuevos organismos multilaterales surgidos de dicho acuerdo. Contrariamente, los grandes bancos y los inversores privados privilegiaron las necesidades de las economías en reconstrucción, en parte debido al desacuerdo con políticas de corte nacionalista de los gobiernos latinoamericanos.

Durante los años ´70, se produce un giro a partir de la crisis del petróleo: la mayor liquidez internacional (producto del aumento del precio del petróleo y el mayor ahorro externo de los países productores) permite el surgimiento de innovaciones financieras, en el marco de la desregulación del sistema monetario. El FMI modificó su visión previa e incluso su razón de ser bajo la vigencia de Bretton Woods: impulsó una mayor desregulación de los mercados, con el argumento de que esto era necesario para brindar mayor profundidad financiera y eficiencia al sistema.

De esta forma, el financiamiento privado retorna a la región de la mano de los préstamos de grandes bancos. En un entorno de liquidez excedente, se impulsó la reducción de los requisitos y estándares crediticios y se generalizó la toma de préstamos por soberanos a tasas de interés variable. Esta característica de los nuevos créditos fue clave para la génesis de la crisis de deuda de los países latinoamericanos de la década del ´80. El disparador lo constituyó la suba de los tipos de interés por parte de la Reserva Federal de los EE.UU. en 1979, como parte de su política antiinflacionaria.

1.2 La crisis de deuda latinoamericana y sus efectos sobre la profundidad de los mercados de deuda soberana

La política contractiva de la FED se materializó en fuertes incrementos de las tasas de interés que debían afrontar los países latinoamericanos. Hacia 1982 se inicia la crisis de la deuda que marcó la “década perdida” (1980) para la región.

El “boom” de créditos otorgados durante la década previa, en conjunción con la desregulación del sistema, determinaron que la exposición de muchos de los más grandes bancos (especialmente de los EE. UU.) a la deuda latinoamericana fuera tal que los mismos corrían elevados riesgos de bancarrota si se generalizaba la cesación de pagos.

Los bancos involucrados, los gobiernos de los países centrales y el FMI, ante la evidente amenaza, actuaron conjuntamente. Se crearon comités de acreedores con representantes bancarios para renegociar las condiciones de la deuda y el FMI

implementó programas de asistencia para que se asegure la continuidad del pago de los intereses.

En la práctica, se organizaron comités de acreedores y los nuevos aportes de fondos para los países en crisis se sujetaron a las condicionalidades del FMI. Históricamente, siempre dirigidas a la reducción de la absorción interna (menores consumo e inversión domésticos) con el objetivo incrementar el saldo comercial para pagar los intereses. Los bancos acreedores lograron una relativa recomposición de sus balances, pero las trayectorias económicas derivadas de tales procesos de ajuste generaron impactos negativos en la estabilidad económica y política de los países involucrados.

Hacia mediados de la década, ante la insatisfacción con los resultados obtenidos, desde EE.UU. el nuevo Secretario del Tesoro lanza el “Plan Baker”. Conceptualmente no difería en gran medida del intento previo de solución, ya que ofrecía un mayor financiamiento bancario y de organismos multilaterales a cambio de reformas promercado. Nuevamente, los resultados no fueron los propuestos cuando se lanzó el plan.

En 1988 se propuso el “Plan Miyazawa”, propuesta elevada por el ministro de Hacienda de Japón. Lo novedoso del plan consistía en la titularización de la deuda, cambiándola por bonos con tasas de interés menores. A su vez, sería de acceso voluntario, monitoreado por el FMI y complementario al Plan Baker. La propuesta fue rechazada por EE. UU. pero sirvió de plataforma para el próximo plan: el “Brady”, que ofrecía más opciones para los bancos e incluía una quita de la deuda, al intercambiarla por bonos.

La aplicación de una quita posibilitó tasas de crecimiento del PIB positivas en los países involucrados. Hacia el año 1995 doce países habían refinanciado su deuda, siendo el 85% del monto total de los nuevos bonos asignado a Argentina, Brasil, México y Venezuela. De todas maneras, como se observó en los siguientes años,² tal solución no fue duradera pues no posibilitó aliviar la carga de la deuda de dichos países, en parte debido a las políticas impuestas.

El crecimiento de la financialización que vivió el mundo luego del acuerdo de Bretton Woods y el impulso del Plan Brady de modificar los instrumentos de deuda (donde pierden participación los créditos bancarios en favor de los bonos soberanos) generan como resultado destacado el afianzamiento de un mercado secundario de deuda, transformando las modalidades de acceso de los soberanos de la región a los mercados internacionales. Se incrementó sustantivamente el volumen de transacciones, la

² Con el efecto “tequila” en México en 1995, la crisis asiática de 1998 y finalmente la crisis argentina de 2001-2002.

cantidad de inversores y los tipos de instrumentos negociados, potenciando el financiamiento externo vía mercado de capitales, especialmente para los estados nacionales.

El marco descrito se tradujo en el surgimiento de nuevos riesgos sistémicos. La mayor dependencia del crecimiento respecto a los flujos financieros externos y la creciente volatilidad asociada configuran algunos de los puntos negativos de la ampliación de posibilidades financieras para los soberanos.

Bajo la dinámica descrita, la primera década del siglo XXI resultó auspiciosa para la región. Con políticas económicas más autónomas, posibilitadas en gran medida por el incremento de las exportaciones y los términos de intercambio, la región se benefició de un elevado crecimiento con superávits en cuenta corriente y acumulación de reservas internacionales, lo cual redujo la vulnerabilidad externa y las tensiones sociales.

El mejor entorno macroeconómico, la abundante liquidez internacional y el desarrollo de los servicios financieros de la región convergieron a una inédita performance de los mercados de capitales en América Latina. El resultado ha sido auspicioso: se mejoró la composición de la deuda, tanto soberana como privada, aumentando el ratio de pasivos en moneda local; a la vez que se amplió el horizonte de vencimiento. Esto posibilitó una disminución del riesgo que se vio reflejada en las calificaciones crediticias y en la reducida volatilidad, lo cual a su vez atrajo nuevos inversores, algunos de gran peso en las finanzas globales. El nivel de tasas históricamente reducido en los EE. UU. impulsó incluso a muchos de los inversores más conservadores³ a interesarse por las emisiones emergentes.

Sumado a ello, el surgimiento de fondos de inversión que replican índices financieros que incluyen bonos soberanos y con estrategias de diversificación global, ha implicado que adquieran una participación creciente dentro del universo de acreedores de los mercados emergentes de bonos soberanos.

El mayor apetito inversor tuvo su correlato en un creciente conjunto de emisores y, excepto por un período de unos dos años signado por la crisis sub-prime (2008-2009), la tendencia de los mercados de la región fue claramente favorable, reflejando signos inequívocos de maduración.

En dicho contexto, la evolución del endeudamiento subnacional también resultó ser virtuosa. En el período comprendido entre 2003 y 2013, la deuda bruta de los gobiernos

³ Compañías de seguro, fondos de inversión o de administración de pensiones.

provinciales/estadales en términos del PIB se redujo prácticamente a la mitad –desde más del 8% del PIB al 4,4%- para una muestra comprendida por Argentina, Bolivia, Brasil, Colombia y México (Jiménez y Ter-Minassian, 2016). Esta dinámica ha generado mayor solvencia, lo que en conjunción con las tendencias internacionales de profundización de los mercados de deuda sub-soberana, contribuyó a gestar un ambiente propicio para la expansión y consolidación de los instrumentos de financiamiento sub-soberanos.

1.3 Evolución del financiamiento subnacional en el contexto global

Unas líneas más arriba hicimos mención a la relevancia que habían ganado durante la década pasada los mercados de deuda subnacionales. Mientras en América Latina los gobiernos subnacionales se desendeudaban, aprovechando un período de fuerte crecimiento luego de un inicio de milenio crítico, en el mundo la tendencia era la opuesta.

Un trabajo del Banco Mundial publicado poco tiempo luego del inicio la crisis financiera internacional (Canuto y Liu, 2010) daba cuenta de tres tendencias estructurales que explicaban el crecimiento del financiamiento subnacional:

- i) una mayor descentralización en muchos países; particularmente en aquellos de herencia colonial o que habían tenido modelos políticos centralizados (Shah, 2004);
- ii) el proceso de urbanización a una escala sin precedentes de los países en desarrollo y la necesidad asociada de provisión de servicios de infraestructura para atender a la población rural migrante; y
- iii) las notables transformaciones en los mercados de deuda subnacional, con una mayor diversificación de las fuentes de financiamiento: los tradicionales préstamos bancarios han perdido participación respecto a los recursos obtenidos vía el mercado de bonos.

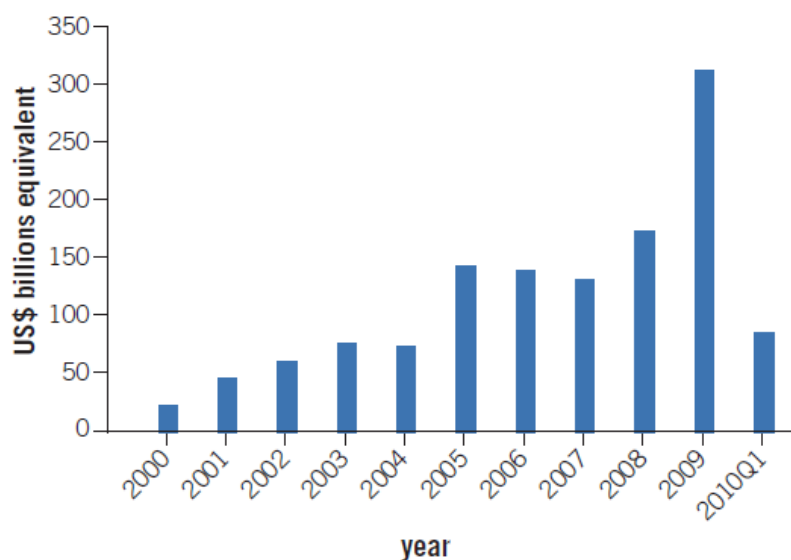
Como afirman Canuto y Liu (2010), hacia el año 2010, varios de los países emergentes más grandes⁴ ya tenían participación en los mercados de bonos subnacionales y otros comenzaban a transitar la senda de las reformas regulatorias necesarias para poder hacerlo.

Tal vez resulte sorprendente el hecho de que con el advenimiento de la crisis global más grave desde la Gran Depresión de 1929 el mercado de bonos subnacionales no se haya resentido, sino todo lo contrario. Sin considerar a los EE.UU., donde los gobiernos

⁴ China, India, Sudáfrica, Rusia y México, entre otros.

subnacionales ya se financiaban mayoritariamente vía el mercado de capitales, la emisión de bonos sub-soberanos mostró un fuerte incremento.

Gráfico N° 1: Emisión de bonos subnacionales (excluyendo a EE. UU)
(en Miles de Millones de U\$S)
(Años 2000-2010q1)



Fuente: Canuto y Liu (2010)

Adicionalmente a los factores estructurales antes mencionados, se agregan elementos cíclicos que han contribuido a un incremento de los pasivos subnacionales. La explicación de la mayor demanda de financiamiento por parte de los gobiernos subnacionales radica en general en los desbalances fiscales originados por la crisis. La caída de la actividad económica y de las valuaciones de los activos (por ejemplo, inmobiliarios) repercutió de manera directa en los ingresos locales, mientras que a la característica rigidez de los gastos se sumó en muchos casos la decisión de impulsar políticas contra cíclicas.

A su vez, la mayor oferta de financiamiento a gobiernos locales se asocia a la búsqueda de diversificación de los instrumentos ofrecidos por parte de la industria financiera global, que encontró en los gobiernos subnacionales un nicho de mercado con potencialidad para lograr beneficios mutuos.

A causa de la relevancia que han ganado los mercados financieros como fuente de financiamiento para los gobiernos subnacionales, consideramos oportuno presentar a continuación algunos puntos fundamentales sobre el funcionamiento de los mismos a nivel global, en especial los mercados de deuda pública.

1.4 Determinantes del riesgo soberano y sub-soberano

El riesgo es el componente básico de la tasa de interés a la que puede acceder un estado y esta última tiene un peso fundamental sobre el valor de sus deudas, así como sobre el valor de la deuda sub-soberana.

El *riesgo crediticio soberano o sub-soberano* se suele medir a través de la evolución de variables fundamentales como el nivel de deuda (absoluto o en términos del PBI) su composición cualitativa (composición por moneda, plazos promedio de amortización, niveles de servicios de intereses, ley y jurisdicción aplicables, entre otros), los resultados primario y financiero y, en el caso de los subnacionales, la autonomía financiera respecto del gobierno central.

También influye en la percepción del riesgo la relación fiscal que mantienen el gobierno central con los demás niveles de gobierno. Por ejemplo, los siguientes puntos pueden afectar el riesgo percibido sobre un instrumento de deuda: i) la posibilidad de que existan salvatajes o apoyo financiero desde otro nivel de gobierno; ii) el grado de autonomía o dependencia medido como el peso de los recursos propios en el total de recursos o gastos; y iii) la existencia de reglas fiscales u otro tipo de acuerdo de cooperación entre los niveles de gobierno.

Por una cuestión de magnitudes, atribuciones y soberanía, el caso general es que un gobierno nacional podría “salvar” al subnacional, y hacerlo en su beneficio para evitar externalidades negativas que dicho evento podría generar en su propio riesgo crediticio. A pesar de esto, las deudas subnacionales se consideran más riesgosas que las soberanas. La explicación de este fenómeno se centra precisamente en las mayores atribuciones respecto de la política económica que tiene un gobierno nacional, derivadas de su propia condición de soberano. Pasaremos revista a algunos conceptos teóricos subyacentes a la discusión que nos parecen indispensables para el tratamiento del tema con un mayor rigor.

1.4.1 Riesgo moral, selección adversa y restricciones de presupuestos “duras” o “blandas”

Dentro de la literatura económica, un tema largamente estudiado es el de las imperfecciones de mercado. Estas son características que impiden su funcionamiento de manera eficiente, produciendo resultados subóptimos desde el punto de vista social. El riesgo moral y la selección adversa son dos de las que más atención han obtenido.

El riesgo moral se puede definir como un incentivo inadecuado que tiene algún participante del mercado, a sabiendas de que el resultado que obtendrá es independiente de su “buen” comportamiento. La dificultad de conocer a priori a las

características de cada participante lleva a que los “responsables” paguen un costo adicional al que resultaría de haber información perfecta y los “irresponsables” se vean beneficiados con un costo inferior. En este caso, los deudores buenos enfrentarían tasas de interés superiores a las que conseguirían si hubiera disponibilidad de información (es decir, se pudieran diferenciar de los malos deudores).

La selección adversa es un problema que se relaciona a la incapacidad de alguno de los participantes del mercado de evaluar correctamente las características implicadas en una transacción. Cuando ello sucede, lo usual es que se incrementen las transacciones de los bienes o activos de menor calidad. El resultado negativo que surgiría en este tipo de mercado de deuda es que se incrementarán las probabilidades de que los malos deudores obtengan fondos, pues accederían a tasas más bajas que las que ameritaría su verdadera situación. Mientras tanto, los mejores deudores evitarían acudir al mercado pues enfrentarían tasas superiores que las que obtendrían si hubiese información cierta.

La importancia de los dos fenómenos previos en los mercados de bonos sub-soberanos tiene una estrecha relación con la posibilidad de que un gobierno subnacional pueda transferir su deuda al gobierno nacional o beneficiarse de un salvataje por parte de éste.

Los motivos por los que un gobierno nacional puede preferir hacerse cargo de los pasivos subnacionales tienen que ver con evitar posibles efectos sistémicos de un default local (externalidades horizontales, efecto contagio) y los costos reputacionales a nivel país (externalidades verticales), entre los más evidentes.

Se dice que un gobierno subnacional enfrenta una restricción de presupuesto “blanda” si, ante la eventualidad de no poder hacer frente a sus pasivos, la instancia de gobierno superior se hace cargo de los mismos (al menos en parte). La restricción se califica como “dura” si no existe dicha posibilidad de salvataje o *bail out*.

¿Por qué consideramos necesario hacer tal digresión teórica en este punto? Porque se suele asociar a las restricciones de presupuesto “blandas” con los problemas antes presentados.

Como afirman Jiménez y Ruelas (2016), para evitar los problemas de selección adversa por parte de los acreedores, así como el de riesgo moral por parte de los deudores, se debe mitigar la posibilidad de rescate financiero por parte del gobierno central. Controlar el endeudamiento a través de esta vía también exige flexibilidad institucional para que los gobiernos puedan modificar sus políticas de acuerdo con las señales y expectativas del mercado.

Por un lado, si un gobierno local sabe con certeza que sus pasivos serán afrontados por la nación tendrá incentivos permanentes a endeudarse más allá de sus posibilidades de repago (riesgo moral).

Por otro, si los prestamistas evalúan que el riesgo de repago es el mismo tanto para los gobiernos locales que tienen presupuestos equilibrados como para los que no, porque a estos eventualmente los asistirán, se genera una situación de selección adversa en la cual se perjudica a los gobiernos “responsables” afrontando tasas de interés similares que los persistentemente deficitarios. Este problema de selección adversa se intensifica, dado que los gobiernos subnacionales que acudirían de forma más recurrente al mercado de deuda serían justamente aquellos que no prevén saldar sus obligaciones, recargando de obligaciones al soberano.

Resulta relevante aclarar que estos problemas se presentan fundamentalmente cuando el mecanismo coordinador del mercado de deuda es la propia disciplina que el mercado ejerce sobre los deudores. Como explican Beck y otros (2016, p.p. 2), con restricciones presupuestarias duras respaldadas por un convincente régimen de “no bail out”, se espera que la disciplina de mercado funcione: los mercados financieros castigarán a los gobiernos con indicadores fiscales deteriorados al cargarlos con una más alta prima de mercado. Bajo restricciones presupuestarias suaves, sin embargo, el vínculo entre los fundamentos fiscales y el costo de endeudamiento se espera que sea débil o se rompa.

Cuando existen controles al endeudamiento por parte de la instancia superior, los problemas de riesgo moral y selección adversa se atenúan considerablemente. Este concepto se desarrolla con mayor profundidad más adelante.

1.4.2 Las agencias calificadoras y los determinantes de las calificaciones soberanas y subsoberanas

Con la vertiginosa expansión de los mercados financieros han surgido nuevas “industrias” o actividades asociadas que tienen como función brindar servicios a los inversores, de manera que estos puedan tener más y mejores herramientas a la hora de tomar decisiones. Sin duda, un lugar privilegiado en este nuevo esquema lo ocupan las agencias calificadoras de riesgo. Se puede definir su función como la de resumir la complejidad del ambiente económico-financiero o el riesgo de impago de ciertos instrumentos de deuda en medidas estandarizadas, de manera de simplificar su análisis a los participantes del mercado.

El rol de las agencias no sólo se ha visto fortalecido en la práctica, sino que han obtenido un reconocimiento institucional que las posiciona como partícipes necesarios de la industria financiera global. Así, como se mencionaba en Cosentino y otros (2017), la

Securities and Exchange Commission (SEC) de los EE. UU. creó la categoría *Nationally Recognized Statistical Ratings Organizations* que se adjudicó a ciertas calificadoras de riesgo⁵, las cuales han ganado terreno sobre actividades que solían ejercer entes regulatorios. Esto ha generado una creciente concentración en el mercado de calificación crediticia y ha agudizado conflictos de intereses, entre las derivaciones negativas más relevantes.

La calificación crediticia de la deuda pública por parte de estas agencias se realiza mediante análisis cuantitativos que consideran variables fiscales fundamentales y lleva imbuida la percepción de la calificadora de lo que es una “buena política”, en general asociada a las visiones imperantes del FMI y el Banco Mundial.

Para la calificación de los *gobiernos soberanos* una variable observada es el resultado primario, pues permite tener una noción de la relación ingresos y gastos corrientes del gobierno sin considerar la “herencia” financiera del pago de intereses sobre la deuda previa.

En el caso de los *gobiernos sub-soberanos*, distintas investigaciones parecen acordar que la calificación crediticia que reciben se relaciona con la calificación del país al que pertenecen, pero difícilmente pueda ser superior⁶. Esta relación se ha conocido como la regla del techo soberano (“*sovereign ceiling*” rule) y tiene una fuerte evidencia empírica que la apoya, aunque se pueden encontrar ejemplos que la relativicen.

Lo anterior se puede explicar con algunos fundamentos que ya se mencionaron. Particularmente, el soberano dispone de más herramientas de política para afrontar posibles complicaciones en la gestión de la deuda.

En el Gráfico N° 2 se puede ver la relación entre la calificación soberana y la calificación de bonos emitidos en moneda extranjera por entidades públicas subsoberanas en economías emergentes para dos de las calificadoras más importantes. El período de tiempo considerado es de 1990 a 2013 y el tamaño de cada burbuja representa la cantidad de observaciones.

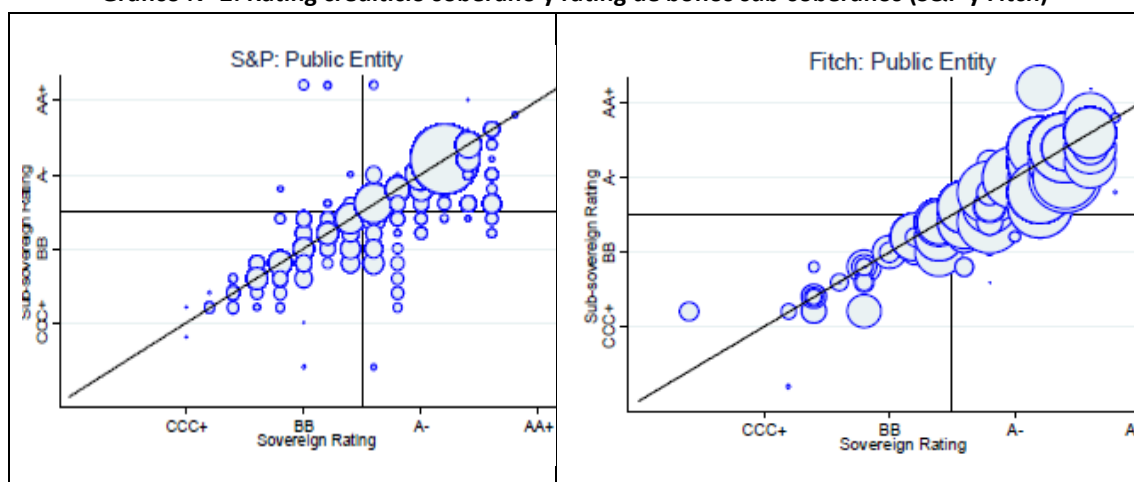
Vemos que existen muchas observaciones sobre la línea de 45°, lo que implica que puede suceder que los gobiernos locales alcancen la misma calificación de los nacionales. Existen algunos pocos casos sobre la diagonal, lo que muestra que es poco probable que la calificación subnacional supere a la nacional, mientras que es mayor la

⁵ Dentro de las más reconocidas podemos mencionar a Standard & Poor’s, Moody’s y Fitch.

⁶ Ver (Sola y Palomba, 2015), Ahrend y otros (2013), (Bellot y otros, 2016), (Mohapatra y otros, 2016) y (Jenkner y Lu, 2014).

frecuencia de calificaciones subnacionales inferiores. Las diferencias de calificación entre el soberano y los sub-soberanos muestran una fuerte relación con el spread sub-soberano, entendido como la diferencia de rendimiento entre ambos niveles de gobierno.

Gráfico N° 2: Rating crediticio soberano y rating de bonos sub-soberanos (S&P y Fitch)



Fuente: Mohapatra y otros (2016)

Riesgo, tasa de interés y spread subsoberano

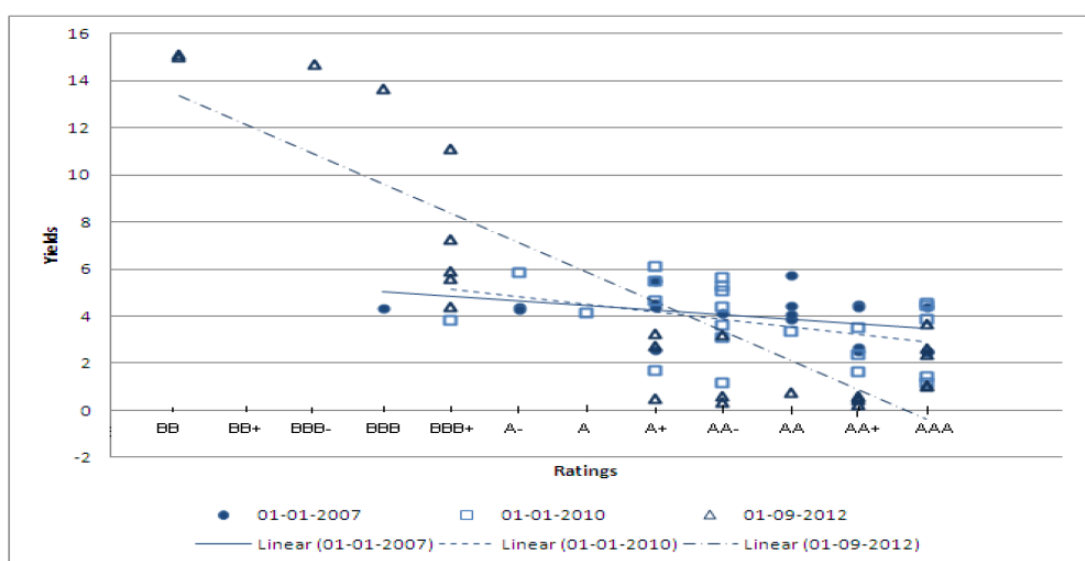
Existe una relación directa entre el riesgo percibido -por los participantes del mercado, agentes financieros, etc.- y la tasa de interés o rendimiento a la que puede acceder un gobierno. En los mercados de deuda más importantes del mundo el riesgo se expresa sintética e imperfectamente mediante las calificaciones crediticias. Vammalle y Hulbert (2013) sostienen que los cambios en los rendimientos de mercado suelen preceder a los cambios en las calificaciones y no a la inversa, como podría esperarse. Por esa razón, decimos aquí que las calificaciones se relacionan con los rendimientos y no que los cambios en las calificaciones preceden a los cambios en los rendimientos⁷.

Una forma sencilla de explicar cómo se determinan las tasas de interés de los gobiernos subnacionales consiste en sumar a la tasa que accede el gobierno nacional una prima por riesgo que tendrá en cuenta cuestiones idiosincráticas de las jurisdicciones implicadas. Entre lo idiosincrático se consideran las relaciones fiscales intergubernamentales, como la posibilidad de acudir a instancias de salvataje.

⁷ En todo caso, podría plantearse una causalidad bidireccional entre los rendimientos y las calificaciones, pero no es nuestra intención dar respuesta a ello, sólo plantear la relación.

Un trabajo de Ahrend y otros (2013) realizado para la OCDE muestra que la relación negativa entre la calificación crediticia y el rendimiento se acentuó luego de la crisis internacional (entre 2007 y 2012), con los inversores requiriendo mark-ups superiores para los bonos peor calificados. Tal dinámica se puede notar en el próximo gráfico, que muestra la relación entre los ratings de los sub-soberanos y las tasas de rendimiento de los bonos en tres años diferentes: 2007, 2010 y 2012. La mayor inclinación de la pendiente de la línea correspondiente al año 2012 muestra la mayor aversión al riesgo de los inversores, requiriendo mayores rendimientos sobre los instrumentos peor calificados.

Gráfico N° 3: Relación calificación-rendimiento de sub-soberanos



Fuente: Ahrend y otros (2013)

Además de las calificaciones, existen diversos factores que han mostrado relación con el spread sub-soberano. Algunos de los que reseña la literatura sobre el tema son:

- Volatilidad del mercado accionario: a mayor volatilidad, mayor spread. El índice VIX de Chicago Board Options Exchange, que mide la volatilidad de las opciones de 500 acciones de empresas incluidas en el índice de Standard & Poor's llamado S&P 500, tiene una relación positiva sobre el spread sub-soberano (Beck y otros, 2016; Mohapatra y otros, 2016).
- Premio por liquidez: instrumentos más transados suelen tener menor spread. Esto tiende a beneficiar a las jurisdicciones de mayor tamaño (Beck y otros, 2016).
- Garantías: el repago de la deuda se puede garantizar mediante la asignación específica de ingresos futuros o mediante el respaldo de activos colaterales. Esta

es una de las razones que podría causar que el rating subsoberano supere al soberano (Mohapatra y otros, 2016).

- Apertura financiera (cuenta capital) del país y desarrollo del mercado de capitales (Mohapatra y otros, 2016). Medidas macro prudenciales existentes.
- Factores regionales, mayorías políticas, crecimiento poblacional y proporción de adultos mayores, nivel de educación, nivel o distribución de ingresos (Mohapatra y otros, 2016; Bellot y otros, 2016; El Daher, 1999).
- Relaciones fiscales intergubernamentales, incluyendo la posibilidad de acceder a salvatajes, reestructuraciones y acciones similares por parte de la instancia de gobierno superior, lo cual puede generar efectos tanto en la calificación soberana como sub-soberana, según se muestra a continuación (Liu y Tan, 2009; Vetter y otros, 2014).

1.5 Reglas de coordinación y control fiscal: disciplina de mercado, reglas fiscales y otros arreglos institucionales

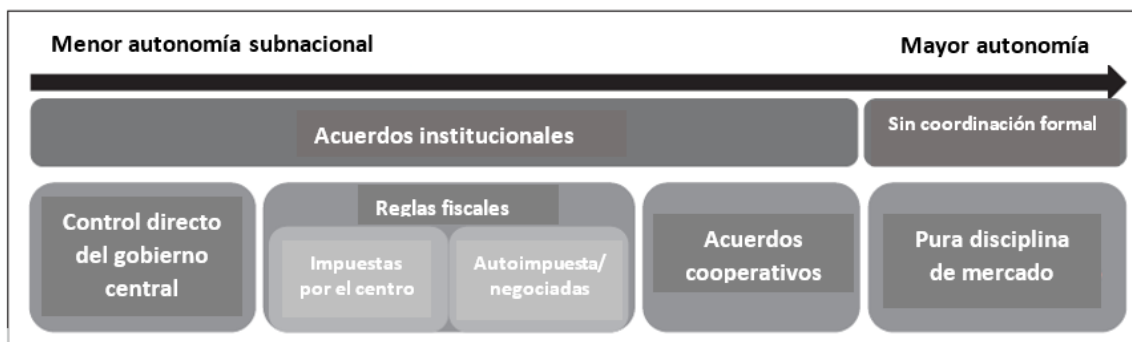
Como reacción a los problemas antes mencionados, surgen algunas pautas de coordinación y control fiscal, cuya razón de ser se encuentra en reducir las situaciones de riesgo moral y selección adversa antes explicadas. Además, resulta una pauta necesaria para distribuir el “espacio fiscal” disponible para todo el sector público; entendido éste como la disponibilidad de oferta de financiamiento destinado a todo el sector público (Liu y Pradelli, 2012). Esa distribución del espacio fiscal debería idealmente reflejar la posición relativa de ambos niveles de gobiernos en términos de capacidad tributaria y la responsabilidad de cada nivel en el gasto.

Las reglas de coordinación y control fiscal que incluyen las vinculadas al endeudamiento de los gobiernos subnacionales pueden clasificarse en medidas ex ante, dentro de las que se incorporan los marcos normativos que deben seguir los distintos niveles de gobierno en el manejo de sus finanzas y de su endeudamiento y medidas ex post, que establecen las consecuencias que acarrearán los desvíos de las pautas previstas.

1.5.1 Medidas ex ante: Alternativas de control del gobierno central sobre los gobiernos subnacionales

Las alternativas de control pueden ordenarse según el nivel de restricción de la autonomía de los gobiernos subnacionales:

Gráfico N° 4: Mecanismos de coordinación y control entre gobierno central y jurisdicciones subnacionales



Fuente: Eyraud y Gómez Sirera, 2014.

1.5.1.1 Control directo

El control directo del gobierno central supone la mayor afectación de la autonomía de los gobiernos subnacionales. Por ejemplo, el gobierno central fija, controla y revisa el techo de endeudamiento de los gobiernos sub-soberanos. Estos mecanismos de control directo son más propios de gobiernos unitarios o en, en las federaciones, se puede observar en la relación que puede existir entre provincias o estados con los gobiernos locales (municipios, comunas, etc.).

1.5.1.2 Reglas fiscales

En segundo orden aparecen las reglas fiscales, que son el criterio más comúnmente aplicado en países federales. Son menos restrictivas que el control del gobierno nacional porque dejan espacio (mayor o menor, según cómo estén fijadas las reglas) para que los gobiernos sub-soberanos manejen sus políticas fiscales y sus decisiones de endeudamiento. Las reglas pueden ser impuestas por el gobierno central, autoimpuestas o negociadas. Las reglas impuestas por el gobierno central no se diferencian sustancialmente de los controles directos, más allá de que las reglas tienen una vocación de permanencia mientras que el control directo puede ser temporal y/o de carácter más discrecional. Por otro lado, la eficacia de reglas autoimpuestas estará sujeta al nivel normativo en el que las mismas están previstas; resultando más verosímiles reglas que resulten más complejas de ser modificadas o eliminadas por el poder político de turno. La cantidad de reglas pueden ser variadas; abarcando desde limitaciones en los stocks y servicios de deuda, nivel de gasto, incremento del gasto, resultados fiscales, etc.

De hecho, si bien las reglas fiscales en su origen resultaban bastante sencillas, las mismas se han ido modificando y han ganado complejidad para evitar algunas características indeseables que generaron fuertes críticas.

Dos de las cualidades negativas se relacionan entre sí: la tendencia a la prociclicidad y la inflexibilidad. Una regla fiscal inflexible llevará a que, en momentos de shocks económicos adversos, ante una caída de la recaudación el gobierno disminuya el gasto público agravando la situación. Análogamente, en momentos de auge económico e incrementos recaudatorios tendrá capacidad de expandir el gasto.

El caso de la Unión Europea es el mejor ejemplo de la evolución que han seguido las reglas fiscales. Según Eyraud y Gómez Sirera (2014), desde un sistema de reglas simples se transformó en un sistema de reglas secuenciales, con metas sobre los niveles de las variables y su primera diferencia.

Dos grandes tendencias se destacan en Europa en los últimos años. La primera es la creciente adopción de reglas de presupuesto equilibrado a nivel federal, en especial desde la última crisis financiera. La segunda es la inclusión de reglas de presupuesto equilibrado ajustado cíclicamente a nivel subnacional, de manera de permitir un mejor ajuste por parte de los gobiernos locales a los shocks de producto. Es decir, al considerar el momento del ciclo para ajustar los indicadores se busca reducir la prociclicidad que generan las reglas. De todas formas, esta modalidad es aún poco común, muchas veces por la incapacidad de contar con indicadores de producto subnacional actualizados.

También existe otra forma de dotar de cierta flexibilidad a las reglas como es la creación de fondos contra cíclicos o de estabilización ("*rainy days funds*"). Por ejemplo, Noruega y Chile cuentan con esta herramienta que se financia con una parte del ingreso por exportaciones de recursos naturales. Así, cuando los precios de las materias primas crecen, se ahorran recursos para los años difíciles.

A nivel subnacional también son utilizados, pues existen en todos los estados de EE.UU. desde hace unas décadas. La visión más difundida considera que los fondos de estabilización han tenido un rol positivo pues contribuyen a suavizar los ciclos económicos, aunque hay también opiniones críticas. Un punto a considerar es que estos fondos se invierten en otros activos financieros y que su valor se deprecia cuando hay un mal clima económico. Así, el valor o la valuación del fondo también es procíclica: cuando más se necesita usar el fondo, menor es su valuación.

1.5.1.3 Acuerdos cooperativos

En tercer lugar, se ubican los acuerdos cooperativos que permiten a los gobiernos subnacionales fijar sus propios objetivos de política fiscal.

1.5.1.4 Pura disciplina de mercado

Por último, la opción de no coordinación, en la que los gobiernos subnacionales tienen plena autonomía y solamente pueden verse constreñidos por la disciplina de mercado, es decir, por la visión que de ellos tengan los potenciales o reales prestamistas. Siguiendo a Eyraud y Gómez Sirera, no se ven casos de países en los que no exista algún tipo de control además del supuesto control del mercado. A modo de ejemplo, México aprobó en 2000 un nuevo marco regulatorio aplicable al endeudamiento doméstico estableciendo que el gobierno central no garantiza las deudas subnacionales y renunciando parcialmente al uso de su potestad para hacer transferencias discrecionales a los estados.

De acuerdo con Plekhanov y Singh (2006), de los 43 países que conformaron la muestra utilizada para el referido trabajo, alrededor de un tercio adoptaron sistemas de control administrativos, es decir, lo que aquí llamamos, siguiendo a Eyraud y Gómez Sirera, mecanismos de control directo; el 30% aplica mecanismos de control basados en disciplina de mercado y 20% en reglas fiscales y acuerdos cooperativos.

