

Trabajo Final de Graduación

Maestría en Finanzas UTDT

Año Académico 2017

Alumno: Gustavo Alfano

¿Es sostenible en el largo plazo en Argentina el actual modelo de endeudamiento dado el déficit de las provincias?

Abstract

El cambio de administración nacional en 2015 representó un cambio en el modo de financiamiento tanto del gobierno nacional como de los sub-soberanos. La salida del default vía pago a los *holdouts* abrió nuevamente las puertas de los mercados internacionales de deuda a muchas provincias que hasta ese momento se financiaban localmente con deuda y vía transferencias nacionales debido a las altas tasas que no podían afrontar.

El Banco Central de la República Argentina se rige por un régimen de dominancia monetaria, restringiendo al Tesoro a hacer pedidos de adelantos transitorios del Banco Central. Esto, a su vez, significó a las provincias la necesidad de financiarse vía deuda en los mercados (tanto locales como internacionales) dadas las restricciones del Tesoro para realizar transferencias a las provincias.

Dado este escenario resulta importante realizar un análisis fiscal de las provincias para luego realizar simulaciones utilizando el modelo de sustentabilidad de la deuda propuesto utilizado por Eduardo Ley en su texto "*Fiscal (and External) Sustainability*". Con los resultados allí presentados, se buscará dar una explicación sobre las diferencias de *spreads* respecto a la curva de bonos de Argentina entre sub-soberanos.

Para llevar a cabo el objetivo planteado en el presente trabajo, el mismo se estructurará en 6 secciones. En primer lugar, una introducción donde se presenta la coyuntura actual, planteando las características del mismo, como así también las premisas y definiciones para la realización del modelo de sustentabilidad de deuda. En el segundo apartado se enunciará el marco teórico por el que se desarrollará la metodología para determinación de los escenarios y la selección de los sub-soberanos a ser estudiados. Luego de dicha selección, se procederá a realizar un resumen de las variables que considero relevantes para la realización de la simulación. En el cuarto capítulo se realizarán distintas simulaciones teniendo en cuenta distintos objetivos para un mejor entendimiento sobre los senderos de crecimiento de la deuda como proporción a los ingresos corrientes. En el capítulo quinto se buscará indagar sobre los distintos diferenciales de *spread* que poseen cada uno de los sub-soberanos. Por último, un apartado que incluyen las principales conclusiones y reflexiones finales sobre el tema.

Índice

1. Introducción.....	5
1.1 Formas de financiar al Estado.....	5
1.2 Cambio de estructura de financiamiento.....	7
1.3 La deuda como sinónimo de inter-temporalidad.....	9
1.4 Tipo de deuda.....	14
2. Metodología.....	16
2.1 Determinación de los escenarios.....	16
2.2 Selección de sub-soberanos.....	20
2.3 Coparticipación.....	21
3. Análisis fiscal de las provincias seleccionadas.....	23
3.1 Ciudad Autónoma de Buenos Aires.....	23
3.2 Provincia de Buenos Aires.....	26
3.3 Provincia de Chaco.....	29
3.4. Provincia de Chubut.....	32
3.5 Provincia de Córdoba.....	34
3.6 Provincia de Entre Ríos.....	37
3.7 Provincia de Mendoza.....	40
3.8 Provincia de Neuquén.....	42
3.9 Análisis comparado.....	45

4. Test de sustentabilidad de la deuda.....	48
4.1 Ingresos reales constantes.....	48
4.2 Promedio histórico (2011-2016).....	53
4.3 Estabilización del ratio en 50% para 2019.....	56
4.4 Déficit cero en 2019.....	58
5. Una visión de mercado.....	62
6. Conclusiones y reflexiones finales.....	68
7. Bibliografía revisada.....	71
8. Anexos.....	72

1. Introducción

1.1 Formas de financiar al Estado.

Para dar inicio al estudio de la sustentabilidad de la deuda de las provincias argentinas, es necesario repasar algunos aspectos teóricos que permiten dar sustento al análisis planteado en el presente. En primer lugar, se define que el Estado tiene entre sus obligaciones la prestación de bienes y servicios, junto con otros como el mantenimiento de la infraestructura a lo largo de lo que es materia de su jurisdicción. Existen delimitaciones institucionales, especificadas en la Constitución Nacional, por los que algunas obligaciones, como la defensa de los límites del territorio, están a cargo del gobierno federal y otros, como el mantenimiento de las calles y limpieza, por los municipios y de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires.

El financiamiento, en primera instancia, se realiza a partir de la captación de impuestos que se les cobra a los ciudadanos por estos bienes y servicios, entre otros. Asimismo, es importante destacar que la estructura estatal en cualquier nivel, necesita de una estructura tal que permita el funcionamiento del mismo. No formará parte de este trabajo el análisis sobre la eficiencia de las estructuras institucionales dadas, pero se tendrán en cuenta, al momento de analizar los gastos corrientes, la proporción que tiene el salario en la composición general.

Por otra parte, es necesario destacar que, en el caso de Argentina, las provincias, previas a la conformación del Estado nacional, cedieron al momento de formar la unidad la captación de ciertos impuestos que, por escala y eficiencia, eran mejor recolectados por el gobierno federal. En una segunda instancia, se les transfiere nuevamente a las provincias dado el criterio de devolución de cada tiempo histórico. En la actualidad, estas transferencias se rigen por la Ley N° 24.658 del régimen transitorio Coparticipación cuyo funcionamiento será explicado someramente en una sección posterior (Sección 2.3).

Por otra parte, el Estado se hace cargo de distintas obras de infraestructura con el fin mejorar la existente al momento (una nueva ruta que une dos pueblos incomunicados, túneles o represas que drenan el agua y disminuyen el riesgo de inundaciones, entre otros ejemplos) buscando así generar externalidades positivas que pueden llevar al sector privado a dinamizarse. Por ejemplo, la apertura de una nueva ruta puede mejorar los costos de logística para transporte de mercaderías.

Este tipo de obras resultan más costosas por su tamaño y dificultan su ejecución dado el ahorro necesario para llevarlas a cabo. Para ello es necesario realizar distintas previsiones presupuestarias en distintos presupuestos con el fin de conformar un fondo para la

realización de la obra o emitir deuda para adelantar el comienzo de la obra, teniendo que ser repagada en períodos posteriores.

Esto muestra la importancia del presupuesto de cada provincia o municipio. Los mismos se rigen por las leyes de administración financiera de cada territorio, buscando plasmar las políticas públicas a realizarse en el periodo siguiente. Con esto se busca una herramienta que permita reconocer cómo se proyecta la recaudación y cómo serán aplicados a los gastos necesarios provistos¹.

Para el caso del gobierno federal es necesario aclarar que, junto con la captación de impuestos y la emisión de deuda, existe un grado de libertad adicional que es la emisión monetaria. Este mecanismo permite al Banco Central financiar el déficit del Tesoro en caso de déficit financiero.

A partir de lo analizado en los párrafos precedentes, se desprende que, en resumen, el Estado se puede financiar con emisión de moneda de su Banco Central, con emisión de títulos de deuda y con superávit financiero (los ingresos totales superan a los gastos totales).

Dado este esquema de financiamiento, se presentan distintos escenarios que serán enunciados desde el de mejor sostenibilidad fiscal a otro que necesita de mejores condiciones futuras para mantener el equilibrio. El primero se da cuando el Estado puede financiar todo el gasto, tanto corriente como de capital, con los ingresos del año (dando un superávit financiero). El mismo permite planificar ahorros (fondos anti-ciclo) para darle previsibilidad a coyunturas complejas que pueden presentarse en el futuro.

En un segundo puesto se encuentra el que tiene un balance operativo positivo, que permite pagar todos los gastos corrientes del año (incluyendo los intereses) pero no completar el plan de obras (ya sean de capital expansivo, por ejemplo, una nueva ruta o de mantenimiento de infraestructura ya instalada). Es importante determinar, en esta instancia, cómo es la composición del gasto ya que es importante determinar cuánto de los ingresos (impuestos y recursos de capital, entre otros) van a gastos corrientes y cuánto a gastos de capital. En una segunda instancia es importante determinar la composición dentro de las categorías presupuestarias, tanto de gastos corrientes como de los gastos de capital. Esto último puede resultar muy complicado ya que es muy complejo verificar en general de los mismos, cual es la proporción de gastos de capital que se utilizan para mantenimiento de la infraestructura actual y cuánto a ampliación de la misma.

Asimismo, en este caso, todo financiamiento adicional debe ser financiado con deuda del Tesoro o transferencias del Banco Central (con su correlato de emisión de pesos) y es

¹ No será discusión de este trabajo la necesidad de cambiar el formato del presupuesto ni su vigencia, como así también la problemática de la implementación de un presupuesto en entornos inflacionarios.

resultado de una decisión que deberá tener en cuenta el impacto futuro de la obra que se quiere llevar a cabo o mantener. Por ejemplo, agregar una ruta que conecte dos pueblos o ciudades, podría tener un impacto tanto en recaudación (si se les cobra peaje) como así también en potenciales sinergias que pueden resultar de la nueva conexión.

El tercer lugar, se encuentra el peor de los escenarios ya que con los ingresos totales no se llegan a cubrir las necesidades corrientes del Estado. Nuevamente, este caso precisa de las alternativas de financiamiento mencionada en esta sección. Por un lado, se podría financiar el déficit con emisión de deuda, pero esta podría resultar muy cara respecto al sendero de crecimiento esperado. El emisor debería realizar exposiciones sobre cómo prevé repagar la deuda que está tomando y eso el mercado lo “*pricea*” y lo indica en la tasa de interés que pedirá para comprar los bonos. En caso de no creer la “historia” que se está presentando, el costo de financiamiento por esta vía resulta insostenible en el tiempo, dado el *spread* pedido y sólo servirá si en los años hasta el vencimiento logra mejorar su situación fiscal.

Por otro lado, la opción de emisión de dinero puede acarrear otros problemas en este contexto ya que si existen expectativas negativas sobre la economía y se considera que hay exceso de dinero financiando el déficit, este puede disparar la inflación del país en cuestión con todos los problemas que ello acarrea. Llevado al terreno local de Argentina, existen varios antecedentes de crisis de tipo 1 (de balanza de pagos), con lo que el manejo de la inflación ha sido el eje de varios gobiernos, como lo es para el presente con fuerte hincapié en el lado monetario de la inflación.

1.2 Cambio de estructura de financiamiento.

Con la llegada al gobierno de Mauricio Macri y su gabinete, los primeros días representaron cambios estructurales en términos de normalización de mercados. En primer lugar, la salida del cepo cambiario, que devino en la normalización de los mercados cambió, lo que representó una devaluación del 35%² a fin de año. Posteriormente, y luego de meses de negociaciones, se llegó a un acuerdo con los holdouts que representó la salida del default para la Argentina, lo que dio paso a una nueva era en la forma de financiamiento de las provincias, municipios y empresas grandes: emisión de títulos en los mercados internacionales de crédito.

Por otro lado, la designación de Federico Sturzenegger al mando del Banco Central de la República Argentina (BCRA), significó un cambio en la política de financiamiento al Tesoro de la Nación, pasando de un esquema donde el dinero necesario para financiar el

² El valor del tipo de cambio Banco Nación billete pasó de \$9,835 el 16 de diciembre de 2015 a \$13,3 pesos por dólar al 31 de diciembre.

déficit provenía de transferencias del BCRA (dominancia fiscal) a uno donde, en una primera instancia, el Tesoro tiene restricciones para pedirle al BCRA financiamiento para finalizar en un esquema de dominancia monetaria, donde el BCRA se concentra únicamente en mantener el valor del peso, buscando generar reputación y siguiendo el cumplimiento las metas de inflación que se propuso como eje de gestión.

En la actualidad, este esquema de dominancia monetaria está atravesando por un estado complejo ya que por un lado, el Tesoro de la Nación se encuentra financiándose con dólares y eso genera que, vía la venta de los mismos al BCRA, éste último tenga que emitir pesos para esterilizar los mismos, limitando su eficacia para cumplir la meta de inflación para el corriente año, que la ubica entre el 12% y el 17% para este año. Esto a su vez, genera un atraso cambiario que puede afectar, vía la expectativa de devaluación, la tasa requerida para retirar pesos del mercado (vía mercado de pases y LEBACS). Para esto último, el BCRA ha mantenido tasas reales positivas pero la prevalencia del déficit fiscal nacional y los requerimientos de financiarlo, ha generado un esquema de tasas altas que pueden afectar la actividad económica del país, disminuyendo la capacidad de captar impuestos en el período siguiente.³

Asimismo, dado este cambio de dominancia fiscal a monetaria (limitando las transferencias al Tesoro), junto con la salida del default de la deuda significó a las provincias el acceso a los mercados internacionales tanto por necesidad de cubrir el déficit como, así también, de colocar deuda a una tasa en dólares competitiva dado el riesgo argentino. Esta afluencia de divisas producto de las emisiones significó, a su vez, el engrose de las arcas del BCRA, presionando la apreciación cambiaria, y la implementación del tipo de cambio como ancla, ya que las provincias utilizan pesos para sus gastos.

Por otra parte, el endeudamiento en dólares de las provincias incrementa el riesgo de repago (vía devaluación), pudiendo generar desequilibrios en el futuro si las expectativas devaluatorias redundan en un shock devaluatorio y un reacomodamiento de precios, vía *pass-through*, pudiendo afectar la recaudación. Existen ejemplos de impuestos que mejoran en recaudación con la inflación, mientras que los gastos tienden a ser más estáticos. Un ejemplo claro es el impuesto al valor agregado que aumenta en monto con el aumento de la nominalidad de la economía. Por otro lado, como ejemplo de un gasto representativo, los salarios se fijan una vez al año, generando un desfase entre la recaudación y los gastos a favor del Estado. Este mecanismo puede ser mermado si el aumento de precios afecta la actividad y con ello, la recaudación de tributos que varían con la misma.

³ Resulta de interés destacar que en general, el esquema de metas de inflación se implementó posteriormente a la realización de la normalización de tarifas y equilibrar precios relativos, permitiendo a los Bancos Centrales utilizar la tasa de interés para administrar los agregados monetarios.

En resumen, el esquema propuesto por la actual administración nacional de metas de inflación (con tasas en pesos reales positivas para los instrumentos de política monetaria), junto con la práctica de restricciones a las transferencias al Tesoro (dominancia monetaria) significaron un aumento considerable de las deudas de mercado por parte de las provincias (tanto en dólares como en pesos) para el financiamiento de los respectivos déficit, poniendo en primer plano, las consecuencias de este cambio en la estructura de la deuda de cada una de las provincias estudiadas y la Ciudad de Buenos Aires.

1.3 La deuda como sinónimo de inter-temporalidad

Desde la creación de la moneda y los contratos firmados que perciben un interés al repago de la deuda, ésta se ha consolidado como un mecanismo que sirve para trasladar consumos a través del tiempo. La misma permite hacerse de más consumo presente resignando una porción de consumo futuro. Es por esto que es importante analizar desde el punto de vista del Estado, los incentivos y razones por las que necesita de este tipo de instrumentos.

Dados los riesgos de repago que se pueden plantear, se necesita una administración responsable de la misma para contener y mantener sustentable la relación entre ingresos de la economía, sus gastos y la capacidad de repago. En términos de Ricardo Ley, “Los senderos insostenibles de la deuda pueden eventualmente conducir a ajustes bruscos si no a crisis, es decir, al fracaso generalizado de los agentes económicos para cumplir con sus obligaciones. Por lo tanto, la sostenibilidad es una cualidad más deseable.”⁴

Continúa: “Si bien el álgebra *ex-post* de la sostenibilidad es bastante sencillo, el análisis *ex-ante* no lo es: las variables clave involucradas son endógenas, inciertas o ambas; las expectativas desempeñan un papel prominente que impulsa el equilibrio y, por lo tanto, conduce a las expectativas planteadas.”⁵

Aquí se plantea el hecho más relevante a la hora de analizar la sustentabilidad de la deuda de un país o sub-soberano: la necesidad de analizar los senderos esperables y cómo ellos afectan la sostenibilidad del financiamiento. Es por esto que en secciones posteriores (Sección 4: Test de sustentabilidad de la deuda) se plantearán escenarios que pueden llegar a modificar la capacidad de repago del deudor.

⁴ Eduardo Ley, “Fiscal (and External) Sustainability” Economic Policy and Debt Department, PREM, The World Bank Julio 2010, p.1.

⁵ *Ibid* p.1

Para la realización del análisis de la sustentabilidad de la deuda de los emisores que fueron seleccionados bajo los requisitos que se mencionan en sección posterior, se utilizará la fórmula consolidada propuesta para economías abiertas que se endeudan con monedas de otros países por Eduardo Ley, modificada para mejorar el análisis de este trabajo:

$$Dt+1 = \frac{(1+i_{EU})}{(1+g)} \cdot (1+\pi)^{\text{PropUS}} + \frac{(1+i_{\text{Local}})(1+TC)}{(1+g)} \cdot (1+\pi)^{\text{Proplocal}} \cdot Dt + \text{Def}$$

Donde:

D_{t+1} = Representa a la deuda como proporción de los ingresos en el periodo siguiente.

i_{EU} = Tasa de interés en dólares.

g = Crecimiento real de los ingresos corrientes de la economía.

π = Inflación del periodo.

Prop US = Proporción de deuda en moneda extranjera.

i_{Local} = Tasa de interés en pesos.

TC = Devaluación esperada.

Prop local = Proporción de la deuda en moneda local.

D_t = Deuda en el presente periodo como proporción de los ingresos corrientes.

Def = Resultado económico como proporción de los ingresos corrientes.

Es necesario para este trabajo, realizar ciertas modificaciones de la presentada por Eduardo Ley ya que existen diferencias entre los sub-soberanos y el Estado nacional. Estas diferencias afectan la capacidad de financiamiento de los mismos. Por un lado, el Estado nacional puede financiarse vía señoreaje vía la emisión de dinero del Banco Central. Las provincias adheridas al Régimen de Responsabilidad Fiscal, por Ley N° 25.917, en el artículo 21 se comprometen a “*no emitir títulos sustitutos de la moneda nacional de curso legal en todo el territorio del país*”. Esto implica que existe en la actualidad un grado de libertad menor respecto al soberano.

