



DEUDA BONAERENSE, O POR QUÉ ALGÚN ARREGLO ES MUCHO MEJOR QUE EL DEFAULT

- La provincia de Buenos Aires (PBA) está a horas de definir uno de sus problemas estructurales más relevantes: el endeudamiento. Las opciones de salida pasan por un arreglo acordado con los acreedores, algún tipo de rescate (*bailout*) por parte de la Nación, o lisa y llanamente, el *default* de la deuda.

- Este Analytico presenta las ventajas y desventajas de estas opciones. Por supuesto, la relevancia política y el impacto electoral para el Frente de Todos de una crisis temprana en su principal bastión tamiza cualquiera de las discusiones. **Este es el argumento político de fondo que nos hace pensar que la provincia evitará a toda costa el *default*. Axel Kicillof y su equipo es el experimento territorial más exitoso de la actual vicepresidenta Cristina Kirchner, y la provincia provee 38% de los votos nacionales. En las elecciones de octubre el FdT obtuvo allí 52% de las preferencias a presidente y a gobernador.**

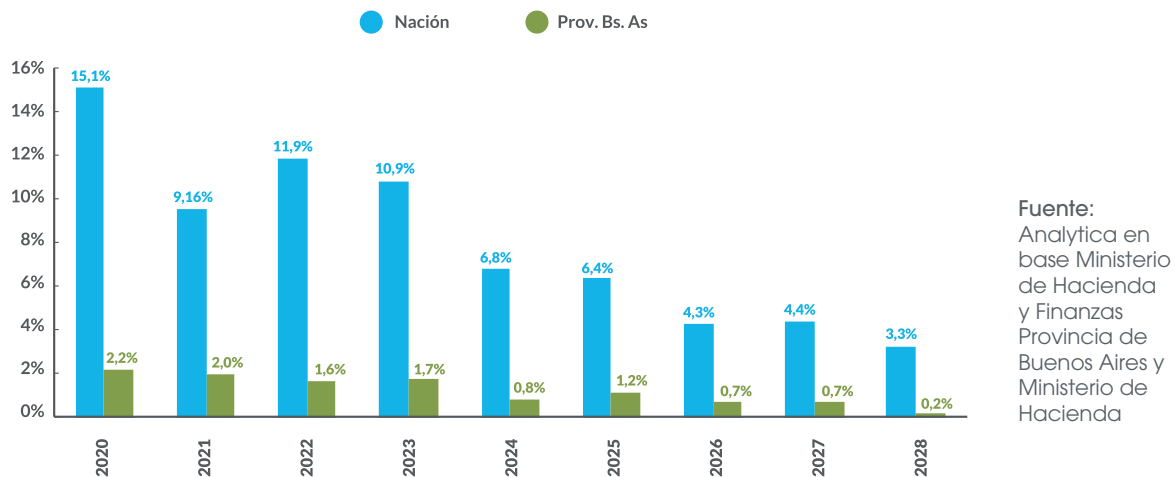
- Teniendo en cuenta los montos comprometidos y las consecuencias de un *default*, tarde o temprano los tenedores de bonos aceptarán la propuesta del gobernador Kicillof o se pagarán los vencimientos de capital a través de algún crédito garantizado con coparticipación de impuestos.

- Otras provincias, como Santa Cruz y Chubut, enfrentan similares problemas de endeudamiento, pero claramente no suponen la gravedad política que involucraría una cesación de pagos bonaerense. La marcha atrás del pacto fiscal firmado por los gobernadores con el ex presidente Macri en 2017 supone más ingresos propios para las provincias en 2020 a través de la no obligación de reducir Ingresos Brutos, la principal fuente de ingresos provinciales.

- La provincia de Buenos Aires tuvo un superávit primario de 0,6% y un déficit financiero de 0,4% del producto en 2019, según los números que informó la ex gobernadora Vidal. Estos porcentajes lucen a todas luces manejables si se contrastan con la situación de la Nación, con un déficit primario de 0,44% y financiero de 3,8% del PBI. Por otra parte, el perfil de vencimientos en términos del PBG y PBI en dólares luce mucho más liviano para la provincia, como se muestra en el gráfico debajo.