1.5.2 Medidas ex post

Los marcos institucionales de coordinación fiscal suelen incluir medidas ex post. Entre éstas incluimos tanto las sanciones como las acciones correctivas; de hecho, la visión de la literatura es que la distinción entre ambos conceptos no es clara. Desde un punto de vista teórico, las acciones correctivas podrían considerarse a aquellas medidas tendientes a lograr que el gobierno estatal o provincial puedan volver a poner sus finanzas en orden y que, para ello, deba resignar algo más de autonomía. Las sanciones, por su lado, son penalidades financieras y administrativas impuestas por el gobierno central al gobierno subnacional o inclusive a sus funcionarios⁸. Tienen una naturaleza más punitiva y no están necesariamente pensadas para lograr la reorganización fiscal de la jurisdicción en cuestión.

Adicionalmente, existen circunstancias excepcionales en las que no se aplican ni medidas correctivas ni sanciones contra los desvíos observados frente al marco normativo aplicable. Las variantes de circunstancias excepcionales son amplias, pero las situaciones más comúnmente consideradas son los shocks macroeconómicos, situaciones de emergencia o desastres naturales.

⁸ Por ejemplo, en la provincia de British Columbia de Canadá, los funcionarios pueden sufrir retenciones de sus salarios que se pagan solamente cuando las metas son cumplidas. En otros países se pueden imponer multas y sanciones penales.

En cuanto a las acciones correctivas, pueden ir desde restricciones a la toma de nuevo endeudamiento, planes de rebalanceo obligatorios, pérdida temporal de autoridad en materia fiscal, implementación de mecanismos de monitoreo periódicos. En el extremo, muchos países contemplan la pérdida temporal de autonomía en diferentes formatos. En el caso de Argentina, la previsión constitucional es la intervención federal de las provincias, potestad que recae en el Congreso de la Nación (artículo 75 inc. 31 de la CN) y supletoriamente en el Poder Ejecutivo durante períodos de receso de Poder Legislativo (artículo 99 inc. 20 de la CN), pero que nunca fue aplicada exclusivamente justificada en problemas de dispersión fiscal.

Aun en la peor crisis financiera, fiscal y económica que la Argentina vivió a partir de la vuelta de la democracia, nos referimos a la crisis de 2001 y 2002, los gobiernos provinciales conservaron sus plenas autonomías y lo que sí se activó fue un mecanismo de asistencia de parte del gobierno nacional que tuvo varias aristas: asistencia financiera, mecanismos de asunción de deudas provinciales y municipales, mecanismos de rescate de las llamadas “cuasi monedas”. Todas estas variantes de asistencia del gobierno central serán explicadas más adelante.

Por último, es necesario mencionar que siempre es posible encontrar formas de eludir las regulaciones y las reglas fiscales no son una excepción. Existe la posibilidad de acudir a la “contabilidad creativa”, registrando partidas presupuestarias de forma errónea o discutible para cumplir los límites estipulados. Sin embargo, como veremos, esta forma de accionar lleva implícita la posibilidad de generar cargas financieras futuras, como sucede con los pasivos contingentes.

1.5.3 Vínculos entre los gobiernos centrales y los gobiernos subnacionales a través del financiamiento

En este apartado se describirán las diferentes variantes a partir de las cuales los gobiernos centrales pueden asistir financieramente a los gobiernos sub-soberanos. No nos referimos a esquemas de transferencia de recursos provenientes de fuentes tributarias, sino de alternativas de asistencia financiera ejecutada con recursos propios del gobierno central.

Siguiendo a Palomba y otros (2014), estas asistencias pueden clasificarse del siguiente modo:

- i. Financiamiento directo del gobierno central: no es la metodología de asistencia más comúnmente observada, sin perjuicio de que existen casos. Por ejemplo, en Austria, una porción de los recursos que obtiene el Estado Nacional de sus operaciones de financiamiento directo debe re-prestarla a los estados

miembros. Estas operaciones representaban un 2,5% del PBI en 2011 y permitían cubrir un tercio de las necesidades de financiamiento de los estados. Un esquema similar implementó la Provincia de Buenos Aires con sus municipios en el año 2016, creando el Fondo para Infraestructura Municipal que estableció que de los \$60.000 millones autorizados para que la Provincia tome de endeudamiento, \$7.000 millones deberían ser transferidos a dicho fondo que sería destinado a financiar obras de infraestructura municipal, siguiendo los porcentajes de distribución previstos en el llamado Coeficiente Único de Distribución, a través del cual se distribuyen los recursos de coparticipación provincial entre los gobiernos locales.

- ii. Asistencia a través de fondos, entidades, bancos públicos: sobre todo en los países emergentes, se observan varios casos de asistencias financieras a los gobiernos locales a través de vehículos específicos. Por ejemplo, el Banobras, en México y el BNDES en Brasil tienen programas de asistencia financiera con fines específicos centrados en el desarrollo de infraestructura local. En el caso del financiamiento del Banobras en México, si bien solo representa el 0,6% del PBI para los años 2011 y 2012, representó el 23,5% del total de deuda de los estados miembros de la federación. En el caso de Argentina, el Fondo de Desarrollo Provincial y el Fondo Fiduciario de Infraestructura Regional cumplen un rol esencial en el financiamiento provincial. Sobre todo, el primero de ellos durante la crisis de 2001.
- iii. Garantías soberanas a los gobiernos sub-soberanos: el uso de garantías brindadas a los estados miembros a través del gobierno central o de vehículos específicos es también más observable en países emergentes que en países centrales. También en México, el Banobras provee garantías a los estados que buscan financiar sus proyectos de infraestructura, representando para 2012 un 3% aproximadamente del total de la deuda sub-soberana. También se observa en todos los países emergentes que los estados centrales garantizan el financiamiento que toman de forma directa sus gobiernos subnacionales con los organismos internacionales de crédito.
- iv. Fondos de estabilización: son diseñados para absorber shocks temporarios o para suavizar la volatilidad de los flujos de ingresos tributarios. En los países emergentes, este tipo de fondos suelen estar directamente fondeados por los propios gobiernos locales o sub-soberanos. Sin embargo, en algunos casos cuentan también con aportes del gobierno central. En México, el Banobras cuenta con el Fondo de Estabilización de Ingresos de Entidades Federativas financiado con ingresos provenientes de la actividad petrolera y que ayuda a proteger a los estados frente a la volatilidad de las transferencias federales. Aquí puede citarse también como ejemplo el financiamiento del Fondo de Desarrollo Provincial que administra el Ministerio de Hacienda de Argentina.

1.5.4 Evolución reciente de los mercados de deuda subnacional, con énfasis en América Latina

Como decíamos previamente, mientras los gobiernos subnacionales de la región se desendeudaban, el mercado de deuda sub-soberana a nivel global mostraba un fuerte crecimiento.

Estados Unidos es por lejos el mercado de deuda sub-soberana más grande del mundo. Hacia el año 2007 los gobiernos locales de EE.UU. tenían 1,5 veces la deuda de todos los gobiernos locales del resto del mundo sumados (Banco Mundial, 2013). La evolución de la deuda sub-soberana luego de la crisis de 2008-2009 no ha mostrado cambios bruscos, por la vigencia de reglas fiscales en prácticamente todos los estados y la reputación de evitar salvatajes por parte del gobierno nacional.

Lo sucedido con los gobiernos subnacionales de China, la segunda economía del mundo, ayuda a explicar el crecimiento de los mercados de deuda sub-soberana. Entre 2005-2014, el peso del endeudamiento subnacional en el PIB pasó de 15 p.p. a unos 37 p.p.; considerando que el PIB chino creció más de 150% en dicha década, esto implica que la deuda subnacional más que se sextuplicó en dicho período. Aunque el gobierno central chino tiene niveles bajos de deuda y considerables reservas, muchos gobiernos locales enfrentan restricciones de presupuesto blandas y se encuentran fuertemente endeudados. Por ello, la calificadora Moody's redujo la calificación crediticia china en mayo de 2017, por primera vez desde 1989 (Gao, Ru y Tang, 2017).

Para el conjunto de los países de la OCDE, al año 2014 la deuda bruta subnacional alcanzaba el 23,9% del PBI y el 19,8% del total de la deuda pública (OCDE, 2016). Un trabajo realizado por el Deutsche Bank (Vetter y otros, 2014) sostiene que para los países de la Unión Europea conocidos como EU-27 la deuda subnacional representaba un 14,5% de la deuda pública total. Mientras esta proporción no alcanza el 6% en el Reino Unido, en Francia ronda el 10%, en España, el 23% y en Alemania, el 37%. El nivel de la deuda subnacional alemana alcanzaba a 2014 los 800.000 millones de euros (47% vía mercado de capitales), lo cual es una muestra de la magnitud de los recursos financieros que se destinan a los gobiernos sub-soberanos. Un caso innovador surgido de este país lo constituyen los bonos emitidos en conjunto por el soberano y algunos gobiernos sub-soberanos (*länders*). Esta herramienta novedosa ha sido posibilitada por la relación cooperativa que existe entre la nación y los *länders*, que se ha denominado principio de apoyo mutuo.

De la experiencia europea también se pueden destacar las agencias de financiamiento municipal de los países escandinavos (*Kommuninvest*), que en el caso de Suecia se remonta a 1986. Mediante su asistencia, las autoridades de los gobiernos municipales

han simplificado los procesos de obtención de recursos y reducido la carga de intereses, siendo la deuda emitida vía mercado de capitales entre el 40% y el 90% del total de la deuda obtenida vía las agencias.

En Rusia, entre 2009-2015 el endeudamiento subnacional creció continuamente, hasta alcanzar el 3,4% del PIB y el 34% de los recursos propios subnacionales netos de transferencias federales. Estos parámetros no parecen críticos, sin embargo, el gobierno nacional ha intervenido con mayores transferencias para evitar el aumento del stock de deuda sub-soberana (Banco Mundial, 2015)⁹.

Mostramos hasta aquí de manera muy somera algunas tendencias y rasgos estilizados que se pueden observar en algunos de los países más importantes del mundo. Nos interesa ahora profundizar más respecto de la evolución de la deuda subnacional en los países latinoamericanos, en general, y con especial atención en algunos de los países de la región con mayor profundidad financiera y formatos particulares de vínculo fiscal entre sus distintos niveles de gobierno, como México, Colombia y Brasil.

En América Latina, luego de las crisis macroeconómicas de mediados y finales de la década de los '90, en las que el endeudamiento subnacional fue uno de los factores que abonó a la pérdida de sustentabilidad de los programas macroeconómicos, se prestó especial atención a las limitaciones al endeudamiento subnacional. Como afirman Jiménez y Ruelas (2016), las herramientas utilizadas para ello fueron los controles administrativos, las leyes de responsabilidad fiscal y las reglas fiscales.

Existe una historia de inestabilidades asociadas a la deuda soberana y sub-soberana en América Latina, como se indicó en el breve repaso histórico del Capítulo 1. Es por eso que la bonanza económica que vivió la región desde inicios de los 2000 fue aprovechada por los gobiernos para reducir el tamaño de la deuda soberana y sub-soberana y modificar su composición en términos de plazo y moneda de denominación.

En el caso de deuda subnacional, el logro de resultados fiscales positivos por parte de los gobiernos subsoberanos de la región durante la mayor parte de la última década ha permitido una reducción sustancial de la deuda desde el año 2003. El promedio muestral presenta una evolución decreciente desde más del 8% del PIB hasta un 4,4% en 2016. Sin embargo, la deuda permanece significativa (más de 46%) cuando se compara con los ingresos totales, y elevada (117%) en relación con los ingresos propios subnacionales.

⁹ Disponible en:

<https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/23668/Subnational0deOrnational0experience.pdf?sequence=1&isAllowed=y>

La región registró, en promedio, déficits fiscales significativos durante el periodo 2010-2013, que se agravaron en 2014 y 2015, reflejando la caída de los precios internacionales de los recursos naturales. El impacto en términos de deuda fue que la relación deuda pública bruta/PIB empezó a crecer nuevamente, revertiendo su tendencia declinante previa a la crisis.

Breve aproximación a la situación de la deuda sub-soberana de México, Colombia y Brasil

El acceso a los mercados de deuda tiene algunas ventajas: la posibilidad de suavizar el ciclo económico, de impulsar proyectos de infraestructura que fomenten el desarrollo o realizar proyectos de muy largo plazo que satisfagan demandas sociales y se puedan financiar inter-generacionalmente. Intentando aprovechar esas posibilidades, México se ha destacado en el desarrollo de un mercado local de financiamiento subnacional. Hacia el año 2010 todos los estados sub-soberanos tenían alguna calificación crediticia y un creciente número de municipios seguía dicho camino, lo que los sujetaba a la disciplina del mercado. Además, desde 2013 es posible realizar acuerdos de reestructuración de deuda condicionados al ajuste fiscal y al menos siete estados subnacionales llevaron adelante operaciones de administración de pasivos con bancos privados condicionados a planes de ajuste fiscal con el visto bueno del Ministerio de Finanzas (Banco Mundial, 2015).

Hacia 2016, la deuda subnacional mexicana se ubica en torno a los 3 p.p. del PIB. Entre el 55% y el 60% de la deuda es con la banca privada y su pago está garantizado en parte con las transferencias del gobierno federal. De todas maneras, como resultado del creciente endeudamiento, el gobierno nacional decidió modificar en el año 2015 el marco legal existente, estableciendo controles sobre la performance fiscal y el endeudamiento subnacional. Previo a este hecho, el gobierno nacional no podía restringir la autonomía de los gobiernos subnacionales.

La Ley de Disciplina Financiera para Estados y Municipios permite contraer obligaciones cuando se destinen a inversiones públicas productivas y al refinanciamiento de deudas. Esta ley ha sufrido modificaciones recientes, que han generado polémica, para que los estados con buenas calificaciones crediticias tengan mayores grados de discrecionalidad para destinar a gasto corriente un porcentaje que antes se destinaba a la amortización de la deuda y fondos de emergencia.

Por su parte, Colombia ocupa el segundo lugar de los países de la región que más han intentado impulsar el mercado de deuda subnacional. Durante los '90 se estableció un sistema de semáforos (Ley N° 358 de 1997) con indicadores de liquidez y solvencia para restringir el endeudamiento considerando la capacidad de pago que tienen los

gobiernos territoriales. También es parte del diseño institucional la Ley de Responsabilidad Fiscal de 2003.

Los resultados fueron que el sector subnacional evidenció resultados primarios equilibrados y la deuda subnacional pasó de 3,5% del PIB en 1999 a 1,4% del PIB en 2014¹⁰. La deuda subnacional estaba en posesión de la banca comercial interna (más de la mitad del total). Se observa también concentración de la deuda en pocas ciudades y departamentos.

Brasil es, tomando datos del año 2015, el país de la región con una mayor proporción de deuda subnacional como porcentaje del PIB. Este indicador se redujo unos 6 p.p. del PIB entre 2003 y 2015, ubicándose la deuda subnacional bajo los 15 p.p. del PIB. Es también quien paga más servicios de deuda subnacional en términos de PIB (0,6%). Los gobiernos estatales y locales mantienen el 71% de su deuda con la nación, mientras que el 14,4% es deuda externa y el 14% con bancos federales (Jiménez y Ruelas, 2016). Pese a tener más deuda subnacional que México y Colombia, en esta enumeración lo rankeamos tercero porque la mayoría del financiamiento es nacional y no se ha fomentado la ampliación de los mercados de deuda en la misma medida que en los otros casos.

La dependencia de la deuda subnacional respecto del soberano en Brasil no es un hecho novedoso. Al contrario, resulta un buen ejemplo del problema del riesgo moral, los salvatajes y las restricciones de presupuesto blandas.

Según se comenta en el documento del Banco Mundial (2015), entre 1989 y 1997 hubo tres salvatajes o reestructuraciones de la deuda de los estados por parte del gobierno federal. También dos veces se asistió a las municipalidades. Con otro nuevo salvataje/reestructuración de 1997-2001 el estado federal impuso condiciones de ajuste fiscal (superávit primario) y reforma estructural.

Los Programas de Ajuste Fiscal y la sanción de la Ley de Responsabilidad Fiscal en 2000 institucionalizaron la disciplina fiscal, apelando a las restricciones de presupuesto duras, donde se prohíbe la refinanciación de deuda entre diferentes niveles de gobierno. La imposición de límites al endeudamiento entre 2001 y 2006 y la obtención de resultados primarios superavitarios posibilitaron la reducción tendencial del peso de la deuda en el PIB.

¹⁰ https://www.oecd.org/eco/surveys/Overview_Colombia_ESP.pdf.

Con los últimos efectos de la crisis internacional las restricciones de la Ley de Responsabilidad Fiscal comenzaron a relajarse, generando efectos negativos sobre la percepción de toda la deuda gubernamental de Brasil.

1.6 La sustentabilidad de la deuda pública

¿Cómo se determina la sustentabilidad de la deuda pública? Este interrogante genera una de las polémicas más importantes en la macroeconomía. Nuestra visión es más afín a un enfoque amplio, que dé cuenta de la incertidumbre respecto al futuro contemplando variables fiscales, políticas y sociales, que a las visiones que utilizan una métrica sencilla, como puede ser el ratio deuda/PIB o el resultado primario/PIB.

Las definiciones generalmente utilizadas para evaluar la sustentabilidad de las *deudas soberanas* se refieren a la capacidad de los gobiernos de lograr resultados primarios que sean consistentes con un bajo riesgo de roll-over de la deuda y que no afecten negativamente el crecimiento potencial (lo cual es una condición necesaria). Se considera una condición suficiente para que la deuda pública sea sustentable mantener el ratio de deuda en términos del PBI. Por lo tanto, dicha condición nos dice que la deuda debe crecer a una tasa menor o igual que el producto. Alternativamente, esta condición se puede interpretar de la siguiente manera: mientras la tasa de interés real (promedio ponderada) de la deuda no sea superior a la tasa de crecimiento del producto, la deuda será sustentable en el tiempo.

Esta condición deriva de la restricción presupuestaria del gobierno, la cual consiste en que la suma de los gastos gubernamentales no puede exceder los recursos disponibles para su financiamiento. En términos formales, podemos presentarla de la siguiente manera:

$$\Delta M_t + T_t + D_t = (1 + i_t)D_{t-1} + G_t \quad (1)$$

La igualdad postula que la suma de los impuestos (T_t), el señoreaje (ΔM_t) y la nueva deuda contraída (D_t) sea igual a los gastos G_t y el pago total de la deuda del período previo (D_{t-1}), considerando no sólo el capital sino también los intereses devengados (i_t). Se supuso implícitamente que la deuda vence completamente período a período, para facilitar la expresión y el tratamiento algebraico.

Realizando algunas operaciones algebraicas y adoptando el supuesto (no del todo realista) de no monetización del déficit o plena independencia del Banco Central respecto del fisco (es decir, $\Delta M_t = 0$), se puede notar sencillamente la vinculación que tiene la evolución del stock de deuda con el resultado primario.

$$D_t = (1 + i_t)D_{t-1} - \underbrace{(T_t - G_t)}_{S_t} = (1 + i_t)D_{t-1} - S_t \quad (2)$$

Donde hemos denominado S_t al resultado primario ($S_t = T_t - G_t$).

La ecuación (2) puede entenderse intuitivamente de la siguiente manera: el stock de deuda al final de un período t (D_t) depende del stock de deuda heredada del período previo (D_{t-1}), la tasa de interés que devenga el stock en el período t (i_t) y el resultado fiscal (S_t). Si no se adoptara el supuesto $\Delta M_t = 0$, la vinculación entre el resultado primario y el nivel de deuda seguiría existiendo aunque atenuada por la posibilidad de acudir al señoreaje.

Para poder evaluar la magnitud de las variables en términos relativos a la capacidad de pago o de generación de recursos, resulta común normalizar las variables en términos del PIB (ecuación 3):

$$\frac{D_t}{P_t Y_t} = \frac{(1+i_t)D_{t-1}}{P_t Y_t} - \frac{S_t}{P_t Y_t} \quad (3)$$

Donde P es el nivel de precios e Y la cantidad producida. Si re-expresamos el PIB de un período dado $P_t Y_t$ como el PIB del período previo $P_{t-1} Y_{t-1}$ afectado por las variaciones de precios y cantidades en el período t , obtenemos (3’):

$$\frac{D_t}{P_t Y_t} = \frac{(1+i)D_{t-1}}{(1+g_t)(1+\pi_t)P_{t-1} Y_{t-1}} - \frac{S_t}{P_t Y_t} \quad (3')$$

Donde g es la tasa de crecimiento de la producción y π es la tasa de aumento de los precios o deflactor del producto. Re-expresando las variables en términos de participación en el PIB, ($\frac{D_t}{P_t Y_t} = d_t$) y ($\frac{S_t}{P_t Y_t} = s_t$), obtenemos la “ley de movimiento del stock de deuda como proporción del PIB:

$$d_t = \frac{(1+i_t)}{(1+g_t)(1+\pi_t)} d_{t-1} - s_t \quad (4)$$

Esta ecuación establece que la evolución del stock de deuda es función del costo de financiamiento nominal (i_t), la tasa de crecimiento real (g_t) y la dinámica inflacionaria (π_t). De (4) se puede obtener la siguiente expresión, que expresa el incremento de la deuda en términos del PIB como dependiente de: i) el diferencial entre la tasa de interés real (r_t) y la tasa de crecimiento del producto (g_t); y ii) el resultado primario en proporción del PIB:

$$\Delta d_t = \frac{(r_t - g_t)}{(1+g_t)} d_{t-1} - s_t \quad (5)$$

Supongamos por un instante que el resultado primario es equilibrado ($s_t = 0$); en la medida que la tasa de crecimiento real supere a la tasa de interés real ($r_t - g_t < 0$) la deuda presentará una trayectoria descendente a lo largo del tiempo. De darse este caso, el Estado podría tener un presupuesto equilibrado o ligeramente deficitario e igualmente presentar una reducción en el tiempo de la carga de la deuda. Por otro lado, si el diferencial entre la tasa de interés real y la tasa de crecimiento real es positivo ($r_t - g_t > 0$), para que el ratio de deuda decrezca o se estabilice será necesario que el gobierno mantenga un resultado primario superavitario ($s_t > 0$).

Puede demostrarse que para que un gobierno satisfaga lo que se conoce como condición de solvencia inter-temporal (el valor presente de su deuda es igual al valor presente de los superávits futuros) basta con que mantenga un superávit primario que estabilice el ratio deuda/PBI.

En términos teóricos se suele suponer que los estados perduran infinitamente. La condición de solvencia inter-temporal al infinito define que no es necesario repagar el capital de la deuda pública sino de que la deuda pública no presente una trayectoria explosiva (es decir, que r_t no sea mucho mayor a g_t), considerando períodos muy extensos de tiempo. Implícitamente se asume que, si el gobierno alcanza un resultado fiscal consistente, puede realizar sin problemas la refinanciación de los vencimientos de capital o *roll over* de la deuda.

Estos análisis han generado que en la práctica hayan ganado relevancia indicadores como el superávit primario y la deuda en términos de PIB. Son utilizados por los organismos multilaterales, las agencias calificadoras, los operadores financieros y los investigadores. Este grupo de indicadores puede ser incluido dentro de los que INTOSAI (2009) denomina “indicadores de vulnerabilidad”. Otros indicadores pertenecientes a este grupo y que han sido ampliamente utilizados son los ratios de deuda externa/exportaciones, deuda externa/reservas internacionales, deuda total/recursos presupuestarios, intereses de la deuda/PIB o intereses de la deuda/recursos presupuestarios.

Todos estos indicadores son estáticos, reflejando la situación de la deuda en un momento del tiempo. Otro aspecto negativo de los mismos es que no existe un consenso entre los distintos organismos internacionales que aconsejan su utilización respecto a los valores críticos que deberían tomar tales indicadores (INTOSAI, 2009, p.p. 7-8). Una ventaja indiscutible es que se pueden computar sencillamente sin apelar a proyecciones ni a valores normales de ciertas variables o parámetros determinantes para la economía, lo cual siempre genera resultados no exentos de polémica. Al evaluar su efectividad como indicadores predictivos o de inferencia cualitativa, podemos afirmar que la misma no es tan amplia (como el uso de estos indicadores lo sugeriría).

Para evitar los problemas derivados de la utilización de indicadores estáticos, que pueden verse muy afectados según la etapa del ciclo económico (en especial en países con alta volatilidad como Argentina), se han desarrollado otros indicadores que INTOSAI (2009) denomina “de sustentabilidad”. Entre ellos se puede mencionar el indicador de consistencia tributaria (que mide la brecha entre la carga tributaria que estabiliza el ratio deuda/PIB y la carga efectiva), el indicador de Buitter (brecha entre resultado primario sostenible y el efectivo), el indicador de brecha primaria de corto plazo, el déficit primario macro-ajustado y el descalce de monedas, entre los más importantes (INTOSAI, 2009, p.p. 9-15). A diferencia de los indicadores de vulnerabilidad estáticos, para su cálculo deben estimarse o asignar valores futuros a variables y parámetros, lo que puede ser origen de errores o divergencias significativas.

Por lo tanto, como una de sus características más negativas, podemos remarcar que son muy sensibles a las expectativas de crecimiento, de la evolución de tasas de interés y del resultado fiscal. Los shocks exógenos en la tasa de interés, sobre el crecimiento mundial o en los términos de intercambio pueden modificar rápidamente una percepción de solvencia hacia una de insolvencia, dependiendo de si se consideran temporarios o transitorios, lo cual es difícil de establecer a priori. Este hecho es particularmente cierto en el caso de países emergentes o de bajo grado de desarrollo.

Merece un abordaje particular el Análisis de Sustentabilidad de Deuda del FMI (DSA, por sus siglas en inglés), habida cuenta de la relevancia que este organismo tiene sobre la capacidad de financiamiento de los estados, ya sea directa o indirectamente. Si bien las definiciones de sustentabilidad e insustentabilidad se han ido modificando en el tiempo, el núcleo del análisis se mantiene. El mismo tiene sus pilares en la evolución del superávit primario y el ajuste fiscal y resulta muy dependiente de las proyecciones de las variables a considerar (PIB, tasas de interés, ingresos y gastos, etc.).

Ante fuertes críticas, el FMI en 2011 introdujo indicadores de vulnerabilidad externa y de refinanciación para ampliar su análisis incorporando elementos relacionados con el frente externo (la composición por moneda de la deuda y la sustentabilidad de la cuenta corriente), y los riesgos ante posibles shocks en la liquidez. Los resultados de este tipo de análisis no han sido muy satisfactorios, caracterizándose por ser demasiado optimistas respecto de la situación de países en situación de riesgo de default. El caso más destacado en este aspecto ha sido el de Grecia.

Del marco teórico utilizado se deriva que existen infinitas trayectorias que pueden llevar a una estabilización de la deuda. La ejecución de una política contra cíclica en momentos de desaceleración económica puede generar como resultado un empeoramiento transitorio del resultado fiscal y un aumento de la deuda en el corto plazo, pero si

produce importantes efectos multiplicadores podría generar una caída del ratio de deuda en el futuro mediante su impacto en el producto.

La visión “fiscalista” puede resultar insuficiente para explicar algunas dinámicas de evolución de pasivos públicos observados en determinadas circunstancias macroeconómicas. En los últimos 50 años, las crisis de deuda tienen algunos rasgos que pueden no ser explicadas estrictamente por el resultado fiscal. Esto es especialmente válido en el caso de economías emergentes, donde se han generado efectos contagio de carácter regional y en episodios de stress financiero, posteriores a crisis cambiarias surgidas a raíz de desequilibrios de la balanza de pagos (Cosentino y otros, 2017, p.p. 143). Una de las enseñanzas que se desprende de lo anterior es que la evolución de la deuda puede estar sujeta a factores externos ajenos a las decisiones del gobierno, que producen impactos al interior de la economía nacional y modifican sus intercambios con el resto del mundo. La variación brusca de los precios de los *commodities*, de los términos de intercambio, tipos de interés o los frenos repentinos en la afluencia de capitales son algunas de las causales de las crisis de deuda que no están estrictamente vinculadas al comportamiento fiscal del gobierno.

Desde el abordaje planteado se entiende entonces que la sustentabilidad de la deuda es un concepto que, si bien no resulta sencillo de medir y debe basarse en previsiones complejas respecto a un futuro incierto, se basa en un principio muy simple: la deuda de un soberano resulta sustentable cuando las obligaciones de pago que emanan de ella están en línea con su “capacidad de pago”. Por ello, consideramos que lo más relevante es evaluar la capacidad de pago, no desde un abordaje lineal que se enfoque en un set reducido de variables, sino desde una visión que integre un conjunto de indicadores que den cuenta de las condiciones económico-financieras a nivel global y de posibles escenarios económicos y socio-políticos. Tal abordaje metodológico implica analizar distintas trayectorias factibles respecto de la capacidad soberana de administración de sus pasivos, así como de la dinámica de expectativas -y el permanente reseteo de las mismas- respecto de las condiciones de liquidez y solvencia del deudor.

Los análisis de sustentabilidad de corte más tradicional deben posiblemente complementarse con otro tipo de análisis cuantitativo y cualitativo. Cuando se enfoca la situación de la deuda desde un abordaje integral, la composición de activos y pasivos por tipo de moneda y plazo determinará la posibilidad de que existan descalces cambiarios significativos que pudieran derivar en el incremento de riesgos sistémicos. Por ejemplo, en un país con la mayoría de sus pasivos en moneda extranjera, una depreciación cambiaria aumentaría el peso de la deuda en el PIB. En ese caso, el país

podría demorar ajustes cambiarios necesarios para que no se vean comprometidos los indicadores de solvencia¹¹.

La estructura de acreedores también puede constituirse en un factor explicativo relevante de la dinámica de la deuda. Por ejemplo, el endeudamiento vía mercado de capitales, sobre todo con inversores con mucha movilidad, estará sujeto a mayor volatilidad que el financiamiento otorgado por organismos multilaterales o el generado dentro del propio sistema financiero doméstico.

Vale agregar aquí uno de los mecanismos no tan conocidos (y no considerado adecuadamente por la visión fiscalista), pero relevante en la generación de las crisis de deuda, es la activación de pasivos contingentes¹². Los incrementos imprevistos sobre el gasto público derivado de ello suelen generar fuertes desequilibrios fiscales, al no poder los gobiernos incrementar los recursos en una cuantía similar. El tratamiento de los pasivos contingentes será abordado en mayor detalle en el siguiente capítulo.

1.6.1 Análisis de sustentabilidad a nivel subnacional

Hasta aquí nos hemos referido al análisis de la sustentabilidad de la deuda de un país. ¿Qué cambia para el caso de un gobierno subnacional? ¿Deben considerarse otras variables?

Evidentemente, el concepto más relevante continúa siendo la capacidad de pago. Por eso, todo análisis debe evaluar el nivel y las fuentes de ingresos (propios, transferencias automáticas, transferencias discrecionales de la nación) y el nivel de gastos. La composición del gasto (corriente y de capital) también representa una variable de consideración pero sujeta al grado de rigidez de ajuste de cada concepto y al horizonte de evaluación considerado, aspectos éstos siempre circunscriptos a circunstancias macroeconómicas o fiscales en el corto plazo.

En el caso de la deuda subsoberana, una variable a incorporar en el análisis es la autonomía fiscal. Un gobierno subnacional que tiene la mayor proporción de sus gastos financiados con recursos propios y transferencias automáticas goza de una mayor autonomía financiera que otro que depende de transferencias de orden más

¹¹ Tal vez los últimos años de la convertibilidad argentina hasta la crisis de 2001-2002 sean un buen ejemplo de esto.

¹² Por ejemplo, derivados de devaluaciones o depreciaciones fuertes o fallos judiciales. Los juicios que las empresas prestadoras de servicios públicos y otras iniciaron a la Argentina en el CIADI luego de la salida de la convertibilidad son un cabal ejemplo de pasivos contingentes que pueden afectar la sostenibilidad de la deuda. El “juicio del siglo” entre Argentina y los fondos buitres también son otro ejemplo notable.

discrecional para saldar sus deudas. *Ceteris paribus*, una mayor autonomía suele asociarse a una situación más sustentable de la deuda.

A su vez, siguiendo la línea argumental que remarca limitaciones al enfoque fiscalista, se debe mencionar que los gobiernos subnacionales tienen menos herramientas para afrontar los shocks externos. En primer lugar, no pueden apelar a la política cambiaria y monetaria. En segundo lugar, tienen poco o ningún margen para realizar política comercial y arancelaria. En tercer lugar, la efectividad de las políticas contra cíclicas es menor, porque los efectos del gasto pueden ser difusos entre más de una provincia. Por último, pueden estar sujetos al control directo o administrativo de la Nación para emitir deuda y quedar expuestos a procesos exógenos a sus capacidades de control.

Creemos necesario aclarar aquí que el análisis de sustentabilidad subnacional será más relevante en la medida de su aplicación a un concepto adecuadamente representativo de los pasivos asumidos por tal gobierno subnacional, incorporando a las empresas públicas, entes y organismos pertenecientes al nivel del sector público que estamos considerando. Es decir, idealmente el análisis de sustentabilidad debería contar con la información consolidada del sector público provincial, incluyendo el sector financiero, y de los organismos extrapresupuestarios. De esta manera, la evaluación de trayectoria fiscal y de sustentabilidad de deuda resulta consistente a partir de considerar distintas categorías de pasivos -corrientes y contingentes- y de los riesgos asociados, de forma consolidada.

1.6.2 Una definición alternativa de sustentabilidad fiscal subnacional

La imposibilidad que tienen los gobiernos locales de apelar a distintos tipos de acciones de política sí disponibles en el caso del soberano puede llevar a la consideración de que las visiones de solvencia aplicadas a gobiernos subnacionales no resulten totalmente adecuadas, por no ser suficientemente específicas al considerar cómo podrían impactar ciertos factores externos en las cuentas fiscales locales.

Según el *Center for Latin American Monetary Studies* (CEMLA,2009), la visión de sustentabilidad asociada al balance intertemporal de las finanzas públicas puede ser poco significativa para el caso de los gobiernos subnacionales. Desde tal visión, el concepto más importante consiste en la sostenibilidad en la provisión de servicios, “definida como la habilidad de proveer en cualquier momento un determinado conjunto de servicios (...) que (...) debe tener una apropiada combinación de cobertura, calidad y costo”.

En función de esta conceptualización, CEMLA (2009) considera que si bien las reglas fiscales carecen de flexibilidad y que promueven prácticas evasivas¹³, hay indicadores sencillos que reflejan la disponibilidad de recursos de las provincias y los riesgos de insolvencia e iliquidez. En la próxima tabla los presentamos:

Tabla N° 1: Indicadores de solvencia y de liquidez

Indicadores de Solvencia	Indicadores de Liquidez
Stock de Deuda/Ingreso Corriente (D/IC)	Servicio de Deuda/Ingreso Corriente (SD/IC)
Valor Presente de la Deuda/Ingreso Corriente (VP/IC)	Intereses/Ingreso Corriente (I/IC)

Fuente: CEMLA (2009)

La sustentabilidad de los pasivos subnacionales implica una evaluación stock flujo muy precisa en términos de los servicios, stock de deuda, perfil de vencimientos y riesgos de descalce contra ingresos. Un stock de deuda en niveles por encima de un rango entendido como normal podrá incrementar el riesgo de roll over y en el extremo la imposibilidad de acceso a fuentes de financiamiento de mercado, incrementando las necesidades de asistencia del gobierno nacional y/o de otras fuentes concesionales.

Los indicadores de solvencia contemplan un análisis compositivo de stock, por moneda, tasa y tipo de acreedor. Este análisis puede utilizar la comparación del stock a valores nominales o bien a valores presentes, contra los ingresos corrientes del gobierno subnacional. La opción del valor presente de la deuda resulta muy dependiente de la tasa de descuento que se utilice. Por ejemplo, se puede generar una subestimación del peso de esa deuda, sobre todo si un gobierno se endeuda a tasas promedio relativamente altas y consecuentemente descuenta sus flujos a tales niveles de tasas.

Los indicadores de liquidez se basan en la comparación de flujos, ya sea de servicios totales (capital, intereses y gastos) o bien solo los intereses, partiendo de la premisa de que el capital siempre es susceptible de renovación. Dada la historia de Argentina y de los países de la región en general, pareciera ser más adecuado utilizar indicadores de flujos totales, ya que no han sido pocas las circunstancias en las que los gobiernos subnacionales se vieron imposibilitados de refinanciar sus amortizaciones.