Por otra parte, en la versión original, el cálculo relevante resulta ser el ratio de deuda sobre PBI. En este trabajo se propone una versión alternativa y el ratio a observar será el cociente entre el stock de deuda y los ingresos corrientes del año. Se considera que el PBG (Producto bruto geográfico) no representa la capacidad de captación de impuestos de cada jurisdicción, tergiversando los resultados sobre la sustentabilidad. Es, asimismo, un supuesto más restrictivo ya que no considera los ingresos de capital que responden a ingresos que pueden ser de un solo periodo (por ejemplo venta de terrenos o edificios) y al incluirlos en la base de la estimación, se podría incurrir en sobreestimar la recaudación futura. El dato de ingresos corrientes abarca tanto los impuestos, los ingresos no tributarios y las transferencias (principalmente las del régimen de coparticipación). Es por esta razón que tanto la variable D_t como D_{t+1} responden a la relación entre stock de deuda e ingresos corrientes.

Realizada estas observaciones metodológicas y yendo en el orden presentado arriba, la tasa de interés en dólares planteado resulta de una construcción que consta de la tasa UST10Y (tasa *benchmark* que utiliza el mercado para los análisis de paridad de tasa), sumado al spread EMBI.ARG⁶ para todos los casos. Esto es importante destacar ya que un ejercicio posterior podría considerar, ya no solamente la tasa en dólares a la que podría acceder el país, sino que además debería agregársele el spread sobre el soberano que presenta cada una de los subsoberanos estudiados. Por simpleza y la necesidad de plantear escenarios base para el análisis, considero que ese spread resulta marginal para el estudio en esta instancia dada la volatilidad que tiene y que en la Sección 5: Una Visión de mercado se realizarán comentario sobre este punto en particular. Es de destacar, asimismo, que diariamente los spreads provinciales varían con respecto al soberano debido a la escasa liquidez que presentan algunos de los bonos estudiados, donde una operación compra-venta puede hacer variar el precio del mismo hasta 25 puntos básicos.

En términos algebraicos, la tasa de interés en dólares para el análisis será:

$$i_{EU} = UST10Y + EMBI.ARG + TC. \text{ (Basado en la paridad de tasas de interés)}$$

En un segundo orden figura el crecimiento real de los ingresos corrientes de la economía. En este punto se realizará un escenario base en el cuál se plantea que el crecimiento de los ingresos reales será del 2% por año durante los años en los que se proyectarán los mismos (años 2017-2022). La elección de un patrón general para todas jurisdicciones seleccionadas se debe a que en el corto plazo, los ingresos serán dinamizados por el crecimiento del PBI nacional ya que resulta complejo generar nuevos impuestos que aumenten los ingresos corrientes de cada una. No obstante, al momento de analizar cada uno de los subsoberanos se realizarán comentarios acerca de la dinámica de los ingresos, su composición y crecimiento.

⁶ Los datos de mercado se tomaron con fecha 18-05-2017 de la plataforma Reuters.

En el mismo sentido, para el escenario base, la tasa de inflación aplicable a todos los emisores de deuda será la que se puso como techo de la meta que pactó. Esto quiere decir que para 2017, año a año, la inflación estará en 17% para diciembre 2017, 12% para 2018 y en 2019 se estabiliza en 5%. No se utilizarán los índices provinciales por distintos motivos. Por un lado, no todas las provincias estudiadas poseen institutos que confeccionen índices de inflación, generando un problema metodológico que se basa en entender por qué para unos sería válido el índice que realiza el Instituto Nacional de Estadística y Censos (INDEC) y para otros sería mejor utilizar índices provinciales. Por otro lado, son pocos los casos en los que la institución encargada de realizar los índices publica proyecciones sobre los mismos, haciendo imposible realizar cualquier proyección válida.

En resumen, dada la simplicidad que brinda, se ha establecido como escenario base las metas del BCRA como figura en el siguiente cuadro:

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Inflación Arg (Metas BCRA)	17%	12%	5%	5%	5%	5%

Para el cálculo de las proporciones de deuda (PropUS y Prop local) se han tenido en cuenta los siguientes recaudos. Por un lado, se tomarán en cuenta los endeudamientos de cada emisor tal como figuran en sus stocks de deuda publicados. Esto quiere decir que se tomarán como deuda (Dt) todo endeudamiento por préstamos con organismos multilaterales, préstamos bancarios, adelantos transitorios del Tesoro Nacional, deuda en los mercados (local y externo). Esto es importante de mencionar ya que las mismas presentan distintos riesgos y será necesario explicar sus diferencias más adelante (sección 1.4: Tipo de deuda).

Para el cálculo de la tasa de interés local se realizó la misma simplificación que en la tasa de interés en dólares: utilizar la misma para todos los sub-soberanos. Para la confección de la misma, se utilizó la aproximación de Fisher sobre la tasa de interés que determina que la misma se compone de la tasa de interés real más la tasa esperada de inflación. En este caso, la tasa de inflación esperada del escenario base para fin de año sería del 17% de inflación esperada sumado al spread real de riesgo de Argentina (EMBI). Considero que es un buen *proxy* para ser utilizado ya que, dada la paridad de tasas, ese riesgo en dólares ya que representa el riesgo limpio de devaluación esperada que tiene que tener un inversor para elegir entre un activo en dólares y otro en pesos. Llevado a este caso, la tasa de interés local tendrá la siguiente forma:

$$i_{\text{Local}} = \text{EMBI.ARG} + \pi(\text{esperada}).$$

Con respecto a la devaluación esperada se debe especificar que para el escenario base, se considerará que la devaluación para los años sucesivos será equivalente a la inflación. Esto quiere decir que, para este año, el tipo de cambio de presupuesto de \$17,6 pesos por dólar,

da una devaluación esperada implícita del 10%, generando una apreciación cambiaria. Se descuenta para este análisis, que en los próximos años no será prioridad del gobierno permitir un shock devaluatorio que modifique el esquema actual y considerará de convergencia en 2019 cuando inflación y tipo de cambio se muevan a la misma velocidad. Por lo tanto, los valores de tipo de cambio del análisis base serán:

Escenario base	2017	2018	2019	2020	2021	2022
TC	17,6	19,71	20,70	21,73	22,82	23,96
Devaluación	10%	12%	5%	5%	5%	5%

Por último, el resultado económico resulta de la diferencia entre los ingresos totales y los gastos totales sin tener en cuenta los intereses ya que esta última variable figura implícita en las tasas de interés aplicable para cada uno de los segmentos. De lo contrario, se estaría incurriendo en la duplicación de los montos de intereses. Se lo considera, como los demás datos, como una proporción respecto a los ingresos corrientes.

Como resumen, para el 2017 las variables a usar en el escenario base serán:

Escenario base	2017
Inflación Arg (Metas BCRA)	17%
TC	17,6
Devaluación	10%
Tasa de interés US	2,23%
Spread (EMBI)	300
Tasa Arg (US)	5,75%
Crecimiento Real ingresos	2,0%
Tasa Local	20%

1.4 Tipo de deuda.

Como aclaración metodológica, dado que para el cálculo se consolida la deuda y no se pondera por distintos instrumentos de distinto riesgo que puede contener, resulta procedente explicar las diferencias sustanciales, de forma, riesgo asociado y garantías de repago que puede existir entre cada tipo de deuda al que puede acceder un sub-soberano.

En primer lugar, se pueden dividir entre las deudas de mercado y las deudas con el Estado Nacional. Las primeras engloban a todos los préstamos bancarios, con organismos multilaterales y bilaterales, bonos en mercados internacionales y nacionales y proveedores. La dinámica de cada uno de ellos se explicará someramente en los siguientes párrafos.

Existen restricciones para la toma de préstamos bancarios por parte del sector público no financiero por normas del BCRA (Comunicaciones referidas al Financiamiento al sector público no financiero⁷). En la sección 2 del texto consolidado, que remite a la comunicación “A” 5154 define las limitaciones de la siguiente manera:

“Las entidades financieras, comprendidas sus sucursales y sus subsidiarias del país y del exterior, no podrán refinanciar u otorgar asistencia financiera al sector público no financiero, salvo que se destinen a fideicomisos o fondos fiduciarios constituidos con fines específicos.”

Asimismo, en la norma se autoriza al sector financiero a comprar títulos de deuda de los sub-soberanos en caso que se constituya una garantía con el fin de buscar disminuir el riesgo asociado del emisor.

La normativa tiene como objetivo delimitar el uso de la banca pública como financiamiento a las provincias. En la década de los años 90 fue común esta utilización masiva de fondos de los bancos provinciales con el fin de financiar el déficit. Esto llevó a que, con los años, las deudas de los mismos fueran insostenibles, se condonaron muchas deudas y muchos bancos quebraron. Esto promovió la confección de esta limitación para que fuera más difícil contar con recursos de los bancos públicos. Esto representó, en los últimos años, un menor el uso de la banca pública ya que está limitada la exposición al sector público no financiero a principalmente fideicomisos con fines específicos.

Respecto al segundo tipo de contrato de deuda, con organismos multilaterales de crédito (BID, BIRF, CAF, entre otros) en general, el esquema contempla la constitución de una garantía del Estado Nacional con una contragarantía ofrecida por el prestatario del préstamo hacia el soberano. Es por esto que, para su aprobación, el primer paso se da con la priorización del préstamo por parte del gobierno nacional. Esto quiere decir que para que se

⁷ Texto consolidado en <http://www.bcra.gob.ar/Pdfs/Textord/t-finsec.pdf>

pueda comenzar a negociar cualquiera de estos préstamos, es necesario presentar el proyecto, con los destinos de los fondos correspondientes, al gobierno federal. En una segunda instancia se deben conseguir los avales de las distintas áreas competentes para la aprobación de la garantía que dará el Estado Nacional.

El perfeccionamiento de la garantía permite a los organismos asegurarse que el gobierno nacional se estará haciendo cargo del pago en caso que la provincia no pueda afrontarlo. Este mecanismo deja con cierta tranquilidad a los organismos mencionados, permitiendo tasas menores a las de mercado y mejorando los años de vida de repago. A su vez, el Estado nacional suele pedir como garantía al sub-soberano que está pidiendo el préstamo, cesión de créditos de coparticipación. Al momento del vencimiento del servicio, si el gobierno nacional afrontó el pago, le retendrá fondos de coparticipación hasta el monto del pago realizado.

En síntesis, estos préstamos resultan convenientes para los sub-soberanos dado que suelen tener una vida promedio mayor a la deuda de mercado, tasas por debajo de las de mercado y como mecanismo de control, los desembolsos a contraprestación de obra, garantizando el destino específico del dinero conseguido. Por otra parte, es importante destacar que las líneas de crédito de los organismos son limitadas en montos por año, con lo que el Estado Nacional se reserva el derecho de elegir cuáles proyectos serán priorizados. Esta limitación permite dilucidar por qué es necesaria la deuda de mercado.

En cuanto a los bonos internacionales, suelen tener el formato Reg S y 144A que les permiten ser listado en bolsas dentro de Estados Unidos sin tener la totalidad de obligaciones y auditorías que poseen los que quieren cotizar directamente en la bolsa. Es usual que los mercados utilicen y pidan bonos *bullet* dada la simplicidad de cálculo de algunas características fundamentales para la compra (vida promedio de capital, *duration*, entre otras). En la actualidad, existen varios bonos sub-soberanos que tienen varias amortizaciones debido a la búsqueda de constituir un perfil de deuda tal que reduzca el riesgo de repago.

Por el lado de los bonos locales, en el tramo sub-soberano, no existen bonos largos (de más de 2 años) que se estructuren con tasa fija. Esto se debe en gran medida a la alta inflación presente y esperada, generando un sendero de tasa fija muy alto que por el momento no se ha explorado este tipo de instrumento. Con la actual administración nacional, se constituyó una curva en tasa en fija en pesos que puede resultar de *benchmark* para la emisión de este tipo de títulos, aunque por el momento, existe una compresión de *spreads* debido a la entrada al índice de bonos de moneda local para gobiernos soberanos, que no condice con los niveles de tasas que le pedirían a una provincia dado su riesgo.

Cabe destacar que, en el mercado de bonos, conviven los que se encuentran garantizados por regalías o por flujos de fondos de la coparticipación federal junto con los que no tienen garantías adicionales al crédito del emisor.

Por último, los bonos proveedores son los instrumentos elegidos para pagar deudas impagas a proveedores del Estado. Suele ocurrir cuando la deuda flotante de la jurisdicción se hace inmanejable y consolidan la misma bajo la forma de un bono.

Para el análisis propuesto en el presente trabajo, no se tendrán en cuenta las diferencias entre los distintos tipos de deuda al que puede incurrir el sub-soberano, pero es necesario tener en cuenta estas diferencias al momento de analizar los riesgos asociados a cada jurisdicción.

2. Metodología

2.1 Determinación de los escenarios.

En esta sección se destacarán los escenarios planteados para hacer el análisis de sustentabilidad de deuda de las provincias seleccionadas. En primer lugar, los escenarios se seleccionaron teniendo en cuenta que, para ambos casos, uno de los dos genera estabilidad (interna y externa) y el otro de cambios en la coyuntura.

Por un lado, en el plano local, las elecciones de octubre serán un punto de inflexión donde el gobierno nacional apuesta a que una victoria permita profundizar el camino de reformas que propone. Esto podría confirmar las expectativas del mercado y con ella, mejorar las del gobierno. En caso de una derrota electoral, es factible que el mercado comience a cambiar la “historia” que está considerando al momento de calcular los precios de los bonos, dado que podría llegar a considerar que es una señal que en el 2019 puede haber cambio en el signo político de la nueva gestión.

Por el otro, el comportamiento de la FED en Estados Unidos puede determinar un encarecimiento del crédito externo para Argentina en general y para los sub-soberanos en particular. Por el momento, la primera suba del año mantuvo los valores de referencia estabilizados y ha anunciado recientemente, que se frenarán las subas de tasas hasta que puedan confirmar que haya signos de reactivación en la economía real⁸⁹. Dado este

⁸ El Cronista Comercial, 24/05/2017 <https://www.cronista.com/finanzasmercados/La-Fed-suspende-las-subas-de-tasas-hasta-que-haya-signos-de-reactivacion-20170524-0098.html>

⁹ FOMC statement, 24/05/2017 <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20170503a.htm>

panorama, se puede plantear un escenario *dovish* que permitiría a Argentina seguir accediendo a tasas relativamente más bajas que las de una hipotética mejora de la actividad económica de Estados Unidos (*hawkish*) que dispararía el costo de endeudamiento en dólares para Argentina.

Teniendo en cuenta la coyuntura analizada en los párrafos precedentes, los escenarios propuestos se combinarán para realizar el análisis de sustentabilidad de la deuda consolidada de las provincias. En primer lugar, se mostrará el escenario de victoria del gobierno y la FED mostrándose *dovish*:

Gana Oficialismo	Variables	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Fed Dovish	Inflación Arg	17%	12%	5%	5%	5%	5%
	TC	17,60	19,71	20,70	21,73	22,82	23,96
	Devaluación	10%	12%	5%	5%	5%	5%
	UST10Y	2,23%	2,33%	2,43%	2,53%	2,63%	2,73%
	EMBI	300	250	200	200	200	200
	iEU	5,75%	5,31%	4,87%	4,98%	5,09%	5,20%
	g	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
	iLocal	20%	15%	7%	7%	7%	7%

Este escenario es el que muestra mejores perspectivas para la Argentina dado los supuestos presentados. En primer lugar, se cumplen las metas de inflación propuestas por el BCRA, estabilizándose luego del 2019. Con respecto a la devaluación, se considera que seguirá el ritmo de la inflación, se mantendrá una relación relativamente constante con el dólar. Se estima, asimismo, que la UST10Y se moverá lentamente a una velocidad de 10 puntos básicos por año. Por otra parte, se muestra un sendero decreciente de riesgo soberano estabilizándose en 200 puntos básicos, considerando este último valor como un valor de mercado para países emergentes. Este escenario plantea también una mejora constante en los ingresos reales de las provincias del 2%, buscando mostrar que la economía se reactivó y mantendrá el ciclo alcista.

En segundo lugar, se expone el escenario en el cual el gobierno pierde las elecciones y la FED determina que la actividad todavía necesita tiempo para recuperarse:

Pierde Oficialismo	Variables	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Fed Dovish	Inflación Arg	22%	27%	29%	29%	29%	29%
	TC	17,60	22,27	28,76	37,15	47,99	61,99
	Devaluación	10%	27%	29%	29%	29%	29%
	UST10Y	2,23%	2,33%	2,43%	2,53%	2,63%	2,73%
	EMBI	390	507	608,4	608,4	608,4	608,4
	iEU	6,74%	8,14%	9,37%	9,48%	9,59%	9,70%
	g	2,0%	1,0%	0,5%	0,4%	0,4%	0,3%
	iLocal	26%	32%	35%	35%	35%	35%

Se puede observar que, en este caso, se dispara la inflación y se estabiliza en 2019 en valores del 29% anual dada la coyuntura con perspectivas negativas. Asimismo, se dispara el riesgo país que descuenta el mercado debido a la posibilidad de un cambio de gobierno para el 2019. El tipo de cambio se mantiene en el mismo sendero ya que se deja anclado a la variación de los precios y eso permite simplificar el manejo de variables. Por otra parte, las tasas de Estados Unidos se mantienen constantes dado que no se prevén cambios en la tasa de crecimiento de su economía. En este caso, el costo de endeudarse se ve perjudicado notablemente dado que para 2019 la tasa en dólares asciende a 9,37% (afectado por la suba del EMBI y de la devaluación esperada) y la local al 35% (determinada por la suba en el EMBI y en la inflación esperada). Por otra parte, se puede observar que la economía no logra repuntar y los ingresos de las provincias se ven mermados en términos de crecimiento real, con poco crecimiento en toda la serie estudiada.

En tercer lugar, se plantea el escenario donde la administración nacional consigue una victoria en las elecciones, pero sus metas de financiamiento no se pueden cumplir como estaba estipulado dado que la FED comenzó su ciclo alcista de tasas debido al mejoramiento de la actividad económica:

Gana Oficialismo	Variables	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Fed Hawkish	Inflación Arg	17%	12%	5%	5%	5%	5%
	TC	17,60	19,71	20,70	21,73	22,82	23,96
	Devaluación	10%	12%	5%	5%	5%	5%
	UST10Y	2,73%	3,23%	3,73%	4,23%	4,73%	5,23%
	EMBI	300	250	200	200	200	200
	iEU	6,30%	6,30%	6,30%	6,85%	7,40%	7,95%
	g	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%
	iLocal	20%	15%	7%	7%	7%	7%

Se puede observar en el cuadro anterior que las metas locales se cumplen, determinando el costo de endeudamiento en pesos de acuerdo con las metas. Por otra parte, UST10Y se dispara dado el escenario *hawkish* que planea la FED al momento de determinar la “FED rate” que moviliza paralelamente a toda la curva, siendo esta neutralizada con la mejora del crédito soberano, manteniendo una tasa constante hasta 2019. Para los años posteriores, se considera que la baja del riesgo Argentina no disminuirá con tanta facilidad y el sendero de tasas de la FED para la “FED rate” estará en el orden del 3% en el largo plazo. Por otra parte, se considera que el aumento de la tasa de referencia internacional afecta negativamente al crecimiento de los ingresos locales dado que puede presentarse un caso de *flight to quality*, disminuyendo el crecimiento de Argentina y con ello, una disminución en la captación de ingresos.

