

El nuevo federalismo: ¿Las provincias financian al Gobierno Nacional a pérdida? | 1

Desde el cambio de gobierno la Argentina abrió un nuevo capítulo sobre la deuda externa. El nuevo proceso de endeudamiento, tanto a través del sector público nacional, como de las provincias y del sector privado lleva emitidos USD 42.000 millones en títulos en dólares, con vencimientos que van desde los 60 días hasta 30 años.

El Estado Nacional colocó desde diciembre un variado menú de bonos en dólares. Sin embargo, estas emisiones se instrumentaron para cerrar acuerdos con distintas contrapartes. Por este motivo el total de las colocaciones llevadas a cabo por la administración de Cambiemos, que a la fecha alcanzan los USD 33.000 millones, no generaron ingreso de divisas ni fondos frescos para las arcas del Estado en forma directa.

Emisión	Bono	Monto Emisión (millones de USD)	Tasa anual	Vencimiento	Motivo de la Emisión
29-dic-15	Bonar 2016	1.057	6%	29-dic-16	Importadores
30-dic-15	Bonar 2022	4.498	7,75%	30-dic-22	Canje BCRA
30-dic-15	Bonar 2025	4.510	7,88%	30-dic-25	Canje BCRA
30-dic-15	Bonar 2027	4.690	7,88%	30-dic-27	Canje BCRA
20-ene-16	Bonar 2020	427	8%	08-oct-20	Canje AA17
22-abr-16	Bonar 2019	2.750	6,25%	22-abr-19	Holdouts
22-abr-16	Bonar 2021	4.500	6,88%	22-abr-21	Holdouts
22-abr-16	Bonar 2026	6.500	7,50%	22-abr-26	Holdouts
22-abr-16	Bonar 2046	2.750	7,63%	22-abr-46	Holdouts
24-may-16	Bonar 2020	1.142	8%	08-oct-20	Gas
26-may-16	Bonar 2024	225	8,75%	07-may-24	Ciadi
Total		33.049			

Frente a este escenario, el Ministerio de Hacienda optó por emitir Letras del Tesoro (LETES) para obtener financiamiento genuino. Estos instrumentos se colocan en el mercado local, están nominados en dólares y otorgan un rendimiento de hasta 4% nominal anual para el plazo de 244 días.

Hasta la fecha, hay 9 LETES emitidas por un total de los USD 3.660 millones, suscriptas en las siguientes condiciones:

Fecha de Emisión	Bono	Monto (millones de USD)	Tasa anual	Vencimiento
09-may-16	Letras del Tesoro 91 días	223	3,50%	08-ago-16
09-may-16	Letras del Tesoro 182 días	224	3,89%	07-nov-16
23-may-16	Letras del Tesoro 91 días	251	3,50%	22-ago-16
23-may-16	Letras del Tesoro 182 días	192	3,70%	07-nov-16
06-jun-16	Letras del Tesoro 91 días	268	3,45%	05-sep-16
06-jun-16	Letras del Tesoro 182 días	331	3,75%	05-dic-16
21-jun-16	Letras del Tesoro 90 días	1582	3,45%	19-sep-16
21-jun-16	Letras del Tesoro 167 días	300	3,71%	05-dic-16
21-jun-16	Letras del Tesoro 244 días	288	3,96%	20-feb-17
Total		3.659		

¿Cómo entran las Provincias en esto?

En el resultado del [último llamado a licitación](#), la Secretaría de Finanzas informó que para el plazo más corto se habían adjudicado USD 300 millones por licitación pública, y USD 600 millones colocación directa a “provincias”, sin especificar cuáles de ellas ingresaron bajo esta modalidad. Adicionalmente,

en los últimos días, el Poder Ejecutivo emitió una nueva ampliación de las letras con vencimiento el 19 de septiembre por USD 500 millones a ser suscriptas por la provincia de Buenos Aires y por USD 100 millones a ser suscripta por la provincia de Córdoba.