En todos los casos, los ingresos corrientes podrían considerarse netos de transferencias discrecionales, de transferencias de todo tipo o incluyéndolas. Es destacable que según

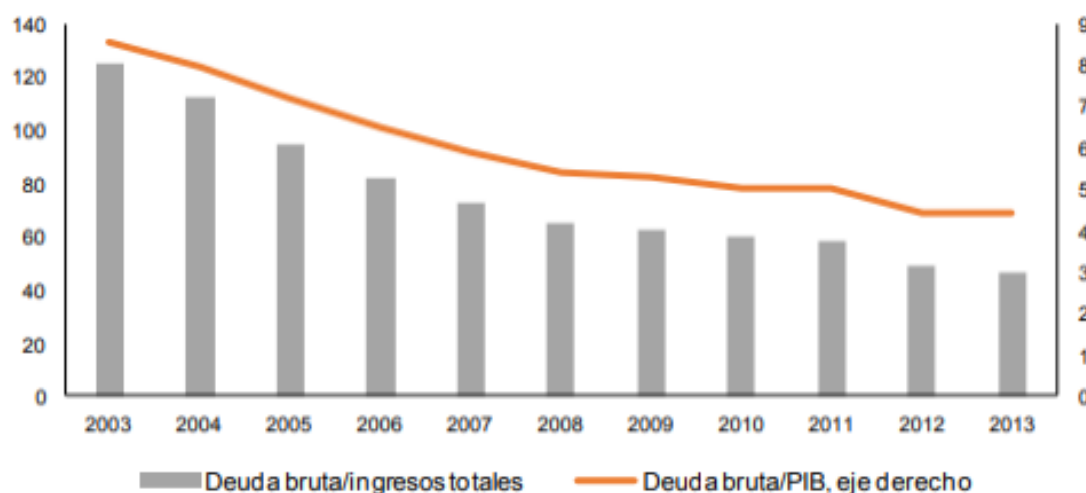
¹³ Clasificación de gastos corrientes como de capital, creación de entidades extra-presupuestarias, acumulación de deuda flotante, entre otras.

el CEMLA, no existe un arreglo institucional de unánime efectividad para la supervisión de la deuda, por lo que cada caso amerita evaluar el esquema de articulación intergubernamental y de supervisión más conveniente en función de consideraciones vinculadas a la configuración política e institucional, la existencia de imposiciones constitucionales y normativas, así como las restricciones asociadas a determinados factores contextuales e idiosincráticos.

Jiménez y Ter-Minassian (2016) consideran que la relación deuda/ingresos subnacionales constituye un indicador más relevante de la capacidad de servicio y, por ende, de la sostenibilidad de la deuda, respecto de la relación deuda/producto, comúnmente usada para gobiernos soberanos. Un indicador todavía más riguroso sería la relación deuda/(Ingresos propios + transferencias corrientes de libre destinación), dado que las transferencias direccionadas para programas específicos de gastos no se pueden aplicar al servicio de la deuda. Sin embargo, la información necesaria para el cálculo de tal indicador puede resultar de no fácil acceso.

Estos autores analizan la sustentabilidad de la deuda subnacional para una muestra de los principales países de la región¹⁴.

Gráfico 5: Evolución de deudas subnacionales: deuda bruta/ingresos totales y deuda bruta/PBI



Fuente: Jiménez y Ter-Minassian, sobre datos de CEPAL.

Algunos rasgos estilizados merecen ser destacados. El ratio deuda bruta/ingresos totales permite corroborar que la sustentabilidad de la deuda subnacional se ha robustecido

¹⁴ Jiménez y Ter-Minassian toman la información que surge de la base de datos fiscales subnacionales mantenida por la CEPAL, que incluye los siguientes países: Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, México y Perú.

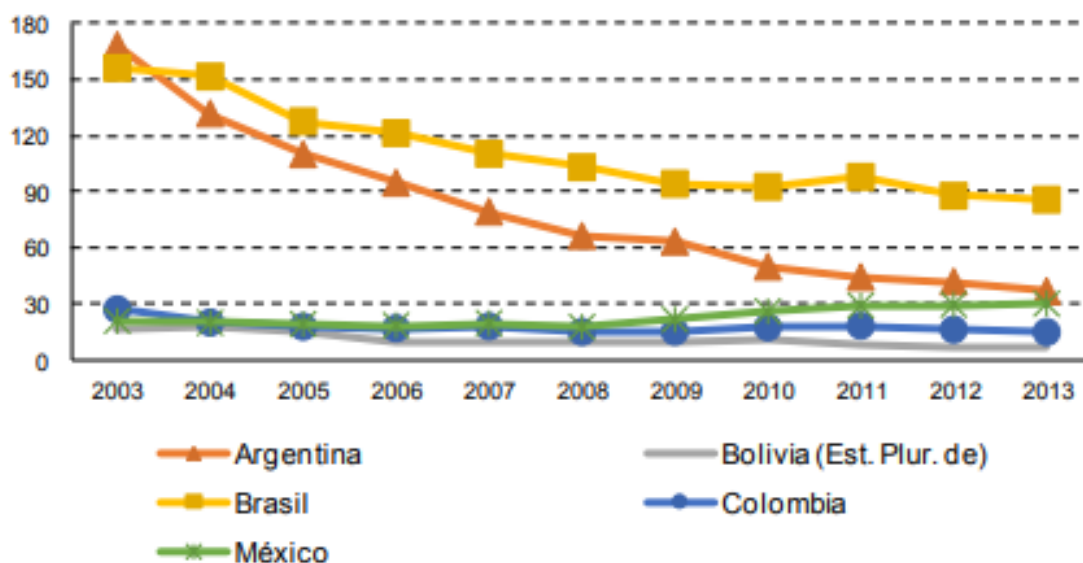
entre 2003 y 2013 (Gráfico N° 5)¹⁵. Abriendo esa información consolidada por países, puede observarse que la situación resulta bastante heterogénea.

Mientras Bolivia y Colombia han mantenido durante el período analizado una relación baja y relativamente estable, Brasil y Argentina han logrado una fuerte reducción a comienzos de los años 2000, aunque siguen estando muy por encima de los demás países de la muestra. En el caso de Brasil, esa reducción se debió al mantenimiento de superávits primarios y, en el caso de Argentina, la reducción se explica en importante grado por transacciones de restructuración de la deuda subnacional que involucraron al gobierno central (se explican más adelante), siendo otro factor explicativo de la reducción de carga relativa de deuda el fuerte crecimiento de los ingresos subnacionales. Por su parte, México se ubica en la línea de Bolivia y Colombia mostrando sin embargo un incremento del nivel de deuda de sus gobiernos subnacionales frente a sus ingresos en los últimos años.

A su vez, también al interior de cada país la situación de los gobiernos subnacionales varía sustancialmente. Por ejemplo, Jiménez y Ter-Minassian destacan que, en México, se encuentran fuertes diferencias entre los niveles de endeudamiento en relación con los ingresos totales de los estados, que van desde casi cero en el estado de Tlaxcala hasta un máximo de casi 100% en Coahuila. Mientras en la mayoría de los estados la deuda permanece por debajo del 40% de los ingresos, hay varios casos de niveles de deuda elevados (Coahuila, Chihuahua, Nuevo León y Quintana Roo, todos por encima del 70%). Dada la baja proporción de recursos propios en el total de los ingresos de los estados mexicanos, las relaciones deudas/ingresos propios exceden 200% en la mayoría de los casos.

¹⁵ Utilizamos el potencial porque, como se verá a continuación, no consideramos que se pueda evaluar la sustentabilidad mediante un solo indicador.

Gráfico 6: Evolución de deudas subnacionales: deuda bruta/ingresos totales y deuda bruta/PBI (en porcentaje)



Fuente: Jiménez y Ter-Minassian, sobre datos de CEPAL.

1.6.3 La visión sistémica de sustentabilidad subnacional en la práctica

Hasta aquí el documento realizó una síntesis general sobre las definiciones más utilizadas en el análisis de sustentabilidad de la deuda pública, resaltando las diferencias más significativas en el tratamiento de la deuda nacional y la subnacional. Como noción genérica, afirmamos que la visión típicamente fiscalista -por ejemplo, el DSA del FMI- puede resultar incompleta al no asignarle a los desequilibrios del sector externo un peso relativo acorde a su relevancia macroeconómica como generadores de riesgos sistémicos. Tampoco tal enfoque de análisis considera integralmente los riesgos de iliquidez y de activación de pasivos contingentes; al mismo tiempo que tiende a subestimar los multiplicadores fiscales, en especial los efectos contractivos que el ajuste del gasto genera sobre el nivel de actividad. Por esa razón, se plantea una visión alternativa, más amplia, que incluya las pautas del análisis más tradicional pero que al mismo tiempo se complemente con otros indicadores y dimensiones de análisis, con especial énfasis en la consideración de aspectos de consistencia macroeconómica agregada y los riesgos derivados sobre la capacidad intertemporal de pago.

En el caso de la deuda subnacional, una visión sistémica debe integrar categorías e indicadores referidos a la autonomía financiera de las jurisdicciones (o entes públicos y empresas de gran tamaño) porque, como mencionamos, una mayor autonomía se relaciona positivamente con una mayor capacidad de pago. Al mismo tiempo, resulta

relevante la incorporación de nociones de índole cualitativa¹⁶, los cuales enriquecen el análisis a partir de integrar dimensiones institucionales de relevante importancia, aunque en el caso de este documento no constituyen el foco principal de abordaje. El abordaje propuesto puede ser interpretado con cierta reticencia en lo referido a su aplicación práctica¹⁷, pero entendemos que resulta altamente contributivo desde permitir la configuración de un conjunto diverso de indicadores bajo un adecuado esquema de seguimiento. El monitoreo de su evolución y eventualmente de ajustes no requiere de complejos recursos o mayores esfuerzos.

A nuestro entender, un enfoque más específico a los niveles subnacionales debe incluir al menos dos tipos de análisis, según se muestra a continuación:

1.6.3.1 Análisis de ratios de variables fiscales fundamentales:

Los análisis más difundidos tienen algunas ventajas innegables, como menores requerimientos de información y de cómputo, mayor facilidad de comprensión y la capacidad de homogeneizar situaciones muy disímiles para facilitar la comparación. Por ello, brindan señales generales que resultan de gran relevancia, especialmente a causa de su extendido uso. Para el caso de la deuda nacional, el ratio más conocido es deuda/PIB. Un enfoque similar para el caso subnacional debería incluir en el denominador los recursos propios desestacionalizados (incluyendo o no las transferencias automáticas que surjan del arreglo fiscal con la nación y excluyendo las transferencias discrecionales) en lugar de lo que sería el indicador análogo deuda/producto bruto geográfico (PBG). Esta recomendación surge debido a la dificultad de calcular periódicamente el PBG y a una relación más débil entre producción y recaudación para los gobiernos locales en relación con los nacionales.

Con respecto al numerador (la deuda), tal variable podría reexpresarse en forma de índice, teniendo en cuenta su composición según tipo de acreedor, moneda, plazo y ley vigente, asignando por ejemplo una mayor ponderación a la deuda bajo condiciones de mercado, en moneda extranjera, a corto plazo y con legislación extranjera.

En el caso de jurisdicciones con alta dependencia de las regalías sobre recursos naturales, puede proponerse un conjunto de indicadores similares que incluyan

¹⁶ Las metodologías DeMPA y SN-DeMPA, a las que nos referiremos hacia el final de este documento incluyen variables cualitativas, referidas entre otras cosas al marco normativo y la relación fiscal entre la nación y las jurisdicciones subnacionales.

¹⁷ Como mencionáramos, para el análisis de sustentabilidad de la deuda a nivel subnacional muchas veces la carencia de información detallada es un impedimento, por lo que para los analistas puede ser complejo realizar incluso los análisis más sencillos.

variables como los intereses de la deuda y el crecimiento del stock de deuda, en el caso del numerador, y alguna medida de producción como el Producto Bruto Geográfico o cantidades producidas, que guarde estricta correlación con determinados ingresos fiscales específicos. En definitiva, se puede plantear una multiplicidad de posibles indicadores de cálculo sencillo en función de la disponibilidad de datos y las características fiscales más distintivas de la jurisdicción en cuestión.

1.6.3.2 *Análisis comparativo (benchmark) y contextual aplicado al ámbito subnacional:*

Para realizar ejercicios de sensibilidad y stress financiero en este tipo de análisis resulta de interés considerar tendencias macroeconómicas a nivel nacional (y tal vez en los principales socios comerciales) y de los mercados de deuda a nivel global y regional, en este último caso haciendo especial énfasis en los subsoberanos. El análisis macroeconómico debe centrarse en categorizar las variables con mayor capacidad de afectar las distintas fuentes de financiamiento a nivel de la política financiera soberana y los efectos derivados sobre las estrategias de financiamiento subnacional. La evaluación de trayectorias posibles de los sectores fiscal y externo resultan un insumo crítico para la realización de ejercicios de sensibilidad o de stress financiero previendo los posibles shocks asociados a diferentes escenarios y su impacto en términos de brecha de recursos a cubrir y programa de financiamiento.

A modo de ejemplo, con las series de tiempo de las tasas de referencia en EE.UU., las tasas de los bonos soberanos y las de los sub-soberanos se puede obtener la relación que existe entre el spread de tasas soberano y el spread sub-soberano; luego, calculando el spread soberano esperado se puede alcanzar una aproximación a las tasas que enfrentará el gobierno subnacional en el horizonte temporal considerado, a fin de evaluar distintas opciones de estrategia de financiamiento y administración de pasivos. Ejercicios similares se pueden ejecutar para otras fuentes de recursos, domésticas y externas.

El análisis debería diferir según el nivel gubernamental bajo análisis y si contempla todo el espacio jurisdiccional o algunos componentes principales. Idealmente, el análisis de sustentabilidad de la deuda subnacional debe incorporar todo el sector público involucrado, es decir, incluyendo deuda y resultados financieros de las empresas públicas, bancos oficiales, entidades autárquicas, fideicomisos, etc. Lo mismo puede decirse de las deudas indirectas (avales y garantías) que los gobiernos subnacionales asuman, ya sea con otras entidades del sector público provincial, con sus gobiernos locales o inclusive con privados. En muchos casos estos compromisos no se encuentran debidamente registrados o bien, estando registrados, no están debidamente contabilizados dentro del stock de deuda provincial.

Constituye un hecho usual que la información plena no siempre esté disponible o resulte difícil su consolidación, siendo la opción restringirse a trabajar con la información de algunas áreas centrales. Estas pueden tener diferentes lógicas de funcionamiento según sean empresas, organismos descentralizados o la administración central. En tal sentido, el INTOSAI (1998) propone que “la definición del concepto de deuda pública variará dependiendo de su uso. Los economistas se inclinarán por la definición más amplia posible para considerar la contribución del sector público a la economía. Por el contrario, tratándose de rendición de cuentas, la definición se restringirá a la deuda en que haya incurrido una entidad gubernamental con la debida autoridad y responsabilidad para ello” (INTOSAI, 1998, p.p. 4). En relación con ello, un componente central del proceso de administración de la deuda pública consiste en el correspondiente proceso de auditoría. En tal instancia es necesario definir qué componentes de los controles internos se deberán examinar y la profundidad de alcance. El foco y la profundidad de la auditoría dependerá del mandato legal con que se rija la entidad de fiscalización.

A modo de conclusión preliminar, se puede afirmar que el análisis de sustentabilidad de la deuda subnacional resulta más restrictivo que el análisis referido a la deuda soberana. En primer lugar, la disponibilidad de información siempre suele ser mayor a nivel nacional. En segundo lugar, el soberano puede administrar todo un set de variables ajenas a los niveles de gobierno inferiores, como pueden ser las de orden macroeconómico. En tal sentido, dichas variables resultarán para el gobierno subnacional datos exógenos, lo cual no significa que no deban ser constantemente monitoreadas, a los fines de detección y tratamiento de relevantes riesgos sistémicos.

Nuestro enfoque respecto de criterios de manejo responsable de la deuda subnacional asume la necesidad de una evaluación dinámica -mediante una tarea de testeo permanente de los escenarios macrofiscales considerados- en referencia a las variables relevantes y con mayor poder de impacto en la capacidad intertemporal de pago. Esto exige, bajo hipótesis de límites de las variables nominales, de los ratios de deuda relevantes y en función de las arreglos fiscales imperantes o factibles, la integración de ejercicios de stress de diferentes eventos de impacto en la deuda subnacional, considerando distintos eventos probables, tales como cambios bruscos en el tipo de cambio, saltos inflacionarios, modificaciones relevantes de la tasa de interés libre de riesgo, caída relevante de los ingresos o de la actividad económica, etc. La evaluación cuantitativa de los pasivos a nivel subnacional se debe complementar con el análisis configurativo de las fuentes de financiamiento -disponibles y potenciales-, los distintos riesgos asociados, la capacidad de una adecuada estrategia de administración de los mismos y la consistencia agregada del programa macroeconómico en curso.

Capítulo II: La deuda pública provincial y municipal en Argentina

Este capítulo refiere específicamente a la situación de la deuda subnacional en la Argentina. El Capítulo inicia con un repaso histórico de la evolución de deuda pública provincial, incluyendo un análisis de evolución de fuentes. Se explica aquí la relevancia que tiene y, sobre todo, que tuvo el Gobierno Nacional como acreedor de las provincias luego de la crisis de 2001.

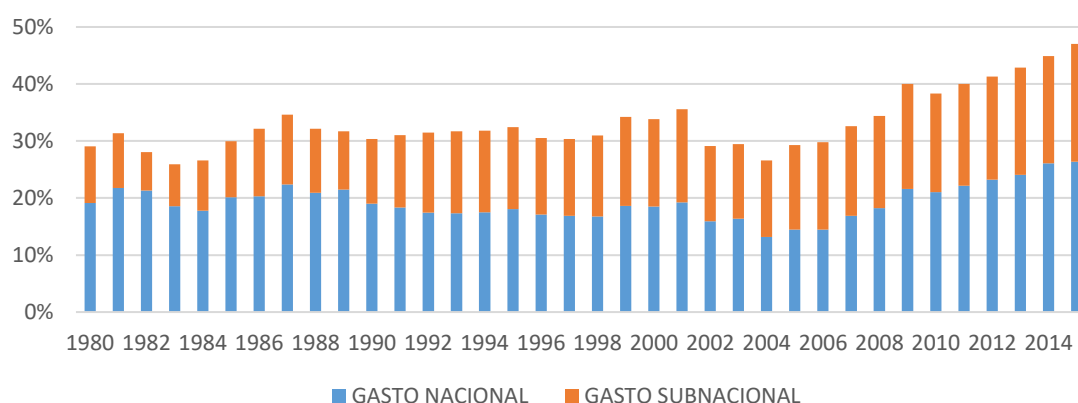
En segundo lugar, se describen las pautas de monitoreo y control de deuda pública subnacional que se implementó en la Argentina a partir de la sanción de la Ley de Responsabilidad Fiscal y cómo funciona dicho régimen en la actualidad.

En tercer lugar, se propone un repaso sistematizado de las principales pautas y herramientas destinadas a una eficiente y sostenible administración de deuda pública, describiendo en particular el caso de la Provincia de Buenos Aires, una de las jurisdicciones que más evolucionó en la implementación de estas herramientas de administración.

2.1 Evolución de las necesidades de financiamiento y de la deuda subsoberana argentina en las últimas décadas

Desde el inicio de la década del '80 hasta hace unos diez años, la participación del gasto público en el PIB de la Argentina oscilaba en torno al 30%. Desde la crisis financiera de 2008 ha mostrado una tendencia creciente hasta el año 2015 (último dato de la serie).

Gráfico N° 7: Gasto Nacional y Gasto Subnacional
(en % de PIB)



Fuente: elaboración propia con datos del Ministerio de Hacienda

Se puede observar en el gráfico previo que la participación del gasto subnacional (provincias y municipios) en el PIB ha crecido sostenidamente desde un 9,8% promedio

anual en los años ´80 a casi 19% para el período 2010-2015 (último dato disponible). La dinámica del gasto nacional en términos de PIB es más estable, aunque se acelera hacia los últimos años.

La siguiente tabla resume la evolución de dicha participación por década:

Tabla N° 2: Evolución del gasto nacional y subnacional como porcentaje del PBI

Período	Participación promedio Gasto Subnacional (% PIB)	Participación promedio Gasto Nacional (% PIB)	Participación promedio Total Gasto Estatal (% PIB)
1980-1989	9,8%	20,4%	30,2%
1990-1999	13,8%	17,7%	31,5%
2000-2009	15,2%	16,9%	32,1%
2010-2015	18,6%	23,8%	42,4%

Fuente: elaboración propia con datos del Ministerio de Hacienda

Esta evolución se puede adjudicar a varios factores, entre los que se destacan:

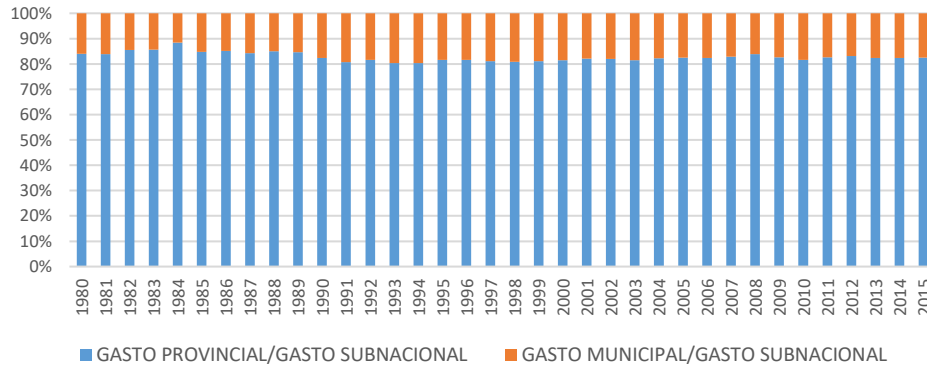
- las crecientes atribuciones que se delegaron *directamente* a los gobiernos subnacionales (por ejemplo, la provincialización de la educación media a principios de los años ´90)
- funciones delegadas *de manera indirecta* (donde el ejemplo más notorio es la promoción del empleo y la asistencia social luego de la crisis de 2001-2002)
- el cambio de orientación de la política económica desde 2003 hasta 2015, donde se valida un mayor peso del Estado y del gasto público comparado con los guarismos registrados en la década previa.

Respecto al último punto, el gasto del estado nacional duplicó su participación en el PIB desde 2004 hasta 2015 (de 13,2 p.p. a 26,4 p.p.) mientras el gasto subnacional aumentó a un ritmo inferior (de 13,4 p.p. a 20,6 p.p.). La evolución de las participaciones relativas de los gastos provinciales y municipales en el total de gastos subnacionales se han mantenido estables.

El Gráfico N° 8 evidencia que la política de mayor participación estatal se dio en provincias y municipios a una escala similar. En el mismo se puede observar la estabilidad de la participación del gasto municipal en el gasto subnacional: ha sido

levemente inferior al 20% desde la década de los ´80, mientras que la participación provincial se ha mantenido apenas superior al 80% desde entonces.

Gráfico N° 8: Participación del gasto provincia y municipal en el gasto subnacional (en porcentajes)

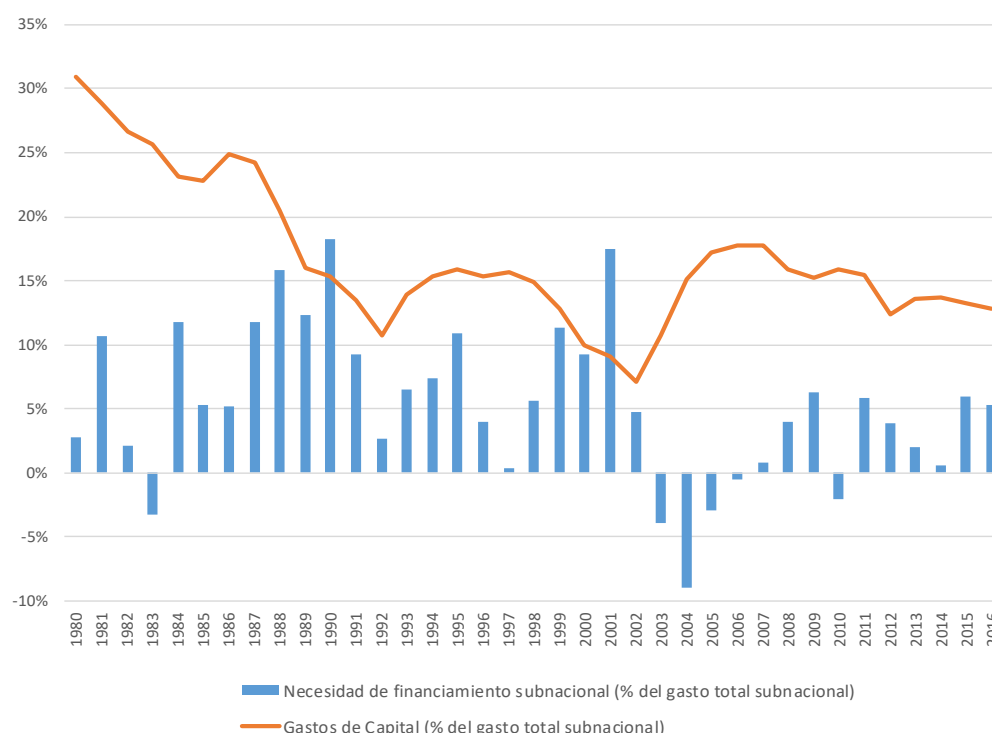


Fuente: elaboración propia con datos del Ministerio de Hacienda

Ante tal evolución del gasto, resulta de interés evaluar cómo se ha financiado, si con recursos propios o incrementando los pasivos subnacionales. Al respecto, se pueden consultar los esquemas de Ahorro-Inversión-Financiamiento del Sector Público Argentino y complementariamente de las provincias y la Ciudad Autónoma de Buenos Aires (CABA).

Si se consideran los datos de ingresos y gastos del esquema AIF consolidado de las provincias argentinas -incluyendo gastos y contribuciones figurativas- se observa que, a pesar de la tendencia al crecimiento del gasto en la última década, las necesidades de financiamiento provincial resultaron menores que en otros momentos de menores gastos, en parte gracias a algunas políticas nacionales que favorecieron la reestructuración de las deudas. Volveremos a posar nuestra atención sobre este punto más adelante.

**Gráfico N° 9: Necesidad de financiamiento provincial y participación de gastos de capital
(en porcentaje de gasto total provincial)**



Fuente: elaboración propia con datos del Ministerio de Hacienda

Cuando en el gráfico previo se observan necesidades de financiamiento negativas, esto quiere decir que ese año el consolidado de provincias tuvo un resultado financiero superavitario. Por lo tanto, mientras que entre 1980 y la crisis del 2001 las provincias necesitaron endeudarse persistentemente, desde entonces las necesidades de financiamiento se redujeron, contabilizando algunos años de resultado financiero positivo. De todos modos, hay que destacar que desde el año 2010 el consolidado de las provincias no ha tenido resultados financieros positivos.

La menor necesidad de financiamiento fue posible incluso cuando la proporción del gasto en bienes de capital mostró un incremento respecto de la década de la convertibilidad. Se puede notar en el gráfico anterior que la reducción de la participación de la inversión pública se detuvo e incluso ganó unos puntos porcentuales.

No se profundiza aquí sobre las necesidades de financiamiento por provincia porque más adelante se presentarán algunas conclusiones sobre la evolución de la deuda provincial, considerando la situación de diferentes grupos y de experiencias individuales en particular. Con relación a los municipios, haremos mayor hincapié en las necesidades de financiamiento municipal consolidado por provincia, habida cuenta de que no es

posible contar con una serie consistente de la evolución de la deuda municipal. Con respecto a las necesidades de financiamiento municipal, desde el año 1993 al 2016, se observa un comportamiento similar al de las provincias. Mientras entre 1993 y 2001 necesitaron financiamiento persistentemente (con la excepción del bienio '96-'97, de leve superávit), desde 2003 a 2016 la situación del consolidado se ha mostrado relativamente equilibrada.

Los municipios de La Pampa, Entre Ríos, San Luis, Santiago del Estero, San Juan y Río Negro son las que menos años de déficit financiero han tenido desde 1993. Los de la provincia de Buenos Aires también tuvieron más años superavitarios que deficitarios. En Catamarca, Corrientes, La Rioja y Mendoza el conjunto de municipios presenta menores necesidades hacia el final de la serie, mientras que los gobiernos locales de Chaco, Chubut, Formosa, Santa Fe, Santa Cruz y Tierra del Fuego presentan un importante deterioro de su situación financiera hacia el 2016.

Presentadas las principales tendencias para las finanzas provinciales y municipales, lo sucedido con el agregado subnacional genera algunas preguntas, pero en particular: ¿cómo ha sido posible incrementar los gastos, elevar la participación de la inversión en el gasto y reducir las necesidades financieras? Evidentemente, sin el crecimiento económico que vivió el país entre 2003-2011 tal fenómeno no hubiera sido posible.

El Gobierno Nacional, mientras pudo mantener una posición de superávits gemelos (fiscal y externo), fortaleció su posición financiera y desplegó un conjunto de políticas para la reducción de la carga de las obligaciones provinciales y fomentar la disciplina fiscal. Entre ellas, el Programa de Financiamiento Ordenado, Proceso de Canje de la Deuda Provincial y Reunificación Monetaria, Programas de Asistencia Financiera, Régimen de Responsabilidad Fiscal, Fondo Federal Solidario y el Programa Federal de Desendeudamiento de las Provincias Argentinas. También permitió el incremento de los gastos provinciales y municipales a través de transferencias amparadas en una dinámica de crecientes ingresos fiscales a nivel nacional.

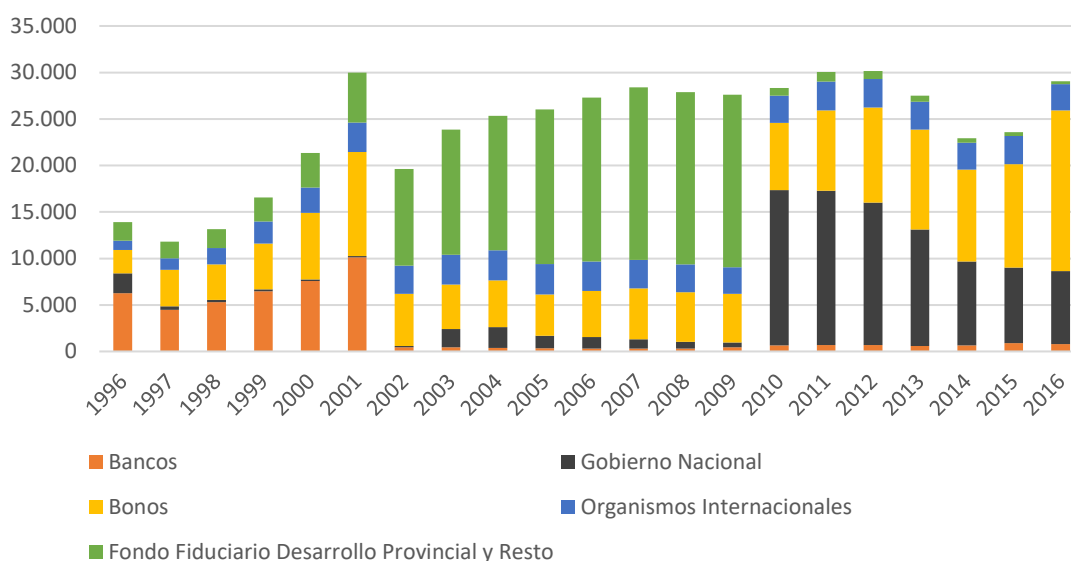
2.1.1 Evolución de la deuda provincial argentina 1996-2016

El stock de deuda provincial en diciembre de 1997 era algo inferior a los U\$S 12.000 millones, pero el mismo se disparó a casi U\$S 30.000 millones en diciembre de 2001. Un tercio de las acreencias estaban en poder de bancos, un tercio eran bonos y el otro tercio se lo repartían los organismos internacionales y el Fondo Fiduciario de Desarrollo Provincial (FFDP). Este fondo había nacido con otros objetivos, más asociados a la reforma de los estados provinciales pero las condiciones determinaron otro fin, constituyéndolo como deudor frente a los acreedores originales de las provincias (y algunos municipios). En primera instancia, se utilizó para asistir financieramente a las

provincias que querían privatizar sus bancos provinciales; luego, en 1998 se ampliaron sus objetivos, pudiendo financiar además programas de reforma fiscal, financiera o administrativa, así como también programas para el saneamiento de la deuda pública.

Desde el año 2002 se tomaron acciones por parte del Gobierno Nacional para reducir las deudas provinciales. La devaluación de la moneda licuó parte de la deuda (medida en dólares), pero además se realizaron políticas concretas de alivio a las deudas provinciales, como las mencionadas anteriormente.

Gráfico N° 10: Stock de deuda pública provincial por acreedor (en millones de U\$S)



Fuente: elaboración propia con datos del BCRA, el Ministerio de Hacienda y la DNCFP

El stock de deuda provincial a diciembre de 2002 era inferior a los U\$S 20.000 millones. El mismo creció un 40% en dólares corrientes entre diciembre de 2002 y diciembre de 2009, lo cual es consistente con el crecimiento del PIB argentino y los ingresos fiscales de esos años. La composición de los acreedores sufrió modificaciones: los bancos prácticamente dejaron de financiar a las provincias, ganando mucha participación el FFDP (llegando a tener el 67% de las acreencias provinciales en su poder). El FFDP fue el vehículo que utilizó el gobierno nacional para reestructurar gran parte del endeudamiento provincial y municipal durante la crisis de 2001 y fue también quien asistió con sus diferentes programas a las jurisdicciones durante los años siguientes a dicha crisis. También elevó levemente su participación el estado nacional y la mantuvieron los organismos internacionales y el mercado de bonos.

Desde el año 2010 al año 2015 el stock de deuda provincial se redujo en unos U\$S 5.000 millones (un 17%) y nuevamente hubo un cambio relevante en la participación por

acreedor: en esta instancia el estado nacional pasa a ser el principal acreedor hasta el año 2014, donde ese lugar lo toma el mercado de bonos. El FFDP prácticamente pierde toda su influencia, mientras que el financiamiento de multilaterales se mantiene. La explicación de este cambio de acreedores se debe a que en 2010 el Gobierno Nacional instituyó, mediante el Decreto N° 660/2010, el Programa Federal de Desendeudamiento de las Provincias Argentinas, reestructurando las deudas provenientes de los Programas de Asistencia Financiera, los Convenios de Infraestructura financiados por el FFDP, el Programa de Unificación Monetaria y el Programa de Conversión de la Deuda Pública Provincial. Todas estas deudas que las provincias mantenían con el FFDP pasaron a convertirse en deuda directa asumida por el Gobierno Nacional (Álvarez y otros, 2011). En esta operatoria se redujo la deuda provincial al imputarse a favor de las provincias los Fondos de Aportes del Tesoro Nacional acumulados que ascendían a casi \$10.000 millones (unos U\$S 2.500 millones considerando el tipo de cambio de ese momento), distribuyéndose los mismos en base a la participación de cada jurisdicción en el stock de deuda a reprogramar. Los saldos de deuda luego de la compensación contra el saldo de Adelantos del Tesoro de la Nación (ATN) fue reestructurado aplicando una tasa del 6% anual y una gracia de capital e intereses hasta diciembre de 2011. Adicionalmente, se eliminó el ajuste por CER que mantenía una parte sustancial de la deuda elegible, lo que junto a la aceleración de la devaluación y la vigencia de tasas de interés reales negativas implicó una disminución del stock de deuda en dólares corrientes entre 2010 y 2015. Estas circunstancias determinaron que el stock de deuda provincial como porcentaje del PBI se redujera al 6,6%.

A partir del nuevo gobierno, con la normalización plena de la deuda soberana y el retorno al mercado internacional de capitales, en el año 2016 el stock de deuda provincial medido en dólares aumentó un 23%, reforzando el peso del mercado de bonos dentro de los acreedores. Como se puede observar del gráfico previo, el stock casi alcanzaba a diciembre de 2016 los U\$S 30.000 millones. Durante el año 2017 la deuda continuó incrementándose.

Como ya se mencionó, la resolución del estado de incumplimiento de la deuda nacional en abril de 2016 permitió que tanto el gobierno nacional como varias provincias recuperaran una fuente de financiamiento que había estado prácticamente vedada para muchos¹⁸, como fue el mercado de capitales internacional. Provincias como Chaco,

¹⁸ Cabe aclarar que algunas jurisdicciones como Buenos Aires, Ciudad de Buenos Aires, Córdoba, Neuquén, Mendoza, Salta lograron acceder al mercado internacional de capitales aun durante el período de “veda” que supuso para el Gobierno Nacional la no resolución de las causas judiciales generadas a partir del incumplimiento de pagos de 2001.

Tierra del Fuego, Jujuy, La Rioja, Río Negro, Santa Fe, Entre Ríos, entre otras lograron emitir deuda en mercados internacionales.

El stock de deuda provincial al año 2016 se repartía de la siguiente manera: Buenos Aires (44%), Ciudad de Buenos Aires (10,4%), Córdoba (6,8%), Mendoza (5,7%), Chubut (4,5%), Neuquén (3,9%) y Entre Ríos (3,6%), entre las de mayor participación.