Por último, se plantea un escenario en el cual el gobierno pierde las elecciones y la FED determina que debe comenzar a subir la tasa de interés para estabilizar la inflación:

Pierde Oficialismo	Variables	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Fed Hawkish	Inflación Arg	22%	27%	29%	29%	29%	29%
	TC	17,60	22,27	28,76	37,15	47,99	61,99
	Devaluación	10%	27%	29%	29%	29%	29%
	UST10Y	2,73%	3,23%	3,73%	4,23%	4,73%	5,23%
	EMBI	390	507	608,4	608,4	608,4	608,4
	iEU	7,29%	9,13%	10,80%	11,35%	11,90%	12,45%
	g	1,4%	0,7%	0,4%	0,3%	0,3%	0,2%
	iLocal	26%	32%	35%	35%	35%	35%

Como puede observarse, este escenario resulta el más costoso para Argentina en general y en particular para los sub-soberanos. Se combinan los dos peores escenarios, disminuyendo las proyecciones de ingresos, subida general de tasas (tanto en pesos como en dólares) y la inflación se vuelve inmanejable para la administración. Este escenario funciona como el máximo *stress*, considerándolo un escenario extremo donde queda al descubierto el riesgo de *rollover*, dinamizado por las altas tasas a las que deberían tomar deudas para repagar las actuales y por la coyuntura negativa que sería difícil de sustentar. Es probable que, de ocurrir este escenario, las provincias busquen reestructurar sus deudas, generando una nueva ronda de negociaciones con acreedores, quedando cerca de la pérdida de los *track record* de cada una de las jurisdicciones estudiadas.

No obstante, es importante tener en cuenta que para el análisis de sustentabilidad de la deuda es necesario realizar un análisis de los números fiscales de las provincias estudiadas dado se puede caracterizar con mayor certeza el riesgo intrínseco para una mejor estimación. El ejercicio de sustentabilidad aquí presentado resulta importante para encontrar límites a los que se puede arribar el ratio, para poder trabajar con anticipación y modificar el rumbo a tiempo.

2.2 Selección de sub-soberanos.

En primer lugar, para la selección de provincias a analizar, se consideró como requisito principal la emisión de deuda en los mercados de capitales internacionales con bonos de largo plazo. Asimismo, se tuvieron en cuenta el acceso a bases de datos de deudas y esquemas de ahorro-inversión-financiamiento, datos que integran los distintos prospectos de emisión en el exterior.

Como resultado, se realizará el análisis sobre las siguientes provincias: Buenos Aires, Chaco, Chubut, Córdoba, Entre Ríos, Mendoza, Neuquén y la Ciudad Autónoma de Buenos Aires.

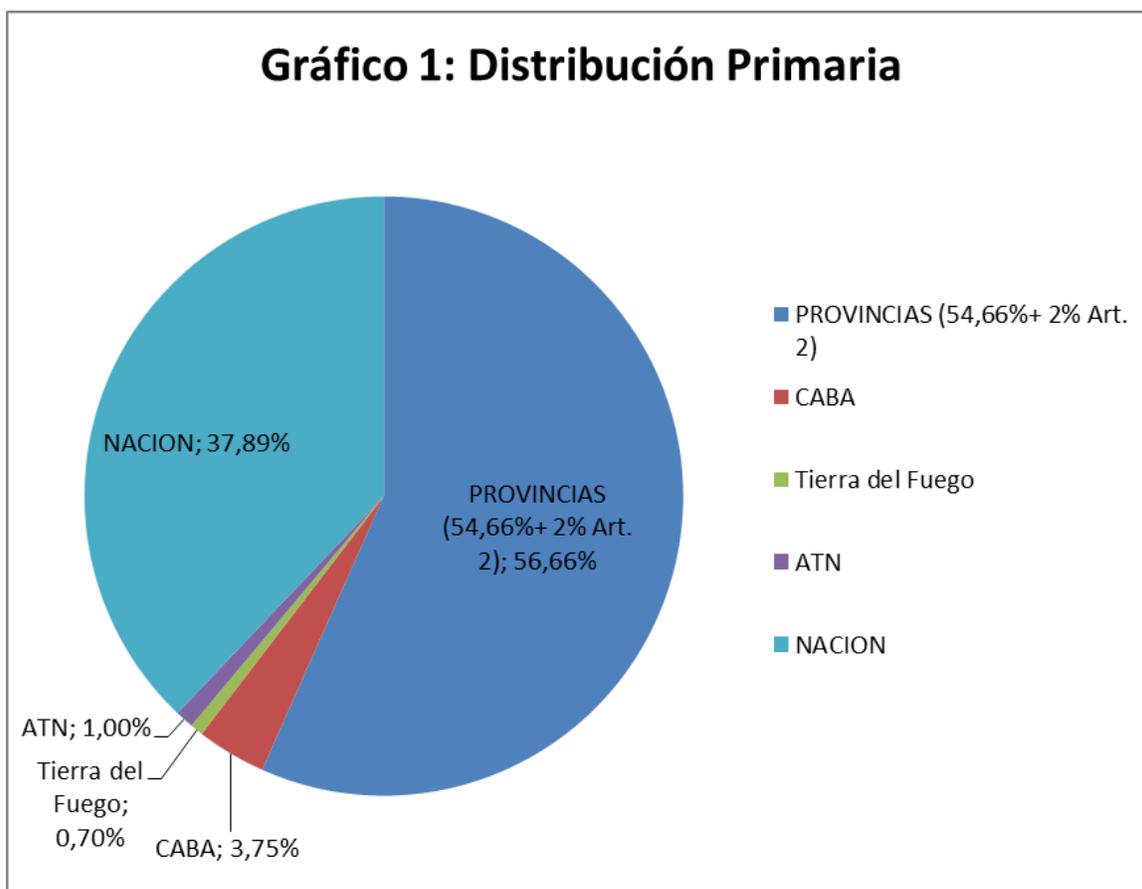
Para la realización del análisis de la situación fiscal de la selección, se tomará el lustro 2011-2015 y el presupuesto 2016 haciendo principal hincapié en los siguientes ratios:

- Proporción coparticipación-ingresos totales
- Resultado financiero-ingresos corrientes
- Gastos de capital-gastos totales
- Intereses-gastos corrientes
- Balance operativo-Ingresos corriente
- Gasto en personal-Gastos corrientes
- Proporción del PBG-PBI

- Crecimiento de los ingresos (nominales y reales)
- Crecimiento gastos corrientes (nominales y reales)
- Deuda-Ingresos corrientes
- Balance Operativo-Gastos de capital

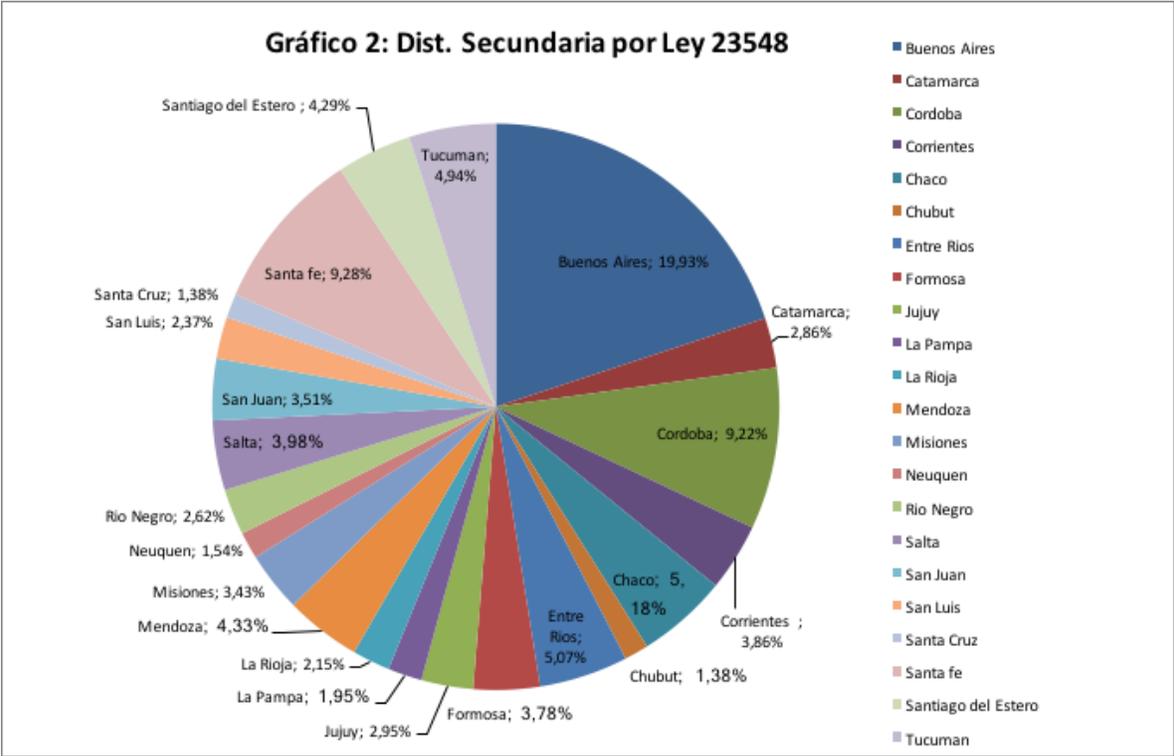
2.3 Coparticipación

La coparticipación federal de impuestos es un sistema constitucional que tiene por objeto realizar la distribución del producido de los tributos impuestos por el Estado Federal. A pesar de tratarse de impuestos que deberían ser recaudados por las distintas provincias, se delegó la potestad de ser recolectados al Gobierno Federal y luego redistribuidos, realizando dos distribuciones. En una primera instancia, y tal como figura en el Gráfico 1, se separa la porción que retiene el gobierno nacional, que incluye tanto a Tierra del Fuego como a la Ciudad de Buenos Aires como los Adelantos del Tesoro Nacional (ATN) y la que pertenece a las provincias.



Fuente: Elaboración propia con datos de la Comisión Federal de Impuestos.

La porción que corresponde a provincias se distribuye en base a los porcentajes establecidos en la Ley de Coparticipación Federal (Ley N 23.548) y que figuran en el Gráfico 2.



Fuente: Elaboración propia con datos de la CFI.

La importancia de comprender el sistema reside en que los informes de calificadoras y de los mercados financieros relacionan una mayor dependencia del gobierno nacional con una mayor proporción de estos fondos dentro de los ingresos totales, asociándolos a un mayor riesgo. Para todos los casos, a excepción de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires y Tierra del Fuego (que reciben los fondos de la porción que corresponde al gobierno nacional), el porcentaje que les corresponde a cada una de las jurisdicciones están en la Ley de Coparticipación Federal, exigida por la Constitución Nacional reformada de 1994.

Es importante para destacar que el sistema de goteo diario de los fondos coparticipables permite un mayor control sobre los flujos que ingresan por esta vía, pero no el riesgo que exista un desfase temporal entre la captación de tributos coparticipables y su devolución a las provincias.

Con este desglose, se busca analizar la capacidad de cada provincia de captar impuestos de forma autónoma y cuánta necesidad de fondos provenientes de las transferencias federales tiene cada provincia.

3. Análisis fiscal de las provincias seleccionadas

3.1 Ciudad Autónoma de Buenos Aires

Para el año 2016, la Ciudad Autónoma de Buenos Aires (CABA) representó un 22,4% del PBI nacional, ubicándose detrás de la Provincia de Buenos Aires. Su economía se basa principalmente en la provisión de servicios, razón por la cual no es representativo en el rubro exportaciones. Su impuesto más representativo (Ingresos Brutos) grava la actividad económica, afectando toda la cadena de valor.

Desde 2011 al 2016 la proporción de ingresos correspondientes a impuestos propios disminuyó respecto al total debido, principalmente, al traspaso de la Policía Federal a la órbita de la Ciudad, lo cual aumentó la masa de ingresos provenientes de la coparticipación para afrontar los gastos propios de la administración de la fuerza policial

Para el traspaso, se calcularon los gastos necesarios para la puesta en valor de la fuerza policial como un porcentaje fijo de la Coparticipación. Este costo de administración medido como porcentaje fijo de coparticipación ascendió a 2,35% de la masa que recibe la Nación en concepto de impuestos coparticipables, dando como resultado un porcentaje total de 3,75% para enero de 2016. Desde el traspaso (enero de 2016), la proporción de transferencias federales (coparticipación federal de impuestos) asciende al 21% de los ingresos totales de la CABA. Para el lustro 2011-2015, el promedio se situó en torno al 9% de los ingresos totales de la Ciudad.

En relación a las erogaciones, el gasto en personal asciende - en promedio para los años analizados - al 58% de los gastos corrientes. En particular, es necesario aclarar que el gasto en personal incluye a médicos, maestros de las instituciones públicas y, desde 2016, los efectivos de la fuerza policial (que representó un aumento de menos de 3% de la masa total de gastos corrientes).

Asimismo, el gasto en intereses ascendió del 1,93% en 2011 a 3,87% en 2016. Esta dinámica es consistente con el aumento en la proporción de deuda sobre ingresos totales, que avanzó del 15,89% en 2011 a 34,9% en 2016.

Con respecto al gasto de capital, para los años presentados, se ubicó en promedio en el orden del 17,16% de los gastos totales, por sobre las otras jurisdicciones seleccionadas. Es importante destacar que con el superávit operativo se puede llevar a cabo parte del plan de obras públicas previsto para cada año. Considerando el supuesto que toda la deuda se *rollea*, con lo que no es necesario afrontar los pagos de amortización de deuda del año, dado el balance operativo, se pudo llevar a cabo en promedio un 58,34% de las obras del plan de obras vigente para cada año.

Por otra parte, la CABA presenta un consistente cociente de resultado económico primario sobre ingresos corrientes, que resulta de la diferencia entre los ingresos corrientes y los gastos corrientes incluyéndose los intereses pagos del período dentro de esta categoría. En promedio, el mismo se mantiene en torno al 10,88% para el periodo analizado, con un piso de 5,07% para 2015.

Cabe destacar que el salto de la relación deuda/ingresos del 28,73% al 38,83% entre 2014 y 2015 se debe a la estructura interna de la deuda (en 2016, la proporción en dólares ascendía a 82% del total de la deuda, dejando latente el riesgo de variación del tipo de cambio).

En 2011 la Ciudad de Buenos Aires presentó un déficit financiero creciente respecto de los ingresos corrientes, pasando del 3,35% en 2011 al 7,33% en 2016. El año 2015 resultó ser el de mayor déficit financiero, alcanzando el 9,57% de los ingresos corrientes de ese año.

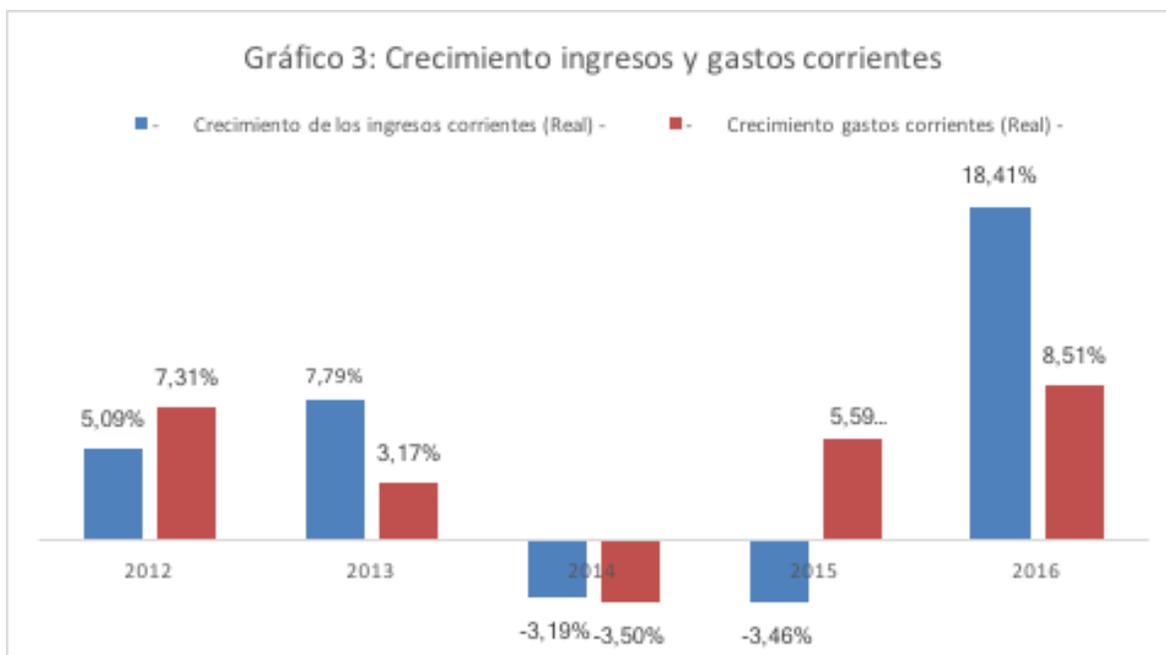
Resulta claro que el déficit financiero, debido fundamentalmente a la alta proporción de gasto en inversiones de capital, fue financiado con emisiones de deuda tanto locales como internacionales. La salida del régimen de Responsabilidad Fiscal le representó a la CABA evitar el camino de la autorización federal para la emisión de títulos, no así el acceso al crédito multilateral con garantía soberana, que le estuvo negado desde el 2007 hasta finales del 2015.

Por último, es interesante estudiar la dinámica del crecimiento real¹⁰ tanto de los ingresos corrientes como de los gastos corrientes ya que de los mismos se pueden desprender conclusiones sobre el dinamismo de la economía local. Por el lado de los ingresos, se ve que durante el período 2012-2016 crecieron con mayor velocidad que los gastos corrientes.