PERFIL DE VENCIMIENTOS NACIÓN VS. PBA

En % de PBI y PBG



- ¿Por qué entonces el gobernador Kicillof quiere reestructurar, postergar o defaultear? Al menos consideramos tres hipótesis:

► Los cupones de intereses que paga la provincia son elevados (11,9%) y, teniendo en cuenta que la intención de Nación es reducir la carga de intereses para dar espacio a políticas fiscales activas, ¿por qué la PBA se perdería de esta oportunidad? Este es un motivo lógico para canjear.

► Un default de la Provincia implicaría una suba de la tasa de interés, pero no una devaluación de la moneda. Obviamente, provocaría la virtual desaparición de los proyectos de infraestructura provinciales, pero sólo en el corto plazo no complicaría demasiado el funcionamiento operativo, ya que cuenta con superávit primario y el gasto de capital asciende a sólo al 6% del gasto. Este es un argumento en favor del default, lo cual explica por qué el Gobernador arriesga tanto en su postura. Aunque como veremos, un costo sustancial para la Nación.

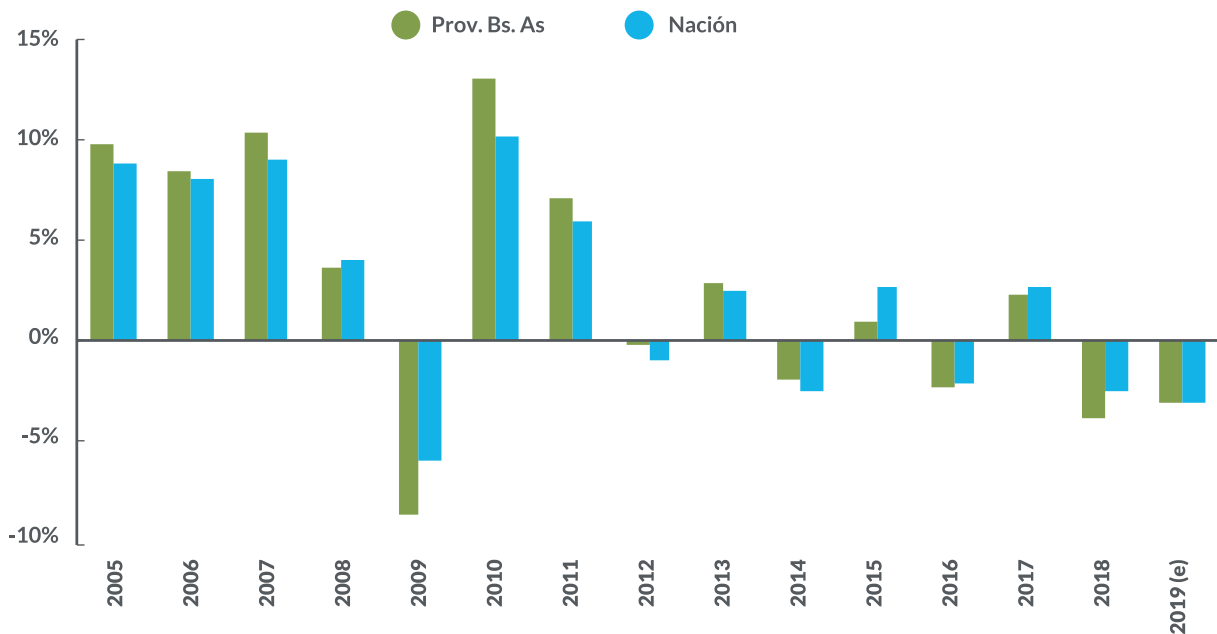
► En el inicio de la gestión Vidal, el entonces Secretario de Finanzas bonaerense y último presidente del BCRA, Guido Sandleris, realizó una colocación de deuda fuera de tiempo, antes de que la Nación acordara con los *holdouts*, pagando una sobretasa innecesaria. Esto deja en claro que postergar una decisión previa a un acuerdo de la Nación podría ser redituable.

¿OPERACIÓN RESCATE?