Cuando se considera la evolución del stock de deuda por provincia, vemos que la provincia de Buenos Aires ha ido ganando participación en el consolidado provincial. En 1996, la provincia era responsable del 22% del endeudamiento provincial. Hacia fines de 2001, su participación se había incrementado a 35%. A fines de 2006, Buenos Aires tenía el 40% de las deudas provinciales, alcanzando el 44% en 2016. Según el último informe publicado a la fecha (tercer trimestre de 2017)¹⁹ la deuda pública de la provincia ascendía a \$260.000 millones, unos U\$S 15.000 millones al tipo de cambio del cierre del trimestre. Medida en millones de dólares corrientes, el aumento es de aproximadamente 60% en dos años. En términos de PBG, la deuda representa un 7,3%, valor al que ha accedido con un crecimiento ininterrumpido desde 2014, cuando representaba un 5,5% (el valor mínimo en al menos una década).

La Pampa, San Luis, Santa Fe y Santiago del Estero son provincias que han mantenido participaciones de deuda muy bajas y con una tendencia declinante desde la crisis de 2001. Catamarca, Córdoba, Corrientes, Chaco, Formosa, La Rioja, Misiones, Río Negro, San Juan y Tucumán han disminuido su participación en el endeudamiento provincial en la década previa a 2016.

Dentro de las provincias con una participación más estable podemos mencionar a Entre Ríos, Jujuy, Mendoza, Salta y Tierra del Fuego, las tres últimas sumando levemente participación en los últimos diez años. Finalmente, las que elevaron de manera más decidida su participación en el endeudamiento provincial son la Ciudad de Buenos Aires, Chubut, Santa Cruz y Neuquén.

Hay que aclarar que el hecho de que algunas de las provincias hayan mantenido o disminuido su participación en la deuda total provincial no implica que la situación financiera de las mismas sea holgada. Siguiendo a Agosto (2016), al considerar el indicador stock de deuda/ ingresos totales, las jurisdicciones que más sufren el peso del endeudamiento son las siguientes:

¹⁹ Disponible en:

<http://www.ec.gba.gov.ar/areas/finanzas/deuda/archivos/Informe%20de%20Deuda%20PBA%20al%2030-Set-2017.pdf>.

- con un indicador mayor al 30%: Mendoza, Río Negro, Buenos Aires y Jujuy. Las dos últimas superando el 40%.
- con un indicador entre 20% y 30%: Neuquén, CABA, Entre Ríos, Formosa, Córdoba, Chaco, Salta y San Juan.

Los datos aquí presentados abarcan hasta el año 2016 y debe considerarse que desde entonces a nivel nacional continuó aumentando el endeudamiento público. La trayectoria del sector fiscal y la posibilidad de acceso al mercado internacional de capitales generó un incremento de los pasivos soberanos y fundamentalmente en moneda extranjera, fenómeno que ha afectado los indicadores de solvencia y sustentabilidad. A nivel provincial conviven situaciones disímiles aunque en al agregado podemos afirmar que las finanzas subnacionales, dadas las magnitudes de déficit primario y financiero consolidados, no implican desequilibrios que se traduzcan en un pasivo contingente de magnitud en términos de exposición soberana. Desagregando el estado de situación en función del tamaño de las distintas jurisdicciones, se puede fundamentar que la totalidad de las provincias medianas y pequeñas podría completar sus necesidades de financiamiento a través de las diversas fuentes internas de recursos, sea el sistema financiero doméstico o vía diferentes vehículos o mecanismos coordinados por el gobierno nacional. Respecto de las provincias de mayor escala, y a diferencia de otras circunstancias históricas, no presentan una situación financiera que ostente un riesgo sistémico de consideración.

2.2 Mecanismos de asistencia del Gobierno Nacional: el Fondo Fiduciario de Desarrollo Provincial (FFDP) y el Fondo Fiduciario Federal de Infraestructura Regional (FFFIR).

Como puede observarse, la participación del Gobierno Nacional, de forma directa o a través de vehículos destinados específicamente a ese fin, ha tenido una fuerte relevancia a partir de la crisis de 2001. El FFDP tuvo un rol preponderante en la ejecución de varias transacciones de reestructuración de deudas provinciales referidas más arriba y, durante la primera década del año 2000, como financiador de las Provincias a través de los diferentes programas de asistencia. A partir del Decreto N° 660/2010 el financiamiento anual a las provincias fue asumido prioritariamente por el Gobierno Nacional de forma directa, sin perjuicio de lo cual el FFDP sigue asistiendo con préstamos puntuales a algunas provincias en situación de dificultades financieras. En ese marco ha venido asistiendo en los últimos años a provincias como Chaco, Santa Cruz, Chubut, Tierra del Fuego, Neuquén, Jujuy, entre otras.

Por otro lado, el FFFIR ha venido financiando infraestructura provincial desde su creación a fines de los '90. El FFFIR tiene como objeto la financiación de obras de infraestructura económica y social, tanto a nivel nacional como provincial.

El FFFIR se crea por la Ley N° 24.855 en oportunidad de la privatización del Banco Hipotecario en 1997. Su patrimonio se constituye con:

- a) Las acciones del Banco Hipotecario S.A. y el producido de su venta, con excepción de aquellas acciones que conserve el Estado nacional, de acuerdo con lo que dispone el Capítulo III, a lo que determina el artículo 35 de esta ley, y las acciones destinadas al Programa de Propiedad Participada;
- b) Los recursos que le asignen el Estado nacional, las provincias y los organismos internacionales;
- c) La renta y los frutos de sus activos, con excepción de lo previsto en el artículo 36 de la presente ley.

En su versión original la Ley N° 24.855 preveía también la posibilidad del FFFIR de tomar financiamiento para lo cual podía ofrecer los bienes fideicomitidos como garantía, pero esta potestad fue vetada al momento de la promulgación de la ley por parte del Poder Ejecutivo.

Los recursos del FFFIR se destinan, en un primer término de \$100 millones a la constitución de una cartera de crédito reservada para provincias de menor densidad poblacional. En ese marco las provincias actualmente beneficiadas son Catamarca, Chaco, Chubut, Formosa, La Rioja, Río Negro, Salta, y Santiago del Estero²⁰. El remanente de fondos se distribuye en un 47,1% a financiar proyectos propuestos por Nación y 52,9%, a proyectos propuestos por las provincias. De ésta última porción, la asignación de cupos entre provincias se realiza sobre la base de los porcentajes de la Ley de Coparticipación.

La operatoria del FFFIR como financiador de las provincias constituye un proceso sencillo. Las jurisdicciones deben presentar sus proyectos, los que son analizados desde el punto de vista técnico, económico y legal. Las legislaturas provinciales deben aprobar el endeudamiento, así como la cesión en garantía de los fondos de coparticipación. Los desembolsos se hacen contra certificados de avance de obra que pueden ser auditadas por el FFFIR²¹.

Según lo informa el FFFIR, el mismo ha financiado más de 600 proyectos por más de \$10.500 millones (en valores históricos). A la fecha existen préstamos en estado de desembolso otorgados a 13 provincias de acuerdo al siguiente detalle: Buenos Aires,

²⁰ Fuente: estados contables del FFFIR al 31/12/17 disponible en:
<http://www.fffir.gob.ar/index.php/institucional/estados-contables>

²¹ Ver: <http://www.fffir.gob.ar/index.php/acceso-al-financiamiento>.

Catamarca, Chaco, Chubut, Corrientes, Entre Ríos, Formosa, Mendoza, Misiones, Neuquén, Río Negro, Salta y Tierra del Fuego.

A continuación, se explicitan el estado de situación del financiamiento a cada jurisdicción:

**Tabla N° 3: FFFIR. Cupo de financiamiento total para cada jurisdicción
(en \$)**

JURISDICCIONES	%	Cupos asignados			Cupo comprometido total		
		General	Especial	Total	Total	Comprometido	Utilizado
1. Nación	47,100%	5.150.987.702	-	5.150.987.702	5.150.987.702	5.150.987.702	-
2. Buenos Aires	10,925%	1.194.788.549	-	1.194.788.549	1.194.788.549	761.165.322	433.623.227
3. Catamarca	1,370%	149.827.031	12.500.000	162.327.031	162.327.031	(174.714.487)	337.041.518
4. Chaco	2,480%	271.219.735	12.500.000	283.719.735	283.719.735	283.719.735	-
5. Chubut	0,785%	85.849.795	12.500.000	98.349.795	98.349.795	(359.172.155)	457.521.950
6. Ciudad de Bs As	2,640%	288.717.782	-	288.717.782	288.717.782	288.717.782	-
7. Córdoba	4,415%	482.836.745	-	482.836.745	482.836.745	416.127.406	66.709.339
8. Corrientes	1,850%	202.321.173	-	202.321.173	202.321.173	(392.219.502)	594.540.675
9. Entre Rios	2,430%	265.751.595	-	265.751.595	265.751.595	(267.675.325)	533.426.920
10. Formosa	1,810%	197.946.661	12.500.000	210.446.661	210.446.661	88.832.675	121.613.986
11. Jujuy	1,415%	154.748.356	-	154.748.356	154.748.356	154.748.356	-
12. La Pampa	0,935%	102.254.214	-	102.254.214	102.254.214	102.254.214	-
13. La Rioja	1,030%	112.643.680	12.500.000	125.143.680	125.143.680	125.143.680	-
14. Mendoza	2,075%	226.927.802	-	226.927.802	226.927.802	(364.269.552)	591.197.354
15. Misiones	1,645%	179.901.800	-	179.901.800	179.901.800	(132.133.488)	312.035.288
16. Neuquén	0,865%	94.598.819	-	94.598.819	94.598.819	(99.817.801)	194.416.620
17. Río Negro	1,255%	137.250.309	12.500.000	149.750.309	149.750.309	130.011.368	19.738.941
18. Salta	1,905%	208.336.127	12.500.000	220.836.127	220.836.127	(36.689.514)	257.525.641
19. San Juan	1,680%	183.729.498	-	183.729.498	183.729.498	183.729.498	-
20. San Luis	1,135%	124.126.774	-	124.126.774	124.126.774	124.126.774	-
21. Santa Cruz	0,785%	85.849.795	-	85.849.795	85.849.795	(40.973.696)	126.823.491
22. Santa Fe	4,445%	486.117.629	-	486.117.629	486.117.629	486.117.629	-
23. Santiago del Estero	2,055%	224.740.546	12.500.000	237.240.546	237.240.546	210.631.326	26.609.220
24. Tierra del Fuego	0,605%	66.164.492	-	66.164.492	66.164.492	(252.088.664)	318.253.156
25. Tucumán	2,365%	258.643.013	-	258.643.013	258.643.013	247.734.083	10.908.930
Total	100,00%	10.936.279.622	100.000.000	11.036.279.622	11.036.279.622	6.634.293.366	4.401.986.256

Fuente: estados contables del FFFIR al 31/12/17. Disponibles en:
[http://www.fffir.gov.ar/index.php/institucional/estados-contables.](http://www.fffir.gov.ar/index.php/institucional/estados-contables)

Del total del cupo asignado a las jurisdicciones, que al 31/12/17 ascendía a más de \$11.000 millones, solamente hay comprometidos \$6.600 millones, de los cuales, \$4.400 millones han sido efectivamente desembolsados. Es decir, existe una porción relevante de los fondos del FFFIR que no están siendo utilizados en su última finalidad.

Creemos que el FFFIR es una herramienta de asistencia financiera al sector público provincial de gran potencial que no está siendo debidamente aprovechada. En el capítulo III expondremos algunas acciones tendientes a darle mayor capacidad de acción al mismo.

2.3 El Régimen Federal de Responsabilidad Fiscal

El Régimen Federal de Responsabilidad Fiscal (Ley 25.917 del año 2004) fue el marco normativo que permitió comenzar a jerarquizar el sistema de administración financiera a nivel provincial e inducir al autofinanciamiento provincial.

Dentro del esquema de coordinación y control del endeudamiento subsoberano que se repasó en el capítulo anterior, el Régimen de Responsabilidad Fiscal argentino es un claro ejemplo de reglas fiscales negociadas entre el Gobierno Nacional y la mayoría de las provincias. Como se explicará a continuación este régimen incluye tanto reglas cuantitativas, con límites y parámetros sobre ciertos agregados fiscales, como cualitativas con lineamientos explícitos destinados a mejorar el flujo de información fiscal y financiera (Farah, 2017).

Como muchas veces ocurre, la implementación de este tipo de regímenes de coordinación y control de la deuda subnacional y, en general, de la situación fiscal y financiera de los gobiernos subnacionales, surge como consecuencia de crisis en las que el gobierno central termina rescatando a estos gobiernos ante eventos de crisis financieras y/o fiscales.

El Gobierno Nacional debió brindar asistencia financiera a las provincias luego de la crisis de fines de 2001. Estas asistencias permitieron reacomodar el peso de la deuda provincial, a través del Canje de Deuda Provincial por Bonos Garantizados (Decreto N° 1579/02), el rescate de las cuasi-monedas a través del Programa de Unificación Monetaria (Decreto N° 743/03) y, a partir de 2002, los programas de asistencia anual que el Gobierno Nacional implementó para asistir a las jurisdicciones subnacionales (Programas de Asistencia Financiera (PAF), Programa de Financiamiento Ordenado (PFO) (Álvarez y otros, 2011).

Todo este proceso de reacomodamiento de las finanzas públicas provinciales tuvo como un hito central la sanción de la Ley de Responsabilidad Fiscal a partir del cual se implementó el referido régimen con una fuerte adhesión de las provincias argentinas.

El régimen establecía en su origen un conjunto de normas de transparencia que facilitan el intercambio de información fiscal entre las jurisdicciones y hacia la sociedad e introduce una serie de reglas fiscales que a continuación se resumen, siguiendo a Álvarez y otros (2011):

- Regla de contención del gasto: el gasto primario neto no debía exceder el crecimiento del PBI nominal. Cuando éste resulte negativo el gasto solo podrá permanecer constante y en el caso en que el incremento nominal de los recursos

supere el incremento nominal del PBI, la limitación sólo regirá para el gasto corriente primario.

- Regla de presupuesto equilibrado: exigía que los presupuestos debían preservar el equilibrio financiero, medido éste como la diferencia entre los recursos percibidos (corrientes y de capital) y los gastos devengados, que incluirán los gastos corrientes netos de aquellos financiados con préstamos de organismos multilaterales y los gastos de capital netos de aquellos destinados a infraestructura social básica necesaria para el desarrollo económico y social financiados con cualquier uso del crédito.
- Regla de endeudamiento sostenible: los servicios de deuda no debían superar el 15% de los recursos corrientes netos de transferencias de coparticipación a municipios.

Respecto del endeudamiento fija otras pautas adicionales:

- Prohíbe la toma de deuda para financiar gasto corriente, algo que está consagrado por la mayoría de los marcos normativos provinciales.
- Establece un procedimiento de control del endeudamiento subnacional mediante el cual las provincias y municipios cuyo indicador de endeudamiento supere el referido límite del 15% de los recursos corrientes, no podrán tomar nuevas deudas excepto para refinanciar en mejores condiciones la deuda existente o para tomar financiamiento de organismos multilaterales y programas nacionales. En todos los casos, con una programación financiera que sustente la atención de los servicios pertinentes.
- Consagra la potestad del Gobierno Nacional de implementar programas de asistencia a las jurisdicciones que no cuenten con el financiamiento correspondiente en tanto observen las pautas fiscales y financieras establecidas en la ley. En este marco, el Gobierno Nacional, directamente o a través del Fondo Fiduciario de Desarrollo Provincial ha venido asistiendo en mayor o menor medida a la mayoría de las provincias argentinas, convirtiéndose en muchos casos en el principal acreedor de varias. Esto puede observarse de manera consolidada en el Gráfico N° 10.

En resumen, la Ley de Responsabilidad Fiscal viene a instaurar en nuestro país un mecanismo de monitoreo de la deuda subnacional que cuenta con reglas cuantitativas y con un procedimiento para el control de nuevas operaciones. Este procedimiento debe ser iniciado por parte de las provincias o municipios que pretendan endeudarse ante el Poder Ejecutivo Nacional. Tradicionalmente el análisis lo realizaba el Ministerio de Economía a través de la Secretaría de Hacienda. En la actualidad toma intervención previa el Ministerio del Interior, Obras Públicas y Vivienda a través de la Secretaría de

Provincias y Municipios, pero el acto administrativo de aprobación sigue siendo una Resolución de la Secretaría de Hacienda, del Ministerio de Hacienda de la Nación.

Este régimen se aplica exclusivamente sobre aquellas jurisdicciones que hubieran adherido al mismo mediante decisiones legislativas y solamente éstas podrán recibir asistencia del Gobierno Nacional en el marco del artículo 25 de la Ley.

Más allá de las pautas que el régimen prevé con relación al endeudamiento, cuenta también con otros mecanismos de control presupuestario y publicidad de la situación fiscal y financiera de las jurisdicciones que busca la generación de información homogénea y comparable. Así por ejemplo, el artículo 7 ordena a los gobiernos provinciales a publicar sus presupuestos anuales y plurianuales en su página web, además de la información sobre la ejecución presupuestaria, su stock de deuda, los programas bilaterales de financiamiento y el pago de servicios, detallando en estos tres últimos casos el tipo de acreedor.

La Ley de Responsabilidad Fiscal fue aplicada con normalidad hasta el ejercicio 2009 inclusive. Sin embargo, a partir del ejercicio 2010 y durante varios años las reglas cuantitativas fijadas por la ley quedaron temporariamente suspendidas.

La ley N° 26.530 de finales del año 2009 supuso un relajamiento de las reglas fiscales por parte de las provincias para los ejercicios 2009 y 2010. La misma fue prorrogada durante sucesivos períodos hasta el año 2016 inclusive²². La referida ley establecía la exclusión de las erogaciones destinadas a promover la actividad económica, sostener el nivel de empleo y dar cobertura a la emergencia sanitaria y a la asistencia social de los artículos 10 (regla de contención del gasto) y 19 (regla del presupuesto equilibrado). También estableció la no aplicación de las limitaciones contenidas en el artículo 12 (prohibición de atender gastos corrientes con operaciones de endeudamiento o con el producido de venta de activos) y el primer párrafo del artículo 21 (regla de endeudamiento sostenible).

Ya durante el ejercicio 2017 el régimen recuperó aplicación plena.

La Ley de Presupuesto Nacional de 2017 (Ley N° 27.341) en el Capítulo IX llamado “Del Régimen Federal de Responsabilidad Fiscal”, estableció algunas reglas de transición aplicables solamente al período 2017 con el objetivo final de iniciar un período de convergencia hacia el equilibrio fiscal. Esta norma resultaba de aplicación para el

²² La última prórroga de la Ley N° 26.530 fue dispuesta por el artículo 54 de la Ley de Presupuesto para el Ejercicio 2016 N° 27.198.

Gobierno Nacional y, asimismo, para todas las provincias que adhirieran al referido Capítulo IX.

Según Farah (2017), hoy se encuentran adheridas la mayoría de las provincias, salvo por La Pampa y San Luis, así como más de 500 municipios. La Ciudad Autónoma de Buenos Aires había adherido al régimen de forma temprana, en 2009 se desvinculó del mismo.

2.4 El nuevo Régimen de Responsabilidad Fiscal y Buenas Prácticas de Gobierno (Ley N° 27.428)

A partir del acuerdo alcanzado con las provincias de Córdoba, San Luis y Santa Fe para cumplir con el fallo de la Suprema Corte referido a la coparticipación de impuestos (ver ASAP, 2017), la Nación lideró un proceso de discusión con las jurisdicciones subnacionales en pos de reformar la Ley de Responsabilidad Fiscal, que concluyó con la presentación del proyecto de ley en septiembre de 2017. En enero de 2018 se aprobó la Ley N° 27.428 que introdujo varios cambios, que a continuación se explican:

- Regla de contención del gasto: los gastos primarios ya no están atados al crecimiento del PBI, sino al IPC. La nueva regla establece que la tasa nominal de incremento del gasto primario neto no puede superar la tasa de aumento del índice de precios al consumidor de cobertura nacional. El Concepto de gasto corriente primario neto excluye:
 - Los gastos financiados con préstamos de organismos internacionales;
 - Las transferencias por coparticipación a Municipios y Comunas;
 - Los gastos corrientes financiados con aportes no automáticos transferidos por el Gobierno nacional a las jurisdicciones que tengan asignación a una erogación específica;
 - Los gastos corrientes destinados al cumplimiento de políticas públicas nacionales, que sean definidas como políticas de Estado por futuras leyes nacionales.
- Otras disposiciones sobre gasto y equilibrio financiero:
 - A partir del año 2020, aquellas jurisdicciones que hubieran alcanzado resultado financiero equilibrado tendrán como límite para el incremento de su gasto corriente primario, la tasa de crecimiento nominal del PBI.
 - Condiciona también el crecimiento de la planta de personal público al crecimiento de la población proyectada por el INDEC para cada jurisdicción, salvo para aquellas jurisdicciones que hayan alcanzado un resultado financiero superavitario o equilibrado que podrán incrementar la planta de personal para brindar mayor prestación de servicios sociales, como educación, salud y seguridad.

- Instruye al Consejo Federal de Responsabilidad Fiscal a determinar la relación óptima de cargos ocupados (planta permanente, temporaria y contratados) adecuada a las características de cada jurisdicción, a los efectos de permitir excepciones.
- Otra innovación es la inclusión de cláusulas de “fin de mandato”, con la prohibición de realizar incrementos del gasto corriente en forma permanente desde dos trimestres antes de la finalización de los mandatos ejecutivos.
- Disposiciones sobre endeudamiento:
 - La regla de endeudamiento sostenible se mantiene sin mayores cambios; es decir, los servicios de deuda no deben superar el 15% de los recursos corrientes netos de transferencias de coparticipación a municipios.
 - En cuanto al proceso de aprobación de las operaciones de endeudamiento subnacionales, se excluye de esta exigencia a las operaciones con organismos del sector público no financiero (por ejemplo, el Fondo de Garantía de Sustentabilidad) y a las operaciones con organismos multilaterales y a través de programas nacionales, siempre que el Consejo Federal de Responsabilidad Fiscal no informe incumplimiento de los principios y parámetros de la ley.
 - Delega en el gobierno nacional la implementación de un tratamiento diferenciado para el análisis de operaciones de reestructuración y amortización de la deuda del presupuesto en ejecución.
 - Con relación a los avales y garantías se establece la obligación de los distintos niveles de gobierno de implementar, actualizar sistemáticamente e informar el estado de situación de las garantías y avales otorgados, clasificados por beneficiario, en oportunidad de elevar los proyectos de ley de presupuesto, conteniendo una previsión de garantías y avales a otorgar para el ejercicio que se presupuesta.

2.5 Sistemas de administración de deuda pública subnacional

En nuestro país, el marco legal general para el endeudamiento provincial está compuesto por cada una de las constituciones provinciales. Algunas llegan a contener la necesidad de aprobación parlamentaria con mayorías especiales y límites a la incidencia de los servicios de deuda en los recursos provinciales, así como la prohibición de tomar deuda para afrontar gastos corrientes.

Se puede observar una variada gama de situaciones en cuanto al nivel de desarrollo de los sistemas subnacionales de administración de deuda. Un número importante de provincias cuenta con sistemas de administración modernos, basados en un marco

normativo similar al previsto a nivel nacional. Según Farah (2017), son diecisiete las provincias con leyes de administración financiera similares a la nacional. En cambio, las que no han avanzado en este sentido siguen manteniendo marcos normativos con bajo nivel de sistematización rigiendo sus sistemas de administración financiera.

Un sistema de administración de deuda actualizado consiste en una metódica y confiable centralización del universo de las operaciones de crédito público vigentes y de aquellas que se formalizarán en un determinado período, lo que representa un cambio de una gran importancia, tanto en la forma de registro, acceso a la información y análisis de la deuda provincial. A medida que los gobiernos desarrollan sus programas de endeudamiento y van incorporando nuevos instrumentos y nuevos tipos de acreedores, instrumentos con diferente tipo de esquemas de pago y amortización, entre otras cosas, resulta cada vez más relevante contar con un programa específico de administración de deuda. Este programa debe permitir generar información actual y certera de su deuda, realizar los pagos en tiempo y forma, sistematizar la información para permitir su análisis por parte de las autoridades, permitir generar información de calidad para el mercado y demás acreedores e incorporar los servicios de la deuda en su programa financiero y en el presupuesto.

Es decir que el sistema de deuda pública resulta un elemento esencial del sistema de administración pública que debe estar correctamente coordinado con el sistema de presupuesto, de contabilidad y de tesorería. Con el primero, deberá coordinar las necesidades de financiamiento para cubrir el presupuesto de cada ejercicio e incorporar en el mismo el gasto que suponen los servicios de la deuda pública. Con el sistema de contabilidad y tesorería deberá coordinar los procesos de pagos de deuda y su debido registro.

No resulta extraño aún en estos tiempos que las jurisdicciones locales manejen estos procesos desde una simple plataforma de Excel. Ello podría ser aceptado para aquellas jurisdicciones que mantienen un bajo nivel de deuda y poca dispersión respecto del tipo de instrumento de endeudamiento y la variedad de acreedores a los que debe servir. Sin perjuicio de ello, aun en estos casos, la responsabilidad que supone la administración de pasivos públicos exige contar al menos con mecanismos de back-up que permitan protegerse del riesgo de la pérdida o destrucción de la información. También es necesario contar con un acorde sistema de alarmas que permita alertar a los funcionarios responsables de los pagos de la necesidad de iniciar los correspondientes trámites de pagos de servicios de la deuda, considerando los tiempos que se necesitan para la confección y control de la documentación en cuestión y para el efectivo pago por las vías previstas para cada tipo de instrumento de deuda.

2.5.1 El Programa SIGADE

En ese marco, algunas provincias argentinas han implementado el Programa del Sistema de Gestión y Análisis de la Deuda (SIGADE) desarrollado por la Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD). El objetivo general del Programa SIGADE es aumentar la capacidad de los países en desarrollo y los países con economías en transición para gestionar su deuda de manera eficaz y sostenible, con el fin de contribuir a la reducción de la pobreza, el desarrollo y la buena gobernanza. Este programa brinda a los países y a administraciones de deuda subnacionales un conjunto de soluciones de eficacia comprobada para aumentar su capacidad de gestión de las obligaciones públicas y para elaborar datos fiables sobre la deuda con miras a la formulación de políticas. Ello incluye su software especializado para la gestión de la deuda, también llamado SIGADE, así como sus servicios consultivos y actividades de capacitación en gestión de la deuda. Hasta ahora, el Programa ha suministrado sus productos y servicios a 105 instituciones de 69 países (UNCTAD, 2011).

El programa también se implementa a nivel de los gobiernos subnacionales. Varias provincias argentinas han adoptado, mediante convenios de colaboración con la UNCTAD, el Programa y su sistema de administración de deudas, como por ejemplo, Río Negro, Buenos Aires, Santa Fe.

El software del SIGADE está concebido para ayudar a los países a gestionar su deuda pública externa e interna. El SIGADE gestiona todas las obligaciones de deuda de un gobierno, ya sean domésticas como externas, directas, avales y garantías, etc. Permite también gestionar operaciones de administración de pasivos, reestructuraciones, etc.

El SIGADE permite satisfacer las necesidades de una oficina de gestión de la deuda, ya sea como *front office* (emisión de títulos de deuda), *middle office* (análisis) o *back office* (operaciones de registro y gestión). Suele instalarse en el Banco Central y/o el Ministerio de Hacienda y proporciona información precisa y oportuna para la gestión de la deuda. El SIGADE permite a los administradores de la deuda realizar las siguientes operaciones:

- Registrar toda la información relativa a los préstamos, las donaciones y los títulos de deuda, incluida su posible relación con proyectos y con las distintas cuentas presupuestarias nacionales;
- Ejecutar suscripciones, subastas y demás mecanismos de emisión primaria de deuda en el mercado de capitales;
- Crear y actualizar automáticamente los desembolsos estimados;
- Calcular automáticamente amortizaciones;
- Registrar pagos, colocaciones y demás operaciones del servicio de la deuda;

- Identificar deudas con atraso en el servicio de la deuda y calcular los intereses por mora;
- Elaborar una amplia gama de informes estándares y personalizados, incluidos informes para boletines estadísticos e informes con fines de validación y control; y
- Analizar su cartera de deuda y formular estrategias en materia de deuda

2.5.2 Organización de una oficina de deuda pública provincial

Las oficinas de crédito público suelen ser las dependencias gubernamentales que actúan como órgano rector del sistema de crédito público. Normalmente, la Oficina de Deuda Pública se encarga de las funciones operacionales y proporciona información de fondo a las funciones ejecutivas, para que éstas puedan ajustar la estrategia y/o el marco jurídico en función de los últimos acontecimientos. Típicamente sus funciones incluyen:

- Planificar, dirigir, coordinar y controlar el funcionamiento del sistema de crédito público;
- Ejecutar todas las operaciones de endeudamiento de la administración y aprobar o tomar intervención de las operaciones del resto de las dependencias del sector público;
- Elaborar periódicamente informes sobre el estado de situación del endeudamiento provincial y darles publicidad;
- Gestionar el registro de operaciones de endeudamiento;
- Administrar los vencimientos y realizar pagos de amortizaciones, intereses y demás gastos.

Las oficinas de deuda pública suelen organizarse sobre la base de 3 áreas bien definidas: por un lado, una dependencia de registro y control que actúa como "oficina de apoyo" ("*back office*"); una dependencia de estadística y análisis que conforma la "oficina de servicios intermedios" ("*middle office*") y una dependencia de coordinación conocida como "oficina ejecutiva" ("*front office*").

2.5.2.1 Front Office

El *front office* es quien asume las tareas operacionales. Estas se clasifican en tres fases diferentes: negociación, utilización de los recursos y servicios. Las actividades o acciones relacionadas con cada fase serán diferentes según el tipo de préstamos de que se trate (préstamos bilaterales y multilaterales, bonos, financiamiento del Gobierno Nacional, etc.). La utilización de los recursos y servicios se aproxima más al seguimiento de la ejecución de proyectos y la ejecución del presupuesto. La negociación, en términos generales, es la negociación de la financiación, incluidos los nuevos empréstitos y las

posibles operaciones de reprogramación. La actividad de negociación toma las decisiones sobre asuntos de estrategia microfinanciera y fija los objetivos basándose en los resultados de la función analítica. También aplica los resultados de las funciones de gestión ejecutiva de las garantías del gobierno.

2.5.2.2 Middle Office

El *middle office* realiza las tareas de análisis que proporciona elementos para fines de análisis y adopción de decisiones, utilizando la información proporcionada por la función de registro. A nivel agregado, esto entraña análisis macroeconómicos para explorar las opciones viables de que se dispone, dadas las condiciones económicas y del mercado, y la estructura proyectada de la deuda externa. Es necesario revisar constantemente el impacto de las diversas opciones de gestión de la deuda sobre el presupuesto y considerando las variables macroeconómicas que para la provincia son un dato, para ayudar a juzgar variables tales como las condiciones idóneas de los préstamos nuevos. A un nivel más desagregado, la función analítica consideraría los distintos instrumentos de préstamo o la selección de los vencimientos, y también podría ayudar en el análisis de nuevas técnicas financieras como las operaciones de cobertura, canje de la deuda y gestión de riesgos. Si la oficina de la deuda tiene objetivos que cumplir, esta función también sirve para evaluar si se han alcanzado.

2.5.2.3 Back Office

El *back office* asume las funciones de registro de la deuda pública. Las funciones de registro, así como las de análisis que realiza el *middle office* se consideran funciones pasivas, en el sentido de que su realización no implica un cambio en el perfil de la deuda, a diferencia de las funciones operacionales y de control, cuyo efecto inmediato será una modificación del perfil de la deuda, por lo que se consideran funciones activas.

La función de registro consiste en registrar información. A pesar de la aparente sencillez de esta función, es muy a menudo la causa inicial de una mala gestión de la deuda. Una buena gestión de la deuda requiere información precisa y actualizada. Para que los ficheros de la deuda se puedan actualizar rápidamente es preciso que la oficina a cargo de la función de registro disponga de una corriente de información organizada y eficiente. Este flujo de información es necesario a todos los niveles: nuevos préstamos, transacciones, desembolsos y atrasos. Esta función es parte de lo que se suele denominar actividades de la oficina de servicios de apoyo. La eficiencia con que se lleva a cabo esta función depende de la buena aplicación del marco jurídico y de los reglamentos. Esta función necesita apoyarse en un buen sistema informatizado de manejo de la información.

El accionar de estas áreas resulta necesariamente interrelacionado. El mismo debe estar previsto concretamente en las normas de organización y en manuales de procedimiento que establezcan las acciones y responsabilidades que debe tomar cada área involucrada. Los organismos internacionales de crédito suelen ofrecer asistencia técnica y financiamiento para la creación y puesta en funcionamiento de estas dependencias.

Por otro lado, están las funciones de control. Este se distribuye entre diferentes áreas de la administración. Por un lado, la propia oficina deberá fijar sus mecanismos de control y reaseguros internos. Por otro, deberán aplicarse los procesos de control y auditoría tanto internos dentro de la propia administración como externos, a través del organismo que resulte competente. Por ejemplo, a nivel nacional, el control interno de la deuda pública la realiza la dependencia de la Sindicatura General de la Nación del Ministerio de Finanzas, mientras que el control externo lo realiza la Auditoría General de la Nación, que depende y reporta directamente al Congreso de la Nación. A ello se suma actualmente la Oficina de Presupuesto del Congreso, creada el año pasado y que tiene injerencia en el control de la deuda pública también.

2.6 Arreglos institucionales en la Argentina: funcionamiento del Sistema de Crédito Público de la Provincia de Buenos Aires

La provincia de Buenos Aires es la más grande del país en términos económicos y es la que mayor stock de deuda registra dentro del conjunto de las provincias argentinas.

Aunque consideramos relevante hacer una evaluación más abarcativa de cómo funcionan los marcos de deuda subnacional en la Argentina, en esta ocasión nos concentraremos en Buenos Aires, lo que nos brindará una aproximación considerable a la cuestión.

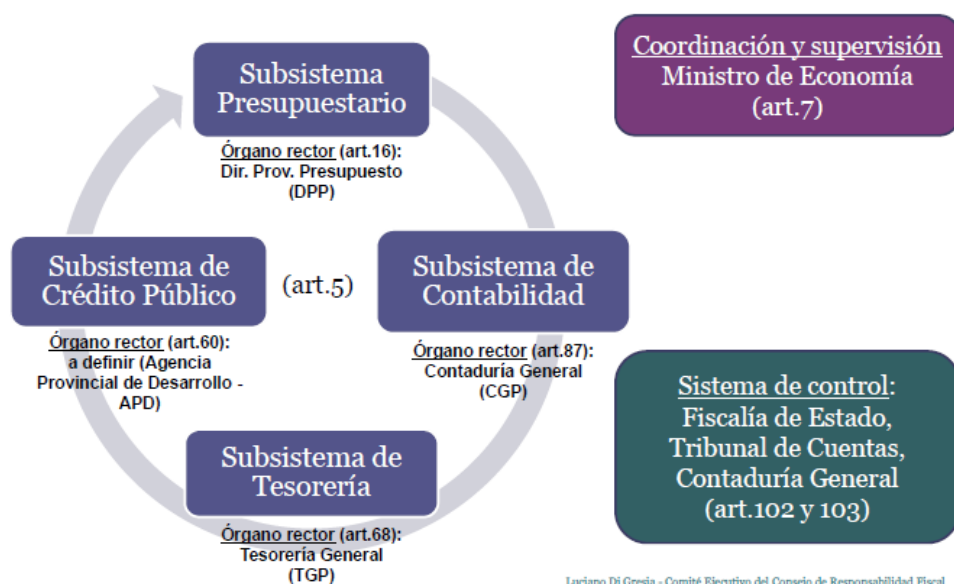
La Constitución de la Provincia de Buenos Aires establece, en materia de empréstito público (Art. 47°, 48° y 49°) que no se podrá incurrir en la toma de empréstitos o la emisión de títulos públicos si no hay una ley que lo autorice. Dicha ley debe sancionarse con una mayoría especial consistente en los 2/3 de los miembros presentes y debe especificar con qué recursos se atenderá el servicio de la deuda y con qué fin se toma la deuda. Además, se permite al poder ejecutivo realizar operaciones de reestructuración de la deuda si dicha operación representa una mejora en las condiciones de la deuda (Art. 64).

La Ley de Administración Financiera del año 2007 (Ley N° 13.767), su modificatoria (Ley N° 13.929) y el Decreto Reglamentario N° 3.260/08 constituyen el núcleo de la normativa referida al endeudamiento de la Provincia de Buenos Aires. La sanción de la Ley de Administración Financiera provincial tiene como punto de partida la Ley Nacional

del Régimen Federal de Responsabilidad Fiscal del año 2004 (Ley 25.917) que en su art. 9 llama al Gobierno Nacional, las provincias y a la Ciudad de Buenos Aires a modernizar sus sistemas de administración financiera, fiscal y de recursos humanos.