Por otra parte, como se puede observar en el Gráfico 3, los ingresos corrientes resultan reaccionar con mayor elasticidad ante cambios en la económica de la Ciudad. Se puede observar cómo la rigidez de los gastos, ante una caída de la recaudación en términos reales para 2015, durante el mismo período el gasto corriente se mantuvo positivo en términos

¹⁰ Para deflactar los datos nominales para todos los casos estudiados en los apartados siguientes se utilizó la Inflación de San Luis debido a que es la única serie que consta de todos los años estudiados.

reales, mientras que representó una caída del 3,46% para 2014 en la recaudación real. Ese año resultó ser el único en la serie donde los gastos crecieron más que los ingresos.



Fuente: Elaboración propia con datos de prospecto.

A modo de resumen de lo expuesto en este apartado, se adjunta un cuadro (Cuadro 1) con los ratios relevantes para el análisis propuesto:

Cuadro 1: Ratios fiscales de la Ciudad de Buenos Aires

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Promedio
- Proporción coparticipación-ingresos totales	9,78%	9,62%	8,83%	8,95%	9,63%	20,90%	11,28%
- Resultado financiero-ingresos corrientes	-3,35%	-4,41%	-6,56%	-7,08%	-9,57%	-7,33%	-6,38%
- Gastos de capital-gastos totales	15,89%	14,84%	19,53%	19,88%	14,10%	18,70%	17,16%
- Intereses-gastos corrientes	1,93%	1,62%	1,94%	2,38%	2,60%	3,87%	2,39%
- Balance operativo-Ingresos corriente	11,50%	9,90%	13,50%	13,39%	5,07%	11,94%	10,88%
- Gasto en personal-Gastos corrientes	59,29%	58,73%	57,78%	57,11%	56,33%	59,05%	58,05%
- Crecimiento de los ingresos corrientes (nominal)	-	29%	42%	35%	27%	67%	40,00%
- Crecimiento de los ingresos corrientes (Real)	-	5,09%	7,79%	-3,19%	-3,46%	18,41%	4,93%
- Crecimiento gastos corrientes (nominal)	-	32%	36%	34%	39%	53%	38,83%
- Crecimiento gastos corrientes (Real)	-	7,31%	3,17%	-3,50%	5,59%	8,51%	4,22%
- Deuda/ingresos corrientes	15,93%	20,87%	20,61%	28,73%	38,83%	34,90%	26,64%
- Balance operativo/gastos de capital	68,82%	63,11%	64,29%	62,34%	32,56%	58,93%	58,34%

Fuente: Elaboración propia con datos de prospecto.

3.2 Provincia de Buenos Aires

Para el año 2016, la Provincia de Buenos Aires (PBA) representó un 31,7% del PBI nacional, ubicándose primero en términos de contribución respecto al PBI.

Desde 2011 al 2016 la proporción de ingresos correspondientes a impuestos provinciales se mantuvo relativamente constante (entre un 40% y 46%) del total de recursos impositivos. Con respecto a las transferencias por Coparticipación Federal, representaron en promedio un 28,43% del total de los ingresos de la provincia.

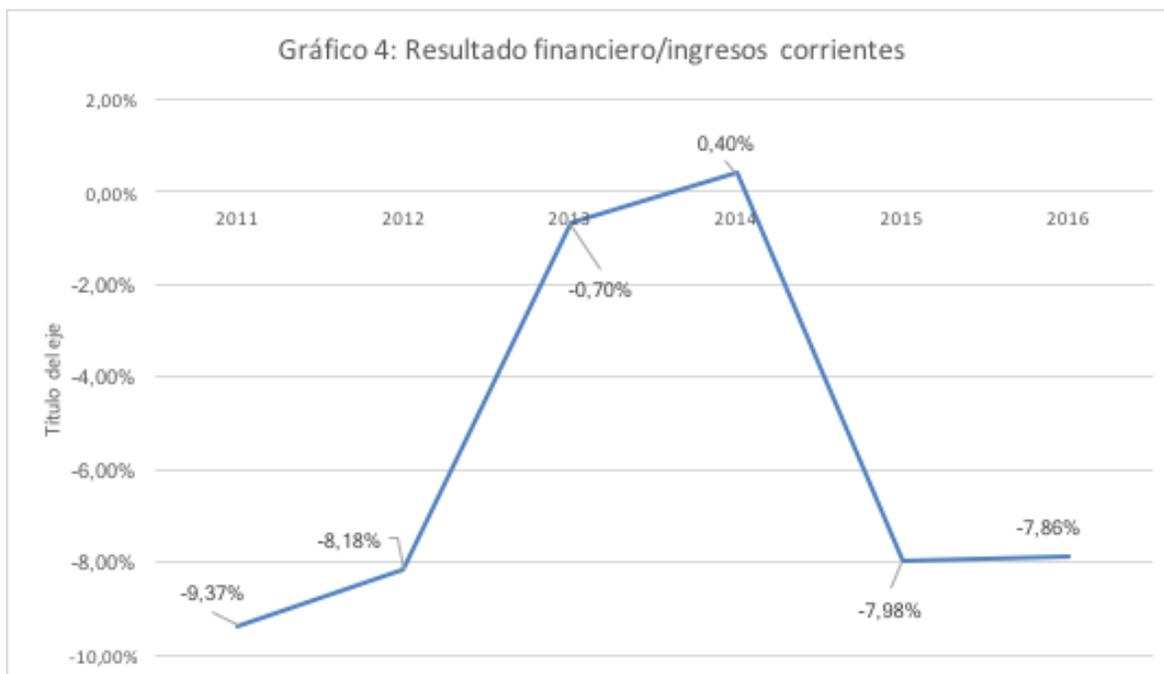
En relación a las erogaciones, el gasto en personal asciende - en promedio para los años analizados - al 50,93% de los gastos corrientes. Es necesario aclarar nuevamente, al igual que en el apartado anterior, que el gasto en personal incluye a médicos, maestros de las instituciones públicas y los efectivos de la fuerza policial.

Asimismo, el gasto en intereses se mantuvo cercano al 3%, siendo del 2,74% para 2011 y 3,13% en 2016, determinando un promedio para los años analizados de 3,14%.

Con respecto al gasto de capital, se ubicó en promedio en el orden del 4% de los gastos totales para los años estudiados. En este caso no es factible la realización de un escenario de *stress* de mercado donde sólo se puede *rollear* la deuda a vencer dado que en varios años (2011, 2012, 2015, 2016) la Provincia de Buenos Aires presentó resultados operativos (la diferencia entre ingresos corrientes y gastos corrientes) negativos.

Con respecto al ratio de stock de deuda/ ingresos corrientes se encontró en un promedio de 58,89% entre los años 2011 y 2016, cayendo al 45% para los años 2014 y 2015. En este caso, la proporción de 35% de deuda en pesos y 65% en dólares resultó beneficiosa para la provincia dado que, en una devaluación, no representó un aumento significativo en el ratio. Para 2016, el salto al 69,5% está explicado por salida regular a los mercados de deuda sumada a la consolidación de deudas con proveedores que significaron una disminución en la deuda flotante, pero como correlato, un aumento en el stock de deuda.

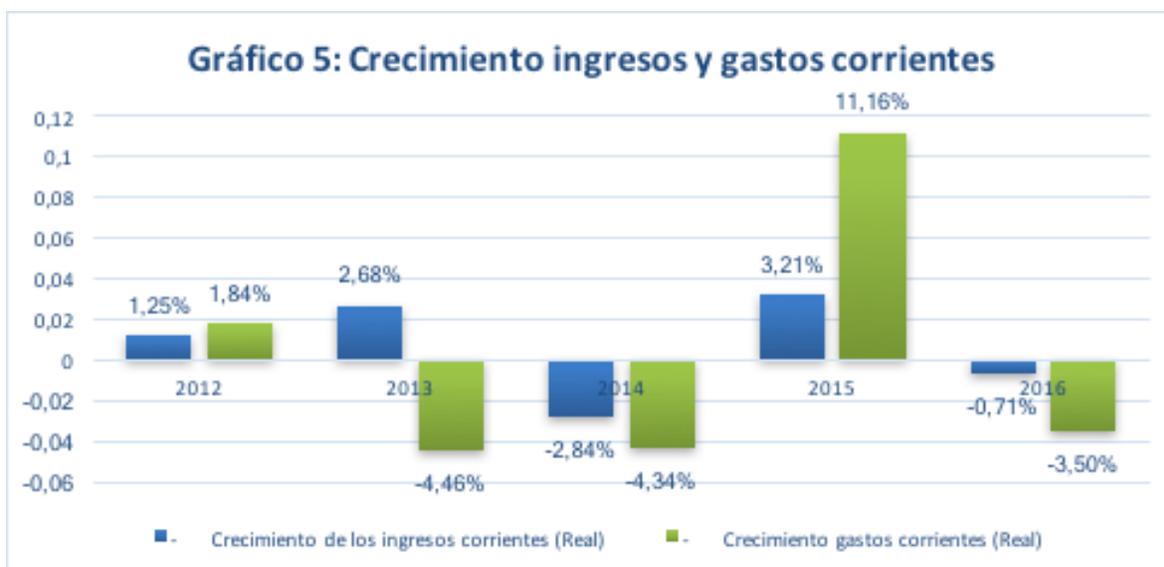
Respecto al déficit financiero, en los años presentados, se puede observar que PBA presentó una mejora en términos desbalance, explicado en parte sustancial por un aumento de las transferencias corrientes dado que al estudiar la estructura impositiva no se observan cambios significativos que muestren la mejora. En el Gráfico 4 de puede observar esta mejora con mayor claridad.



Fuente: Elaboración propia con datos de prospecto.

Para el caso de la Provincia de Buenos Aires, y tal como se muestra en el Gráfico 5, la dinámica de gastos e ingresos corrientes ha cambiado con los años. Para el 2012, los gastos aumentaron proporcionalmente más que los ingresos corrientes. Esto cambia en 2013, donde los ingresos caen en más de 600 puntos básicos que los gastos del periodo. Para 2014 se mantiene la tendencia, los gastos cayeron un 4,34% cuando los ingresos solamente un 2,84% en términos reales (deflactada por el índice de inflación determinado). Esto se revierte en 2015, donde los gastos crecieron con mayor intensidad que los ingresos, manteniéndose esta dinámica para 2016.

Este escenario muestra las dificultades que tiene la administración de la provincia para lograr estabilizar el gasto y aumentar los ingresos dado que esto último resulta complejo dada la presión tributaria que presenta la jurisdicción.



Fuente: Elaboración propia con datos de prospecto.

Se adjunta el cuadro (Cuadro 2) con los ratios relevantes para el análisis propuesto:

Cuadro 2: Ratios fiscales de la Provincia de Buenos Aires

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Promedio
- Proporción coparticipación-ingresos totales	28,89%	29,48%	28,49%	28,51%	28,56%	26,66%	28,43%
- Resultado financiero-ingresos corrientes	-9,37%	-8,18%	-0,70%	0,40%	-7,98%	-7,86%	-5,62%
- Gastos de capital-gastos totales	5,79%	3,43%	3,11%	3,73%	3,73%	4,30%	4,01%
- Intereses-gastos corrientes	2,74%	3,05%	2,97%	3,45%	3,47%	3,13%	3,14%
- Balance operativo-Ingresos corriente	-6,67%	-7,30%	0,16%	1,69%	-5,88%	-2,90%	-3,48%
- Gasto en personal-Gastos corrientes	50,39%	50,82%	49,81%	50,47%	51,91%	52,21%	50,93%
- Crecimiento de los ingresos corrientes (nominal)	-	25%	35%	35%	36%	40%	34,17%
- Crecimiento de los ingresos corrientes (Real)	-	1,25%	2,68%	-2,84%	3,21%	-0,71%	0,72%
- Crecimiento gastos corrientes (nominal)	-	25%	26%	33%	46%	36%	33,32%
- Crecimiento gastos corrientes (Real)	-	1,84%	-4,46%	-4,34%	11,16%	-3,50%	0,14%
- Deuda/ingresos corrientes	69,98%	66,98%	55,84%	45,61%	45,40%	69,55%	58,89%
- Balance operativo/gastos de capital	-101,70%	-191,59%	4,94%	44,50%	-143,58%	-42,14%	-71,60%

Fuente: Elaboración propia en base a prospecto.

3.3 Provincia de Chaco

Para el año 2016, la Provincia de Chaco representó un 1,4% del PBI nacional, ubicándose último en términos de contribución respecto al PBI de la muestra seleccionada.

Desde 2011 al 2016 la proporción de ingresos correspondientes a impuestos provinciales se mantuvo relativamente constante (entre un 12% y 16%) del total de recursos impositivos. Con respecto a las transferencias por Coparticipación Federal, representaron en promedio un 68,46% del total de los ingresos de la provincia, siendo esta la provincia seleccionadas con mayor proporción de transferencias por este rubro.

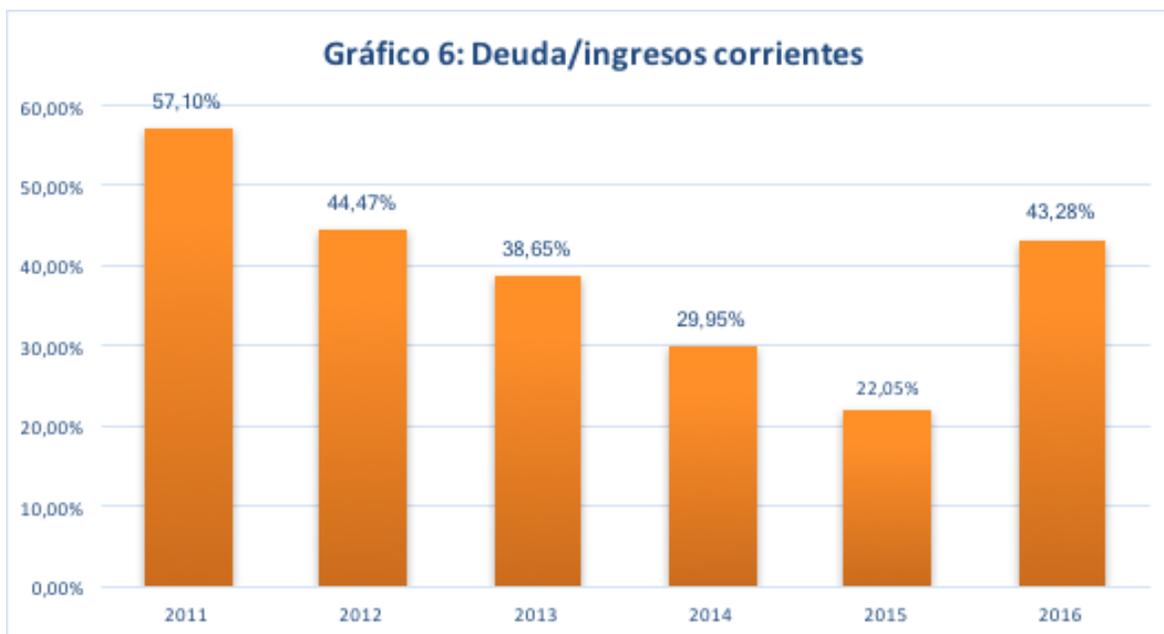
En relación a las erogaciones, el gasto en personal asciende - en promedio para los años analizados - al 63,35% de los gastos corrientes. La provincia ha aumentado esta proporción con los años, pasando de 59.75% en 2011 al 70.66% para 2016, representando un aumento no proporcional al aumento de los ingresos de la misma.

Asimismo, el gasto en intereses se mantuvo cercano al 1%, siendo del 0,46% para 2011 y 3,13% en 2016, determinando un promedio para los años analizados de 1,08%. En términos proporcionales de los gastos corrientes representa un valor relativamente bajo respecto a otras jurisdicciones, pero es importante notar que, punta a punta, el aumento fue de más de 200%.

Con respecto al gasto de capital, se ubicó en promedio en el orden del 16,78% de los gastos totales para los años estudiados. Al presentar balance operativo positivo, se puede realizar el escenario de *stress* de mercado donde sólo se puede *rollear* la deuda a vencer. En promedio, Chaco puede realizar un 26,38% de los gastos de capital en caso de no tener que hacer frente a las amortizaciones del año (dado que en este escenario hipotético no se adiciona deuda nueva, sólo se administra el pasivo existente). El dato de 2016 resulta ser en este caso preliminar y proyectado, con lo que el 86% puede disminuir considerablemente al momento de la presentación de la cuenta de inversión correspondiente.

Con respecto al ratio de stock de deuda/ ingresos corrientes se encontró en un promedio de 39,25% entre los años 2011 y 2016, mostrando una caída de la proporción año a año tal como se muestra en el Gráfico 6. El salto del ratio en 2016 corresponde principalmente al bono emitido en el exterior. La proporción de 56% de deuda en dólares, ayudo en parte a que la devaluación del 2014 no afectara en demasiada cuantía al ratio.

Por otra parte, es necesario aclarar que no se pudo constatar si la caída en el ratio desde 2012 se debió a la pesificación de bonos provinciales en 2012¹¹ que afectaron la reputación enormemente a la reputación del crédito de Chaco.



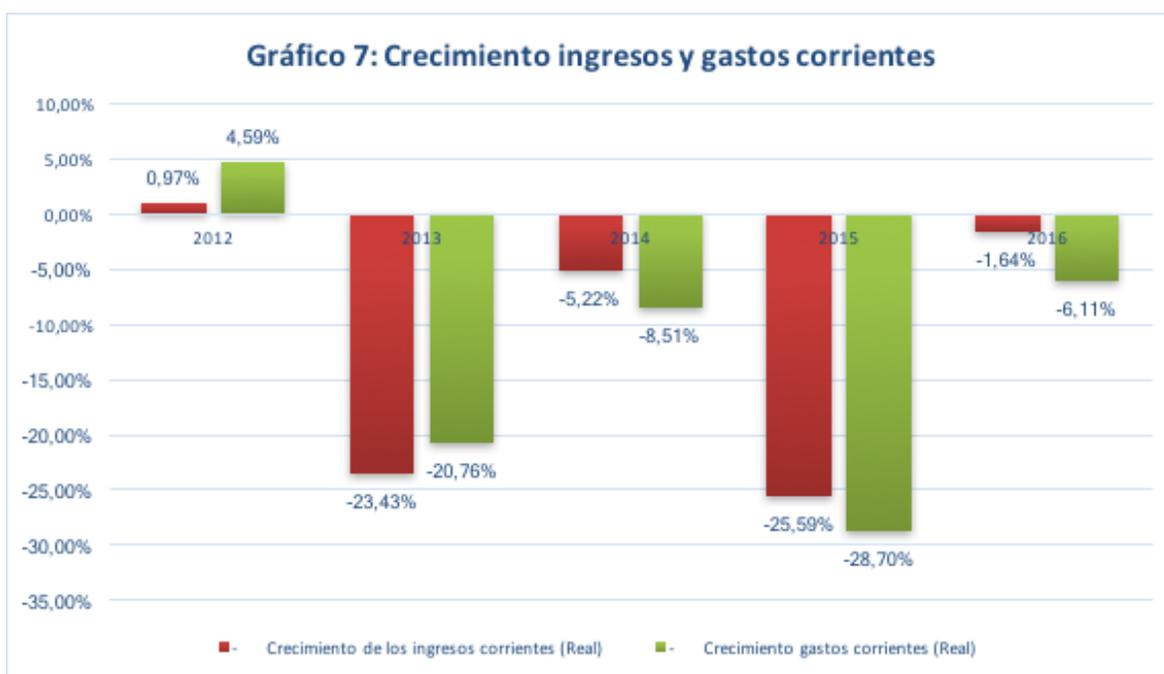
Fuente: Elaboración propia con datos de prospecto.