- Nuestra visión es que si no se alcanzara un arreglo voluntario con los acreedores que permita extender los vencimientos de la deuda de la PBA, aún sería beneficioso que la Nación instrumentara una operación de rescate de esta deuda antes que permitir un *default* sin red.
- Los costos sobre la economía real y los impactos financieros de un rescate serían muy inferiores a las consecuencias de un *default*, del que sería muy difícil que el Gobierno Nacional saliera ileso. Un *default* de la deuda bonaerense profundizaría la recesión nacional y complicaría gravemente la reestructuración en marcha.
- El ciclo económico de la provincia está altamente sincronizado con el de la Nación, como se observa en el gráfico.

TASA DE CRECIMIENTO PROVINCIA DE BUENOS AIRES VS. NACIÓN

En %



Fuente: Analytica en base a INDEC Min. Hacienda y Finanzas de la Provincia de Bs.As.

- Y si además, la Nación tratara a su principal bastión electoral como a Chubut o a Santa Cruz, los pases de factura serían muy complejos de administrar para la gestión de Alberto Fernández. Buenos Aires es la provincia más importante del país, tanto en cuanto a su aporte al PBI como a los votos de la coalición gobernante.
- Los USD 250 M a refinanciar suponen apenas el 0.2% del producto bruto de la PBA y el 0.5% de las reservas del Banco Central.

¿A cuánto asciende el costo financiero del rescate? Para el caso de España, en la crisis de las hipotecas “sub-prime”, fue de un incremento inferior al 20% de su riesgo.

- Obviamente, **una operación de rescate supone un costo reputacional para la Nación**. En particular, se compromete la capacidad de pago futura del soberano en medio de una negociación por la deuda.
- ¿A cuánto podría ascender el sobrecosto financiero de un rescate nacional a la PBA? Revisando experiencia internacional, entre 2011 y 2012, España rescató las deudas de las comunidades de Cataluña, Valencia y Andalucía (una en efectivo y las otras dos por medio de líneas de crédito) durante la salida de la crisis de las hipotecas sub-prime. **El sobrecosto fue inferior al 20% sobre el riesgo soberano durante un semestre** (70 puntos básicos en los seguros contra default (CDS) sobre un promedio de 310 pb)¹².

EL FANTASMA DEL DEFAULT

- **Un costo reputacional de un rescate del orden de 20% en la prima de riesgo soberano durante un semestre, como fuera el caso español, no parece desmedido. Si consideramos que el Gobierno Nacional no proyecta salir a colocar deuda al mercado internacional en el corto plazo, tal sobrecosto y su duración lucen manejables.**
- Ahora bien; la presencia de **cláusulas de acción colectiva** sobre la deuda de la Provincia y la emisión regular de letras de corto plazo para financiar sus desequilibrios de caja hacen que la negativa de asistencia de la Nación ante un evento de default (como hiciera con Chubut, por ejemplo) complicaría gravemente el financiamiento de su déficit primario. En primera instancia, el gobierno Kicillof debería echar mano al Banco de la Provincia de Buenos Aires, comprometiendo el financiamiento al tejido industrial PYME, gran generador del empleo bonaerense. En este escenario, si el *default* se prolongara, el regreso de las cuasi-monedas, como los patacones, no lucirían tan distantes.
- Tampoco la Nación saldría ileso de un *default* de PBA. En términos financieros, el spread que paga Nación es un piso respecto de lo que debe afrontar PBA. Además, ambas variables suelen moverse en tándem.
- En términos reales, más importante aún, el ciclo económico nacional y provincial está muy sincronizado, como se indicara. Solo para ilustrar, la correlación entre el PBI nacional y el PGB provincial es de 1,2 mientras que la misma medida para la industria asciende a 1,4.
- **Postergar los pagos como hace el gobierno bonaerense tiene sentido para evitar salir al mercado antes de que finalice el arreglo de la deuda a nivel nacional. Pero si ese esquema voluntario no funciona, el rescate siempre será una opción superior que un *default* en la principal provincia argentina.**

1. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2014/wp1420.pdf>

2. Los casos de estudio analizados para cuantificar el impacto de un rescate del Gobierno Nacional a la Provincia de Buenos Aires fueron aquellos que implicaron un aumento del riesgo nacional y un descenso del sub-nacional, o viceversa. Estas variables suelen moverse en tándem. En 2003 la comunidad Suiza de Leukerband no fue rescatada por el cantón del Valais, reduciendo el riesgo del cantón.