En la provincia de Buenos Aires, el sistema de Administración Financiera está conformado por cuatro sub-sistemas: el presupuestario, el de crédito público, tesorería y contabilidad. De forma muy esquemática, podemos decir que el proceso de planificación y ejecución financiera se inicia y termina en el subsistema presupuestario. El organismo coordinador de los cuatro subsistemas es el Ministerio de Economía y que el control se ejerce desde la Fiscalía de Estado, el Tribunal de Cuentas y la Contaduría General.

Gráfico N° 11: Sistemas de Administración Financiera de la Provincia de Buenos Aires



Fuente: Di Gresia (2008). Sistema de Administración Financiera en el Marco de la Ley de Responsabilidad Fiscal. El caso de la provincia de Buenos Aires

El subsistema que más nos interesa, Crédito Público tiene a su cargo las siguientes acciones:

- Formular los aspectos crediticios de la política financiera que elabore el Ministerio de Economía, controlando el nivel y composición de la deuda.
- Participar en la tramitación previa a la sanción de las normas que autoricen toma de deuda pública u otorgamiento de avales, fianzas y cualquier otro tipo de garantías.

- Intervenir en las gestiones de las operaciones de crédito público que impliquen compromisos de pagos futuros y llevar un registro actualizado sobre la deuda pública provincial, a los fines estadísticos y de gestión.
- Establecer las estimaciones y proyecciones presupuestarias del servicio de la deuda pública y supervisar su cumplimiento.
- Fijar los procedimientos de emisión, colocación y rescate de deuda pública, así como los de negociaciones, contratación y cancelación de operaciones de crédito público. Llevar adelante la reestructuración de pasivos provinciales y la negociación con los distintos acreedores de la Provincia, cuando ello fuera necesario.
- Instrumentar las normas técnicas que deban cumplir las jurisdicciones y organismos del Sector Público Provincial, fijando las condiciones a las que deban ajustarse las operaciones de crédito público -con los alcances definidos en el párrafo tercero-.
- Elaborar y mantener actualizado un registro de operaciones de crédito público – con los alcances previstos para esta definición en el párrafo tercero- y coordinar con la Contaduría General de la Provincia, la Tesorería General de la Provincia y la Dirección Provincial de Presupuesto Público los registros de deuda existentes, de conformidad con la normativa aplicable.
- Colaborar con las áreas del Gobierno Provincial correspondientes en las acciones tendientes al acceso al financiamiento por parte de los Municipios.

2.6.1 El Sistema de Gestión y Administración de la Deuda

La Provincia de Buenos Aires inició un proceso de trabajo con UNCTAD en el año 2008 con la intención de incorporar el software SIGADE en el marco de la Dirección Provincial de Deuda y Crédito Público que es, dentro del Ministerio de Economía el área que actúa como órgano rector del sistema de crédito público.

En ese marco la DPDyCP debe:

- Planificar, dirigir, coordinar y controlar el funcionamiento del sistema de crédito público.
- Formular aspectos crediticios de la política financiera, controlando el nivel y composición de la deuda pública provincial.
- Elaborar periódicamente informes sobre el estado de situación del endeudamiento provincial y desarrollar y mantener actualizada una página WEB.
- Gestionar el registro de operaciones de crédito público;

- Formular los presupuestos de desembolsos y servicios de deuda y definir las necesidades financieras por vencimientos, amortizaciones, intereses y demás gastos;
- Colaborar en la definición de la programación financiera de caja y cancelar los servicios de deuda;
- Elaborar estimaciones y proyecciones de pago por servicios de deuda y producir información y datos estadísticos sobre deuda pública provincial.

La implementación de las mejoras referidas a la administración financiera comenzó en 2008, en el marco de una asistencia técnica en el marco del préstamo del préstamo del Banco Mundial (BIRF N°7268), bajo el proyecto "Fortalecimiento de la capacidad de gestión de la deuda pública de la Provincia de Buenos Aires" (Angeleri, 2012). En ese marco se realizó la actualización y mejoramiento del hardware de la DPDyCP para el óptimo funcionamiento del sistema.

Complementariamente la provincia firmó un acuerdo con UNCTAD para implementar el SIGADE. Ese acuerdo comenzó a ejecutarse en 2011, mediante una asistencia que incluyó la capacitación de los usuarios del sistema, la carga de casos reales y la puesta a punto del sistema.

En ese período se instaló la última versión disponible del SIGADE 6.0, que incluye las mejoras realizadas respecto de anteriores versiones, concentradas en poner mayor énfasis en los instrumentos relacionados con el mercado de capitales a través del módulo de Bonos y realizada en un entorno WEB que facilita la disposición de utilizar el sistema en otras dependencias de la Provincia (Angeleri, 2012). El SIGADE 6.0 también comprende un módulo para la gestión del proceso de reorganización de la deuda, así como una nueva estructura de codificación y nuevas funciones para la generación de informes de acuerdo a la normatividad vigente y las mejores prácticas internacionales.

Tal como detalla Angeleri (2012), la provincia de Buenos Aires administró tradicionalmente su deuda pública sobre una base de datos constituida a partir del diseño de archivos relacionados desarrollado sobre una plataforma EXCEL consistente en una interrelación de los cronogramas de repago generados para cada uno de los ítems de deuda (préstamos y emisión de bonos) agrupadas por tipo de acreedor, elaborados sobre la base de los términos y condiciones contractuales, desarrollado en moneda de origen. Esta base funcionó durante varios años, pero el volumen de operaciones de deuda sujetas a administración hace que el mantenimiento de la misma resulte muy laborioso en términos de tiempo y disposición de RRHH, además de no contar con las validaciones, la sistematización y la seguridad propios de un sistema de información.

2.6.2 Clasificaciones por tipo de deuda

El Manual de Clasificadores Presupuestarios para el Sector Público Provincial de Buenos Aires (2017)²³ define al endeudamiento público como:

“El uso del crédito es una fuente de financiamiento que abarca la colocación de títulos públicos en los mercados financieros interno y externo y la obtención de préstamos a corto y largo plazo constituidas en deuda no instrumentada y no negociable en el mercado financiero. Se incluye como endeudamiento público, los mecanismos de financiamiento presupuestarios cuyo origen es el crédito de los proveedores expresado mediante cuentas y documentos por pagar” (2017, p.p. 60).

De tal manera, las cuentas que se utilizan para registrar el endeudamiento las siguientes:

- 36.0.0.000 Endeudamiento público
- 36.1.0.000 Deuda interna
- 36.2.0.000 Deuda externa
- 37.0.0.000 Obtención de préstamos
- 37.1.0.000 Del sector privado
- 37.2.0.000 Del gobierno provincial
- 37.3.0.000 De instituciones públicas financieras provinciales
- 37.4.0.000 De instituciones públicas no financieras provinciales
- 37.5.0.000 Del gobierno e instituciones nacionales
- 37.6.0.000 De gobiernos e instituciones provinciales y municipales
- 37.9.0.000 Del sector externo
- 38.0.0.000 Incremento de otros pasivos
- 38.1.0.000 De cuentas a pagar
- 38.3.0.000 De documentos a pagar
- 38.6.0.000 Incremento de pasivos diferidos
- 38.9.0.000 Conversión de la deuda

Cada una de ellas recoge diferentes tipos de pasivo según instrumento y acreedor. Por ejemplo, siguiendo los criterios internacionalmente adoptados, se considera deuda interna a la que se encuentra en poder de personas residentes en el país y externa, la de los no residentes.

Es menester aclarar que más allá de esta clasificación presupuestaria de los pasivos, es de suma utilidad contar con la clasificación de la deuda por moneda. La clasificación de deuda según residencia no dice nada sobre la moneda de denominación, porque puede haber deuda interna en moneda extranjera o deuda externa en moneda nacional.

²³ Disponible en:

<http://www.ec.gba.gov.ar/areas/hacienda/Presupuesto/Presupuestos/2018/MANUAL%20DE%20CLASIFICADORES%202018.pdf>

¿Por qué resulta de interés considerar la composición de la deuda según estas variables? Esto se relaciona con las nociones de sustentabilidad de la deuda. Se considera que la deuda a largo plazo es preferible a la de corto plazo porque no conlleva riesgo de refinanciación. De la misma manera, la deuda con la nación u organismos multilaterales es menos difícil de refinanciar que la deuda de mercado, en especial en momentos de stress financiero. Por último, la deuda en moneda extranjera es más riesgosa que la denominada en moneda nacional porque la única forma de afrontarla consiste en tener superávits persistentes de cuenta corriente.

Al considerar la situación de la deuda de la provincia de Buenos Aires al tercer trimestre de 2017, podemos observar que:

- La deuda en moneda nacional representaba el 31% del total, mientras que la deuda en dólares es del 55% y la denominada en euros es de 13%.
- El 64% de la deuda está emitida en bonos con ley extranjera, el 5% es con organismos multilaterales y la OCDE, el 19% son préstamos del gobierno nacional y el 12% son bonos con ley local.
- La deuda a mediano plazo representa el 59% del total, la de corto plazo 12% y la de largo plazo 29%.

La elevada proporción de la deuda en moneda extranjera y de la deuda de mercado emitida con ley extranjera pueden considerarse como factores potencialmente desestabilizadores si existieran mayores tensiones en el financiamiento a los países emergentes. De todos modos, el hecho de no tener una elevada proporción de deuda de corto plazo permite que la provincia pueda trabajar gradualmente sobre la composición de sus pasivos de manera de limitar la vulnerabilidad de la deuda respecto de las condiciones macroeconómicas y de mercado.

Capítulo III: visión prospectiva y agenda de política

A partir de los contenidos desarrollados en los dos capítulos anteriores, en este buscamos dar algunas pautas prospectivas que los gobiernos provinciales y municipales de la Argentina podrían considerar, en pos de mejorar la eficiencia del manejo de sus pasivos públicos. Estas pautas contemplan diversas consideraciones de contexto, desde acciones concretas a realizar por jurisdicciones que tienen muy baja o nula actividad de financiamiento a otras que acceden con relativa regularidad a los mercados locales e internacionales de capitales. Estas propuestas se resumen en un conjunto de pautas para efficientizar la administración de deuda subnacional y abarcan nociones que van desde la organización institucional y legal necesaria hasta el manejo de los diferentes instrumentos de deuda, gestión de riesgos y tratamiento de los pasivos contingentes, entre varias otras cuestiones.

También se proponen importantes lineamientos vinculados a estrategias de financiamiento bajo principios de sustentabilidad y manejo eficiente de riesgos, sobre todo desde el desarrollo de instrumentos de inversión más complejos que el típico bono de deuda doméstica o internacional. Las opciones de financiamiento estructurado y esquemas híbridos (*blended financing*²⁴), sobre todo a partir de la implementación a nivel nacional del Régimen de Participación Público Privada, exige a las jurisdicciones subnacionales estar preparadas para aprovechar nuevas oportunidades de financiamiento dirigido directamente a proyectos puntuales de inversión.

Además, acercamos algunas propuestas específicas respecto de cómo efficientizar el uso del FFFIR, un vehículo dispuesto en el marco nacional que puede, con algunos cambios, repotenciarse y transformarse en una fuente de financiamiento central para las provincias.

Complementariamente se proponen lineamientos mínimos respecto de los marcos normativos necesarios para implementar estas propuestas de política.

²⁴ El concepto de “*blended finance*” refiere a esquemas de financiamiento que combinan financiamiento concesional proveído por organismos multilaterales, así como otros financiadores oficiales, con financiamiento comercial o de mercado aportado por co-financiadores. Las soluciones de *blended finance* pueden permitir financiar proyectos de alto impacto que no atraerían financiamiento estrictamente comercial o de mercado dado que involucran niveles de riesgos que éstos no estarían dispuestos a asumir sin acompañamiento de financiadores oficiales.

3.1 Hacia una administración sustentable de deudas subnacionales

Las jurisdicciones subnacionales presentan niveles de desarrollo muy disímiles de sus políticas e instrumentos de administración de deuda pública. Algunas se encuentran aún en estadios de desarrollo básico, sin contar con las herramientas y el marco normativo acorde a un manejo eficiente y responsable de sus deudas, mientras que otras muestran desarrollos institucionales y legales avanzados, a niveles similares a los que aplica el Gobierno Nacional en su administración. Dada esa variedad de situaciones parece atinado un planteo que les permita a las jurisdicciones ir evolucionando en sus sistemas de administración de deuda pública. Para ello partimos de algunas propuestas estatutarias formuladas por organismos internacionales que se han dedicado a estudiar aspectos críticos vinculados a la administración de deuda tanto a nivel nacional como subnacional.

3.2 Los Principios sobre Promoción de Otorgamiento y Toma Responsable de Préstamos Soberanos de la UNCTAD

Unos de los códigos de conducta en materia de endeudamiento soberano de mayor relevancia son los Principios sobre Promoción de Otorgamiento y Toma Responsable de Préstamos Soberanos, propuestos por la UNCTAD.²⁵ Los mismos surgen como resultado del trabajo realizado en el marco de un proyecto tendiente a generar un espacio de discusión que permita delinear principios y códigos de conducta que promuevan el financiamiento soberano responsable. A tales fines, la UNCTAD convocó a un Grupo de Expertos, a representantes del sector financiero, a organizaciones no gubernamentales y otros organismos multilaterales que participaron como observadores (Bohoslavsky y Li, 2014). En ese contexto se realizaron entre 2011 y 2012 rondas consultivas regionales en diferentes lugares del mundo para obtener la repercusión de los países.²⁶ Luego de dichas rondas consultivas, los Principios fueron presentados en Doha en la reunión UNCTAD XIII, a partir de lo cual comenzó el proceso de respaldo e implementación. Según la web oficial de UNCTAD, un total de 13 de países respaldó los Principios.²⁷

El propósito explícito de los Principios de UNCTAD fue “llenar un vacío crucial en el financiamiento soberano internacional: la no existencia de un conjunto de principios

²⁵. Ver UNCTAD, Principios sobre Promoción de Otorgamiento y Toma Responsable de Préstamos Soberanos, disponible en http://unctad.org/es/Docs/gdsddf2011misc1_sp.pdf.

²⁶. Particularmente los países de la región se reunieron en Buenos Aires, participando representantes de Uruguay, Brasil, Venezuela, Bolivia, Paraguay y Chile.

²⁷. Ver <http://www.unctad.info/en/Debt-Portal/Project-Promoting-Responsible-Sovereign-Lending-and-Borrowing/About-the-Project/Principles-on-Responsible-Sovereign-Lending-and-Borrowing/Endorsements/>.

esenciales, para todo tipo de contrato de deuda soberana que sea globalmente aceptado”.²⁸ Si bien los pocos principios y reglas reconocidas internacionalmente fueron cristalizados en los Principios, el mayor aporte de UNCTAD es la sistematización coherente de principios legales y mejores prácticas aplicables al campo del financiamiento soberano (Espósito y otros, 2014).

Los Principios sobre Promoción de Otorgamiento y Toma Responsable de Préstamos Soberanos elaborados por UNCTAD son quince en total; los primeros siete refieren a obligaciones de los prestamistas, mientras que los otros ocho a obligaciones de los soberanos tomadores de financiamiento. Algunos de ellos están organizados como un espejo de deberes u obligaciones de los prestamistas y de los tomadores de financiamiento en relación con un mismo tema. Así, los artículos 1° y 8° refieren a la representación de los funcionarios públicos. El primero exige de parte de los prestamistas reconocer que sus contrapartes son funcionarios públicos, que tienen la obligación de proteger el interés público de sus representados; mientras que el artículo 8° es la contracara del 1° en tanto resalta justamente la obligación de los funcionarios públicos de actuar en pos de ese interés público.

De esta forma los Principios de UNCTAD abordan diversos temas vinculados al proceso de endeudamiento soberano, como la relevancia del flujo de información, tanto para el deudor como para el acreedor (principios 2° y 11°); la obligación del tomador de financiamiento de contar con la debida autorización para endeudar al país y de los eventuales prestamistas de verificar el cumplimiento de esta condición (principios 3° y 10°); la obligación del tomador de financiamiento de ser transparente en sus procesos de toma de decisiones (principio 10°), la obligación de los prestamistas de verificar la capacidad de repago del tomador (principio 4°); con respecto al financiamiento de proyectos, tanto prestamistas como prestatarios tienen la obligación de verificar *ex ante* la capacidad de reembolso y los efectos financieros, civiles, sociales, culturales y ambientales que pueda generar el proyecto y, de igual forma, el tomador de financiamiento (principios 5° y 12°); los prestamistas tienen obligación de respetar las sanciones impuestas por Naciones Unidas a un régimen de gobierno (principio 6°); el tomador de financiamiento debería realizar una gestión y supervisión adecuadas de la sustentabilidad de su deuda, así como la de los gobiernos subnacionales y evitar operaciones que tengan incidencias de sobreendeudamiento (principios 13° y 14°). Por último, los principios 7° y 15°, refieren específicamente a los procesos de reestructuración de deudas. Previamente, como condición necesaria para enmarcar el proceso de reestructuración, resulta también relevante el principio 9° que consagra la

²⁸. Bohoslavsky y Li (2014). Traducción propia.

obligatoriedad de los contratos de deuda para el emisor; sin perjuicio de lo cual, reconoce la posibilidad de que las deudas soberanas no puedan ser cumplidas en tiempo y forma, requiriendo la existencia de un “estado de necesidad financiera” que justifique la decisión del tomador de financiamiento de apartarse de sus obligaciones contractuales.

Estos principios fueron diseñados para el nivel soberano y, sobre todo, en pos de fijar pautas de comportamiento aplicables tanto a deudores como a inversores. Sin perjuicio de ello, algunos de estos aspectos resultan relevantes para gobiernos subsoberanos. Así, por ejemplo, se destacan aspectos como la responsabilidad de los funcionarios públicos de tener como principal parámetro a la hora de concebir operaciones de endeudamiento, el interés social de su comunidad; el requisito de actuar dentro de un marco de aprobaciones legales y transparencia y publicidad de la operación (en la selección de los agentes colocadores y demás personas que participen de la transacción, en la determinación de los honorarios en favor de estos agentes, en el destino de los fondos, etc.). También en la responsabilidad de utilizar los fondos obtenidos de operaciones de endeudamiento en los proyectos de inversión para los que fueron tomados. Además, se plantea la previsión de diseñar e implementar estrategias de sustentabilidad y gestión de la deuda y asegurar una gestión adecuada, estableciendo para ello sistemas de supervisión efectivos que capturen también los pasivos contingentes. Establecer oficinas de gestión de deuda que cuente con procesos sanos y una estrategia de mediano plazo. También la obligación de procurar que las obligaciones de endeudamiento sean sustentables y generen una utilidad social.

3.3 Prospectiva de mejora en la administración sustentable de pasivos subnacionales.

Siguiendo la línea propuesta por los principios de la UNCTAD existen algunas iniciativas institucionales tendientes a fijar pautas de buen manejo de la deuda pública para gobiernos subnacionales. Así, por ejemplo, puede citarse al Programa de Estimación de Desempeño de la Administración de Deuda Subnacional (“SN DeMPA”, por sus siglas en inglés) que lleva adelante el Banco Mundial desde hace unos años, análogo al que realiza para evaluar la deuda nacional (“DeMPA”). Como se observa en el documento (Banco Mundial, 2016). La DeMPA es una metodología que considera el rango completo de funciones para el manejo de la deuda del gobierno a través de un set de indicadores comprehensivo. Resalta fortalezas y debilidades en las prácticas de manejo de deuda y facilita el diseño de planes para construir y aumentar la capacidad y las instituciones diseñadas para las necesidades específicas de un país.

La DeMPA subnacional (SN DeMPA) además facilita el monitoreo del progreso obtenido a través del tiempo respecto a los objetivos subnacionales de manejo de deuda, de

manera consistente con lo que se consideran buenas prácticas internacionales. La SN DeMPA se debe aplicar a entidades individuales del sector subnacional y no al consolidado subnacional. Debe considerar los marcos regulatorios de la deuda y el sistema fiscal intergubernamental, incluyendo las regulaciones restrictivas al endeudamiento en moneda extranjera o para financiar gastos corrientes impuestas desde el gobierno central. Por lo tanto, un tema fundamental a considerar al realizar el ejercicio es el de los grados de libertad con los que cuenta la jurisdicción.

También el centro CEMLA (Centre for Latin American Monetary Studies) ha impulsado un programa (*Subnational Government Capacity Building Programme*) para fortalecer las capacidades de gestión de la deuda subnacional, considerando los siguientes puntos:

- Una metodología de programación fiscal y análisis financiero, utilizando elementos del análisis de sustentabilidad de deuda, para permitir definir estrategias de mediano plazo.
- Una metodología para la autoevaluación de la capacidad de administración fiscal, de manera de identificar debilidades y evaluar progresos.
- Una metodología de capacitación.

Como ejemplo, podemos mencionar que esta metodología se aplicó para Bolivia en el año 2009, dando como resultado que no había riesgos de insolvencia en el país pero que sí existían riesgos de liquidez (CEMLA, 2009).

3.3.1 Pautas para una correcta administración de deuda sub-soberana:

Sobre la base de estas iniciativas, podemos fijar algunas pautas de buen gobierno de deuda pública provincial acorde al sistema de gobierno federal imperante en nuestro país y al régimen de distribución de funciones y recursos entre los diferentes niveles de gobierno.

Estas pautas deberán adecuarse a cada jurisdicción en particular, considerando que no todas se encuentran en igual nivel de desarrollo de las herramientas de administración de deuda pública. Habrá provincias en las que las primeras acciones consistan en diseñar un marco normativo acorde con un manejo eficiente de su deuda. En otras podremos encontrar ese marco legal y resultará necesario avanzar en la implementación institucional de un sistema de administración de deuda pública (creación de una oficina de crédito público, armado de equipos profesionales, implementación de sistemas de administración, etc.).

En cambio, otras provincias que ya cuentan con estas herramientas podrán necesitar sustento para la implementación de operaciones de administración de pasivos, que les

permitan mejorar el perfil de la deuda pública provincial, o llegar a mercados financieros a través de instrumentos de deuda aun no implementados.

Desde un relevamiento cualitativo detectamos que un número no menor de jurisdicciones provinciales necesitaran asistencia en el armado de una normativa y reglamentación adecuada para canalizar proyectos de inversión, ya sea a través de un régimen de participación público privada u otras modalidades de contratación con alternativas de financiamiento más sofisticadas.

El tratamiento de los avales y garantías provinciales puede requerir también una atención particular. En general los regímenes de endeudamiento simplemente resaltan la necesidad de que las deudas indirectas sean aprobadas por el poder legislativo, pero no prevén aspectos que para este tipo de deudas resultan esenciales, como por ejemplo, el tipo de contragarantías que se exigirá al ente avalado; esquemas de recupero de avales ejecutados y, sobre todo, un correcto tratamiento de registro y valuación de los pasivos contingentes que se derivan de la emisión de avales y garantías.

Dada la heterogeneidad de situaciones que se observan a nivel de las provincias argentinas, a continuación y siguiendo la metodología del SN DeMPA, proponemos algunas pautas divididas por temas de interés. Cada grupo representa una esfera específica en la que debe avanzar para alcanzar un régimen de administración de deuda provincial moderno y eficiente. Estas pautas pueden eventualmente convertirse en un set de indicadores que bajo una correcta metodología permita medir el desempeño de cada gobierno provincial.

3.3.1.1 Pautas referidas al marco legal aplicable:

- (i) Las operaciones de endeudamiento, entendidas en sentido amplio como toda aquella obligación de pago directa o contingente que supere el ejercicio en que es contraída, deben ser aprobadas por el Poder Legislativo provincial.
- (ii) Sujeto a la referida autorización legislativa, el manejo de la deuda (entendiendo por tal a la toma de endeudamiento, su negociación, su implementación, ejecución y pago) debe ser una responsabilidad de los poderes ejecutivos a ser ejecutada por cuadros técnicos con idoneidad e infraestructura acorde.
- (iii) Los fondos obtenidos a través de operaciones de endeudamiento deben destinarse a financiar gastos de capital, amortizaciones de deuda, o atender casos de evidente necesidad o urgencia. Las autorizaciones de endeudamiento deben explicitar el destino de los fondos.
- (iv) Además de estar legalmente autorizadas, las operaciones de endeudamiento deben estar contempladas presupuestariamente, tanto en cuanto al gasto

que se afrontará con los recursos obtenidos como por los servicios que la misma devengue.

- (v) Las operaciones de endeudamiento deben ser públicas, todas las normas que autoricen su ejecución deben ser publicadas en el boletín oficial, así como los documentos de la transacción. Deben ser informadas por medios electrónicos de fácil acceso para el mercado, los inversores y la sociedad en general.
- (vi) Las operaciones de administración de pasivos deben realizarse bajo criterios de decisión y pautas de ejecución consistentes con la maximización de beneficios para el deudor, en términos de los parámetros convencionalmente utilizados (costo, plazos o reducción de deuda).
- (vii) Los programas de deuda deben reflejar una estrategia de endeudamiento a mediano plazo que sea sometido a la aprobación del poder legislativo y deben desarrollarse esquemas de reportes que permitan la auditoría por parte del poder legislativo de las operaciones de endeudamiento contra dicha estrategia, definiendo la aplicación de metodologías e indicadores de riesgos y sustentabilidad.
- (viii) Los procesos de ejecución de transacciones deben estar previamente establecidos y aprobados por normas que no puedan ser modificadas por aquellos funcionarios que las aplicarán.
- (ix) Las contrataciones de los agentes involucrados en las operaciones de endeudamiento (asesores financieros, bancos colocadores, agentes fiduciarios, asesores legales, etc.) deben ser transparentes y atender a los mejores intereses de la provincia, en términos de costos como de calidad del servicio; sin perjuicio de que deben tratarse de normas flexibles que permitan la implementación rápida de operaciones de endeudamiento.

3.3.1.2 Pautas referidas a la organización administrativa:

- (i) En la medida que el volumen de operaciones de endeudamiento lo justifique, se sugiere la creación de dependencias específicas para el manejo de su deuda pública. En el caso de jurisdicciones con bajo nivel de actividades en el mercado financiero, estas funciones podrán ser asumidas por las áreas presupuestarias, pero con personal afectado específicamente a la administración de la deuda.
- (ii) El nivel político (Poder Legislativo, gobernador, ministro del área) deben, dentro de sus atribuciones, aprobar las operaciones de endeudamiento, fijar las estrategias y objetivos a alcanzar, fijar el nivel de riesgo que la provincia está dispuesta a tomar y aprobar un programa de financiamiento a mediano y largo plazo. Por su parte, los funcionarios técnicos (subsecretarios,

- directores y demás funcionarios de menor nivel), deben ejecutar las operaciones de endeudamiento en el marco dispuesto por el nivel político.
- (iii) Las oficinas de crédito público deben estar estructuradas en dependencias con claras responsabilidades y objetivos. La forma tradicional de estructurar una oficina de crédito público consiste en dividirla en: una “*front office*”, encargada de la negociación de las operaciones y su formalización; una “*middle office*”, encargada del monitoreo de riesgos, seguimiento del mercado y una “*back office*”, encargada del registro de la deuda y el proceso de los pagos de servicios y demás obligaciones. Los procedimientos administrativos y manuales de procedimiento deben establecer las responsabilidades de cada área.
 - (iv) Las oficinas de crédito público deben concentrar todas las operaciones de endeudamiento del tesoro provincial y aprobar formalmente las operaciones de endeudamiento que realicen las entidades del sector público provincial.
 - (v) Estas dependencias deben contar con cuadros técnicos con capacidad profesional acorde con las responsabilidades que supone la ejecución de operaciones de endeudamiento público que cuenten con un programa de entrenamiento y de desarrollo profesional.
 - (vi) El accionar de los funcionarios públicos vinculados con las operaciones de endeudamiento deberían estar regladas por códigos de conducta específicos que incluyan pautas claras de conflictos de intereses que tengan en consideración pautas para el manejo de información privilegiada.
 - (vii) Los cuadros técnicos deben contar con equipamiento y herramientas tecnológicas que permitan medir adecuadamente los riesgos de cada transacción, contrastar la información y juicios de valor realizados por los agentes contratados para cada transacción, hacer un adecuado seguimiento del mercado de capitales.
 - (viii) Los manuales de procedimiento deben prever mecanismos seguros de manejo de la información sobre la deuda pública, sustentados en programas de administración de deuda probados y que ofrezcan seguridad.

3.3.1.3 Pautas aplicables al registro de la deuda y los procesos de pago

- (i) Toda operación de financiamiento, tanto de la administración provincial como de cualquier otra entidad que conforme el sector público provincial debe encontrarse debidamente registrada y la información correspondiente mantenerse ordenada y actualizada. Las oficinas de crédito público deben mantener además un registro actualizado de los contratos firmados en relación con cada transacción.

- (ii) Las provincias deben implementar sistemas de administración de deuda comprensivos que registren, monitoreen, permitan hacer pagos, permitan estimar stocks y flujos de servicios por tipo de deuda (doméstica, externa, directa e indirecta, entre otras aperturas) y que permitan realizar reportes que faciliten el análisis de sustentabilidad y seguimiento de la evolución de la deuda pública.
- (iii) Los procesos de pago deben estar debidamente establecidos por normas específicas que establezcan las responsabilidades de cada persona, oficina o entidad interviniente.
- (iv) Los procesos de pago deben contar con mecanismos de control previos.
- (v) Los sistemas de administración de deuda deberían prever alertas tempranas para el inicio en tiempo y forma de los procesos de aprobación y pago de servicios de deuda.

3.3.1.4 Pautas para verificar la sustentabilidad de la deuda provincial

- (i) Los marcos normativos provinciales y/o los programas de deuda a mediano plazo deben establecer los indicadores básicos de sustentabilidad de deuda provincial que se entiendan acordes para cada provincia. El análisis de sustentabilidad de la deuda pública deberá considerar tanto el nivel de la deuda en relación con el tamaño de la economía provincial, de los ingresos provinciales, así como su composición en términos de moneda frente a las diferentes posibilidades de cada gobierno provincial de acceder a recursos atados a variaciones del tipo de cambio.
- (ii) También deberá desarrollar indicadores que permitan tener en cuenta el nivel de exposición de la deuda a determinados riesgos (de devaluación, de iliquidez, de rigidez del gasto público, de incremento de nivel de las tasas bases y del riesgo crediticio nacional, crisis sistémicas, entre otros).
- (iii) El análisis de sustentabilidad de la deuda pública debe incorporar los pasivos directos de la administración central, así como los tomados por las demás entidades del sector público provincial.
- (iv) Las deudas indirectas asumidas por el Tesoro deben considerarse en el análisis de sustentabilidad de la deuda provincial sobre la base de metodologías eficientes de administración de pasivos.

3.3.1.5 Pautas para el tratamiento de las operaciones de mercado, bancarias y financiamiento oficial

- (i) Las normas de ejecución de operaciones de endeudamiento deben fijar los procedimientos a seguir para la emisión o toma de endeudamiento para cada tipo de deuda, identificando a los agentes y entidades participantes en dicho

proceso y fijando las responsabilidades de cada uno. En dicho marco, a continuación, se especifican algunas pautas específicas para cada tipo de deuda:

- Operaciones de emisión de instrumentos de deuda pública en el mercado local:

El mercado de capitales ofrece varias opciones de financiamiento para gobiernos subsoberanos, no siempre debidamente aprovechadas por éstos. Existen documentos de corto plazo como el descuento de cheques de pago diferido y los más conocidos programas de letras de tesorería. Y a mediano plazo pueden citarse la opción de adquisición de bienes a través de contratos de leasing, que son típicamente consideradas operaciones de crédito público bajo la normativa provincial y nacional y la posibilidad y la emisión de títulos públicos en el mercado local, generalmente garantizados con recursos provenientes del Régimen de Coparticipación Federal. Con relación a estas deudas pueden citarse las siguientes pautas de correcta administración de deuda:

- Las operaciones de acceso al mercado de capitales deben responder a un programa de emisiones definido con anterioridad y debidamente publicitado, en el que se identifiquen la estimación de deuda a colocar durante el ejercicio. En el caso de los programas de letras, deben también anunciarse con antelación las fechas de las subastas
- Los procedimientos de emisión y colocación de instrumentos de deuda doméstica deben estar previamente aprobados y publicitados.
- Las colocaciones de instrumentos de mercado deben hacerse a través de procesos de subastas que permitan garantizar la participación de todos los inversores interesados, que sean transparente y que permitan la asignación de los instrumentos mediante esquemas de prorrata justos y previamente establecidos y publicitados.
- Los llamados a las subastas deberán identificar los términos y condiciones ya definidos, el monto de emisión, el criterio por el cual se asignará su colocación, el tipo de subasta a realizarse, el procedimiento por el cual los interesados podrán participar, entre otros criterios.
- Podrán también hacerse colocaciones directas ante ofertas de emisiones realizadas por entidades financieras o potenciales inversores siempre que la misma se realice de acuerdo con el rendimiento de los bonos emitidos y cotizando en el mercado y sujeto a que la oficina de crédito público elabore un informe técnico en sentido favorable.

- Las operaciones de leasing que realicen las dependencias o entes del sector público provincial deben también ser tratadas como operaciones de endeudamiento. Eso requiere que cuenten con una debida autorización de endeudamiento y que su concreción esté sujeta a la previa aprobación de la oficina de crédito público. El tomador del leasing deberá verificar y certificar que las condiciones ofrecidas son acordes con las condiciones de mercado para el activo que se pretende adquirir.
- Operaciones de emisión de instrumentos de deuda pública en el mercado internacional:

Muchas provincias argentinas vienen realizando emisiones de títulos de deuda en mercados internacionales. La Provincia de Buenos Aires, la ciudad de Buenos Aires, Córdoba, Mendoza, Neuquén, Salta, Chubut entre otras, vienen emitiendo títulos de deuda pública en varios mercados internacionales. Buenos Aires, Mendoza y CABA han realizado también operaciones de reestructuración de deudas. A partir de 2016, cuando el Gobierno Nacional lograra completar su proceso de reestructuración de deuda en default, muchas jurisdicciones más accedieron al mercado de capitales (Santa Fe, Río Negro, Entre Ríos, Chaco, La Rioja, Jujuy, Tierra del Fuego). En ese marco, las jurisdicciones deberán seguir los siguientes parámetros:

- Las operaciones de emisión de deuda en mercados internacionales deben ser cuidadosamente planeadas y sujetas al análisis de sus términos y condiciones por parte del mercado y de los potenciales inversores.
- La oficina de crédito público deberá, por sí o con la colaboración de las entidades que actúen como colocadores, analizar los potenciales mercados y buscar las mejores opciones de instrumentos disponibles en términos de moneda, plazos, tasas.
- Las emisiones sometidas a jurisdicción extranjera deberán contar con las correspondientes aprobaciones políticas y legales que permitan someter al gobierno provincial a jueces de extraña jurisdicción.
- Las operaciones deben encuadrarse en un programa financiero aprobado por las autoridades con competencia en el manejo presupuestario que establezca las necesidades de financiamiento para el ejercicio.
- Deberán verificarse y mantenerse al día los compromisos exigidos por los reguladores del mercado de capitales que aprueben la emisión.

- Operaciones de financiamiento bancario:

El financiamiento bancario fue una opción de financiamiento muy usada por el sector público en el pasado. Desde hace algunas décadas, la relevancia de esta fuente de financiamiento se ha ido reduciendo. Para tener una referencia, a nivel soberano, la participación del financiamiento bancario para Latinoamérica en 2013 alcanzaba apenas al 5% (Cosentino y otros, 2017, p.p. 111). Sin perjuicio de ello, sigue siendo una fuente de financiamiento que, a nivel de los bancos locales, resulta relevante para algunas jurisdicciones.

- Cuando se trata de operaciones vinculadas al financiamiento de un proyecto específico la dependencia o entidad del sector público provincial interesada deberá vincularse con la oficina de crédito público para que esta verifique las mejores condiciones financieras disponibles para el financiamiento requerido.
- Debe desarrollarse y ponerse en conocimiento del mercado y de los potenciales financiadores los detalles del proyecto de inversión de que se trate.
- Deben negociarse con los financiadores los términos y condiciones del financiamiento, valuando correctamente los costos en términos de intereses a pagar así como de comisiones, honorarios y demás gastos que impacten en la determinación del costo financiero total. Asimismo, deberán negociarse los compromisos contractuales que se espera que la provincia asuma, teniendo en consideración las potenciales restricciones que se impongan a futuros endeudamientos.
- La oficina de crédito público debe contrastar el costo del financiamiento por esta vía frente a la opción de tomar financiamiento en el mercado de capitales.
- También deberán evaluarse la conveniencia de afectar activos provinciales en términos de garantías para el financiamiento.