Al momento de analizar el déficit financiero, se desprende que para la serie 2011-2015 resultó negativo con un promedio del 4% en cada año. Para 2016 se debe aclarar que el dato positivo resulta de la estimación vigente, pudiendo modificarse al momento de cerrar el año con la presentación de la Cuenta de inversión. Realizando esta aclaración, para el período 2011-2016, en promedio Chaco contó con un déficit financiero del 2,07%.

Este déficit es consistente con el nivel de gasto de capital que posee la provincia, pudiéndose inferir que, a grandes rasgos, la deuda de la provincia se destinó a gasto de capital y no a gasto corriente.

Con respecto a la dinámica de los ingresos y gastos corrientes y tal como se muestra en el Gráfico 7, se puede afirmar que, a excepción del 2013, los gastos crecieron más que los ingresos. Esto significa que Chaco necesita aumentar su capacidad de captación de ingresos o disminuir el gasto para estabilizar los números fiscales de la provincia.

¹¹ Diario La Nación: <http://www.lanacion.com.ar/1515681-se-hunden-los-bonos-tras-que-chaco-pesificara-un-vencimiento-de-deuda>



Fuente: Elaboración propia con datos de prospecto

A modo de resumen, se adjunta el cuadro (Cuadro 3) con los ratios relevantes para el análisis propuesto:

Cuadro 3: Ratios fiscales de la Provincia de Chaco

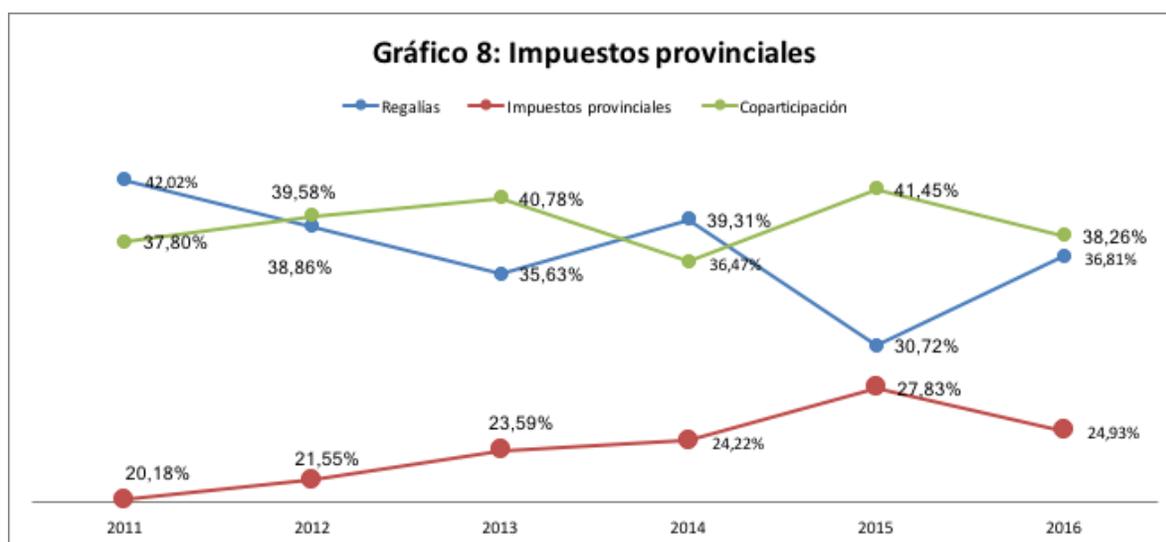
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Promedio
- Proporción coparticipación-ingresos totales	67,63%	70,01%	68,06%	66,79%	66,44%	71,82%	68,46%
- Resultado financiero-ingresos corrientes	-5,20%	-5,25%	-6,23%	-1,07%	-2,34%	7,65%	-2,07%
- Gastos de capital-gastos totales	16,31%	12,54%	17,93%	19,29%	19,09%	15,53%	16,78%
- Intereses-gastos corrientes	0,46%	0,79%	0,97%	1,61%	1,23%	1,41%	1,08%
- Balance operativo-Ingresos corriente	2,55%	-0,94%	2,57%	7,00%	4,86%	13,68%	4,95%
- Gasto en personal-Gastos corrientes	59,75%	61,43%	62,01%	63,18%	63,10%	70,66%	63,35%
- Crecimiento de los ingresos corrientes (nominal)	-	24%	32%	39%	36%	6%	27,25%
- Crecimiento de los ingresos corrientes (Real)	-	0,97%	-0,11%	-0,22%	3,02%	-24,81%	-4,23%
- Crecimiento gastos corrientes (nominal)	-	29%	27%	32%	39%	-4%	24,62%
- Crecimiento gastos corrientes (Real)	-	4,59%	-3,58%	-4,76%	5,39%	-31,78%	-6,03%
- Deuda/ingresos corrientes	57,10%	44,47%	38,65%	29,95%	22,05%	43,28%	39,25%
- Balance operativo/gastos de capital	13,41%	-6,49%	12,06%	31,48%	21,63%	86,23%	26,38%

Fuente: Elaboración propia con datos de prospecto.

3.4 Provincia de Chubut

Para el año 2016, la Provincia de Chubut representó un 2,74% del PBI nacional, ubicándose entre las menores contribuciones del PBI.

La provincia presenta tres fuentes de ingresos corrientes. Por un lado, vía transferencias de coparticipación, que representan, en promedio para los años estudiados, un 39,06% de los recursos corrientes. Por otra parte, se encuentran las regalías de explotación de actividades extractivas, que representaron en promedio un 37,23% para el mismo período y los impuestos provinciales un 23,72%. Es importante observar entonces, la dinámica de los mismos ya que los ingresos pueden crecer por estas tres vías.



Fuente: Elaboración propia con datos de prospecto.

Se desprende del gráfico que, en la serie analizada, la proporción de las regalías perdió lugar dentro de los ingresos frente a los impuestos provinciales, que ascendieron casi un 5% del total de los ingresos corrientes. El salto de las regalías en 2016 podría ser explicado por la devaluación del tipo de cambio ya que en lo que se refiere a precios internacionales de los hidrocarburos perdieron aproximadamente un 50% del valor del 2014.

En relación a las erogaciones, el gasto en personal medió - para los años analizados - al 75,84% de los gastos corrientes, valor más alto entre las jurisdicciones analizadas en el presente trabajo.

Por otra parte, los intereses como proporción del gasto aumentaron desde el 0,54% en 2011 al 3% en 2016, con un promedio de 1.03%.

Con respecto al gasto de capital, se ubicó en promedio en el orden del 20,98% de los gastos totales para los años analizados. Al presentar consistente balance operativo positivo, se puede realizar el escenario de *stress* de mercado. En promedio, Chubut puede realizar un 58,56% de los gastos de capital dado que en este escenario hipotético no se adiciona deuda nueva, sólo se administra el pasivo existente. El dato de 2016 resulta ser en este caso preliminar y proyectado, con lo que el 103,68% puede disminuir considerablemente al momento de la presentación de la cuenta de inversión correspondiente.

Con respecto al ratio de stock de deuda/ ingresos corrientes se encontró en un promedio de 34,76% entre los años 2011 y 2016, con un aumento del 15,38% en el primer año al 103,86% en 2016.

Respecto al déficit financiero como proporción de los ingresos, se puede observar que la provincia mantuvo en varios un superávit, con pico máximo en 2013 del 8,53%. En promedio representó un 1,77% para el período estudiado.

Tal como se muestra en el Gráfico 9, para 2014 y 2015 los ingresos corrientes crecieron con mayor velocidad que los gastos. En los restantes años, los gastos fueron proporcionalmente más altos. Es necesario aclarar que los datos de 2016 son estimados y no representan un dato final, con lo que la diferencia en la cuenta de inversión correspondiente puede verse acentuada como mermada.

En el caso que persista esta brecha, la provincia deberá trabajar en mejorar los ingresos o disminuir el gasto para equilibrar las cuentas fiscales.



Fuente: Elaboración propia con datos de prospecto.

Se adjunta el cuadro (Cuadro 4) con los ratios relevantes para el análisis propuesto:

Cuadro 4: Ratios fiscales de la Provincia de Chubut

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Promedio
- Proporción coparticipación-ingresos totales	36,60%	37,87%	38,74%	34,91%	39,62%	36,94%	37,45%
- Resultado financiero-ingresos corrientes	2,06%	0,44%	8,54%	-1,30%	-0,64%	1,51%	1,77%
- Gastos de capital-gastos totales	27,13%	21,73%	20,53%	23,19%	18,71%	14,57%	20,98%
- Intereses-gastos corrientes	0,54%	0,42%	0,70%	0,82%	0,70%	3,01%	1,03%
- Balance operativo-Ingresos corriente	21,63%	14,51%	11,53%	12,98%	2,49%	14,65%	12,96%
- Gasto en personal-Gastos corrientes	71,07%	74,37%	75,19%	75,99%	77,75%	80,66%	75,84%
- Crecimiento de los ingresos corrientes (nominal)	-	18%	30%	49%	20%	20%	27,49%
- Crecimiento de los ingresos corrientes (Real)	-	-4,22%	5,80%	13,34%	-13,75%	-8,95%	-1,56%
- Crecimiento gastos corrientes (nominal)	-	29%	34%	47%	34%	3%	29,43%
- Crecimiento gastos corrientes (Real)	-	4,61%	9,18%	11,35%	-3,24%	-22,09%	-0,04%
- Deuda/ingresos corrientes	15,38%	16,24%	26,74%	21,09%	43,79%	85,36%	34,76%
- Balance operativo/gastos de capital	74,53%	61,38%	50,79%	49,79%	11,17%	103,68%	58,56%

Fuente: Elaboración propia en base a datos de prospecto.

3.5 Provincia de Córdoba

Para el año 2016, la Provincia de Córdoba (CBA) representó un 8,4% del PBI nacional, ubicándose terceros en términos de contribución respecto al PBI de la muestra seleccionada.

Desde 2011 al 2016 la proporción de ingresos correspondientes a impuestos provinciales se mantuvo relativamente constante (entre un 37% y 40%) del total de recursos impositivos. Con respecto a las transferencias por Coparticipación Federal, representaron en promedio un 41,43% del total de los ingresos de la provincia.

En relación a las erogaciones, el gasto en personal asciende - en promedio para los años analizados - al 43,52% de los gastos corrientes. La provincia ha mantenido esta proporción con los años, manteniéndose entre el 42% y el 45% de los mismos.

Asimismo, el gasto en intereses se posicionó en promedio en 1,77% de los gastos corrientes, ubicándose en 1,8% para 2011 y 2,30% en 2016.

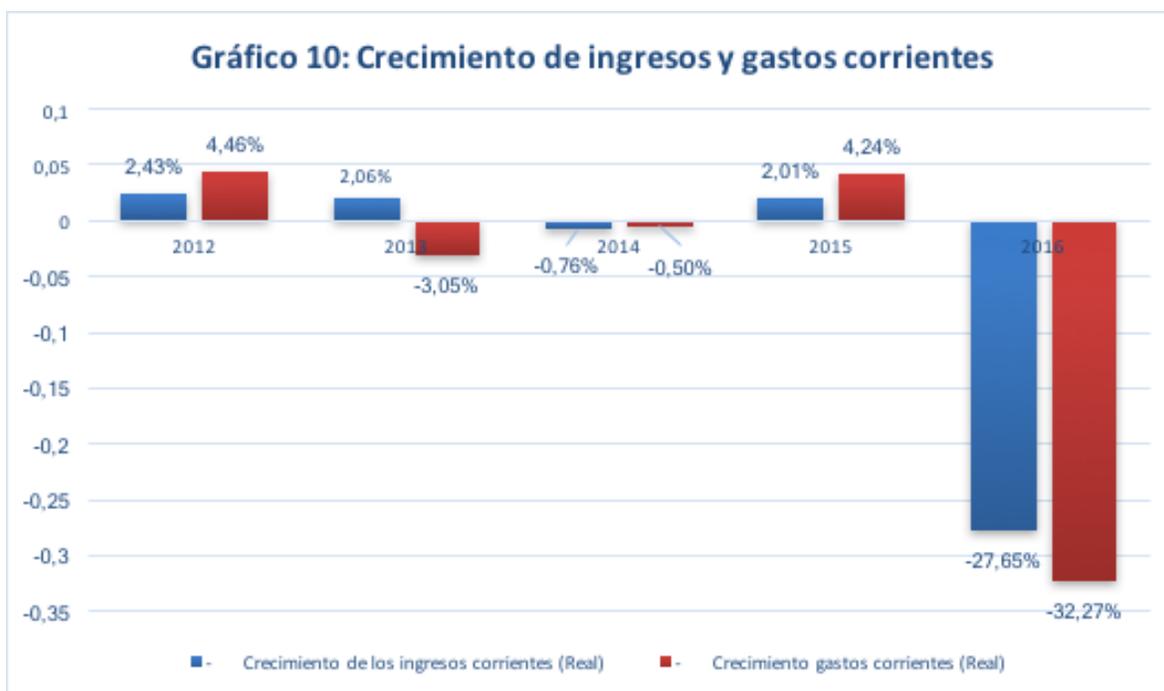
Con respecto al gasto de capital, se ubicó en promedio en el orden del 8,17% de los gastos totales para los años estudiados. Al presentar balance operativo positivo, se puede realizar el escenario de *stress* de mercado donde sólo se puede *rollear* la deuda a vencer. En promedio, Córdoba puede realizar un 38,3% de los gastos de capital dado que en este escenario hipotético no se adiciona deuda nueva, sólo se administra el pasivo existente.

Con respecto al ratio de stock de deuda/ ingresos corrientes se encontró en un promedio de 30,59% entre los años 2011 y 2016, mostrando una caída de la proporción año a año tal como se muestra en el Gráfico 8. El salto del ratio en 2016 corresponde principalmente al bono emitido en el exterior. La proporción de 81% de deuda en dólares deja a la provincia a futuros movimientos de tipo de cambio que pueden afectar el ratio.

Dado el ratio déficit financiero sobre ingresos corrientes, se desprende que para la serie 2011-2015 resultó positivo con un promedio del 1,6%. Para 2016 se debe aclarar que el dato positivo resulta de la estimación vigente, pudiendo modificarse al momento de cerrar el año con la presentación de la Cuenta de inversión.

Este nivel de déficit financiero es consistente con el nivel de gasto de capital que posee la provincia, pudiéndose inferir que, a grandes rasgos, la deuda de la provincia se destinó a gasto de capital y no a gasto corriente.

Con respecto a la dinámica de los ingresos y gastos corrientes y tal como se muestra en el Gráfico 10 se observa que, a excepción del 2013 y 2015, los gastos crecieron más que los ingresos. Es necesario destacar que el dato 2016 es provisorio y el crecimiento de los ingresos y gastos puede resultar distinto al dato definitivo que deberá figurar en la Cuenta de inversión correspondiente.



Fuente: Elaboración propia con datos de prospecto

A modo de resumen, se adjunta el cuadro (Cuadro 5) con los ratios relevantes para el análisis propuesto:

Cuadro 5: Ratios fiscales de la Provincia de Córdoba

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Promedio
- Proporción coparticipación-ingresos totales	40,31%	42,08%	40,90%	40,77%	42,19%	42,32%	41,43%
- Resultado financiero-ingresos corrientes	-4,03%	-0,57%	2,40%	1,95%	2,93%	6,93%	1,60%
- Gastos de capital-gastos totales	13,07%	5,35%	7,21%	7,44%	9,18%	6,75%	8,17%
- Intereses-gastos corrientes	1,80%	1,53%	1,55%	1,91%	1,53%	2,30%	1,77%
- Balance operativo-Ingresos corriente	4,15%	2,25%	7,14%	6,90%	4,87%	10,94%	6,04%
- Gasto en personal-Gastos corrientes	42,84%	42,28%	43,32%	43,97%	44,41%	44,33%	43,52%
- Crecimiento de los ingresos corrientes (nominal)	-	26%	35%	38%	34%	2%	26,96%
- Crecimiento de los ingresos corrientes (Real)	-	2,43%	2,06%	-0,76%	2,01%	-27,65%	-4,38%
- Crecimiento gastos corrientes (nominal)	-	28%	28%	38%	37%	-5%	25,47%
- Crecimiento gastos corrientes (Real)	-	4,46%	-3,05%	-0,50%	4,24%	-32,27%	-5,43%
- Deuda/ingresos corrientes	40,62%	36,95%	28,97%	23,07%	21,56%	32,38%	30,59%
- Balance operativo/gastos de capital	28,80%	40,64%	99,01%	92,28%	50,57%	169,85%	80,19%

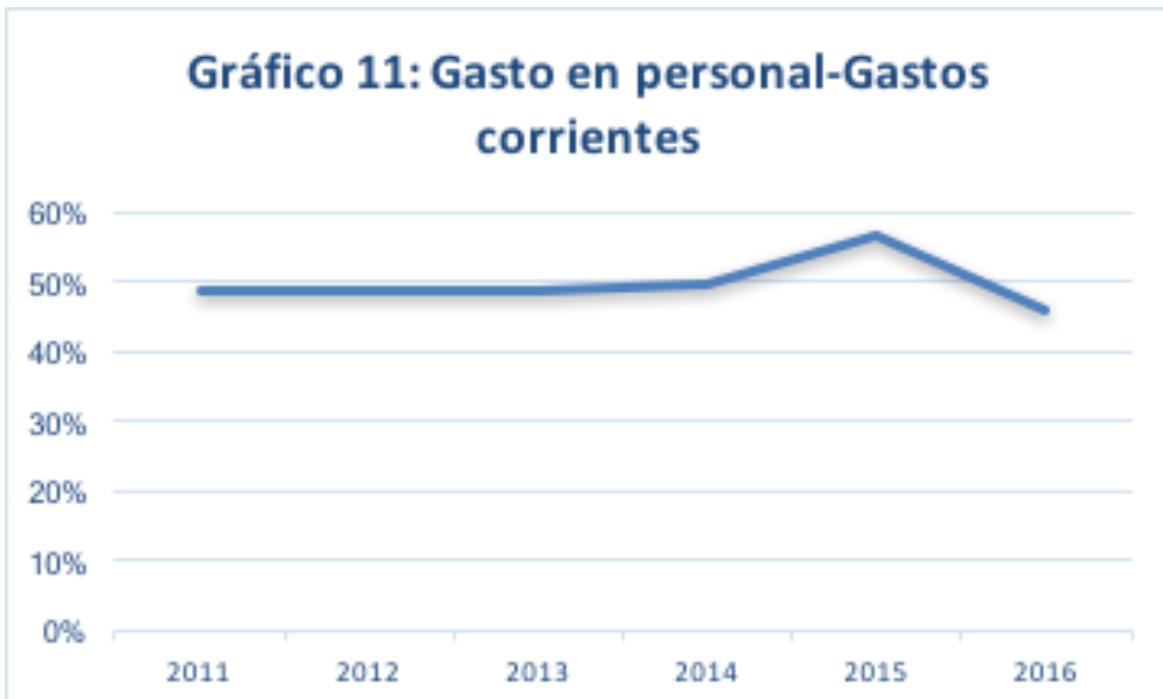
Fuente: Elaboración propia con datos de prospecto.