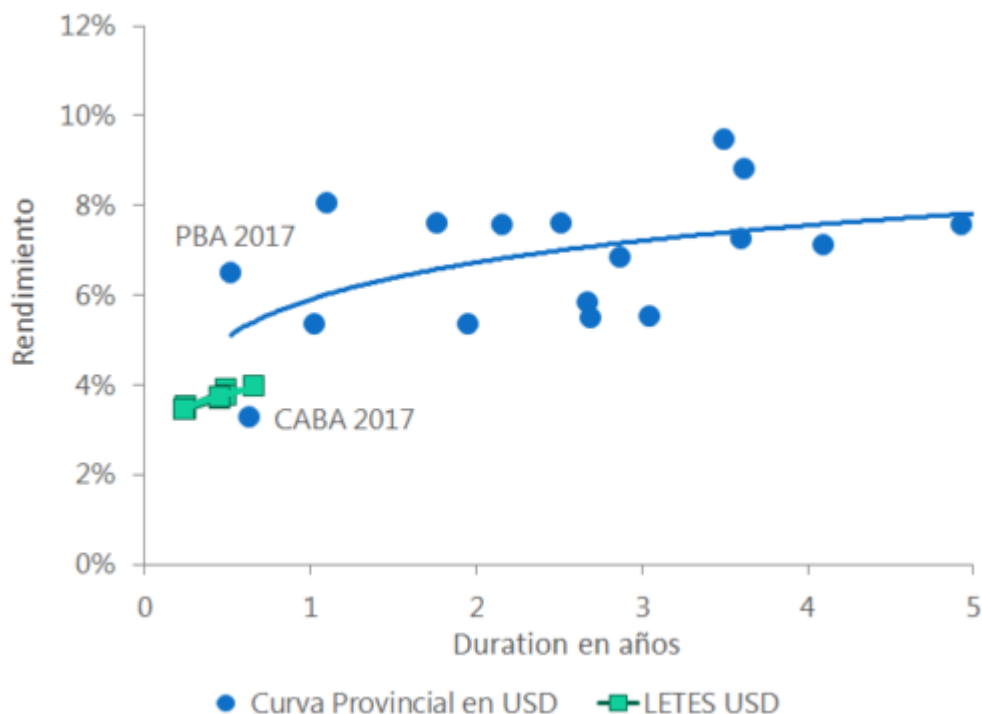
Esta cuestión llama la atención porque varias provincias, y en particular Buenos Aires, han acudido a los mercados internacionales para la colocación de deuda en los últimos meses por un total de USD 4.650 millones. La tasa que pagan las provincias oscila entre el 6% y el 9% nominal anual.

De esta forma, el rendimiento que otorgan las LETES (aún en su plazo más largo) no alcanza a compensar el costo de la deuda provincial: es decir, las provincias están financiando al tesoro a pérdida.

La arquitectura financiera detrás del nuevo federalismo de Cambiemos: el caso de la provincia de Buenos Aires

Si observamos la curva de rendimientos en dólares de las provincias, se destaca el elevado spread que hay entre la LETES a Febrero de 2017 y el título de la Provincia de Buenos Aires con vencimiento más próximo: son nada menos que 250 puntos básicos de diferencia.

Curva de deuda provincial vs. LETES



Si tomamos en cuenta que el Bono de la provincia de Buenos Aires tiene una tasa efectiva a 90 días de 1,4% y la comparamos con el interés efectivo que recibe por las letras del tesoro a dicho plazo (0,85%), se advierte un spread en contra de la provincia, al captar fondos a una tasa superior a la que termina colocando en LETES.

Queda entonces como interrogante el motivo por el cual la provincia de Buenos Aires emite a tasas que exceden el 5% nominal anual, para luego invertir al 4%, ya que como estrategia es claramente perjudicial para el equilibrio fiscal.

¿Cuáles son las consecuencias de esta lógica financiera?

Según la Ley de Presupuesto de 2016, la administración central tiene

facultades para emitir durante todo este año deuda en moneda extranjera por [USD 52.500 millones](#), considerando la ampliación que le otorgó el Congreso a través de la sanción de la ley que permitió cerrar el acuerdo con los fondos buitres.

Con todo, al Estado Nacional le queda un remanente de unos USD 13.400 millones para financiarse en el corto y mediano plazo. Considerando que actualmente la curva de rendimientos de deuda soberana se encuentra aproximadamente 100 puntos básicos por debajo de la curva provincial, el Tesoro Nacional estaría financiándose en moneda extranjera a través de las provincias.

Ahora bien, de este análisis se desprende que la estrategia de hacer salir a tomar deuda a las provincias perjudica a la posición financiera de la economía argentina en su conjunto, en tanto los recursos generados en el país se utilizan para cancelar servicios de deuda en manos de no residentes con un costo superior al que obtendría el soberano.

Curva de deuda provincial vs. deuda soberana

El nuevo federalismo: ¿Las provincias financian al Gobierno Nacional a pérdida? | 6