- Operaciones de endeudamiento con multilaterales

El financiamiento multilateral a las provincias puede instrumentarse de dos formas: la manera más común y tradicional consiste en que los Organismos Multilaterales negocian y acuerdan con el Gobierno Nacional una línea o programa de financiamiento con una finalidad específica para su posterior re-préstamo a las jurisdicciones subnacionales. Por otro lado, existen casos en los que las Provincias toman el financiamiento directamente de los propios organismos para financiar proyectos puntuales en esas jurisdicciones. En relación con el endeudamiento multilateral las provincias deben:

- Contemplar dentro de sus oficinas de crédito público o bien como una dependencia específica, una oficina de relación con organismos multilaterales.

Esta oficina debe mantener las relaciones institucionales con los organismos y con las dependencias del Gobierno Nacional que administran y ejecutan líneas de financiamiento multilateral. También deben coordinar la gestión de recursos obtenidos por esta vía dentro del gobierno municipal y, eventualmente, hacia sus municipios.

- También deben generar y mantener vínculos con otros financiadores bilaterales como las agencias de crédito a la exportación (ECAs por sus siglas en inglés) y bancos de fomento de países extranjeros que suelen ofrecer también financiamiento, garantías y seguros en condiciones sustancialmente mejores que las que ofrece el mercado de capitales.
 - Los equipos técnicos de esta oficina de relación con organismos multilaterales tendrán que poseer capacidades que excedan las herramientas financieras, dado que deberán lidiar con el diseño de proyectos, análisis de pre-inversión e inversión, ejecución de obras, etc.
 - Los procedimientos de pago requerirán previsiones específicas que deberán estar debidamente previstos en los procedimientos aprobados.
- Operaciones de endeudamiento con el Gobierno Nacional:

Desde la crisis de 2001 el Gobierno Nacional, de forma directa y a través del Fondo Fiduciario de Desarrollo Provincial, el Fondo Fiduciario de Financiamiento de Infraestructura, y otros vehículos, se transformó en uno de los principales acreedores de varias provincias. Asimismo, en el marco de la Ley de Responsabilidad Fiscal, el Gobierno Nacional está autorizado a implementar programas vinculados con la deuda de aquellas jurisdicciones que no cuenten con el financiamiento correspondiente, en tanto observen pautas de comportamiento fiscal y financiero compatibles con la ley. También autoriza al Poder Ejecutivo a instrumentar un régimen de compensación de deudas recíprocas (art. 26). En este marco se implementaron procesos de reestructuración de deudas provinciales, como la dispuesta por el Decreto N° 660/2010. Hoy se encuentran adheridas al Régimen de Responsabilidad Fiscal todas las jurisdicciones subnacionales con la excepción de las provincias de La Pampa y San Luis. Para mayor información acerca del referido régimen ver el apartado “Régimen Federal de Responsabilidad Fiscal”, en el Capítulo II.

Generalmente estas operaciones son dispuestas por el Gobierno Nacional y suelen suponer condiciones financieras sustancialmente más convenientes para las provincias que el financiamiento que pueden obtener en el mercado de capitales o en el sistema financiero. El proceso de adhesión e implementación suele consistir en la celebración de un acuerdo bilateral en el que la provincia asume algunos compromisos de

comportamiento fiscal a cambio de mejoras en las condiciones de cancelación de su deuda con el Gobierno Nacional.

- La gestión de estas operaciones debe nacer de una decisión política de aceptar las condiciones propuestas; seguramente ello requiera una aprobación legislativa para aprobar la operación y afectar recursos provinciales provenientes del Régimen de Coparticipación en garantía y/o medio de pago de las obligaciones tomadas con el Gobierno Nacional.
- La implementación estará condicionada a la aceptación de los términos propuestos por Nación, debiendo la provincia adecuar sus registros de deuda conforme las nuevas condiciones establecidas y readecuar sus proyecciones de flujos de servicios.

3.3.1.6 Pautas aplicables a los avales y garantías a entidades del sector público provincial, municipios, vehículos específicos y privados.

Los avales y garantías son pasivos emitidos por los estados soberanos para garantizar el cumplimiento de obligaciones financieras de terceros, ya sean sujetos privados, entidades miembros del sector público provincial o municipios. Su característica principal es que son obligaciones eventuales, ya que su pago está supeditado al incumplimiento del tercero avalado. Las garantías suelen no tener un tratamiento acorde al riesgo que generan en los sistemas de administración de deuda provinciales (Ter-Minassian, 2005). Su contingencia exige un tratamiento especial. En este sentido, deberán preverse las siguientes pautas:

- El proceso de emisión de garantías exige que la autoridad competente cuente toda la información sobre la obligación principal a avalar, sus términos y condiciones, el costo financiero de la obligación etc. Asimismo, debe tener acceso pleno a la información financiera y fiscal del deudor principal.
- El garante debe participar desde el primer momento en la negociación del financiamiento y en la definición de sus términos y condiciones.
- Deben preverse mecanismos de contragarantía que le permita a la Provincia contar con algún flujo o activo del deudor principal contra el cual pueda eventualmente recuperar su acreencia en caso de que la garantía sea ejecutada. Cuando se trate de municipios, la Provincia debería afectar los recursos que le correspondan a los mismos por el régimen de coparticipación provincial.
- Deben instrumentarse mecanismos de identificación y valuación de avales que le permita a las provincias hacer un uso eficiente de éstos desde una metodología de cómputo en función de la probabilidad de que ese pasivo se transforme en exigible. Esto está en línea con lo previsto por el artículo 23 de

la Ley de Responsabilidad fiscal que establece las jurisdicciones deben implementar, actualizar sistemáticamente e informar el estado de situación de las garantías y avales otorgados, clasificados por beneficiario, en oportunidad de elevar a las correspondientes legislaturas los respectivos Proyectos de Presupuesto de la Administración General, los que deberán contener una previsión de garantías y avales a otorgar para el ejercicio que se presupuesta.

- La oficina de crédito público provincial debe llevar un registro de todas las operaciones de deuda garantizadas por la Provincia y mantener actualizado la evolución de los pagos de la obligación principal. Asimismo, debe asegurarse por todos los medios disponibles contar con información del deudor principal de forma tal de poder ajustar su análisis de riesgo periódicamente.

3.3.1.7 Pautas para una correcta implementación de operaciones de financiamiento de proyectos (régimen de participación público-privada y demás proyectos de inversión).

Las operaciones de financiamiento de proyectos de inversión no tienen aún un uso masivo a nivel de los gobiernos subnacionales. Existen algunas pocas experiencias de proyectos de inversión estructurados como “*project finance*”, es decir, estructuras que se financian exclusivamente con los recursos que el proyecto genera, sin afectar recursos o garantías del sponsor del proyecto. Estos financiamientos generalmente se instrumentan a través de la constitución de un vehículo de financiamiento (una sociedad de propósito específico, un fideicomiso, etc.) sobre el cual se instrumenta el proyecto y se financia exclusivamente afectando los activos de este y el flujo de fondos que éste genera. No siempre los proyectos de inversión que encara el sector público generan sus propios flujos de repago, por ello, en algunos casos estos proyectos requieren asimismo la afectación de garantías adicionales por parte de la provincia.

Migrando desde el extremo de proyectos estrictamente entendidos bajo la categoría de *project finance*, podemos encontrar una variedad de proyectos de infraestructura que requieran formación de activos y operación por un período de tiempo determinado y que puedan manifestar alguna capacidad endógena de repago (estrictamente ligado a la captura de flujos que ese proyecto pueda generar o a la captura de otros flujos fiscales). Sin embargo, aun estos proyectos requieren de avales o garantías que el estado subnacional deba comprometer. Al existir un concepto de pasivos contingente, en línea con lo explicado en el apartado anterior, este tipo de estructuras permitiría hacer un uso eficiente de las garantías y aportes públicos afectados al proyecto.

En el marco de este tipo de financiamiento se ubican los novedosos contratos de participación público-privada aprobados recientemente por la Ley N° 27.328. Esta norma invita a las provincias a adherir e instituir sus propios regímenes de PPP y muchas de ellas ya lo han hecho. Existen muchas expectativas respecto a la capacidad de esta vía de financiamiento de afectar recursos para proyectos de infraestructura en el futuro.

A continuación, se esbozan algunas pautas para la administración de este tipo de operaciones:

- En primer término, las provincias deben desarrollar sistemas y metodologías de administración de sus proyectos de inversión, en el marco de un Plan o Programa de Inversión Pública, que contenga etapas de diseño y desarrollo de proyectos, análisis de preinversión, etc. Es fundamental la constitución de una base de datos de proyectos correctamente sistematizada y actualizada. También resultaría de utilidad una metodología de priorización de proyectos que contemple los potenciales impactos sobre distintas variables, tanto para fijar prioridades al interior del sector público como para su conocimiento por parte del sector privado.
- Se entiende conveniente contar con una dependencia o una agencia de inversión que pueda gestionar los proyectos, priorizar su ejecución y promocionarlos ante el sector privado, tanto ante las empresas interesadas en su ejecución como en sus potenciales financiadores.
- En relación al financiamiento de proyectos, prioritariamente se debe definir una estrategia institucional que permita visualizar las fuentes disponibles y permitir un trabajo sistemático de desarrollo de las mismas. Esto implica que la autoridad de aplicación pertinente ejecute acciones sistemáticas de interacción con los distintos actores institucionales que explican la estructura de oferta de financiamiento, entendiendo en cada caso alcances, condiciones y limitaciones para la movilización de recursos. En ese marco debería otorgarse especial énfasis al involucramiento de los organismos multilaterales de crédito y de potenciales financiadores oficiales, ya sea como financiadores o como aportantes de garantías.
- Las operaciones de crédito público que se ejecuten en el marco de estos proyectos deben contar con el debido involucramiento de la oficina de crédito público, en el marco del proceso de aprobación y administración de las operaciones. La negociación de las condiciones de financiamiento deberá estar liderada por esta dependencia, sin perjuicio de que el proceso de ejecución del proyecto lo lideren otras áreas.
- Las provincias pueden asignar a la dependencia encargada de la administración y promoción de proyectos las funciones que se determinen a

cargo de la unidad de participación público privada en el marco de la adhesión al régimen PPP nacional. Esta unidad deberá canalizar y ordenar los procesos de ejecución de proyectos que se instrumenten como proyectos PPP.

- Las provincias deberían determinar de qué manera afrontarían la generación de pasivos contingentes (derivados, por ejemplo, de una sobrestimación de los beneficios esperados del proyecto). Se pueden mencionar distintas opciones como la contratación de seguros, la realización de provisiones contables, la integración de un fondo específico para pasivos contingentes efectivizados, etc.

Resultarán aplicables todas las pautas establecidas para la emisión de garantías provinciales en aquellos casos en que el proyecto las requiera.

3.3.1.8 Pautas aplicables al control y auditoría de la deuda pública

- (i) Las actividades de administración de deuda pública deben estar sometidas a mecanismos de auditoría interna y externa, de conformidad con las normas sobre auditoría fijadas por cada provincia.
- (ii) Las acciones de auditoría deben realizarse sobre los actos que aprueben operaciones de endeudamiento a los fines de verificar la legalidad de la operación así como la legitimidad de las autoridades participantes. Estas funciones podrán quedar a cargo del servicio jurídico del ministerio interviniente o de la Asesoría General de Gobierno, según el esquema de control imperante en cada jurisdicción.
- (iii) También deberán establecerse procedimientos de control interno y auditoría externa sobre la gestión de perfeccionamiento de dichas operaciones: verificar el ingreso de los fondos a las cuentas de la provincia en su agente financiero, el correcto cobro de las comisiones de los agentes participantes, el pago de gastos y honorarios y demás detracciones que se realicen sobre el monto de la operación; verificar la emisión de los certificados de deuda y su registración en los sistemas de registro y *clearing*; verificar la correcta constitución de contragarantías en el caso de operaciones de avales, etc. Típicamente estas funciones estarán en cabeza de la Contaduría General de la Provincia y de la misma oficina de crédito público.

3.3.1.9 Pautas aplicables al reporte a las autoridades, al poder legislativo, a la sociedad y al mercado.

- (i) Las oficinas de deuda pública deben diseñar y publicar periódicamente (idealmente con periodicidad trimestral) reportes de deuda. Los reportes de deuda deben ser de fácil comprensión para el público especializado, con

- formatos que permitan la comparación período a período y estar disponibles para el público en general en la página web de la autoridad provincial.
- (ii) Estos reportes deben contener información de base: stock calculado a una única moneda con aperturas por tipo de deuda (deuda con el gobierno nacional, deuda con el mercado de capitales, deuda con la banca local, con la banca internacional, etc.); proyección de flujos de servicios, clasificaciones por tipo de tasa de interés, por moneda, por tipo de acreedor, por plazo de amortización, vida promedio de cada tipo de deuda, etc.
 - (iii) Los reportes deben contener también el seguimiento de determinados ratios que se diseñen para medir y auditar el nivel de deuda y sus sustentabilidad (deuda/PBG; servicios anuales/gastos operativos; servicios anuales/ingresos propios de libre disponibilidad; deuda en moneda extranjera/ingresos tributarios o de otro tipo atados a la fluctuación del tipo de cambio (regalías); monto de deuda per cápita; monto de deuda/cantidad de empleados públicos; servicios de deuda/gastos en personal, etc.). También un análisis comparativo con otras provincias de diferentes indicadores fiscales.
 - (iv) Los reportes deben contener también información sistematizada sobre operaciones de endeudamiento indirecto (avales y garantías) identificando los montos de deuda garantizados, el deudor principal, las contragarantías disponibles para la provincia, y en la medida de lo posible, un análisis de riesgos que permita estimar el valor de los pasivos contingentes vinculados a dichas operaciones.
 - (v) Las normas de aprobación de las transacciones deben ser publicadas en el boletín oficial. Asimismo, los contratos y demás documentos que sean aprobados en dichas normas.
 - (vi) Los prospectos de emisión y demás documentos de oferta pública deben encontrarse disponibles en la página web de la autoridad provincial.
 - (vii) El envío del proyecto de ley de presupuesto a la legislatura provincial debería contener información actualizada del stock de deuda provincial, servicios plurianuales estimados clasificados por moneda, tipo de acreedor, plazos, tipo de tasa de interés, etc.
 - (viii) Las pautas de reporte deberán también atender a los requerimientos exigidos por la autoridad nacional, en el marco de regímenes normativos aplicables a la provincia. Por ejemplo, la Ley de Responsabilidad Fiscal para aquellas jurisdicciones que hubieran adherido a la misma.
 - (ix) Asimismo, las oficinas de crédito público deben realizar, para consumo interno de los “*policy makers*”, pronósticos de evolución de la deuda según determinados cambios macroeconómicos o eventos disruptivos. Estos reportes deben retroalimentarse con información de ejecución presupuestaria, evolución de variables macroeconómicas, variación de

los niveles de recaudación impositiva, etc. que provean otras áreas de gobierno.

3.3.2 Tratamiento de pasivos contingentes

Otra línea de acción que sugerimos para las provincias es el desarrollo de metodologías de identificación y valuación de pasivos contingentes. Siguiendo a Demaestri y Moskivics (2015), cuando se utiliza la referencia “pasivos contingentes”, “obligaciones contingentes” o simplemente PCs, se está haciendo referencia a las obligaciones cuya efectiva exigibilidad y determinación en términos de montos, tasas de interés, plazos de pago, etc. están sujetas a eventos futuros inciertos, ajenos al control del propio Estado.

Las obligaciones contingentes pueden clasificarse en:

1. Obligaciones contingentes explícitas

Son aquellas que surgen de acuerdos financieros, legales o contractuales en los que participa el Estado, que contemplan requisitos condicionales a la ocurrencia de determinado evento para realizar los pagos estipulados en el acuerdo. En este caso, la decisión que eventualmente origina el pasivo contingente ocurrió en el pasado. Los requisitos se vuelven efectivos si una o más de las condiciones estipuladas efectivamente ocurre o, en el caso de los litigios, si el Estado no cumple con lo acordado. En síntesis, esta categoría de pasivos contingentes siempre tiene su origen en un hecho explícito previo a la realización del pasivo.

2. Obligaciones contingentes implícitas

Los PCs implícitos son aquellos que no están especificados en algún instrumento legal o contractual, sino que responden a la presión moral que recae sobre el Estado para actuar en distintas situaciones y se fundamenta en prácticas comunes de los gobiernos o en actuaciones del pasado. Estas obligaciones surgen como resultado de una intervención no establecida formalmente en forma previa, debido a la ocurrencia de una determinada condición o evento inesperado. Es decir, refieren a situaciones en las que el Estado, ya sea por decisión de política o por la tensión de situaciones sociales imperiosas, afronta con recursos públicos emergencias de carácter económico, climático o ambiental. Dado que el universo de eventos podría ser muy amplio, hay consenso en acotar las fuentes de pasivos contingentes implícitos a los desastres naturales y a las crisis financieras sistémicas detonantes de este tipo de obligaciones, y eventualmente también a los salvatajes a gobiernos subnacionales o a empresas públicas. El alcance podría depender de la probabilidad de ocurrencia en cada país y de la magnitud que se asigne a la potencial intervención pública.

Es decir, por un lado, las obligaciones contingentes explícitas están vinculadas, en forma amplia, con garantías –o contragarantías– otorgadas por el sector público como correlato de un compromiso formal y explícito (ley, contrato, etc.); por otro, las implícitas están vinculadas con cuestiones no normadas, pero en las que se vislumbra una probabilidad (elevada) de que el Estado deba asumir costos, en particular ante situaciones de shock. Por sus propias características, en los pasivos contingentes implícitos es difícil –y a veces imposible– definir una contingencia máxima esperada, que habitualmente sí existe cuando una norma (ley, contrato) determina un pasivo contingente explícito. Puesto de otro modo, en esos casos se necesita proponer cuál es la probabilidad de que el Estado realmente intervenga y en qué medida debe hacerlo.

En síntesis, la característica determinante que posibilita diferenciar entre uno y otro tipo de pasivo contingente es la existencia o no de un elemento que ex ante permita determinar la potencial emergencia del pasivo.

Limitando el análisis a los PCs explícitos, se pueden identificar los siguientes:

- a. PCs provenientes de la actividad litigiosa: aquellos que surgen cuando el Estado y un tercero tienen una interpretación diferente sobre las obligaciones surgidas de una ley, contrato, etc., y la cuestión termina dirimiéndose en tribunales judiciales o arbitrales, ya sean locales o internacionales.
- b. PCs que surgen de garantías al sector privado: avales y otros instrumentos de garantía estatal para obligaciones contraídas por agentes del sector privado con terceros (residentes o no residentes).
- c. PCs nacidos de garantías a participaciones público-privadas (PPP) para el desarrollo de infraestructura: esquemas de garantía estatal en los proyectos de infraestructura concesionados (rutas, puertos, aeropuertos, etc.), en los que la intervención pública está atada a garantizar un cierto umbral de ingresos al concesionario (por ejemplo, un nivel mínimo de tráfico para el caso de una carretera). En la práctica, habitualmente se denominan garantías de ingresos mínimos.
- d. PCs que surgen de garantías de depósitos en el sistema financiero: esquemas explícitos de garantía estatal para los depositantes del sistema financiero, que abarcan solamente las obligaciones contingentes que surgen del marco regulatorio vigente, el cual, en general, establece limitaciones sobre los depósitos alcanzados.
- e. PCs por eventos contemplados en fondos soberanos: pasivos contingentes para cuya cobertura se hayan establecido explícitamente fondos soberanos.

- f. Garantías al interior del sector público: son las que normalmente otorga el gobierno central a empresas públicas o gobiernos subnacionales.

3.3.2.1 Pasivos contingentes de relevancia para las finanzas subnacionales

Más allá de esta descripción teórica sobre los pasivos contingentes y su clasificación, nos interesa en particular analizar algunos hitos relevantes para los gobiernos provinciales que a nuestro juicio deben analizarse bajo esta óptica.

3.3.2.1.1 Los bail outs públicos

Un caso de pasivo contingente implícito que nos interesa analiza en este trabajo es el compromiso que el gobierno central puede terminar asumiendo para asistir financieramente a una provincia. Aquí entrarían las situaciones ya analizadas de *bail out*, es decir, aquellos casos en que ante una situación de *distress* financiero de una provincia el gobierno nacional la asiste. Nuestro sistema constitucional y legal no prevé ningún compromiso explícito de hacerlo. El Régimen de Responsabilidad Fiscal prevé mecanismos de control y monitoreo de la deuda provincial en cabeza de dependencias nacionales, pero ello no supone formalmente un seguro de crédito del gobierno central a favor de los acreedores de una provincia. Lo mismo puede decirse en relación a las deudas de los gobiernos locales y la eventual asistencia que la provincia pueda ofrecer. Sin embargo, existen muchos casos en los que ese rescate existe. De hecho, son pocos los casos en que un gobierno provincial debió reestructurar su deuda con sus acreedores privados por falta de asistencia del gobierno nacional.

Esto hace pensar que, si bien estamos ante supuestos claros de pasivos contingentes implícitos difíciles de valorizar, resulta una acción responsable del estado nacional llevar, a partir del monitoreo que se ejecuta de las finanzas provinciales y municipales, una estimación razonable del riesgo de *bail out* y una valuación del mismo. Aunque ello no suponga una obligación legal del gobierno nacional de asistir eventualmente a la provincia que enfrente situaciones de *distress*.

Una pauta que está prevista en el Régimen de Responsabilidad Fiscal y que es dable mencionar en esta instancia es la potestad que el artículo 26 de la Ley Nº 25.917 le da al gobierno nacional de implementar programas vinculados con la deuda de aquellas jurisdicciones que no cuenten con el financiamiento correspondiente, en tanto observen pautas de comportamiento fiscal y financiero compatibles con esta ley. Sin embargo, esta es una potestad del gobierno nacional y no una obligación.

Como se explicó en el Capítulo II, existen muchos ejemplos de situaciones en las que el gobierno nacional asistió financieramente a las provincias para cumplir o reestructurar sus compromisos financieros con otros acreedores privados, que de esta forma evitaron

o redujeron sus pérdidas. También a nivel subnacional se encuentran casos en los que los gobiernos provinciales asistieron a sus municipios. Así, por ejemplo, puede citarse el caso de la Provincia de Buenos Aires asistiendo al Municipio de La Plata, ante una crisis terminal del Banco Municipal de La Plata.

El correcto monitoreo de los gobiernos subnacionales debería realizarse también con la finalidad de estimar las probabilidades que el gobierno central se vea en la situación de decidir acudir o no en ayuda de una provincia y cuál será el costo de esa asistencia.

Lo mismo deberían hacer las provincias, sobre todo aquellas cuyos municipios pueden tener un tamaño y niveles de deuda que, ante una situación de *distress*, puedan poner en una situación delicada al gobierno provincial.

3.3.2.1.2 *La situación de las cajas previsionales provinciales*

Otro pasivo contingente que puede tener relevancia a nivel provincial es la situación de sus cajas previsionales.

El sistema previsional está continuamente expuesto a generar pasivos contingentes asociados, por ejemplo, a la forma de actualizar los haberes que suelen materializarse en importantes volúmenes de deuda nueva. El caso Badaro es un conocido ejemplo en la jurisprudencia argentina. En 2007, la Suprema Corte declaró inconstitucional la legislación vigente desde el año 1995 respecto a la movilidad de los haberes, la cual determinaba que el ajuste de las prestaciones previsionales sería fijado anualmente en la Ley de Presupuesto (Cohan y otros, 2010).

En la misma línea, el financiamiento de las cajas previsionales provinciales que no fueron transferidas a la Nación constituye un tema de discusión en la relación financiera entre la Nación y las Provincias desde la reforma previsional de los años noventa.

El proceso de transferencia de las cajas previsionales provinciales a ANSES permite diferenciar dos grandes conjuntos de provincias: las once que entre 1994 y 1996 transfirieron sus cajas a la Nación y las trece que no lo hicieron²⁹. Entre las que transfirieron sus cajas previsionales, Catamarca, La Rioja y Tucumán son beneficiarias de un complemento sobre el ingreso jubilatorio que determina que todos o una parte de los jubilados de dichas jurisdicciones accedan a un régimen más beneficioso que el nacional. Entre las provincias que no transfirieron sus cajas, existe un grupo minoritario (Chubut, Neuquén y Tierra del Fuego) que tampoco ha participado en ningún tipo de

²⁹ En este último grupo se encuentran las provincias: Buenos Aires, Córdoba, Corrientes, Chaco, Chubut, Entre Ríos, Formosa, La Pampa, Misiones, Neuquén, Santa Cruz, Santa Fe y Tierra del Fuego.

acuerdo respecto a la armonización de sus sistemas con respecto al federal (Cetrángolo y Folgar, 2018).

Si bien la mayor parte del financiamiento de estas cajas proviene de recursos propios (aportes y contribuciones de los trabajadores y gobiernos provinciales), las distintas modificaciones del sistema de seguridad social han generado un complejo entramado, donde parte de las necesidades financieras de estos esquemas son cubiertas mediante transferencias provenientes del Gobierno Nacional. Ya que este no está obligado a realizar dichas transferencias, en su búsqueda por reducir el déficit fiscal ha abordado la cuestión mediante la Ley N° 27.260 de “Reparación Histórica” para jubilados y pensionados y durante la reciente discusión del Pacto Fiscal. La Ley de “Reparación Histórica” en su art. 27 instruyó al Poder Ejecutivo Nacional a acordar con las provincias que mantienen sus cajas previsionales acciones para reducir las asimetrías entre el régimen nacional y los provinciales, determinando que las transferencias nacionales dependan en parte de los avances realizados en el proceso de armonización.

Cetrángolo y Folgar (2018) sostienen que no debe dejarse de lado que la actual situación ha derivado de importantes cambios normativos de los últimos años que, en muchos casos, buscaban atender problemas de solvencia en aquellos regímenes relativamente más nuevos cuyas alícuotas eran menores al resto. Existe históricamente un sesgo de mayor generosidad en los regímenes de las provincias patagónicas que busca incentivar la radicación en estos distritos poco poblados. De todos modos, en los últimos años tuvieron modificaciones tendientes a la convergencia con los otros sistemas vigentes. Por ejemplo, Tierra del Fuego y Santa Cruz han incrementado sus tasas de aportes y contribuciones hasta el 30%. Estas modificaciones se vinculan con la situación financiera de estas provincias, donde el gasto previsional ha ganado participación de manera significativa sobre los presupuestos provinciales, generando dudas respecto a su sostenibilidad. Ambos regímenes han pasado de representar el 7% y el 12% del gasto total, al 17% y 26%, respectivamente en los últimos diez años. Como marco comparativo, los esquemas previsionales de Entre Ríos y Córdoba han sido históricamente los que mayor preponderancia tienen para sus jurisdicciones, en torno al 20%.

Siguiendo a Falappa y Mossier (2017), podemos mencionar que tanto el proceso de transferencia de las cajas previsionales y su implementación práctica, como la política de armonización, muestran profundos déficits institucionales y situaciones vidriosas. Todas características que posibilitan el surgimiento de pasivos contingentes implícitos.

3.3.2.1.3 El rescate de empresas y bancos provinciales

Los gobiernos suelen recurrir a la creación de entes y empresas para la realización de ciertas actividades de naturaleza comercial. Así, por ejemplo, la prestación de servicios

públicos, las actividades de fomento, la asistencia económica y financiera al sector privado local, entre muchas otras suele hacerse a través de empresas o entidades separadas de la administración provincial pero que conforman el sector público provincial. En igual sentido, podemos agrupar aquí a todos los vehículos que el sector público crea para financiar sus proyectos de inversión, que tienen capacidad de asumir pasivos que pueden eventualmente suponer un compromiso de asistencia por parte del gobierno provincial. Cuando estas entidades, vehículos o empresas enfrentan situaciones deficitarias suelen recibir asistencia directa del presupuesto provincial, en forma de transferencias presupuestarias para hacer frente a sus compromisos. Nos referimos siempre a situaciones en las que no existe un aval o garantía explícito que garantice determinada deuda de la entidad en cuestión. En estos casos, es evidente que el gobierno central deberá asumir eventualmente su compromiso de pago, pero este tipo de compromisos deben ubicarse como pasivos contingentes explícitos provenientes de la emisión de deuda pública. Aquí nos referimos a un compromiso que en la mayoría de los casos resulta implícito y que tiene que ver con obligaciones que el gobierno subnacional asume, no porque exista un compromiso legal o contractual de hacerlo, sino porque las consecuencias políticas que puede suponer no asistir a esa entidad pueden resultar más costosas que el costo de asistirlos.

Un caso bastante claro para ilustrar la situación a la que nos queremos referir puede ser el salvataje que la Provincia de Buenos Aires debió hacer del Banco Provincia en 2001. La cartera de créditos del banco estaba muy deteriorada, a partir de una combinación de una política crediticia poco responsable sumado al impacto que la crisis económica y financiera tuvo sobre la economía provincial y sus agentes.

Para resolver esta situación la Provincia implementó mediante la Ley N° 12.726 una compra de cartera de créditos calificados como 3, 4, 5 y 6 en líneas comerciales, de consumo, hipotecarios, así como también otros que por su improbabilidad de cobro pudieran ser categorizados de tal forma en el futuro.

Esa cartera de créditos fue transferida a un fideicomiso creado a tal efecto, el Fideicomiso de Recuperación Crediticia Ley 12.726 para que proceda a su recupero y a cambio el Banco Provincia recibió un título de deuda pública provincial por un monto de U\$S 1.100 millones, garantizado con los recursos de coparticipación de la Provincia, permitiéndole al banco mejorar su patrimonio.

Este título público fue luego pesificado y reestructurado en el marco del Canje de Deudas Provinciales Decreto N° 1579/02, con lo cual esta deuda provincial se transformó en deuda pública nacional garantizada por la Provincia de Buenos Aires.

El costo final para la Provincia de esta operatoria estará determinado por la diferencia, en términos de valor presente, del recupero que logre hacer el referido fideicomiso, frente al costo fiscal de pagar la deuda asumida.

3.3.2.1.4 Los proyectos PPP

Los proyectos PPP con vistos en el mundo como una nueva y creciente fuente de pasivos contingentes. Este concepto refiere a las obligaciones fiscales no capturadas por las cuentas fiscales, como por ejemplo garantías públicas a financiadores, garantías de ingresos mínimos, coberturas de riesgo cambiario (Lusinyan y otros, 2009). Estas obligaciones eventuales del sector público no están necesariamente incorporadas a los presupuestos y es esencial prever mecanismos para contabilizar y valorar los mismos.

Si bien hoy las provincias no han iniciado a ejecutar proyectos bajo este formato, es de esperar que ello comience a ocurrir en un futuro cercano y las provincias deberían tomar las medidas correctas para que los riesgos que se asuman por esta vía estén debidamente contemplados en sus cuentas presupuestarias.

3.3.2.2 Pautas para una eficiente administración de pasivos contingentes

A continuación, se proponen algunas pautas tendientes a lograr una eficiente administración de pasivos contingentes:

- La autoridad de aplicación en la materia, que podrá ser la oficina de crédito público u otra dependencia con capacidad técnica y financiera, debería identificar todos los pasivos contingentes explícitos y crear metodologías de valuación para cada uno.
- Las metodologías de valuación deben contemplar los mecanismos más acordes, dentro de la información disponible, para otorgar un valor a cada pasivo contingente y una probabilidad de ocurrencia de este.
- El riesgo de crédito asociado a pasivos contingentes explícitos debe ser estimado por una parte independiente del proyecto del cual surge dicho pasivo contingente y siguiendo pautas objetivas y previamente establecidas para tal fin.
- Determinados y valuados los mismos, deben preverse mecanismos para mitigar el impacto fiscal de la ocurrencia del evento que transforme el pasivo de contingente en cierto (esquema de contragarantías en los pasivos contingentes provenientes de la emisión de avales; garantías autoliquidables; seguros y fondos de cobertura para otro tipo de riesgos, fondos de contingencias, etc.).
- Deben generarse informes de riesgo que acompañen los proyectos de ley de presupuesto que el Poder Ejecutivo envía anualmente a las legislaturas.

- Ese informe de riesgo debería idealmente impactar en el stock de deuda provincial, al menos a nivel de una herramienta analítica.
- El informe de riesgo debería contemplar aquellos riesgos implícitos relevantes para la provincia como pueden ser las asistencias financieras a empresas y entidades del sector público provincial, ya sean explícitas en forma de avales o implícitas, en forma de gastos presupuestario. El presupuesto provincial debería incorporar un análisis del costo que supone para el tesoro provincial el mantenimiento y funcionamiento de todos los vehículos por fuera de balance que forman parte del sector público provincial.
- Los prospectos de emisiones que se realicen en el marco de las operaciones de endeudamiento con el mercado de capitales deberían incorporar los informes de riesgos.

3.4 Estrategias de financiamiento bajo principios de sustentabilidad y manejo eficiente de riesgos.

Más allá de las pautas expuestas anteriormente, nos gustaría profundizar algunos temas puntuales que hacen a la gestión de la deuda pública provincial y que pueden ser de mucha utilidad para los gobiernos subnacionales. Estos temas propician dar a los policy makers provinciales la posibilidad de aprovechar oportunidades de financiamiento que hoy están disponibles y que pueden servir para ampliar la disponibilidad de fuentes, optimizar el flujo futuro de pagos de deuda, repotenciar herramientas de financiamiento disponible pero utilizadas de forma deficiente, entre otros aspectos.

3.4.1 Estrategias de manejo de pasivos

Las oficinas de crédito público provincial deben asumir el mandato de monitoreo permanente de las condiciones del mercado financiero e interacción con los actores del mercado de capitales, de forma tal de detectar y poder aprovechar las oportunidades que puedan existir para mejorar el perfil inter-temporal de la deuda y optimizar la administración de riesgos.

La evolución de las condiciones del mercado genera situaciones en las que las provincias pueden, a través de operaciones de administración de pasivos, generar mejoras en términos de tasas, plazos de vencimiento o moneda; lo que a su vez puede generar una reducción del riesgo de *roll-over*. En tal sentido se debe contar con un encuadre normativo y prácticas profesionales que permitan evaluar opciones de manejo de pasivos desde criterios y metodologías acordes a los objetivos subyacentes en este tipo de operatorias.

Debe asumirse como una función central de cualquier oficina de crédito público el posicionamiento del crédito provincial en los diferentes mercados. Para ello es deseable que las oficinas de crédito público cuenten con un área especializada en la relación con el mercado y los inversores. Estos equipos se encargarán de generar la información de difusión de la provincia, la elaboración de presentaciones, la organización de “road shows” o “non-deal road shows” a través de los cuales se puede tomar contacto con inversores o potenciales inversores en el crédito provincial.

Este tipo de acciones están sumamente desarrolladas en muchos estados nacionales y en aquellas empresas que acceden usualmente al mercado de capitales. Las provincias deben copiar estas estrategias de relacionamiento de forma tal de poder ayudar a los inversores a tener un juicio correcto del riesgo que supone prestarle a ese gobierno provincial.

La asistencia de los bancos de inversión, aun fuera del ámbito de una transacción específica, debe ser aprovechada para acercarse al mercado y a los inversores finales. Es común que los bancos de inversión inviten a las autoridades de los emisores a eventos o reuniones con inversores. Pero para que esos eventos generen un efecto positivo en la Provincia, sus equipos deben estar técnicamente preparados, contar con una política que explicita claramente los objetivos de alcance y poder fundamental una trayectoria de pasivos sustentables. Es decir, tener una idea clara de los objetivos de gobierno que puedan transmitirse a los inversores. Los bancos de inversión cuentan con más medios que los emisores para detectar nuevas oportunidades para la ejecución de operaciones en mercados nuevos o bajo instrumentos o formatos de emisión novedosos.

Estas acciones de difusión quedan habitualmente reservadas a las máximas autoridades provinciales; el gobernador o vice gobernados, ministro de economía, secretario de finanzas principalmente. Sin embargo, resulta conveniente contar con un equipo que pueda ejecutar un plan de tareas sistemáticas en tal espacio de acción.

3.4.2 Instrumentos de administración de la deuda flotante

Otra situación bastante común en los gobiernos subnacionales es la existencia de volúmenes relevantes de deuda flotante. La deuda flotante es aquella deuda que no se encuentra instrumentada en contratos o documentos, sino que surge generalmente del atraso en el pago a proveedores. Cuando estas deudas toman volúmenes importantes pueden generar situaciones de riesgo que exigen contar con herramientas que permitan un manejo responsable de las mismas.

Hoy el mercado de capitales doméstico ofrece algunos instrumentos que permiten ordenar y eficientizar la cancelación de esta deuda. Cabe tener presente que los retrasos

en los pagos y, sobre todo, la incertidumbre en cuanto a las fechas de cancelación de los pasivos públicos no es gratis para el gobierno. Los proveedores suelen considerar estos atrasos a la hora de fijar precios a los bienes y servicios que proveen al sector público y cuando existe mucha incertidumbre respecto de las fechas estimadas de pago, suelen cargar esos riesgos a los precios. Por otro lado, esta situación exige a los proveedores contar con capacidad financiera para mantener un giro comercial y cuentas a cobrar por montos relevantes. Eso hace que los proveedores con menor capacidad financiera, sobre todo las pymes locales, no puedan competir con las grandes empresas. Esto no es un resultado deseable para cualquier jurisdicción que propicie el desarrollo de su entramado de empresas locales.