3.6 Provincia de Entre Ríos

Para el año 2016, la Provincia de Entre Ríos representó un 2,6% del PBI nacional, ubicándose debajo de la mediana en términos de contribución respecto al PBI de la muestra seleccionada.

Desde 2011 al 2016 la proporción de ingresos correspondientes a impuestos provinciales se mantuvo relativamente constante (entre un 16% y 21%) del total de recursos impositivos. Con respecto a las transferencias por Coparticipación Federal, representaron en promedio un 46,59% del total de los ingresos de la provincia.

En relación a las erogaciones, el gasto en personal asciende - en promedio para los años analizados - al 49,63% de los gastos corrientes. Es importante destacar que la provincia ha mantenido la proporción de gastos de personal debajo de 50% de los ingresos totales a excepción del 2015 (Gráfico 11).



Fuente: Elaboración propia con datos de prospecto.

Asimismo, el gasto en intereses se mantuvo cercano al 1%, siendo del 0,42% para 2011 y 1,22% en 2016, determinando un promedio para los años analizados de 0,08%. En términos proporcionales de los gastos corrientes representa un valor relativamente bajo respecto a otras jurisdicciones, pero es importante notar que, punta a punta, el aumento fue de más de 187%.

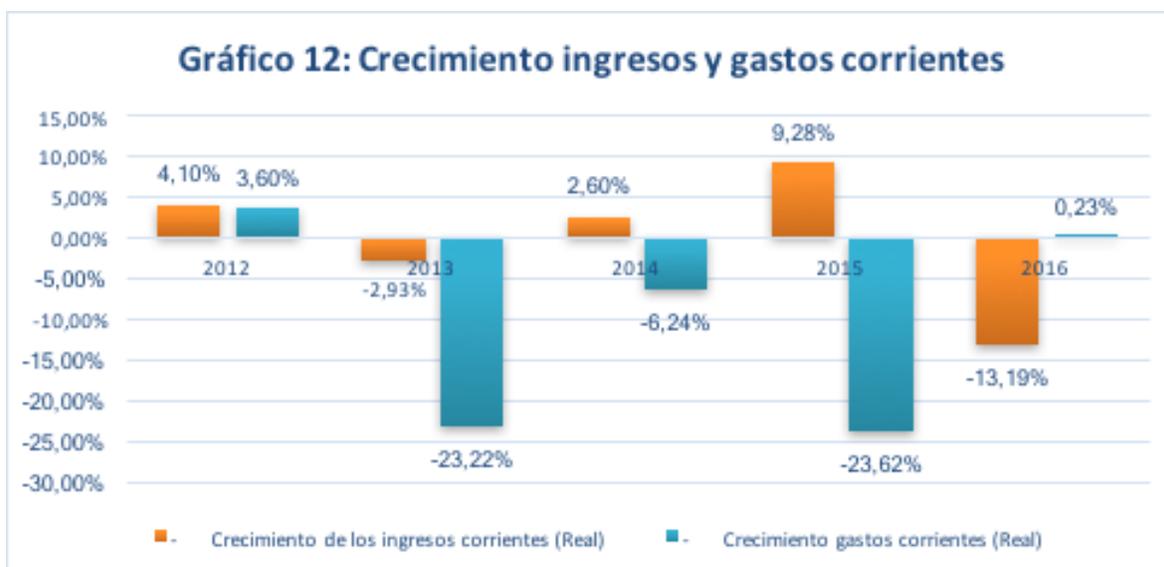
Con respecto al gasto de capital, se ubicó en promedio en el orden del 11,91% de los gastos totales para los años estudiados. Al presentar balance operativo positivo, a excepción del año 2015 se puede realizar el escenario de *stress* de mercado planteado para las otras jurisdicciones. En promedio, Entre Ríos puede realizar un 11,83% de los gastos de capital con su balance operativo.

Con respecto al ratio de stock de deuda/ ingresos corrientes se encontró en un promedio de 31,7% entre los años 2011 y 2016. La proporción de 41% de deuda en pesos, constituyó una fuente de licuación dada la inflación y la devaluación ocurrida en 2014 afectó en menor proporción que a otras provincias.

Al momento de analizar el déficit financiero, se desprende que para la serie 2011-2015 resultó negativo con un promedio del 4,93% en cada año. Para 2016 cabe aclarar que el dato positivo resulta de la estimación vigente, pudiendo modificarse al momento de cerrar el año con la presentación de la Cuenta de inversión.

Este déficit es consistente con el nivel de gasto de capital que posee la provincia, pudiéndose inferir que, a grandes rasgos, la deuda de la provincia se destinó a gasto de capital.

Con respecto a la dinámica de los ingresos y gastos corrientes y tal como se muestra en el Gráfico 12, se puede afirmar que, a excepción del 2015, los gastos crecieron menos que los ingresos (en términos corrientes).



Fuente: Elaboración propia con datos de prospecto

A modo de resumen, se adjunta el cuadro (Cuadro 6) con los ratios relevantes para el análisis propuesto:

Cuadro 6: Ratios fiscales de la Provincia de Entre Ríos

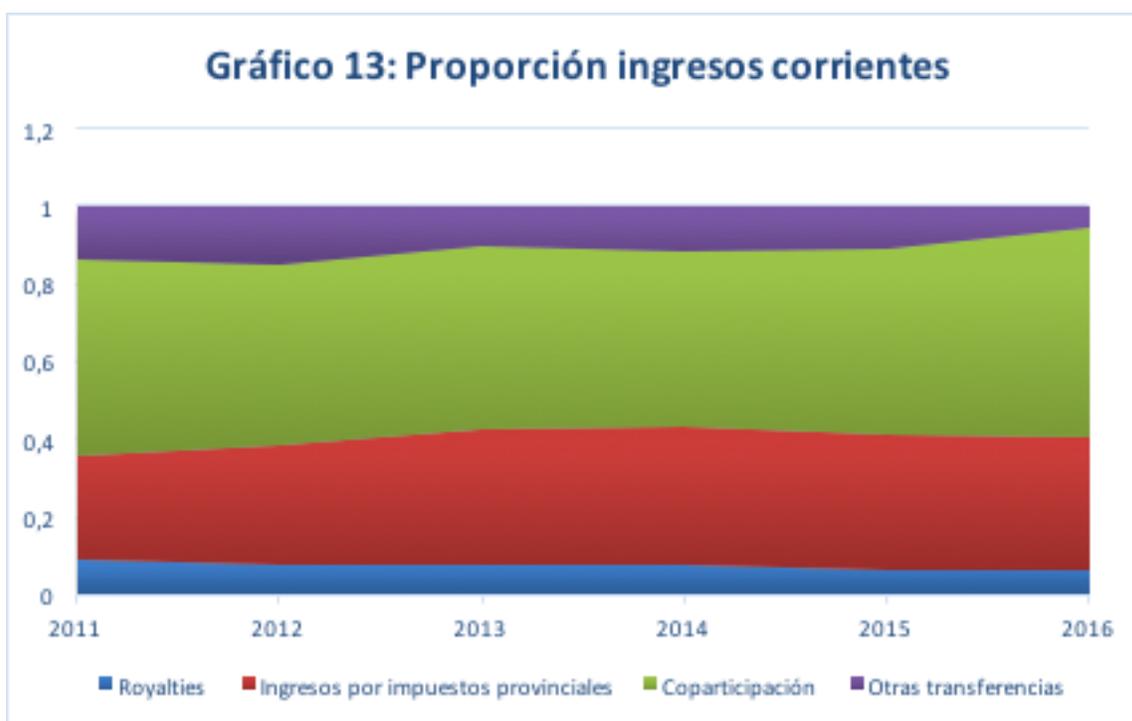
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Promedio
- Proporción coparticipación-ingresos totales	47,60%	47,25%	48,50%	46,74%	44,96%	44,47%	46,59%
- Resultado financiero-ingresos corrientes	-6,25%	-4,38%	-6,29%	-5,39%	-5,26%	-2,00%	-4,93%
- Gastos de capital-gastos totales	14,21%	13,12%	12,68%	12,86%	9,31%	9,31%	11,91%
- Intereses-gastos corrientes	0,42%	0,49%	0,78%	0,79%	1,11%	1,22%	0,80%
- Balance operativo-Ingresos corriente	2,15%	2,61%	0,87%	1,77%	-0,65%	4,78%	1,92%
- Gasto en personal-Gastos corrientes	48,75%	48,60%	48,46%	49,41%	56,69%	45,88%	49,63%
- Crecimiento de los ingresos corrientes (nominal)	-	28,04%	28,04%	42,61%	43,82%	22,41%	32,98%
- Crecimiento de los ingresos corrientes (Real)	-	4,10%	-2,93%	2,60%	9,28%	-13,19%	-0,03%
- Crecimiento gastos corrientes (nominal)	-	27,43%	1,27%	30,33%	0,51%	41,32%	20,17%
- Crecimiento gastos corrientes (Real)	-	3,60%	-23,22%	-6,24%	-23,62%	0,23%	-9,85%
- Deuda/ingresos corrientes	33,25%	30,96%	35,07%	31,76%	29,70%	29,43%	31,70%
- Balance operativo/gastos de capital	13,24%	17,75%	6,02%	12,19%	-6,33%	28,13%	11,83%

Fuente: Elaboración propia con datos de prospecto.

3.7 Provincia de Mendoza

Para el año 2016, la Provincia de Mendoza representó un 3,80% del PBI nacional, ubicándose cuarta entre las contribuciones del PBI de la muestra seleccionada.

La provincia presenta tres fuentes de ingresos corrientes. Por un lado, vía transferencias de coparticipación, que representan, en promedio para los años 2011-2016, un 48,57% de los recursos corrientes. Por otra parte, se encuentran las regalías de explotación de actividades extractivas, que representaron en promedio un 7,59% para el mismo período y los impuestos provinciales un 32,70%. Es importante observar entonces, la dinámica de los mismos ya que los ingresos pueden crecer por estas tres vías.



Fuente: Elaboración propia con datos de prospecto.

Se desprende del gráfico que, en la serie analizada, la proporción de las regalías se mantuvo constante. Los ingresos por coparticipación aumentaron su proporción de la masa total de ingresos, mientras que otras transferencias decrecieron en proporción desde el año 2015.

En relación a las erogaciones, el gasto en personal medió - para los años analizados - al 59,43% de los gastos corrientes.

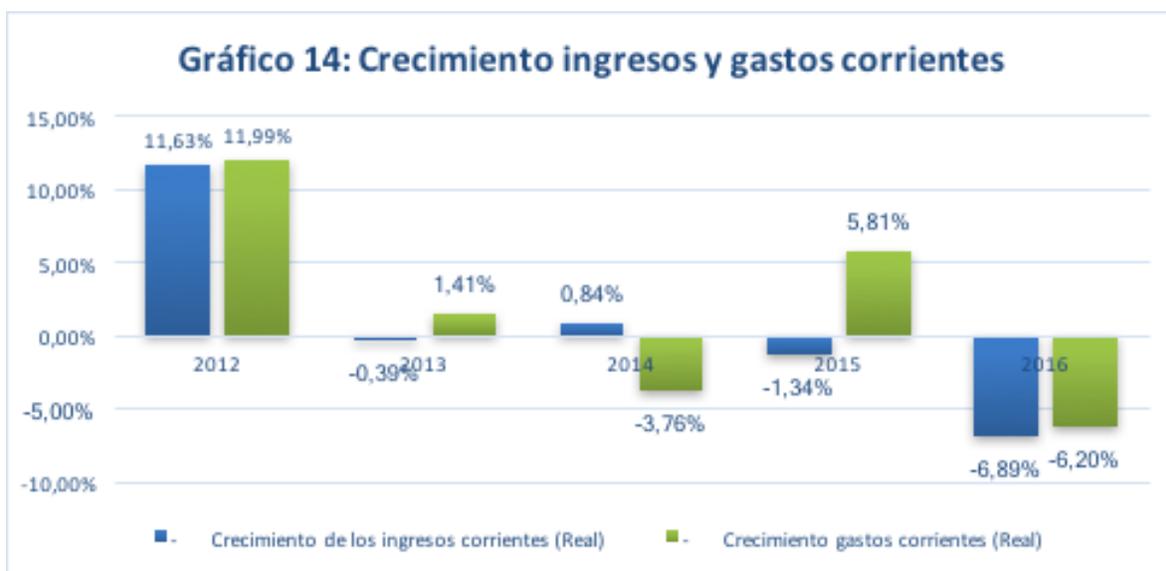
Por otra parte, los intereses como proporción de los gastos aumentaron desde el 1,77% en 2011 al 3,83% en 2016, con un promedio de 2,31%.

Con respecto al gasto de capital, se ubicó en promedio en el orden del 6,97% de los gastos totales para los años analizados. No se puede realizar el escenario de stress dado que, a excepción del 2014, la provincia constituyó balances operativos negativos.

Con respecto al ratio de stock de deuda/ ingresos corrientes se encontró en un promedio de 42,01% entre los años 2011 y 2016, con un ratio de 47,36% en el 2011 al 53,68 % en 2016.

Respecto al déficit financiero como proporción de los ingresos, se puede observar que la provincia se ha mantenido en terreno negativo, con un promedio de 8,17%, con un máximo 2016 del 11,64%.

Tal como se muestra en el Gráfico 14, para 2014 y 2015 los ingresos corrientes crecieron con mayor velocidad que los gastos. En los restantes años, los gastos fueron proporcionalmente más altos. Es necesario aclarar que los datos de 2016 son estimados y no representan un dato final, con lo que la diferencia en la cuenta de inversión correspondiente puede verse acentuada como mermada.



Fuente: Elaboración propia con datos de prospecto.

Se adjunta el cuadro (Cuadro 7) con los ratios relevantes para el análisis propuesto:

Cuadro 7: Ratios fiscales de la Provincia de Mendoza

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Promedio
- Proporción coparticipación-ingresos totales	49,24%	45,69%	45,40%	44,17%	46,99%	53,02%	47,42%
- Resultado financiero-ingresos corrientes	-11,32%	-6,32%	-7,24%	-2,02%	-10,49%	-11,64%	-8,17%
- Gastos de capital-gastos totales	11,76%	6,67%	5,69%	5,75%	5,90%	6,06%	6,97%
- Intereses-gastos corrientes	1,77%	1,40%	2,30%	2,61%	1,98%	3,83%	2,31%
- Balance operativo-Ingresos corriente	-1,20%	-1,53%	-3,37%	1,35%	-5,79%	-6,57%	-2,85%
- Gasto en personal-Gastos corrientes	57,06%	59,00%	59,09%	59,68%	61,53%	60,24%	59,43%
- Crecimiento de los ingresos corrientes (nominal)	-	37%	31%	40%	30%	31%	34,00%
- Crecimiento de los ingresos corrientes (Real)	-	11,63%	-0,39%	0,84%	-1,34%	-6,89%	0,77%
- Crecimiento gastos corrientes (nominal)	-	38%	34%	34%	39%	32%	35,36%
- Crecimiento gastos corrientes (Real)	-	11,99%	1,41%	-3,76%	5,81%	-6,20%	1,85%
- Deuda/ingresos corrientes	47,36%	38,76%	38,46%	33,47%	40,34%	53,68%	42,01%
- Balance operativo/gastos de capital	-8,86%	-21,05%	-54,04%	22,43%	-87,26%	-95,48%	-40,71%

Fuente: Elaboración propia en base a datos de prospecto.

3.8 Provincia de Neuquén

Para el año 2016, la Provincia de Neuquén representó un 2,30% del PBI nacional, ubicándose séptima entre las contribuciones del PBI de la muestra seleccionada.

La proporción de coparticipación sobre ingresos totales representó un 27,79% promedio para los años 2011-2016. Los ingresos por regalías, en términos de los ingresos totales, ascienden al 24,36% promedio para los años 2011-2015 con una tendencia a la baja en la proporción, pasando del 28,26% en 2011 al 20,73% para el 2015.

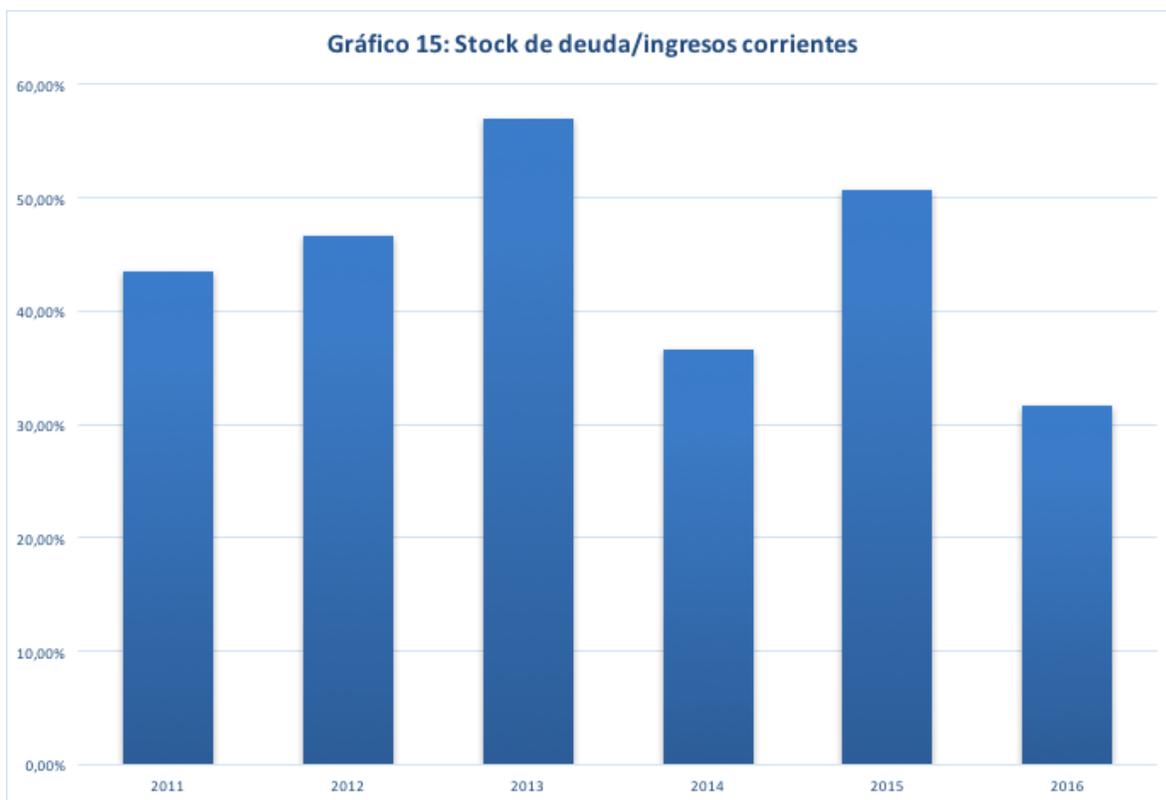
En relación a las erogaciones, el gasto en personal medió - para los años analizados - al 63,66% de los gastos corrientes.

Por otra parte, los intereses como proporción de los gastos resultaron del 3,54% para 2011, bajando a 2,52% en 2012 para volver a subir hasta el 3,29% para 2016 (el promedio fue de 2,87%).

Con respecto al gasto de capital, se ubicó en promedio en el orden del 12,18% de los gastos totales para los años analizados. Al presentar balance operativo positivo en varios años, se

puede realizar el escenario de *stress* de mercado donde sólo se puede *rollear* la deuda a vencer. En promedio, la provincia de Neuquén puede realizar un 14,59% de los gastos de capital en este escenario hipotético.

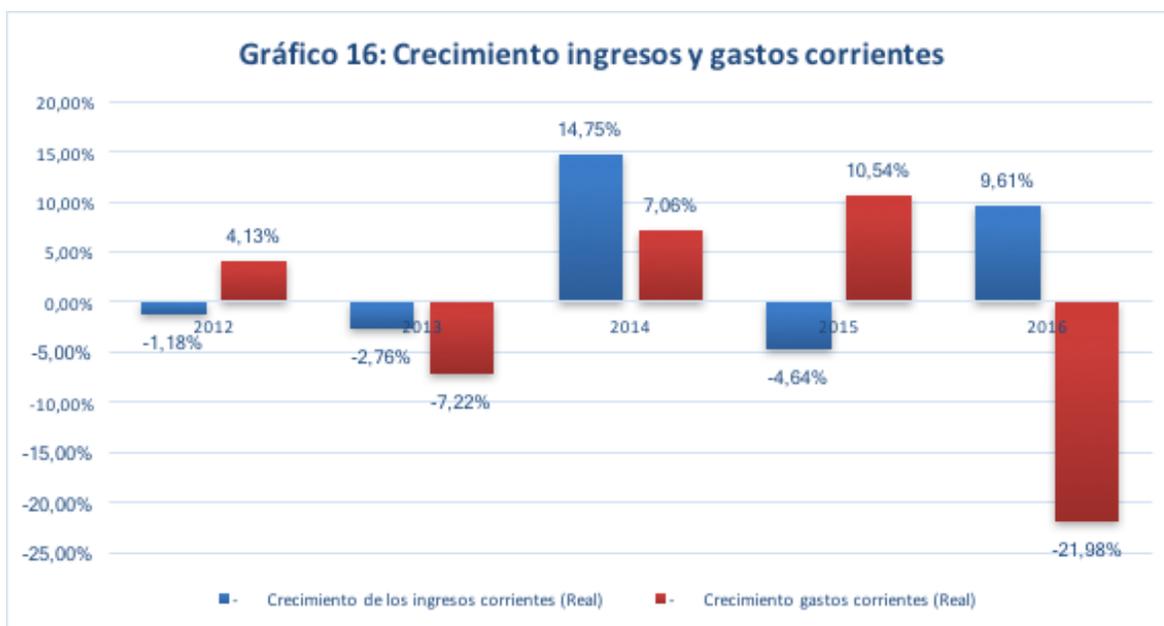
Con respecto al ratio de stock de deuda/ ingresos corrientes se encontró en un promedio de 42,01% entre los años 2011 y 2016, con un ratio de 47,36% en el 2011 al 53,68 % en 2016 (Gráfico 15).



Fuente: Elaboración propia con datos de prospecto.

Respecto al déficit financiero como proporción de los ingresos, se puede observar que la provincia se ha mantenido en terreno negativo, con un promedio de 6,54%, con un máximo 2015 del 13,48%.

Tal como se muestra en el Gráfico 16, en los años 2012 y 2015 los ingresos corrientes crecieron con menor velocidad que los gastos corrientes. En los restantes años, los ingresos fueron proporcionalmente más altos. Es necesario aclarar que los datos de 2016 son estimados y no representan un dato final, con lo que la diferencia en la cuenta de inversión correspondiente puede verse acentuada como mermada.



Fuente: Elaboración propia con datos de prospecto.

Se adjunta el cuadro (Cuadro 8) con los ratios relevantes para el análisis propuesto:

Cuadro 8: Ratios fiscales de la Provincia de Neuquén

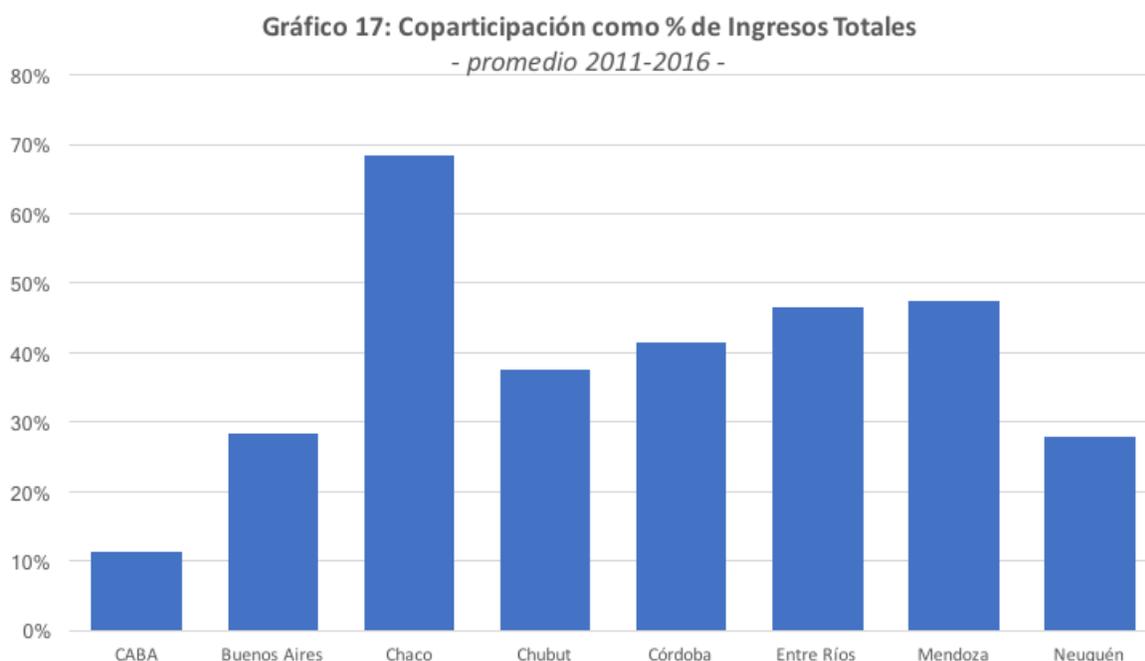
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Promedio
- Proporción coparticipación-ingresos totales	28,28%	28,60%	29,67%	25,19%	27,22%	27,78%	27,79%
- Resultado financiero-ingresos corrientes	-5,05%	-9,96%	-5,26%	-0,39%	-13,48%	-5,10%	-6,54%
- Gastos de capital-gastos totales	10,20%	10,11%	10,87%	13,28%	12,69%	15,96%	12,18%
- Intereses-gastos corrientes	3,54%	2,52%	2,53%	2,55%	2,82%	3,29%	2,87%
- Balance operativo-Ingresos corriente	2,94%	-2,28%	2,42%	8,96%	-5,53%	5,74%	2,04%
- Gasto en personal-Gastos corrientes	61,21%	63,80%	63,19%	63,76%	66,55%	63,43%	63,66%
- Crecimiento de los ingresos corrientes (nominal)	-	22%	28%	60%	25%	55%	37,87%
- Crecimiento de los ingresos corrientes (Real)	-	-1,18%	-2,76%	14,75%	-4,64%	9,61%	3,16%
- Crecimiento gastos corrientes (nominal)	-	28%	22%	49%	45%	10%	30,95%
- Crecimiento gastos corrientes (Real)	-	4,13%	-7,22%	7,06%	10,54%	-21,98%	-1,50%
- Deuda/ingresos corrientes	43,53%	46,69%	56,94%	36,58%	50,66%	31,64%	44,34%
- Balance operativo/gastos de capital	26,63%	-19,78%	20,33%	64,31%	-36,04%	32,07%	14,59%

Fuente: Elaboración propia en base a datos de prospecto.

3.9 Análisis comparado

A continuación, se agregan cuatro gráficos que consolidan el análisis particular de cada una de las jurisdicciones, de modo de visualizar las variables de forma comparable entre provincias.

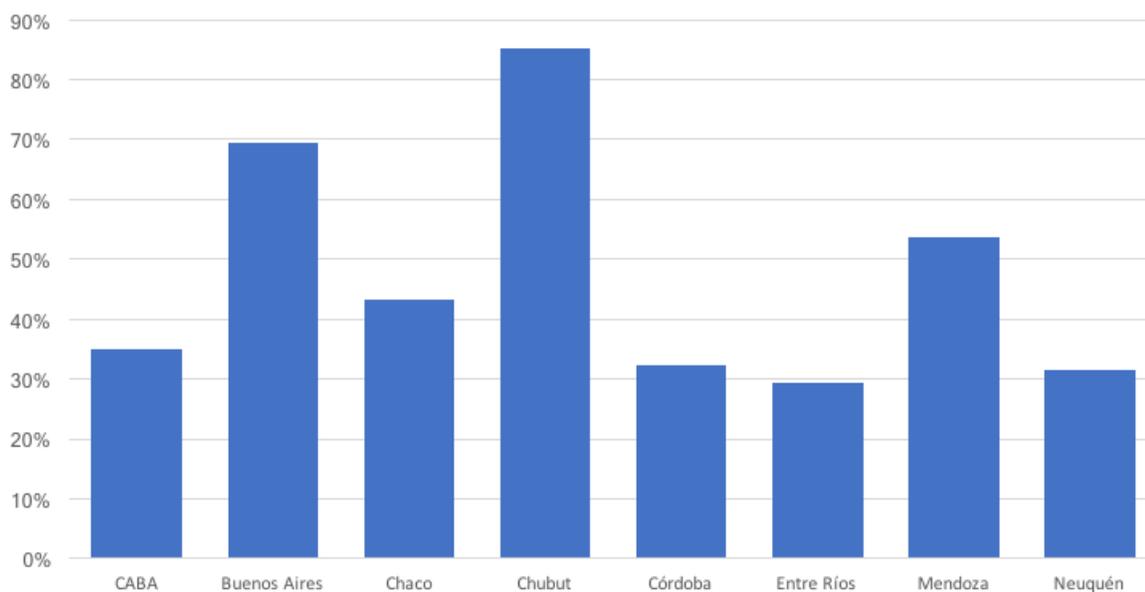
Es necesario aclarar que cualquier cambio significativo como en el porcentaje de la distribución de la coparticipación para la Ciudad Autónoma de Buenos Aires, debe ser considerado al momento de cuantificar el porcentaje de los fondos coparticipables. Al respecto, se menciona que el porcentaje de 2016 en concepto de coparticipación para la CABA, representa un 20,90%, manteniéndose debajo de las demás jurisdicciones seleccionadas para el presente trabajo.



Fuente: Elaboración propia en base a Prospectos

Con respecto a la deuda como proporción de los ingresos corrientes, se considera el dato provisorio para el 2016 en todos los casos, siendo para Chubut la mayor proporción, seguido de Provincia de Buenos Aires y Mendoza.

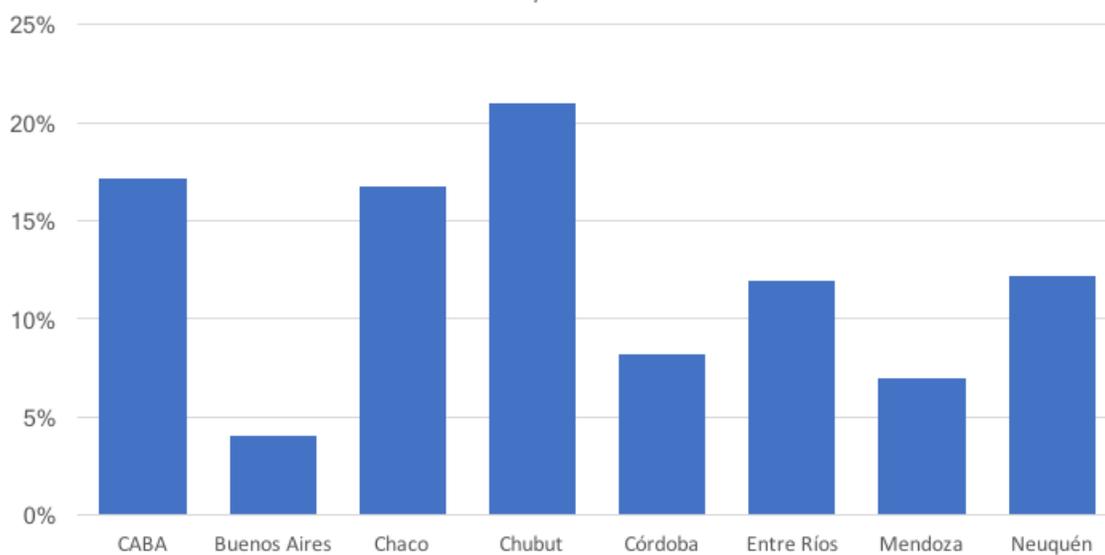
Gráfico 18: Deuda como % de Ingresos Corrientes
- Año 2016 -



Fuente: Elaboración propia en base a Prospectos

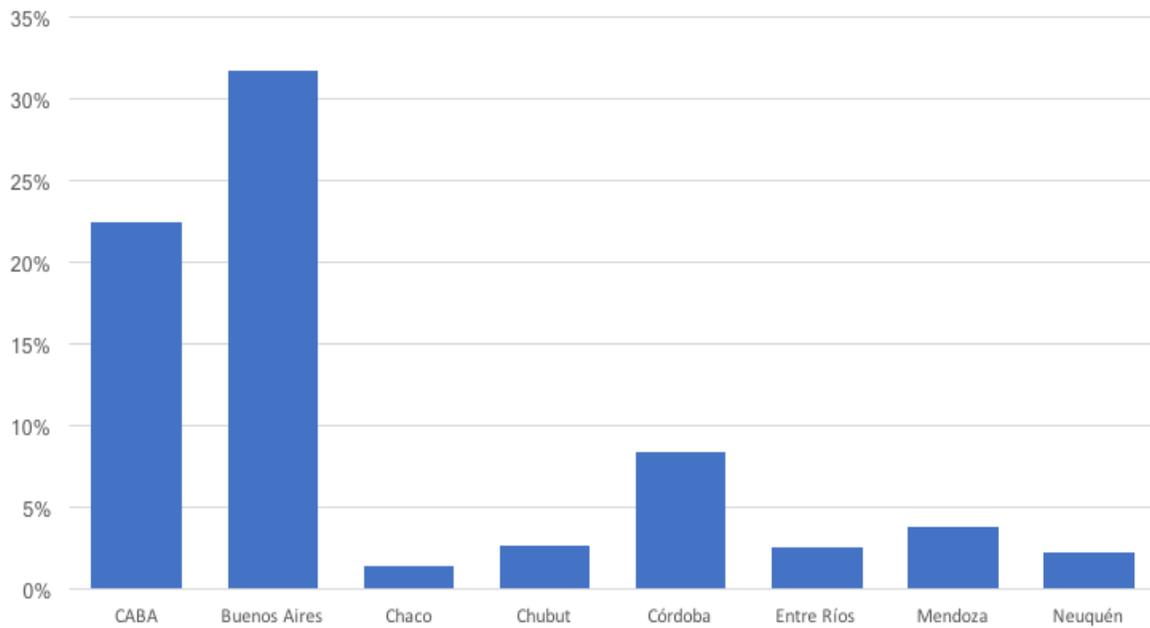
En cuanto al gasto de capital como proporción del total, Chubut mantuvo en promedio mayor proporción, seguido de Chaco y la Ciudad Autónoma de Buenos Aires.