Para manejar estas situaciones existen al menos las siguientes alternativas:

- Una primera opción, la más obvia, es cancelar las cuentas en plazos razonables y sin retrasos. Cuando una provincia o una entidad pública puede demostrar que cumple sus compromisos de pago en tiempo y forma o que el plazo de pago de las facturas de sus proveedores es estable en el tiempo y el orden de cancelación se respeta, pueden negociar con sus proveedores precios más eficientes. Por eso, mantener una buena conducta como pagador da a las provincias una ventaja muy valiosa.
- Cuando no es posible acreditar esa conducta de manera sostenible en el tiempo, la forma de demostrar compromiso de pago es mediante la cancelación de cuentas con instrumentos que obliguen al pago dentro de un plazo determinado y que a su vez puedan ser descontados por los proveedores en el sistema bancario o en el mercado de capitales. En ese contexto surge la posibilidad de cancelar pasivos con cheques de pago diferido o estructurar programas de letras de tesorería.

3.4.2.1 El uso de cheques de pago diferido por las tesorerías provinciales

Los cheques de pago diferido son instrumentos de deuda de corto plazo. La normativa de fondo permite emitir cheques por hasta un plazo de 360 días. Desde el punto de vista administrativo generalmente las normas provinciales prevén que las deudas que no superen el año calendario no constituyen deuda pública. Es decir que, cumpliendo las restricciones temporales previstas en la norma provincial, este instrumento de cancelación de deuda podría no ser considerado deuda pública.

La posibilidad que brinda al ente pagador el cheque de pago diferido es instrumentar un mecanismo de financiamiento. En ese sentido es igual a la deuda flotante, aunque claramente al existir un plazo perentorio y consecuencias de relevancia ante el evento de no pago al vencimiento, la situación para las tesorerías es más delicada que el no

pago de la deuda flotante. La contracara de ello es que para el proveedor contar con este instrumento le brinda la posibilidad de tener certeza respecto de la fecha de pago, lo que a su vez le permite cotizar precios más acordes a sus costos reales y financieros. El mercado bancario y el mercado de capitales además le dan la posibilidad de descontar esos instrumentos de forma rápida y eficiente.

Para el caso del descuento de cheques a través de entidades financieras deberá tenerse en cuenta que resultarán aplicables las normas sobre financiamiento al sector público no financiero³⁰.

Por su parte, el mercado de capitales ofrece a los entes públicos la posibilidad de inscribirse como libradores de cheques para su posterior descuento por parte de los proveedores que los reciban como medio de pago. Por ejemplo, el BYMA prevé en el artículo 157 de su Reglamento de Listado que tanto el estado nacional, las provinciales, el gobierno de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires, los municipios, las entidades autárquicas y las sociedades o empresas del Estado pueden solicitar autorización para listar cheques que libren a favor de terceros.

El librador puede listar un programa de cheques de pago diferido, debiendo identificar el monto máximo de cheques que podrá encontrarse en todo momento en el depósito de Caja de Valores S.A. que es la entidad a través de la cual se depositarán los referidos instrumentos cuando sean presentados por el tenedor para su descuento.

Una vez autorizado el listado la entidad pública en cuestión podrá comenzar a cancelar deudas con proveedores con cheques. Los cheques se libran y se envían a Caja de Valores, donde deberá presentarse el beneficiario de los documentos a fin de retirarlos, en el caso de que no quiera negociarlos o bien endosarlos a favor de entidad depositaria, para su exclusiva negociación posterior en el mercado. En caso de someterlo a la negociación, el beneficiario del cheque deberá elegir un agente del mercado a través del cual operará los instrumentos. Este agente, típicamente un agente de liquidación y compensación -las antes llamadas sociedades de bolsa- lo negociarán en el mercado de la misma forma que se negocian los cheques avalados y patrocinados que libran los sujetos privados.

El sistema de negociación es una subasta en la cual los interesados ofrecen tasa de descuento. El sistema selecciona la tasa de descuento más baja ofertada. Las operaciones se liquidan al día siguiente. El adquirente del cheque debe pagar a través del mercado los fondos al proveedor que los sometió a la negociación los montos que

³⁰ Disponibles en: <http://www.bcra.gov.ar/Pdfs/Textord/t-finsec.pdf>.

surjan de aplicar la tasa de descuento al valor del instrumento. El adquirente esperará al vencimiento del cheque para cobrar su crédito y en el supuesto caso de que los fondos no estén disponibles podrá demandar por la vía ejecutiva al municipio librador y al endosante.

3.4.2.2 Los programas de Letras de Tesorería

Otra herramienta de financiamiento de corto plazo disponible para los gobiernos subnacionales son las Letras de Tesorería. Generalmente esta denominación refiere a instrumentos con plazos de vencimiento, en general, dentro del plazo de 360 días.

Estos instrumentos pueden constituir deuda pública o no, según los criterios que prevé la norma provincial aplicable. En general como ya se ha dicho, serán deuda pública cuando el plazo de amortización supere el 31 de diciembre del año en que fueran emitidas.

A diferencia de los cheques, las letras se colocan directamente al mercado, es decir que cualquier inversor puede adquirirlas. El fondeo que la entidad emisora obtiene lo puede destinar a cancelar su deuda flotante o, en general, a cubrir sus necesidades de liquidez estacionales.

Las letras de tesorería suelen ser el primer instrumento a partir del cual las provincias se acercan al mercado de capitales. Los programas de letras están bastante más difundidos que el uso de cheques de pago diferido. Muchas provincias y algunos municipios han aprobado programas de letras y emiten rutinariamente estos instrumentos. Se tratan en general de instrumentos denominados en pesos, emitidos en series en el marco de un programa y generalmente cuentan con garantía de los recursos provinciales provenientes de Régimen de Coparticipación. Algunas se colocan a descuento mientras que otras devengan tasas variables, generalmente tomando como base la tasa Badlar o fijas. Estos instrumentos son comprados en general por inversores institucionales, fondos comunes, compañías de seguro, fondos de inversión y bancos, entre otros.

Entre las provincias que cuentan hoy con un programa de letras vigente e instrumentos emitidos se encuentran: Buenos Aires, Ciudad Autónoma de Buenos Aires, Chaco, Río Negro, Neuquén, Entre Ríos y Chubut. Los municipios que cuentan con letras en el mercado se encuentran la Municipalidad de Córdoba, de Río Cuarto y de Corrientes.

3.4.3 Bonos Provinciales

Como opción de financiamiento de mayor plazo, las provincias también recurren a la emisión de títulos tanto en el mercado local como internacional. Esta es una fuente de

financiamiento a mediano y largo plazo, que complementa la emisión de letras pensada para el corto plazo. Los bonos son en general por montos sustancialmente superiores a las letras del tesoro y se suelen emitir en diferentes monedas y bajo distintas tasas de interés, según las condiciones que presente el mercado.

Los bonos destinados exclusivamente al mercado local se colocan a través de sistemas locales de colocación y negociación, como el SIOPEL y se negocian en mercados como el BYMA y el mercado extrabursátil MAE. Por su lado, los bonos colocados en el exterior suelen emitirse bajo los formatos llamados “Regulación S” y “144A”, que son opciones de colocación de bonos que no requieren la previa autorización de la Security and Exchange Commission, el regulador del mercado de capitales en los EE. UU. Para estos títulos se autoriza el alta de cotización en algún mercado europeo, típicamente Luxemburgo y en mercados domésticos como los antes citados. Sin embargo, los mayores volúmenes de negociación de deuda provincial se observan en los llamados mercados OTC (“*over the counter*”), es decir, se negocian bilateralmente entre las partes y no con el mercado.

Estos instrumentos suelen tener mayor nivel de negociación secundaria que las letras de tesorería emitidas por las provincias. En general los inversores que invierten en estos instrumentos buscan tomar riesgo público argentino, pero con un rendimiento superior al que ofrecen los instrumentos emitidos por el Gobierno Nacional.

Como una forma de reducir los niveles de riesgos en estos instrumentos, aquellas provincias que reciben pagos provenientes de regalías de sus recursos naturales (hidrocarburíferas, de gas y mineras) suelen afectarlas como garantía de estos instrumentos. De esa forma se busca aislar el repago de los bonos de la situación fiscal de la Provincia, al generarse un patrimonio fideicomitido constituido por estos recursos que se destina a garantizar el repago de la deuda. En ese marco, provincias como Chubut, Río Negro, Salta, Tierra del Fuego y Neuquén emiten bonos garantizados con regalías. Por ejemplo, el bono de la Provincia de Chubut por U\$S 650 millones con vencimiento en 2026 prevé una garantía constituida con regalías pagadas a la Provincia por Pan American Energy LLC (Sucursal Argentina) por áreas concesionadas a esta empresa en el territorio de la Provincia.³¹ Estas garantías, claramente determinadas en el prospecto de emisión son cedidas a un fideicomiso que queda bajo administración de un tercero y que en caso de que resulte necesario, se afectarán al pago de los servicios de deuda.

³¹ Ver: <http://www.mae.com.ar/legales/emisiones/TPDetalle.aspx?id=1334>.

Por otro lado, los bonos emitidos en el mercado local suelen estar garantizados con recursos de la provincia provenientes del Régimen de Coparticipación, sin embargo, el mercado internacional no valora esta garantía como sí valora la cesión de recursos de regalías.

Respecto de las monedas, los bonos domésticos, es decir aquellos emitidos bajo ley argentina, se emiten tanto en pesos como en dólares. En el primer caso, con tasas fijas o variables atadas a alguna tasa o coeficiente de ajuste. Los bonos emitidos bajo ley extranjera se emiten casi exclusivamente en moneda extranjera, sustancialmente en dólares estadounidenses y con tasas fijas.

3.4.4 Otros instrumentos de financiamiento a través del mercado de capitales:

3.4.4.1 Bonos verdes

El mercado de capitales ofrece otras alternativas de financiamiento novedosas para el sector público. En primer lugar, se menciona la novedad de los llamados “bonos verdes”. Estos son títulos de deuda pública con condiciones jurídicas y financieras similares a las de cualquier bono público, pero con la particularidad de que el destino de los fondos debe ser afectado a un destino amigable con el medio ambiente.

Es decir, los bonos verdes fueron creados para financiar proyectos que tengan beneficios ambientales y/o climáticos positivos. Estos instrumentos presentan para los emisores una ventaja en términos de cantidad y diversidad de inversores interesados. Existen hoy una variedad de fondos de inversión, inversores institucionales y corporativos que tienen mandatos concretos para invertir todo o parte de sus carteras en bonos verdes, con lo cual, este instrumento supone la posibilidad de ampliar la base de inversores hacia fondos que habitualmente no prestarían atención al mercado de deuda pública subsoberana de países emergentes. Estos inversores suelen mostrar un compromiso de mantener en cartera esos instrumentos (inversores “*buy and hold*”), lo que además les permite a los emisores públicos mantener sus curvas de rendimientos con bastante más estabilidad que la de títulos públicos comunes que suelen ser comprados por inversores más volátiles.

Según la *Climate Bonds Initiative*³², el mercado internacional de bonos verdes se inició en 2007 con una emisión conjunta del banco multilateral EIB (European Investment Bank) y el Banco Mundial y a partir de allí viene mostrando un fuerte crecimiento. En 2014 hubo emisiones mundiales por U\$37.000 millones y en 2017 se emitieron casi

³² Ver: <https://www.climatebonds.net/>.

U\$S 157.000 millones en bonos verdes. El primer bono subnacional verde lo emitió el estado de Massachusetts en 2013 y el primer bono municipal lo emitió la ciudad de Gotemburgo, Suecia.

En Argentina, las provincias de Jujuy y La Rioja son las jurisdicciones que han tomado la iniciativa en este rubro. La Provincia de La Rioja emitió en 2017 un monto de U\$S 300 millones destinados a capitalizar la empresa Parque Arauco SAPEM y para financiar proyectos de generación de energía renovable. Por su parte, Jujuy emitió un bono por la suma de U\$S 210 millones destinado a financiar tres proyectos de generación de energía solar de la empresa estatal JEMSE (Cauchari I, II y III) que se complementa con financiamiento del EXIM Bank de China.

3.4.4.1.1 *Los Principios de Bonos Verdes*

Ambos bonos provinciales responden a los Principios de Bonos Verdes. Estos principios fueron establecidos en 2014 por un consorcio de bancos de inversión conformado por: Bank of America Merrill Lynch, Citi, Crédit Agricole Corporate and Investment Bank, JPMorgan Chase, BNP Paribas, Daiwa, Deutsche Bank, Goldman Sachs, HSBC, Mizuho Securities, Morgan Stanley, Rabobank y SEB. A su vez, la International Capital Market Association (ICMA) assume el monitoreo constante y el desarrollo de lineamientos sobre financiamiento sustentable.

Estos principios consideran cuatro componentes centrales para determinar cuándo un instrumento califica como bono verde: (1) el destino de los fondos; (2) la existencia de un proceso de evaluación y selección de proyectos; (3) la gestión de los fondos desde su obtención hasta su destino final en el proyecto en cuestión; y (4) el reporte. Para ello ponen énfasis particularmente en la transparencia, precisión e integridad de la información que es revelada y reportada por los emisores a los inversores. El análisis de la entidad calificadora se centra justamente en estos cuatro puntos. Sobre esa base se realizan las revisiones independientes (conocidas como “*second party opinions*”) que son un sello de “condición verde” que les permiten a los inversores asegurarse de que los fondos obtenidos van específicamente al proyecto que se pretendió financiar.

Volviendo a las experiencias argentinas, en el caso de Jujuy, la entidad que emitió dicha opinión fue Sustainalytics, una consultora en temas ambientales; mientras que en el caso de La Rioja la opinión la dio Standard & Poors.

Los bonos verdes suponen para los emisores algunos costos extras. Básicamente los honorarios de la entidad que formule la opinión independiente y los monitoreos anuales que se realicen sobre el manejo de los fondos y el desarrollo del proyecto a financiar. Como contrapartida, los emisores obtienen varios beneficios como, por ejemplo:

- Destacar sus proyectos o activos verdes;
- Poder presentar una buena historia al mercado;
- Diversificar su base de inversores al atraer fondos de inversión e inversores especializados en proyectos verdes;

Los Principios de Bonos Verdes no establecen criterios para determinar qué se entiende por “verde”; estas definiciones quedan a criterio de los emisores. Las categorías de bonos verdes más comunes son:

- Energía renovable;
- Eficiencia energética (incluyendo la construcción de edificios eficientes);
- Manejo sustentable de residuos;
- Uso sustentable de la tierra (incluyendo agricultura y forestación sustentable);
- Conservación de la biodiversidad;
- Transporte limpio; y
- Tratamiento de agua y potabilización.

3.4.4.2 Esquemas estructurados de financiamiento

Otra alternativa existente para financiar el gasto de capital del sector público subnacional son los proyectos estructurados. El desarrollo del mercado financiero hoy permite pensar en estructuras de financiamiento complejas, que integren financiamiento bancario, vía el mercado de capitales, con involucramiento de organismos multilaterales de crédito, ECAs y otros financiadores oficiales, con aportes de los consumidores y usuarios que usen el activo a financiar, etc.

En ese marco se encuadra el financiamiento bajo el Régimen de Participación Público Privada que en Argentina fuera receptado por la Ley N° 27.328 que serán explicados más adelante.

3.4.4.2.1 Inversión pública con financiamiento privado: el Programa Renovar y otras soluciones a nivel provincial

Otros esquemas de movilización de recursos hacia proyectos de infraestructura abarcan la posibilidad de opciones de licitación con financiamiento en los que el sector público puede convocar a contratistas a presentar ofertas para desarrollar un determinado proyecto de inversión aportando el financiamiento. Existen algunos ejemplos de este tipo de procesos tanto a nivel nacional como provincial.

Por ejemplo, a nivel nacional, pueden citarse el Programa Renovar lanzado por el Ministerio de Energía y Minería de la Nación³³. En el marco de este programa el Gobierno Nacional, a través de CAMMESA, licitó proyectos de generación de energía eléctrica de fuentes renovables en el marco de las Leyes Nros. 26.190 y 27.191 y Decretos Nros. 531/2016 y 882/2016 que establecen el marco normativo del Régimen de Fomento Nacional para el Uso de Fuentes Renovables de Energía Destinada a la Producción de Energía Eléctrica.

En ese marco el Ministerio de Energía y Minería convocó a interesados en ofertar la contratación con el Mercado Eléctrico Mayorista la generación de energía renovable bajo los programas RENOVAR Ronda 1, Ronda 1.5 y Ronda 2. En dichos procesos se adjudicaron un total de 147 proyectos de generación por un total de 4500 MW de potencia³⁴.

Los adjudicatarios firman contratos de abastecimiento y compra de energía con CAMMESA para proveerle energía por un período de veinte años. Previo a ello el privado debe construir y poner en funcionamiento la central de generación para lo cual debe procurar el financiamiento necesario.

Claramente el contrato de venta de energía a CAMMESA es un activo muy valioso para la búsqueda de financiamiento; sin perjuicio de lo cual no permite cubrir el riesgo de performance, es decir, el riesgo de que la obra no se perfeccione y el privado comience a generar la energía a ser adquirida por CAMMESA. El riesgo de concreción del proyecto es un riesgo de mucha relevancia en este tipo de proyectos, sobre todo de aquellos adjudicatarios que no cuentan con un patrimonio suficiente como para obtener financiamiento contra sus activos hasta tanto la obra se termine. Adicionalmente el mercado de capitales argentino no ha alcanzado todavía un nivel de desarrollo que permita tratar este tipo de proyectos como puros *project finance*, es decir, que puedan financiarse por fuera del balance del contratista.

Para paliar esta situación mediante la Ley 27.191 creó el Fondo Fiduciario Público denominado “Fondo para el Desarrollo de Energías Renovables” (FODER), con el objeto de aplicar sus bienes fideicomitidos a:

- Otorgar préstamos para los titulares de proyectos de energías renovables;

³³ Ver: <https://www.argentina.gob.ar/renovar>.

³⁴

Ver: <https://public.tableau.com/profile/datosminem#!/vizhome/AdjudicacionesRenovARMINEMArgentina/AdjudicacionesRenovArArgentina>.

- Realizar aportes de capital y adquisición de instrumentos financieros de deuda o de capital destinados a la ejecución y financiación de proyectos;
- Otorgar avales y garantías que garanticen el cumplimiento de los contratos de compraventa de energía eléctrica a suscribir el comprador, CAMMESA;
- Otorgar a los beneficiarios del Régimen de Fomento de las Energías Renovables de derechos de opción de venta al Estado Nacional o al FODER de la central de generación o de sus activos por parte de su titular ante la ocurrencia de alguna de las causales de venta previstas en el artículo 4° del Decreto 882/2016 que afecten sustancialmente las condiciones de la inversión.

En ese marco, el FODER ha tomado garantías de Banco Mundial para impulsar la inversión privada en el desarrollo de las energías renovables en Argentina en las tres rondas de proyectos ya realizadas (U\$S 480 millones para las Rondas 1.0 y 1.5 y U\$S 250 millones para la Ronda 2.0). La expectativa del gobierno nacional es que la garantía de este organismo multilateral permita movilizar financiamiento privado que representa nueve veces el valor de la garantía.

Sin embargo, existe mucha incertidumbre respecto de la capacidad de muchos de los adjudicatarios de conseguir el financiamiento para concretar los proyectos. El programa plantea un esquema de garantías que los adjudicatarios debe constituir para garantizar al estado nacional la concreción del proyecto y sanciones en forma de multas ante los incumplimientos, sin embargo, es una incógnita saber si el Ministerio de Energía ejecutará las garantías ante situaciones de incumplimiento.

3.4.4.2.2 Iniciativas a nivel provincial

A nivel provincial, puede considerarse la opción de iniciativas de licitación pública con requerimiento de financiamiento al contratista para proyectos de inversión de distintas características, la provincia prevea la posibilidad de que el oferente acerque una propuesta de financiamiento por todo o parte del costo del proyecto fijando algunas condiciones mínimas a cumplir:

- La financiación ofrecida podría ser por al menos de un porcentaje sustancial del monto total del proyecto;
- Exigir un período de gracia mínimo; y
- Exigir un plazo mínimo de financiación total.

En cuanto a los formatos de financiamiento a considerar la provincia podría considerar alternativas de deuda pública o bien como financiamiento contra los flujos del proyecto, si es que el mismo genera alguno; eventualmente complementado con una garantía provincial.

3.4.5 El Régimen de Participación Público Privada. Su potencialidad para los gobiernos provinciales.

Mediante la Ley N° 27.328 se instauró en la Argentina el Régimen nacional de PPP mediante el cual se propicia la ejecución de proyectos de infraestructura pública con una fuerte participación del sector privado en aspectos en los que éstos habitualmente no se involucran; particularmente en el financiamiento.

Los contratos PPP son aquellos celebrados entre los órganos y entes que integran el Sector Público Nacional y sujetos privados o públicos con el objeto de desarrollar, una o más actividades de diseño, construcción, ampliación, mejora, mantenimiento, suministro de equipamientos y bienes, explotación u operación y financiamiento. Se instauran como una modalidad alternativa a los contratos de obra pública y concesión de obra pública y se caracterizan por una distribución de riesgos entre la autoridad contratante y el contratista de acuerdo a quién se encuentra en mejores condiciones para asumirlos. En ese marco surge como responsabilidad de los privados la obtención de una parte sustancial del financiamiento del proyecto.

Este tema tiene una relevancia tal en la actualidad que merece un tratamiento por separado, ya que excede el alcance de este documento. Sin perjuicio de ello aquí nos enfocaremos en explicar cómo, bajo este régimen, se están financiando proyectos de inversión y cómo puede trasladarse este marco normativo e institucional a nivel de las provincias, teniendo en cuenta que la ley antes referida invita a las provincias a adherir al régimen. Para explicar el funcionamiento de los PPP a nivel nacional se explicará a grandes rasgos los llamados PPP viales, que son los primeros proyectos lanzados que ya fueron licitados y están en proceso de ser adjudicados.

La primera etapa de los PPP viales consiste en el lanzamiento de seis proyectos de construcción y mejora de rutas y autopistas nacionales por un valor estimado de más de U\$S 6.000 millones. El mismo será continuado con otras dos etapas con más proyectos de rutas y autopistas y la construcción de dos puentes, Corrientes-Resistencia y Santa Fe-Paraná.

Según el procedimiento diseñado, el Contratista PPP debe presentar una oferta para el diseño, construcción, ampliación, mejora, reparación, operación, mantenimiento y explotación comercial del corredor vial elegido. El plazo total del contrato es de 15 años, 5 de obra y 10 de operación, con la posibilidad de prórroga por un año.

Los oferentes deben reunir requisitos técnicos de construcción y de operación y en la gestión de financiamiento y dirección de proyectos. Dentro de los consorcios que se

conformen debe identificarse un “integrante estratégico”, que será aquel accionista que:

- Posea una participación mínima del 30% en la integración del consorcio y que esa participación sea mayoritaria;
- Satisfaga por lo menos el 60% de los requisitos técnicos de construcción y de operación y en la gestión de financiamiento y dirección de proyectos.
- Presentar una “garantía de solvencia” a primera demanda incondicional e irrevocable de U\$S 10 M que debe mantenerse vigente hasta el cierre financiero.

El oferente que resulte adjudicado de algún proyecto debe constituir una sociedad de propósito específico para cada proyecto que hubiere sido adjudicado, con un plazo de 3 años superior al plazo del contrato PPP y debe hacer un aporte de capital de por lo menos el 6% del monto total de pagos por inversión que el contratista espera recibir.

El ente contratante es Vialidad Nacional; pero el obligado a realizar los pagos es el fideicomiso individual que se constituye para cada corredor, en el marco del Fideicomiso PPP.

3.4.5.1 Esquema de financiamiento de los PPP viales

Los contratistas deberán gestionar el financiamiento necesario para la realización de las obras. Sobre la base de los valores antes reflejados, el oferente que resulte adjudicatario de algún proyecto -el límite de proyectos a ser adjudicados a un mismo consorcio es de dos- iniciará la etapa de ejecución de la obra, la que se irá certificando mensualmente. Ante cada certificación de avance mensual se emite un acta mensual de reconocimiento de avance de inversión (ARAI). Trimestralmente y por los montos reconocidos en las ARAI, el Fideicomiso PPP emite un Título de pago por inversión (TPI) que representará un monto total igual al porcentaje de obras completadas durante ese trimestre.

Los TPI son títulos cupón cero denominados en dólares, con un plazo de vigencia de 10 años y pagos de amortización semestrales. Estos instrumentos suponen una promesa de un flujo proveniente del Fideicomiso PPP que a su vez se nutre principalmente con recursos provenientes del Fideicomiso SISVIAL. El SISVIAL es un vehículo creado en 2001 (ver Leyes Nros. 23.966 y 26.028 y Decreto N° 976/01). y que sufriera varias modificaciones. En la actualidad es receptor del 50% del impuesto al gasoil, neto del fondo de liquidez creado por el Decreto N° 301/18.

Por otro lado, el pago de la operación y mantenimiento se realiza mediante la entrega de los Títulos por Disponibilidad (TPD), también emitidos por el Fideicomiso PPP. Estos son instrumentos denominados en pesos que se cancelan a los 15 días de su emisión y se entregan mensualmente, a partir del inicio de la operación de la ruta o autopista

en cuestión. Los mismos están sujetos a descuento por sanciones por deficiencias en la calidad del servicio. En algunos corredores viales, los ingresos para cubrir la operación y mantenimiento se combinarán también con ingresos por peajes.

Los TPI, que son los instrumentos que pagan la inversión son títulos transferibles. Esto es justamente facilitar el esquema de financiamiento que le permite al adjudicatario completar el proyecto. Se espera que la banca internacional, de forma directa o a través del mercado de capitales, descuenten estos títulos o bien los securiticen, de forma tal de poder adelantar los recursos necesarios para completar la construcción.

El contrato PPP exige que los adjudicatarios completen el cierre financiero del proyecto en un plazo de 6 meses, prorrogable por hasta otros 6 meses más. Ello supone firmar los contratos de financiamiento mediante los cuales se acredite que el producido neto del endeudamiento obtenido por el contratista, más la suscripción de los contratos y otros documentos necesarios para la integración de los aportes de capital permiten asegurar por lo menos el 60% del monto total requerido para completar las obras³⁵. Los oferentes y aquellos que sean adjudicatarios de proyectos están obligados a constituir una garantía de cierre financiero equivalente al 2% del monto de dólares requeridos para la realización de la obra. Para los oferentes que no son seleccionados estas garantías se liberan al momento de la adjudicación. Para el oferente ganador esa garantía se debe mantener hasta completar el cierre financiero. Si el mismo no se alcanza antes de los 6 meses contados desde la firma del contrato PPP, la garantía se deberá incrementar a 2,5% del requerimiento total de dólares y si no se alcanza pasados los 9 meses, se eleva al 3%.

Si cumplido el año no se alcanza el cierre financiero la garantía se ejecuta y se vuelve a licitar el corredor en cuestión.

La participación de la banca local e internacional también resulta clave para que los oferentes puedan brindar la garantía de cierre financiero, así como otras garantías (la garantía de mantenimiento de ofertas, las garantías de obras principales, de servicios principales, de obras adicionales obligatorias y de obras adicionales voluntarias). El régimen PPP para los proyectos viales incentiva el uso de garantías bancarias, a través de depósito bancario, fianza bancaria o carta de crédito. Habilita también el uso de seguros de caución, pero en tales casos, el 15% de los montos a recibir por TPI quedará condicionado a que no existan multas en contra del contratista que pueden descontarse de esa porción. Cuando la garantía es a primer requerimiento, como las bancarias, el

³⁵ Ver definición de “Cierre Financiero” en el modelo de Contrato PPP disponible en: https://www.minfinanzas.gob.ar/uppp/docs/RARS-PPP_RARS_Contrato_PPP.pdf.

pago de los TPI queda totalmente blindado frente a la eventualidad de descuentos por multas.

3.4.5.2 Implicancias de no considerar a los TPI como deuda pública

Una característica de estos instrumentos de deuda que resulta de alta relevancia al pensar un régimen de PPP provincial es que los mismos no son considerados deuda pública. Es decir que la emisión de los instrumentos que permitirán financiar la realización de estos proyectos no se verá reflejada en el stock de deuda y, consecuentemente, no impactará en la medición de índices de sustentabilidad de la deuda pública nacional.

Esta pauta surge directamente del artículo 60 de la Ley de Presupuesto 2018 (Ley N° 27.431) que dispone que los compromisos del Fideicomiso PPP y/o los Fideicomisos Individuales PPP y del Estado nacional con el Fideicomiso PPP y/o los Fideicomisos Individuales PPP, en relación con contratos PPP, no serán considerados deuda pública en los términos del título III de la ley 24.156.

El fundamento de esta norma puede encontrarse en el hecho de que estos pasivos son emitidos y asumidos exclusivamente por el Fideicomiso PPP y los Fideicomisos Individuales PPP. El marco normativo prevé que en caso de que estos recursos no resulten suficientes, deberán preverse la posibilidad de incrementar partidas presupuestarias que permitan dotar al Fideicomiso PPP de los recursos necesarios para cubrir sus pasivos. Pero éste es un compromiso de pago, es decir que, si eventualmente se debiera recurrir a esta herramienta, ello supondría un incremento del gasto público, pero no de la deuda.

Tampoco supone un compromiso en firme del Estado Nacional de hacer aportes contingentes, por lo cual tampoco debe ser considerada como un aval o garantía.

Desde el punto de vista presupuestario, los ingresos fiscales provenientes del impuesto al gasoil se reflejan como un ingreso por vía de recaudación de impuestos para el Estado Nacional y como un egreso en tanto se destina al fideicomiso SISVIAL. El hecho de que luego estos recursos se destinen a pagar los compromisos que asuma el Fideicomiso PPP, no cambian la forma en que estos ingresos son tratados a nivel presupuestario.

En la medida de que las provincias adhieran al Régimen PPP nacional podrían pensar en dictar disposiciones normativas similares. De hecho, la Ciudad Autónoma de Buenos Aires ya lo ha hecho. Mediante la Ley N° 5.916 adhirió al Régimen de la Ley nacional N° 27.328 y en dicho marco modificó el artículo 85 de la Ley de Sistemas de Gestión, Administración Financiera y Control del Sector Público de la Ciudad estableciendo que no se considerará deuda pública a las obligaciones y compromisos que asuma el

Fideicomiso PPP y los fideicomisos individuales en relación con contratos o proyectos de Participación Público-Privada³⁶. Sin embargo, si por ejemplo se afecta como fuente de repago algún ingreso fiscal, la jurisdicción en cuestión debería reflejar presupuestariamente la salida de esos fondos, en tanto son transferidos a un vehículo fiduciario independiente.

Por otro lado, creemos que no sería consistente con una administración responsable de las cuentas públicas tergiversar estas estructuras con la única intención de evitar la registración de compromisos de pagos o garantías que asuma el gobierno a través de algún vehículo de este tipo.

En el marco del tratamiento contable de los compromisos que el sector público asume, de forma directo o a través de vehículos específicos, se vuelve esencial prever una metodología de identificación y valuación de pasivos contingentes, es decir, de obligaciones que eventualmente puedan generar obligaciones de pago de relevancia para el sector público.

Como dijimos al inicio de este apartado, creemos que la aplicación del Régimen PPP, tanto a nivel nacional como subnacional, merece un tratamiento especial que excede el alcance de este documento. Este régimen supone muchas novedades, no sólo desde el punto de vista financiero, sino también en cuanto a las formas de contratación del sector público y todas implicancias que ello puede tener.

3.4.5.3 La aplicación de los PPP a nivel provincial

El artículo 33 de la Ley N° 27.328 invita a las provincias y a la Ciudad Autónoma de Buenos Aires a adherir al régimen PPP. En ese marco ya son varias las provincias que se han adherido.

A continuación, se resumen las características destacables de las normas de adhesión de varias de las provincias y de la Ciudad de Buenos Aires. El cuadro no agota el total de adhesiones; sabemos que existen otras, pero nos concentramos en aquellas que pudieran ofrecer algunas características destacables.

³⁶ También se modificó el artículo 95 de la Ley de Sistemas de Gestión, Administración Financiera y Control del Sector Público de la Ciudad previendo que los avales, fianzas y garantías que emitan estos vehículos financieros tampoco serán deuda pública.

Tabla N° 4: Detalle de algunas de las normas de adhesión provinciales al Régimen de PPP nacional

Provincia	Contenido relevante
Buenos Aires (Ley 14.920)	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Autoridad de aplicación: Ministerio de Economía. ▪ Crea la Unidad de Participación Público - Privada. ▪ Excluye regímenes de contrataciones tradicionales. ▪ Requiere autorización legal previa, en el caso que un Contrato PPP comprometa recursos presupuestarios que excedan el ejercicio. ▪ Límite de compromisos firmes y contingentes cuantificables, netos de ingresos, asumidos por el sector público en los Contratos PPP, calculados como el valor presente esperado del 3% del PBG provincial a precios corrientes del año anterior. ▪ El monto total de pagos firmes a realizar y contingentes esperados cuantificables en cada año no deberá exceder el 5% del Presupuesto. ▪ Invita a los municipios que hubieran adherido al Régimen Provincial de Responsabilidad Fiscal. ▪ Los Municipios deben comunicar los compromisos presupuestarios firmes y contingentes plurianuales de sus contratos PPP, y deben incorporar los proyectos al BAPIN. Deben pedir autorización a la provincia si exceden determinados límites (3% de los recursos corrientes o el acumulado en el ejercicio de tales operaciones supere el 5% de los recursos corrientes del municipio). ▪ Exención de impuesto de sellos para Contratos PPP Nacionales y de la provincia, incluidos los contratos de constitución de las sociedades que actuarán como Contratistas PPP y los que estas sociedades celebren con terceros a los efectos de dar cumplimiento a los Contratos de PPP.
Ciudad de Buenos Aires (Ley 5.916)	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Excluye la aplicación del artículo 765 del Código Civil y Comercial y prohibición de indexar de ley de convertibilidad. ▪ No considera deuda pública a las obligaciones y compromisos que asuma el Fideicomiso PPP y los fideicomisos individuales en relación con contratos o proyectos PPP. ▪ La emisión de avales y garantías que se otorguen al Fideicomiso PPP o fideicomisos individuales en relación con contratos o proyectos PPP no requieren autorización legal. ▪ Si. Unidad de Gestión de Proyectos de Asociación Público Privada
Córdoba (Ley 10.409)	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Compatibilidad con el régimen de iniciativa privada. ▪ Reglamentación para la implementación y operatividad de los Contratos PPP.
Neuquén (Ley 3.074)	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Replica la estructura de la ley nacional, incluyendo las mismas definiciones y capítulos que la normativa nacional.

<p>Chaco (Ley 2.665)</p>	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Crea la Unidad de PPP, dependiendo del PE e integrada por el Ministro de Hacienda, de Infraestructura y Servicios Públicos y el Secretario General de Gobierno. Selecciona proyectos prioritarios. ▪ El Ministerio de Hacienda y Finanzas Públicas es la autoridad de aplicación. ▪ Invita a municipios a adherir. ▪ Crea el Consejo de PPP para asistir y asesorar al PE, entidades contratantes, etc.
<p>Río Negro</p>	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Exime impuestos sobre los sellos a todos los contratos y subcontratos que sean necesarios para instrumentar los proyectos bajo el régimen PPP en la provincia. ▪ Establece la aplicación directa de la ley nacional n° 27328 a los contratos en los que la provincia actúe como sujeto contratante. ▪ Autoridad de aplicación: Ministerio de Economía. ▪ Crea la Unidad de Participación Público – Privada. ▪ Contratos PPP como modalidad alternativa a los contratos tradicionales. ▪ Aplicación de la normativa provincial sobre medio ambiente.
<p>Mendoza (Ley 8.992)</p>	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Adhiere a la ley nacional con las adaptaciones establecidas en la ley provincial. ▪ Contratos PPP como modalidad alternativa a las normas de contratación provinciales tradicionales. ▪ No aplica el límite de stock acumulado dispuesto para el sector público nacional (art 16 Ley Nacional N° 27.328), debiendo el mismo ser establecido anualmente en las respectivas leyes de presupuesto. ▪ Preferencias para PYMEs de la provincia. ▪ Instruye al PE a crear la Unidad de PPP. ▪ Los municipios pueden adherir o crear sus propios regímenes de PPP siempre que no requieran fondos del Presupuesto provincial ni el crédito público de la Provincia. ▪ Las prórrogas de jurisdicción fuera del país requieren aprobación legal (con aprobación tácita a los 30 días).

Fuente: elaboración propia.

A partir de la decisión de adherirse los gobiernos subnacionales pueden instrumentar sus propios regímenes de PPP, para canalizar por esta vía los proyectos de inversión que entiendan convenientes y que no sean ejecutados directamente por el Gobierno Nacional.

Así por ejemplo podrían canalizarse por esta vía proyectos de generación de energía, autogeneración, obras de transporte de energía eléctrica de escala mediana o pequeña, obras de distribución eléctrica, proyecto de mejoramiento y pavimentación de caminos rurales, proyectos de eficiencia energética (recambio de luminarias públicas), obras hidráulicas, tratamiento de basura, entre otros.

Existen a su vez algunas obras públicas que, si bien pueden no ofrecer un flujo de repago propio, pueden ser estructuradas como PPP a nivel de gobiernos locales, como por ejemplo, la construcción, operación y mantenimiento de escuelas, hospitales y cárceles. En estos casos, no se plantea una “privatización” del servicio público en cuestión - educación, salud, seguridad-, sino un esquema en donde el privado puede, a cambio del pago de un canon, asumir la construcción, operación y mantenimiento de los establecimientos en cuestión, pero el servicio público principal lo sigue prestando el Estado.

Sin perjuicio de poder ser repetitivos con respecto a lo propuesto en el apartado “Pautas para una correcta implementación de operaciones de financiamiento de proyectos”, nos parece interesante insistir con algunas ideas fuerza que deben guiar el desarrollo de un régimen de PPP provincial:

- Necesidad de desarrollar infraestructura institucional y capacidades orgánicas

Es esencial para los gobiernos subnacionales difundir esta nueva forma de contratación hacia las diferentes dependencias del Estado (entes contratantes e intervinientes en el proceso), organismos de control, municipios, empresas públicas, etc. La capacitación de los equipos encargados de llevar adelante los procesos de contratación en cada entidad resulta un punto esencial. Ellos deben entender las conveniencias de contratar por la vía de los PPP; en general los regímenes provinciales exigen que el ente que propicia la contratación justifique los beneficios de hacerlo por esta vía.

En tal sentido puede resultar altamente contributivo contar con una Unidad PPP, adecuando un área existente o creando una nueva dependencia. La Unidad PPP será la encargada de verificar la ejecución de los procedimientos que serán llevados adelante por las entidades contratantes, dará publicidad de los actos y decisiones tomadas, propiciará la homogeneización en el desarrollo de los proyectos PPP por las diferentes entidades contratantes, diseñará junto con éstas las alternativas de financiamiento, procesará la información de los proyectos y generará información consolidada de los proyectos y sus estados de avances.

Externamente, resultará necesario capacitar y familiarizar al empresariado local, el sector financiero, cámaras empresarias, etc. para que entiendan las reglas de juego especiales para este tipo de contratación, y sean proactivos en el desarrollo de alternativas de financiamiento.

- Definición de una política de inversión provincial

Los gobiernos tienen una tarea central que consisten en identificar sectores económicos, áreas o proyectos a priorizar, tomando en consideración las ventajas relativas de cada jurisdicción y las necesidades de infraestructura para potenciar las actividades económicas en las que la provincia puede destacarse.

En ese marco, debería formularse un plan de desarrollo a mediano y largo plazo, determinar la relevancia de los proyectos en el marco de ese plan y priorizar los mismos conforme las capacidades de ejecución y de financiamiento que pueda tener la provincia.

Deberán fijarse pautas objetivas a mediano plazo con previsión de los recursos públicos a afectar y definir objetivos medibles a alcanzar con el régimen.

- Constitución de un banco de proyectos

Un Régimen de PPP provincial debería partir de una eficiente identificación, desarrollo y priorización de proyectos en el que se detallen las características técnicas de cada proyecto, sus costos, estado de avance del análisis de pre-factibilidad y factibilidad, estudios ambientales,

La Unidad PPP debería relevar proyectos a la autoridad política, “formatearlos”, analizar beneficios sociales y económicos a alcanzar y someterlos a la priorización política de los mismos.

- Simplificación del proceso:

Desarrollo de contratos homogéneos para reducir costos de transacción.

Diseño de procesos sencillos y transparentes sin aplicar regímenes tradicionales de contratación pública.

El diseño del régimen PPP provincial debe respetar aspectos idiosincráticos de cada provincia.

- Financiamiento de proyectos PPP provinciales

El financiamiento para proyectos PPP locales debe configurarse a través del desarrollo de vehículos sencillos y eficientes para movilizar el ahorro local. Creemos que, en este marco, hay un rol esencial de la provincia como garante, sobre todo en aquellos proyectos que no tienen capacidad de repago propio y/o suponen riesgos específicos difíciles de ser absorbidos por los financiadores.

En paralelo, deben buscarse mecanismos para potenciar el uso de fuentes de financiamiento disponibles: organismos multilaterales de crédito, financiadores bilaterales, mercado de capitales y banca local e internacional, Garantías y aportes del Gobierno Nacional, etc.

3.4.6 Optimización de fuentes oficiales (multilateral y bilateral)

Otro aspecto relevante para el correcto manejo de las finanzas subnacionales es el desarrollo de una estrategia de vinculación con los financiadores oficiales. Éstos suelen representar una fuente de financiamiento que se ubica por debajo del costo de mercado, con plazos de amortización que suelen ir más allá de lo que el mercado puede estar dispuesto a financiar a las jurisdicciones subnacionales. Como contraprestación, en general este financiamiento suele estar atado a proyectos específicos; es decir no son recursos de libre disponibilidad para la provincia. Además, sus desembolsos suelen estar atados al avance del proyecto y sujeto a auditorías de la institución prestamista.

Tradicionalmente los organismos multilaterales prestaban exclusivamente a los gobiernos nacionales y la forma de que esos fondos lleguen a las jurisdicciones provinciales consistía en un esquema de préstamos subsidiarios del gobierno nacional a las provincias. Esta metodología se llama habitualmente como “préstamos subsidiarios”. Por ejemplo, un banco multilateral puede acordar con el gobierno nacional un préstamo por ejemplo para el desarrollo de viviendas y el Gobierno Nacional a su vez represtar esos recursos a las provincias para la misma finalidad y replicando las mismas condiciones financieras. De esa forma el prestamista siempre cuenta con el Gobierno Nacional como principal deudor. A su vez, éste afecta los recursos que les corresponden a las provincias involucradas del régimen de coparticipación de forma de garantizar el repago de los compromisos con el multilateral.

Sin perjuicio del esquema tradicional de los préstamos subsidiarios, los organismos han ido flexibilizando sus modalidades de intervención, estableciendo líneas de financiamiento directo a gobiernos subnacionales. De todas formas, en estos casos el Gobierno Nacional también garantiza el repago de parte de las provincias. La ventaja que ofrece esta opción es que cada provincia puede negociar líneas específicas para atender finalidades propias y así evitar depender de que los recursos de esta fuente vengan específicamente para finalidades que de otra forma estarían definidas por el gobierno central.

Por último, también se puede canalizar por esta vía financiamiento a gobiernos locales. En estos casos, se replica el criterio de subsidiariedad a nivel de provincia y municipios. Es decir, el organismo puede prestar a las provincias, de forma directa o a través del

Gobierno Nacional, para que la provincia posteriormente represte a los gobiernos locales; siempre para atender la finalidad prevista en el programa.

Los organismos multilaterales que asisten hoy a los gobiernos subnacionales en la Argentina son: el Banco Mundial, el Banco Interamericano de Desarrollo, la Corporación Andina de Fomento (CAF) y Fonplata.

Al financiamiento multilateral se suma también, como otra alternativa de financiamiento oficial, el bilateral. Se denomina así a aquellas líneas de financiamiento otorgadas por fondos soberanos, bancos oficiales extranjeros, agencias de crédito a la exportación (ECAs) entre otros.

Este financiamiento también suele presentar mejores condiciones de costos y plazos que las correspondientes al mercado y también está disponible para los gobiernos subsoberanos. La situación de incumplimiento en que cayera el Gobierno Nacional a fines de 2001 generó también una situación de incumplimiento en todas las líneas de financiamiento oficial bilateral que se encontraban vigentes a ese momento. Estas deudas se negocian tradicionalmente en el ámbito del llamado Club de París³⁷. Argentina renegoció su deuda oficial en 2014, pero el impacto que generó esta situación de incumplimiento mantenida durante tantos años se observa en la reducida oferta de financiamiento oficial que hoy existe.

Esta fuente de a poco se va regenerando. Sobre todo, a partir del surgimiento de nuevos jugadores que no existían o no tenían exposición en nuestro país en el pasado. Así, por ejemplo, el Fondo Kuwaití se está transformando en un financiador clave para proyectos hídricos a nivel provincial. Este fondo está financiando por ejemplo una planta potabilizadora para la ciudad de La Plata, a través de un préstamo otorgado a la Provincia de Buenos Aires, que se complementó con financiamiento de la CAF. También financió acueductos y otras obras hidráulicas en San Juan y Santa Fe con plazos de 25 años para la amortización y tasas de interés cercanas al 3%³⁸.

En este mismo marco se encuadran fuentes de financiamiento que se han desarrollado bastante en los últimos años, como los bancos estatales chinos, financiadores oficiales de Rusia y de Korea. Estas fuentes han mostrado interés en grandes proyectos de

³⁷ Para mayor información respecto de estos procesos de negociación ver Cosentino y otros (2016).

³⁸ Ver: https://www.kuwait-fund.org/en/web/kfund/table?p_auth=Cdp5fvKA&p_p_id=kfundloanstable_WAR_KFundPortletsportlet&p_p_lifecycle=1&p_p_state=normal&p_p_mode=view&p_p_col_id=column-4&p_p_col_count=1&kfundloanstable_WAR_KFundPortletsportlet_countryCode=11&kfundloanstable_WAR_KFundPortletsportlet_backURL=%2Fen%2Fweb%2Fkfund%2Ftable&kfundloanstable_WAR_KFundPortletsportlet_javax.portlet.action=setSectorsLoansDetailPage.

inversión impulsados por el Gobierno Nacional en los que el componente tecnológico de empresas de esos países resulta relevante. Por ejemplo, la generación de energía, transporte ferroviario, energías renovables, obras de dragado, etc. son ámbitos en los que estos financiadores suelen acompañar a las empresas de sus países que proveen los componentes tecnológicos para estos proyectos. Estas fuentes también se interesan por financiar proyectos impulsados por gobiernos provinciales, aunque en general requieren un aval del gobierno nacional para prestar.

Resulta entonces una función clave de cualquier oficina de crédito público el análisis y seguimiento permanente de todas las fuentes de financiamiento disponibles, generar los contactos institucionales y poder vincular a los potenciales financiadores con las áreas técnicas encargadas del desarrollo de los proyectos que pueden generar interés en éstos.

Contar con financiamiento oficial, tanto multilateral como bilateral, además de potenciar una fuente de fondeo conveniente desde el punto de vista financiero, brinda a los gobiernos legitimidad institucional para fomentar la participación de contrapartes privadas en sus proyectos de inversión. Claramente el involucramiento de estos organismos brinda al sector privado cierta garantía de que el proyecto se encuentra bien desarrollado, que cuenta con sólidas garantías de repago y que el mismo es de interés, tanto para el gobierno que lo impulsa, como por el gobierno nacional. Este aspecto nos parece un tema central a la hora de diseñar proyectos de inversión en los que se prevé el involucramiento de financiadores privados, como sucede en el caso de los PPP. Por ejemplo, que el proyecto cuente con algún tipo de garantía de un organismo multilateral permitirá que los financiadores privados hagan una valuación de riesgo sustancialmente diferente de aquel proyecto en donde se esté tomando exclusivamente riesgo sector público provincial, lo que a su vez permitirá reducir el costo de financiamiento total del proyecto.

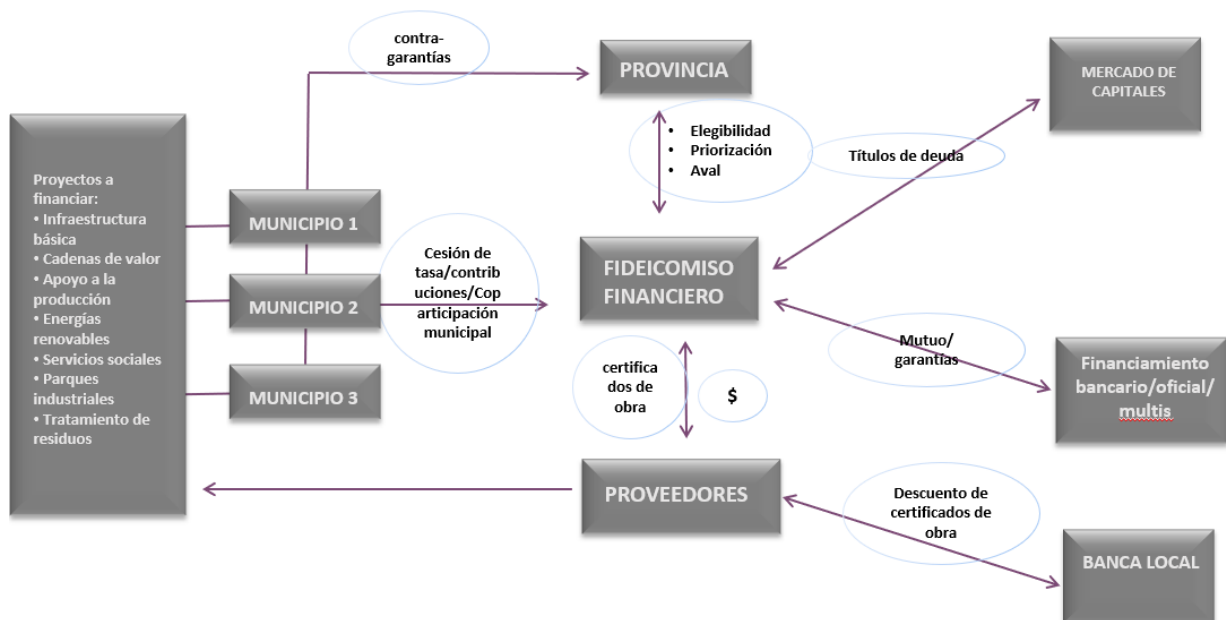
3.4.7 Financiamiento para proyectos municipales

Los municipios y demás gobiernos locales existentes en los diferentes regímenes provinciales cuentan en general con muchas menos fuentes de financiamiento que las provincias. En general, si bien en la mayoría de los casos cuentan con la potestad de endeudarse les resulta difícil acceder al mercado de capitales, no pueden tomar financiamiento directo de organismos multilaterales y es difícil que algún financiador oficial pueda prestar directamente a un municipio. Existen algunas alternativas de financiamiento de corto plazo que ya se han mencionado, como las letras de tesorería en los que algunos pocos municipios han incursionado, pero que no resulta suficientes para potenciar el desarrollo de infraestructura local.

Los gastos de capital suelen terminar siendo atendidos por el gobierno nacional o por las provincias mediante el desarrollo de obras específicas en los territorios. Sin embargo, cada vez se hace más evidente la necesidad de que los municipios puedan financiar sus propios proyectos.

En ese marco que se pueden analizar opciones de financiamiento organizadas desde el nivel provincial pero que permita a los municipios tomar financiamiento afectado al desarrollo de proyectos específicos.

Gráfico N° 13: Financiamiento estructurado a municipios



Fuente: elaboración propia.

El gráfico anterior permite exponer el esquema de financiamiento referido. En primer término, la provincia crea el programa e invita a los municipios a adherirse. La provincia establecerá las obras a financiar, priorizará los proyectos y fijará las condiciones para la elegibilidad de los mismos. Los municipios interesados podrán adherir, contando con la autorización para endeudarse y para ceder recursos provinciales (coparticipación, tasas, contribuciones, etc.) en favor del vehículo fiduciario y de la provincia. En el primer caso, será una cesión como medio de pago y garantía de un recurso puntual (tasa de alumbrado público para el financiamiento de recambio de luminarias, por ejemplo) para afrontar el pago la deuda que el vehículo fiduciario tomará tanto con el mercado de capitales como con otras fuentes, será una cesión *pro solvendo* destinada

exclusivamente a contragarantizar a la Provincia en caso de que la garantía que la Provincia otorgue al fideicomiso se ejecute.

El fideicomiso administrará los recursos que se obtengan por las referidas fuentes de financiamiento y, bajo instrucción de alguna autoridad provincial, realizará el pago de certificados de obra.

Complementariamente, se puede incorporar la posibilidad de que los proveedores también aporten financiamiento, básicamente recibiendo certificados de obra a plazos. En tales casos, será función de la banca local descontar estos instrumentos.

Esta estructura de financiamiento debe ser perfeccionada y adecuada a las particularidades de cada caso, pero permite mostrar cómo puede resultar un esquema de apalancamiento y calidad crediticia que haga factible que el mercado de capitales acompañe la iniciativa.

3.4.8 Iniciativas para repotenciar el FFFIR como fuente de financiamiento provincial y municipal

Retomando la explicación de esta herramienta de financiamiento para las jurisdicciones provinciales que hicieramos en el Capítulo II, creemos que este fondo es una herramienta que puede ser potenciada de forma tal de transformar el mismo en un vehículo mucho más protagonista a la hora de considerar las fuentes de financiamiento para las provincias.

Explicamos en esa oportunidad que el FFFIR no tiene potestad para tomar financiamiento. No obstante, creemos que una modificación legislativa podría permitir reformular este vehículo para potenciar el financiamiento al sector público subnacional.

Por ejemplo, sujeto a una modificación legislativa que salve esa restricción, el FFFIR podría negociar líneas de financiamiento de organismos multilaterales o de otros financiadores oficiales que le permitan contar con un volumen de recursos que a su vez genera la posibilidad de financiar obras de otras magnitudes.

Sería también deseable que el FFFIR pudiera aportar garantías en favor de los gobiernos provinciales. Es decir, además de financiar de forma directa, podría asumir obligaciones contingentes que le permitan cubrir riesgos que otros financiadores de proyectos no estén dispuestos a tomar. Recordemos que el FFFIR siempre cuenta con la posibilidad de afectar los recursos provinciales de la coparticipación, lo que resulta en una muy eficiente contragarantía, que si bien puede no ser debidamente valorada por financiadores privados, sobre todo externos, sí resulta de mucho valor para el FFFIR.

Esta herramienta es totalmente compatible con un régimen de licitación de obras provinciales con financiamiento y con la implementación de regímenes de participación público privada a nivel de las provincias. En ese marco, el FFFIR podría resultar una fuente de financiamiento directo o indirecto que brinda al mercado las garantías y el respaldo institucional necesarios para su involucramiento en proyectos provinciales.

También, si el FFFIR contara con la posibilidad de endeudarse podría actuar como conductor de financiamiento, también directo o como garantías, de organismos multilaterales y otras fuentes de financiamiento oficial.

Debe recordarse que el FFFIR contabiliza el derecho a recibir lo recaudado por la venta de las acciones del Banco Hipotecario que aún permanecen en manos en el estado. De acuerdo al valor de las acciones consideradas a fines de 2017, los estados contables del FFFIR le otorgan un valor neto de realización de \$3.800 millones. Otra idea que las provincias deberían fomentar en su discusión con el Gobierno Nacional es la organización de un programa de venta de esas acciones de forma tal de que permitan engrosar los recursos del FFFIR y potenciar la asistencia a proyectos provinciales.

3.4.8.1 El posible involucramiento del FFFIR como financiador de proyectos municipales

En igual sentido, también sujeto a una adecuación normativa, el FFFIR podría ofrecer financiamiento a municipios, siempre que cuente con garantías de coparticipación provincial. Al igual que las provincias, contar con la posibilidad de afectar la coparticipación provincial deja al FFFIR en igual nivel de riesgo crediticio que prestar a las jurisdicciones provinciales. Por su parte, las provincias podrían contragarantizarse contra los municipios, mediante la cesión de los recursos de coparticipación municipal. Creemos conveniente que este financiamiento municipal se limite a los mismos destinos de obra e infraestructura que el FFFIR financia a las jurisdicciones provinciales.

En este marco, siguiendo con la propuesta de financiamiento estructurado propuesto en el apartado que llamamos “Financiamiento para proyectos municipales”, el FFFIR podría jugar un rol central en una estructura de ese tipo, ya sea prestando financiamiento junior o garantías que faciliten llevar la estructura al mercado de capitales. Este esquema podría pensarse para financiar obras comunes a varios municipios, recambio de luminarias para lograr consumos de energía más eficiente en el alumbrado público, adquisición de maquinaria, programa de mejora de caminos rurales, etc.

La incorporación del FFFIR en una iniciativa de tal naturaleza puede resultar en un esquema de apalancamiento y calidad crediticia que haga factible que el mercado de

capitales acompañe la iniciativa. El hecho de que el FFFIR aporte una garantía o un título subordinado pone en una situación de privilegio a los inversores privados que le permitirán ofrecer mejores condiciones financieras. De hecho, contar con la garantía del FFFIR supone contar con recursos provinciales que provienen del régimen nacional de coparticipación. Es decir, involucrar a este organismo permitiría financiar al sector público municipal con niveles de riesgo similares a los del sector público nacional.

3.4.8.2 Adecuación del FFFIR

En el marco de la propuesta de ampliar y potenciar el uso del FFFIR como herramienta de financiamiento para el sector público provincial y municipal, resultará necesario modificar el Capítulo I de la Ley N° 24.855 y demás normas complementarias, de forma tal de ampliar el objeto del FFFIR, habilitar la opción de que este fideicomiso pueda tomar endeudamiento. Asimismo, debería preverse la posibilidad de que pueda otorgar, además de financiamiento directo, garantías a las provincias o a vehículos específicamente constituidos para financiar proyectos de infraestructura provinciales y municipales, siempre sujeto a que cuente con la garantía de los recursos de coparticipación de las provincias.

Creemos que el FFFIR tiene una gran potencialidad como fuente de financiamiento y que las provincias deberían incorporar estas propuestas en el marco de un arreglo institucional amplio con el gobierno nacional sobre distribución de ingresos y fuentes de financiamiento.

Por último, deberían considerarse mecanismos de distribución de recursos del FFFIR asignados a provincias que no los utilizan. Existen varias provincias que no están endeudadas con el FFFIR y que inclusive llevan varios años sin tomar fondos de esta fuente. Sería eficiente que esos fondos puedan ser destinados a provincias que sí los necesitan, siempre sujeto a que se cumplan los límites al endeudamiento provincial previstos en la Ley de Responsabilidad Fiscal. Podría pensarse por ejemplo, que los excedentes puedan ser reasignados bajo pautas de costos, temporalidad y otras condiciones explícitamente normadas, de forma tal de alinear los incentivos de cada parte.

3.4.9 Uso eficiente de avales y garantías

Las garantías suelen ser un mecanismo de intervención del sector público apropiado en ciertas circunstancias, por ejemplo, en el desarrollo de grandes proyectos de inversión. Sin embargo, el grado de control que existe sobre este tipo de compromisos públicos no suele estar sujeto a los mismos estándares de control a los que se sujeta el gasto público o la deuda directa (Ter-Minassian, 2005).

Los avales son una herramienta de gran utilidad para los proyectos de inversión cuando las condiciones del mismo no permiten asegurar plenamente la capacidad de repago del propio proyecto. Las deudas contingentes tienen además la ventaja de permitir reducir el riesgo del proyecto sin representar un incremento de la deuda pública. Para su correcto tratamiento dentro de la contabilidad pública resulta necesario establecer una metodología de valuación de pasivos contingentes que permite darle a los avales un peso acorde con la probabilidad de ocurrencia del evento que lo transforme en deuda directa.

Vemos los avales provinciales como una herramienta de gran utilidad para pensar esquemas de financiamiento principalmente para municipalidades o empresas públicas, sobre todo a la hora de diseñar estructuras de financiamiento con origen en el mercado de capitales o en el sistema bancario. Ya explicamos que existen ciertas líneas de financiamiento multilateral que pueden llegar como préstamos subsidiados a los municipios, pero aquí no nos referimos a ellos; sino a proyectos municipales en los que el aval provincial puede funcionar como un mecanismo para reducir los riesgos del proyecto y consecuentemente el rendimiento esperado por el financiador privado.

Es común observar provincias que acceden a financiamiento privado, sin embargo, sus empresas o municipios no lo logran. En estos casos, el aporte de una garantía provincial que suponga por ejemplo la afectación de algún flujo, como recursos provenientes del régimen de coparticipación, impuestos o tasas específicas, activos fijos como inmuebles, etc. pueden ser un aporte relevante para reducir el costo del financiamiento del proyecto.

Conclusiones

Este documento tuvo por objeto repasar el estado de situación de los regímenes de administración de deudas provinciales y propiciar acciones para optimizar la utilización de diversas fuentes de recursos, eficientizar la aplicación de herramientas novedosas y encuadrar las políticas financieras bajo criterios de sustentabilidad y manejo responsable.

Un grupo no menor de jurisdicciones se encuentra en un estado avanzado de desarrollo de sus sistemas de administración de deuda y ejecutan una permanente estrategia de relacionamiento profesional con los diferentes financiadores públicos y privados -locales y externos- integrando operaciones de manejo de pasivos y de nuevo financiamiento bajo adecuados criterios de sustentabilidad a mediano plazo. Otras jurisdicciones ostentan un estado de desarrollo inferior verificándose un vasto margen de innovación potencial en términos de prácticas financieras y puesta en valor de fuentes adicionales de recursos. En tal sentido, el documento expone nuevas alternativas de desarrollo de herramientas de financiamiento para el sector público subnacional, en el contexto de las reglas de juego impuestas por el funcionamiento de los mercados financieros a nivel internacional y de las definidas por las normas jurisdiccionales y de las que surgen a partir de acuerdos asumidos entre éstas y con el Gobierno Nacional.

En el marco normativo vigente el documento propicia la adopción de pautas y sugerencias de prácticas para el mejoramiento de los sistemas de administración de deuda. Algunas de esas pautas pueden resultar de gran utilidad para las jurisdicciones con margen de avance en el desarrollo de sus fuentes de financiamiento o en la creación institucional de una dependencia específica para la administración de su deuda. Muchas provincias, inclusive algunas que han llegado a emitir deuda en mercados internacionales, pueden encontrar en el enfoque expuesto en este documento algunos conceptos de utilidad para desarrollar redes institucionales con sus financiadores y avanzar en la formulación de estructuras de financiamiento más complejas, que combinen diferentes fuentes disponibles y mecánicas de movilización de recursos, entre otras iniciativas de impacto.

El enfoque planteado propone la integración de diversas fuentes de financiamiento de distinta índole, desde las opciones más convencionales de mercado hasta otras que involucren instrumentos específicos de transferencias de recursos a distintos niveles de gobierno.

El documento resalta también otros conceptos modernos asociados al financiamiento estructurado, combinando diferentes opciones de fuentes y esquemas de garantías que permitan viabilizar proyectos de inversión específicos. Bajo tal dimensión de acción

pública y en función de objetivos de promoción específicos, la aplicación institucional de los PPP a nivel provincial genera un vasto campo de trabajo en el cual las provincias pueden profundizar sus respectivas estrategias, siguiendo las pautas y antecedentes que ofrece la aplicación el régimen a nivel nacional.

El uso de garantías soberanas, la aplicación de un régimen PPP provincial y la administración de determinadas obligaciones de relevancia para los gobiernos provinciales, pueden generar una serie de pasivos contingentes, cuyo tratamiento ideal implicaría que éstos fueran debidamente identificados, valuados e incorporados a las cuentas fiscales provinciales. Tal novedosa noción de pasivos contingentes genera un amplio margen de innovaciones muy oportunas a considerar, no sólo a nivel de las provincias sino del propio Gobierno Nacional.

En definitiva, el campo de financiamiento público subnacional constituye un espléndido ámbito de innovación y mejoras permanentes, en el cual los gobiernos provinciales enfrentan un gran camino por recorrer, en términos de políticas y estrategias financieras que efficienten la captación de recursos, el desarrollo de nuevas fuentes, el manejo de riesgos y la integración de un variado arsenal de instrumentos.

Bibliografía

Álvarez, C., Manes, M., Paredes, P., & Ivani, G. (2011). El acceso al crédito de los gobiernos subnacionales. Jornadas Internacionales de Finanzas Públicas, Córdoba, Argentina. Disponible en: http://www2.mecon.gov.ar/hacienda/dncfp/provincial/deuda/El_acceso_al_credito_de_los_gobiernos_subnacionales.pdf.

Angeleri, C. (2012) Implementación del Sistema de Gestión y Administración de la Deuda (SIGADE) en la Dirección de Deuda y Crédito Público del Ministerio de Economía de la provincia de Buenos Aires. Disponible en: <http://sedici.unlp.edu.ar/handle/10915/34174>.

Agosto, W. (2016). Los desafíos de las deudas provinciales. Centro de Implementación de Políticas Públicas para la Equidad y el Crecimiento. Disponible en: <https://www.cippec.org/wp-content/uploads/2017/03/1067.pdf>.

ASAP (2017). “Análisis del Proyecto de Ley de Presupuesto de la Administración Pública Nacional 2018”. Disponible en: <http://www.asap.org.ar/wp-content/uploads/2014/09/infoleypppto2018.pdf>.

Banco Mundial (2013). Until Debt Do Us Part: Subnational Debt, Insolvency, and Markets. Canuto, Otaviano, and Lili Liu, Eds. Washington, DC: World Bank. Disponible en: <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/12597>.

Banco Mundial (2015). Subnational Debt Management and Restructuring: lessons from international experience. S. Kahkonen y S. Gooptu Eds.

Beck, R., G. Ferrucci, A. Hantzsche y M. Rau-Goehring (2016). Determinants of Sub-Sovereign Bond Yield Spreads: The Role of Fiscal Fundamentals and Federal Bailout Expectations. ECB Working Paper No. 1987. Disponible en: <https://ssrn.com/abstract=2910899>.

Bellot, N., M. Selva y L. Menéndez (2016). Spreads of bonds issued by sub-sovereign European Governments. Journal of Innovation & Knowledge 2, p.p. 146–154.

Børresen, P., & Pascal, E. C. (2002). El papel y la organización de una oficina de deuda pública Programa SIGADE Documento técnico N° 1. UNCTAD.

Braun, M. & Gadano, N. (2007). ¿Para qué sirven las reglas fiscales? Un análisis crítico de la experiencia argentina. Revista CEPAL N° 91.

BYMA, Reglamento de Listado (vr. 2018). Disponible en: <https://www.byma.com.ar/wp-content/uploads/2018/03/BYMA-Reglamento-de-Listado.pdf>.

Canuto, O. Lili Liu, eds. 2013. *Until Debt Do Us Part: Subnational Debt, Insolvency and Markets*.

CEMLA (2009). *Public finance sustainability in subnational governments*. Centre for Latin American Monetary Studies. Disponible en: <https://www.development-finance.org/.../385-publication-12.html>.

Cetrángolo, O. y Folgar, J. (2018). *Las Cajas Previsionales de las provincias y el Pacto Fiscal*. Fundación Centro de Estudios para el Cambio Estructural. Disponible en: <http://fcece.org.ar/las-cajas-previsionales-de-las-provincias-y-el-pacto-fiscal/>.

Cohan, L., Díaz Frers, L. y Levy Yeyati, E. (2010). *Lineamientos para una reforma previsional*. CIPPEC, Buenos Aires. Disponible en: <https://www.cippec.org/wp-content/uploads/2017/03/2223.pdf>.

Cosentino y otros (2017). *Crisis y Reestructuración de Deuda Soberana: una visión sistémica desde la perspectiva de los mercados emergentes*. Ed. EUDEBA.

Cordes, T., Guerguil, M., Jaramillo, L., Moreno-Badia, M., & Ylaoutinen, S. (2014). *Subnational fiscal crises*. *Designing a European Fiscal Union*, 198.

Demaestri, E. C., & Moskovits, C. (2015). *Pasivos contingentes soberanos: Toolkit para su identificación, cuantificación, monitoreo y manejo de riesgos*. Nota técnica del BID IDB-TN-912.

El Daher, S. (1999). *Credit Ratings – An introduction (and the Case of Sub-sovereign Ratings)*. Infrastructure Notes – Banco Mundial.

Eyraud, L., & Gomez Sirera, R. (2014). *Constraints on subnational fiscal policy*. *Designing a European Fiscal Union: Lessons from the Experience of Fiscal Federations*, 34, 90.

Falappa, F. y Mossier, V. (2017). *La armonización previsional: el recurrente desafío de homogenizar la protección jubilatoria en la Argentina*. 13° Congreso Nacional de Estudios del Trabajo, UBA. Disponible en: https://www.aset.org.ar/2017/ponencias/14_Falappa.pdf.

Farah, P. (2017). *Responsabilidad Fiscal 2017 para finanzas públicas sustentables*. Consejo Federal de Responsabilidad Fiscal.

Gao, H., Ru, H. & Tang, D. Y. (2017). Subnational Debt of China: The Politics-Finance Nexus. Disponible en: <https://ssrn.com/abstract=2801878>.

Grupo Banco Mundial. PUBLIC-PRIVATE-PARTNERSHIP IN INFRASTRUCTURE RESOURCE CENTER. Disponible en: <http://ppp.worldbank.org/public-private-partnership/>.

Guzmán, M. (2016 a) Reestructuración de deuda soberana en una arquitectura financiera-legal con huecos. Revista Jurídica, Universidad de Puerto Rico. Disponible en: <http://revistajuridica.uprrp.edu/wp-content/uploads/2016/06/85-Rev.-Jur.-UPR-611-2016.pdf>.

Guzmán, M. (2016 b). Definitional issues in the IMF Debt Sustainability Analysis framework. A proposal. CIGI, Policy Brief No. 77. Disponible en: https://www.cigionline.org/sites/default/files/pb_no.77_web.pdf.

IARAF (2018). Impuesto a los Ingresos Brutos: hasta ahora 17 provincias cumplen con el Consenso Fiscal, la mayoría subiendo alícuotas. Disponible en: <http://www.iaraf.org/index.php/informes-economicos/area-fiscal/224-informe-economico-12>.

INTOSAI (1998). Lineamientos para Planear y Ejecutar Auditorías de los Controles Internos de la Deuda Pública. ISSAI 5410, Comisión de Deuda Pública INTOSAI.

INTOSAI (2009). Indicadores de Deuda. ISSAI 5411, Comisión de Deuda Pública INTOSAI.

Jenkner, M. E., & Lu, Z. (2014). *Sub-National Credit Risk and Sovereign Bailouts: Who Pays the Premium?* (No. 14-20). International Monetary Fund.

Jiménez, J.P., & Ruelas, I. (2016). El endeudamiento de los gobiernos subnacionales en América Latina: evolución, institucionalidad y desafíos.

Jiménez, J. P., & Ter-Minassian, T. (2016). Política fiscal y ciclo en América Latina: el rol de los gobiernos subnacionales.

Liu, L., & Pradelli, J. (2012). Financing Infrastructure and Monitoring Fiscal Risks at the Subnational Level.

Liu, L., & Tan, K. (2009). Subnational Credit Ratings. A Comparative Review. Banco Mundial, Policy Research Working Paper 5013.

Lusinyan, L., Cebotari, A., Velloso, R., Davis, J. M., Mati, A., Petrie, M., & Mauro, P. (2009). Fiscal Risks; Sources, Disclosure, and Management (No. 09/01). International Monetary Fund.

Melamud, A. (2010). Reglas fiscales en Argentina: el caso de la ley de responsabilidad fiscal y los programas de asistencia financiera. CEPAL, Santiago de Chile.

Mohapatra, S., Nose, M. & Ratha, D. (2016). Impacts of Sovereign Rating on Sub-Sovereign Bond Ratings in Emerging and Developing Economies. Banco Mundial, Policy Research Working Paper 7618.

OCDE (2016). OECD Regions at a Glance 2016, OECD Publishing, Paris.

Palomba, G., Jenkner, E., Menkulasi, J., & Sola, S. (2014). Financing of central and subnational governments. *Designing a European Fiscal Union*, 158.

Plekhanov, A., & Singh, R. (2006). How should subnational government borrowing be regulated? Some cross-country empirical evidence. *IMF Staff Papers*, 53(3), 426-452.

Ricardo, David (1817). Principios de Economía Política y Tributación.

Shah, Anwar (2004). "Fiscal Decentralization in Developing and Transition Economies: Progress, Problems, and the Promise." Policy Research Working Paper 3282, World Bank, Washington DC.

Sola, S. y Palomba, G. (2015) Sub-National Governments' Risk Premia: Does Fiscal Performance Matter? IMF Working Paper WP/15/117. Disponible en: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2015/wp15117.pdf>.

Ter-Minassian, T. (2005). Government guarantees and fiscal risk. *The Fiscal Affairs Department, International Monetary Fund*.

Unctad (2011). Sistema de Gestión y Análisis de la Deuda. Disponible en: http://unctad.org/es/Docs/gdsdmfasmisc2011d1_sp.pdf.