Gráfico 19: Gasto de Capital como % de Gastos Totales
- promedio 2011-2016 -



Fuente: Elaboración propia en base a Prospectos

Gráfico 20: Proporción del PGB provincial en PBI

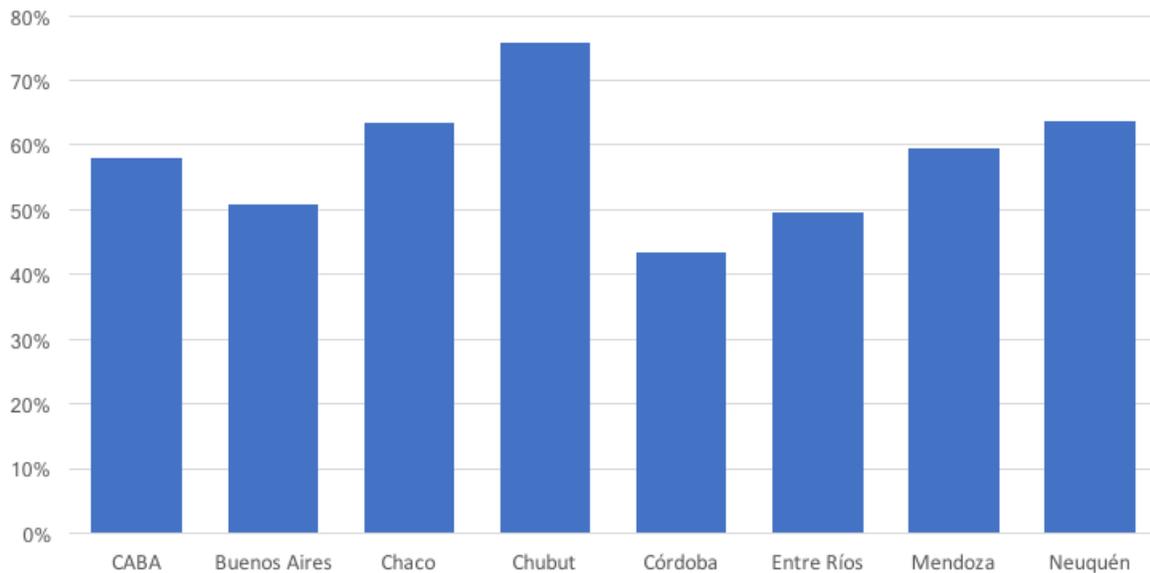


Fuente: Elaboración propia en base a Prospectos

En el gráfico anterior (Gráfico 20) se ve que existe una diferencia sustancial entre lo que aportan al PBI nacional la Provincia de Buenos Aires y la Ciudad Autónoma de Buenos Aires respecto a las demás provincias, ubicándose Córdoba en el tercer lugar.

Con respecto al gasto en personal como proporción de los gastos corrientes (Gráfico 21), el mayor ratio lo presenta la provincia de Chubut, seguida de Chaco y de Neuquén.

Gráfico 21: Gasto en Personal como % de Gastos Corrientes
- promedio 2011-2016 -



Fuente: Elaboración propia en base a Prospectos

4. Test de sustentabilidad de la deuda

4.1 Ingresos reales constantes

Para la realización del Test, es necesario hacer algunas aclaraciones metodológicas. Por un lado, se considerará la proporción entre moneda local (PropArs) y moneda extranjera (Prop US) vigente al momento de la emisión de los títulos en el mercado y se dejará constante durante todo el ejercicio a excepción de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires que publicó su plan de administración financiera para los próximos años¹².

Por otra parte, para las primeras simulaciones se considerará el 2% base como crecimiento real de los ingresos corrientes, disminuyendo progresivamente en caso de perder las elecciones y, en menor medida, con un cambio en la política monetaria de los Estados Unidos. Esto se realiza para todas las provincias por igual para realizar un análisis

¹² Diario *Ámbito Financiero* 28/04/2017: <http://www.ambito.com/880990-rodriuez-larreta-apuesta-por-el-peso-emitiran-bonos-a-tasa-variable>

estandarizado y ver cómo afecta los escenarios de proyección planteados a cada una (teniendo en cuenta las variables relevantes presentadas en las secciones precedentes), suponiendo que el gasto crece en el mismo ritmo, determinando un déficit financiero (como proporción de los ingresos) constante en el tiempo.

Las condiciones iniciales para el análisis se detallan en el siguiente cuadro:

Provincia	CABA	PBA	Chaco	Chubut	CBA	Entre Ríos	Mendoza	Neuquén
Prop US	65%	56%	56%	78%	81%	59%	75%	38%
Prop Ars	35%	44%	44%	22%	19%	41%	25%	62%
Dt	69,55%	43,28%	43,28%	85,36%	32,38%	29,43%	53,68%	31,64%
Def	-2,31%	-1,06%	-1,06%	-4,84%	1,60%	-4,06%	-6,84%	-6,54%

A continuación, se presentan los resultados de la simulación que estima el crecimiento real del ratio de deuda, teniendo en cuenta los cuatros escenarios propuestos:

Escenario 1: Gana oficialismo las elecciones, Fed Dovish.

Escenario 2: Pierde oficialismo las elecciones, Fed Dovish.

Escenario 3: Gana las elecciones el oficialismo, Fed Hawkish.

Escenario 4: El oficialismo pierde las elecciones, Fed Hawkish.

Escenario: Gana Oficialismo Fed Dovish	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
CABA	34,90%	37,46%	41,38%	45,65%	50,01%	54,45%	58,99%
PBA	69,55%	69,34%	71,14%	73,72%	76,36%	79,07%	81,84%
Chaco	43,28%	43,63%	45,17%	46,69%	48,25%	49,85%	51,51%
Chubut	85,36%	84,71%	86,75%	91,16%	95,61%	100,12%	104,69%
Córdoba	32,38%	28,44%	25,71%	23,91%	22,15%	20,42%	18,71%
Entre Ríos	29,43%	32,79%	36,98%	41,32%	45,73%	50,20%	54,74%
Mendoza	53,68%	57,31%	62,50%	69,11%	75,75%	82,43%	89,16%
Neuquén	31,64%	38,88%	47,21%	54,80%	62,59%	70,58%	78,79%

Para este escenario, en el cuál el actual gobierno nacional logra imponerse en las elecciones junto con el mantenimiento de la tasa de política de EEUU, las provincias tendrían un aumento de su deuda para hacer frente al déficit financiero debido al mantenimiento del ratio de déficit financiero respecto de los ingresos corrientes. Córdoba, al presentar un

superávit, en estos cuatro escenarios, verá mermado el suyo a pesar de cualquier coyuntura. Es preciso tener en cuenta que para el cálculo de la deuda presente se utilizó el último ratio disponible para 2016 mientras que el déficit resulta del promedio de los años estudiados. A modo ilustrativo se incluyen en el cuadro siguiente, los crecimientos del ratio de deuda punta a punta (2016-2022) y 2016 a 2019 provisto por el modelo.

Se toma como crucial el 2019 dado que en ese año serán las elecciones presidenciales y ante un cambio de gobierno, la política de endeudamiento (dada la dominancia monetaria) actual podría cambiar a otro modelo, con lo que podría considerarse como un punto hasta el cual uno podría esperar una continuidad del modelo de financiamiento.

Crecimiento ratio de deuda (%)	Punta-punta	2016-2019
CABA	69,01%	30,79%
PBA	17,67%	6,00%
Chaco	19,01%	7,87%
Chubut	22,66%	6,80%
Córdoba	-42,20%	-26,15%
Entre Ríos	86,01%	40,41%
Mendoza	66,08%	28,74%
Neuquén	149,05%	73,24%

Para los otros tres escenarios, se hará el mismo procedimiento: una tabla donde figuran los ratios finales de cada provincia para cada año y otra donde figura el crecimiento del ratio en porcentaje, tanto para todo el periodo estudiado como para los años 2016-2019.

Escenario: Pierde Oficialismo Fed Dovish	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
CABA	34,90%	36,91%	42,00%	49,64%	58,07%	67,36%	77,62%
PBA	69,55%	68,20%	71,01%	74,74%	78,65%	82,73%	87,00%
Chaco	43,28%	43,06%	46,22%	50,31%	54,74%	59,52%	64,70%
Chubut	85,36%	82,91%	83,53%	84,67%	85,88%	87,15%	88,46%
Córdoba	32,38%	27,72%	24,27%	21,16%	18,28%	15,59%	13,09%
Entre Ríos	29,43%	32,36%	37,49%	43,36%	49,58%	56,15%	63,13%
Mendoza	53,68%	56,23%	60,74%	65,53%	70,25%	74,91%	79,51%
Neuquén	31,64%	38,66%	50,18%	64,44%	80,97%	100,15%	122,42%

Crecimiento ratio de deuda (%)	Punta-punta	2016-2019
CABA	122,37%	42,23%
PBA	25,09%	7,47%
Chaco	49,49%	16,25%
Chubut	3,64%	-0,80%
Córdoba	-59,58%	-34,65%
Entre Ríos	114,50%	47,35%
Mendoza	48,11%	22,07%
Neuquén	286,98%	103,69%

Este escenario de stress propuesto donde el gobierno no logra una victoria en las elecciones de medio término junto con un mantenimiento de la política de tasas de la FED, resulta para la mayoría de las provincias un escenario de mayor ratio que en el anterior, a excepción de las provincias de Chubut, Córdoba y Mendoza. En estos casos, su alta proporción de deuda en dólares, hace que su financiamiento sea relativamente más barato al endeudamiento en pesos. El supuesto que fija la devaluación al avance de la inflación, permite que la tasa en moneda extranjera sea menor a la real en pesos. Esta mejora relativa al escenario de estabilización, es consistente con un aumento en el riesgo de tipo de cambio que, al mantenerse en sintonía con la inflación del país, sería una política “exitosa” en el corto plazo, sin considerar los problemas de repago que podría tener la jurisdicción si se dispara el tipo de cambio dado que la mayor proporción de los ingresos proviene de impuestos pagaderos en pesos.

Escenario: Gana Oficialismo Fed Hawkish	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
CABA	34,90%	37,76%	42,10%	46,92%	51,98%	57,34%	63,01%
PBA	69,55%	69,94%	72,54%	76,19%	80,16%	84,49%	89,21%
Chaco	43,28%	44,00%	46,01%	48,16%	50,49%	53,04%	55,81%
Chubut	85,36%	85,48%	88,57%	94,41%	100,69%	107,47%	114,81%
Córdoba	32,38%	28,74%	26,36%	25,00%	23,74%	22,55%	21,44%
Entre Ríos	29,43%	33,04%	37,59%	42,47%	47,58%	52,96%	58,65%
Mendoza	53,68%	57,80%	63,69%	71,31%	79,31%	87,75%	96,70%
Neuquén	31,64%	39,13%	47,84%	55,98%	64,51%	73,47%	82,91%

Crecimiento ratio de deuda (%)	Punta-punta	2016-2019
CABA	80,51%	34,41%
PBA	28,27%	9,55%
Chaco	28,95%	11,27%
Chubut	34,51%	10,61%
Córdoba	-33,78%	-22,79%
Entre Ríos	99,30%	44,31%
Mendoza	80,12%	32,84%
Neuquén	162,09%	76,97%

En este caso, resulta relevante que los resultados confirman que la suba de tasas de la FED afectan el financiamiento en dólares, junto con un perjuicio en la captación de ingresos. Esto da como resultado que los ratios de deuda están por encima de los del primer escenario entre un 1% y 3%, en sintonía con el aumento del costo de la deuda en dólares.

Escenario: Pierde Oficialismo Fed Hawkish	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
CABA	34,90%	37,20%	42,59%	50,59%	59,54%	69,58%	80,86%
PBA	69,55%	68,78%	72,15%	76,54%	81,30%	86,47%	92,10%
Chaco	43,28%	43,42%	46,92%	51,42%	56,40%	61,92%	68,06%
Chubut	85,36%	83,67%	84,99%	86,91%	89,10%	91,56%	94,29%
Córdoba	32,38%	28,01%	24,79%	21,91%	19,26%	16,82%	14,55%
Entre Ríos	29,43%	32,61%	37,99%	44,20%	50,89%	58,13%	65,99%
Mendoza	53,68%	56,70%	61,69%	67,05%	72,53%	78,17%	84,00%
Neuquén	31,64%	38,90%	50,70%	65,34%	82,47%	102,55%	126,14%

Crecimiento ratio de deuda (%)	Punta-punta	2016-2019
CABA	131,66%	44,94%
PBA	32,42%	10,05%
Chaco	57,25%	18,81%
Chubut	10,46%	1,82%
Córdoba	-55,08%	-32,33%
Entre Ríos	124,22%	50,19%
Mendoza	56,46%	24,90%
Neuquén	298,72%	106,55%

Por último, este escenario resulta el de mayor stress de todas las provincias. A excepción de Córdoba (por lo explicado anteriormente) y la provincia de Entre Ríos, cuyo ratio inicial es

el más bajo de toda la muestra, las demás jurisdicciones presentan un ratio mayor al 50% para 2019.

Dados los resultados del modelo, se desprende que para 2019 (año de elecciones elegido como parámetro de comparación) en los escenarios donde el gobierno gana las elecciones de este año, cuatro provincias superan el 50% de ratio de deuda-ingresos corrientes. Esto muestra parte de la dificultad de llevar a cabo una política de largo plazo basado en la emisión de deuda para financiar el déficit.

Es probable que en los escenarios donde el financiamiento en pesos sea más caro que en dólares (escenarios donde el gobierno pierde las elecciones), las provincias recurran a financiamiento externo, empeorando su riesgo a las variaciones de tipo de cambio. Estos riesgos asociados a la evolución del dólar, podrían repercutir en el perfil de riesgo de cada una de las jurisdicciones aquí estudiadas. Esto llevaría, asimismo, a un cambio en la proporción de dólares de la cartera que, para el análisis propuesto, se mantiene constante desde el 2016.

Por otra parte, es importante recalcar nuevamente que uno de los supuestos del modelo es que la totalidad de la deuda se repaga a un año, supuesto restrictivo en términos de optimización de perfil de vencimientos de capital. En la actualidad, las provincias pueden emitir deuda en pesos a plazos menores que en moneda extranjera, dificultando las políticas de cambio de *mix* de moneda, aumentando el riesgo en dólares por la simplicidad que permite aplazar los pagos de deuda a períodos más largos, alejando los riesgos de repago.

La elección del 50% como margen superior se basa en textos de escritores que se especializan en el tema (Carmen Reinhart, Kenneth Rogoff, equipos de investigación de Bancos Multilaterales, entre otros) donde analizan las distintas estructuras financieras y en general hay consenso sobre si un subsoberana en un país emergente presenta un ratio mayor a este, comienza a indagarse con mayor intensidad su capacidad de repago. Resulta funcionar como una primera llamada de atención. Razón por la cual, al alcanzar ese valor en Argentina, genera preocupación tanto a calificadoras de riesgo como de inversores de renta fija.

4.2 Promedio histórico (2011-2016)

Otra manera de analizar el ratio resulta de utilizar el dato promedio del crecimiento de los ingresos reales como variable del modelo (definida con la letra *g*). Utilizar un promedio, se busca estandarizar el crecimiento que puede potencialmente tener dada su historia. Para cada jurisdicción habrá una tabla con los escenarios y el ratio para cada año.

Promedio histórico		2017	2018	2019	2020	2021	2022
	4,93%						
CABA	Escenario 1	36,5%	39,4%	42,5%	45,6%	48,7%	51,8%
	Escenario 2	36,0%	40,5%	47,7%	55,6%	64,3%	74,0%
	Escenario 3	36,6%	39,7%	43,1%	46,5%	50,1%	53,8%
	Escenario 4	36,1%	40,8%	48,2%	56,5%	65,8%	76,3%

Como se puede observar del cuadro de arriba, teniendo en cuenta el crecimiento promedio de los ingresos, la Ciudad Autónoma de Buenos Aires estaría alcanzando el 50% en 2020 (Escenarios 2 y 4), en 2021 (Escenario 3) y 2022 (Escenario 4).

Promedio histórico		2017	2018	2019	2020	2021	2022
	0,72%						
Provincia de Buenos Aires	Escenario 1	70,2%	72,9%	76,4%	80,0%	83,8%	87,6%
	Escenario 2	69,0%	72,3%	76,3%	80,4%	84,8%	89,2%
	Escenario 3	70,4%	73,5%	77,7%	82,2%	87,2%	92,6%
	Escenario 4	69,2%	43,0%	51,1%	60,2%	70,3%	81,8%

Como se puede observar, en todos los escenarios, la Provincia de Buenos Aires supera el ratio del 50%.

Promedio histórico		2017	2018	2019	2020	2021	2022
	-4,23%						
Chaco	Escenario 1	46,4%	51,0%	55,9%	61,3%	67,1%	73,3%
	Escenario 2	45,8%	50,6%	55,8%	61,4%	67,4%	73,8%
	Escenario 3	46,5%	51,4%	56,8%	62,7%	69,4%	77,0%
	Escenario 4	45,9%	50,9%	56,5%	62,6%	69,3%	76,7%

La Provincia de Chaco supera el ratio propuesto del 50% en el año 2018 para los cuatro escenarios planteados en 2018.

Promedio histórico		2017	2018	2019	2020	2021	2022
	-1,56%						
Chubut	Escenario 1	87,6%	92,6%	100,3%	108,3%	116,7%	125,4%
	Escenario 2	85,7%	87,7%	89,4%	91,0%	92,6%	94,2%
	Escenario 3	87,9%	93,5%	102,3%	111,8%	122,2%	133,6%
	Escenario 4	86,0%	88,5%	90,9%	93,5%	96,4%	99,4%

Como se puede observar, la Provincia de Chubut comienza el 2017 con ratios superiores al 50%.

Promedio histórico	-4,38%	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Córdoba	Escenario 1	30,5%	29,6%	29,7%	29,9%	30,1%	30,3%
	Escenario 2	29,7%	27,0%	24,1%	21,4%	18,7%	16,2%
	Escenario 3	30,6%	29,9%	30,4%	31,1%	32,0%	33,1%
	Escenario 4	29,8%	27,3%	24,7%	22,2%	19,8%	17,6%

La provincia de Córdoba no alcanza en ninguno de los escenarios al techo propuesto para esta sección del 50% de ratio de deuda respecto a los ingresos corrientes.

Promedio histórico	-0,03%	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Entre Ríos	Escenario 1	33,4%	38,2%	43,4%	48,7%	54,2%	59,9%
	Escenario 2	32,9%	38,4%	44,6%	51,0%	57,9%	65,1%
	Escenario 3	33,5%	38,5%	44,0%	49,7%	55,9%	62,5%
	Escenario 4	33,0%	38,7%	45,1%	51,9%	59,4%	67,5%

Como se puede observar del cuadro de arriba, la Provincia de Entre Ríos estaría alcanzando el 50% en 2020 (Escenarios 2 y 4), y para los escenarios 3 y 4 en 2021.

Promedio histórico	0,77%	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Mendoza	Escenario 1	57,9%	63,8%	71,2%	78,7%	86,3%	94,1%
	Escenario 2	56,8%	61,7%	66,6%	71,5%	76,2%	80,9%
	Escenario 3	58,1%	64,4%	72,4%	80,9%	89,9%	99,4%
	Escenario 4	57,0%	62,2%	67,6%	73,2%	78,9%	84,8%

En el caso de Mendoza, el ratio considerado del 50% es superado para todos los escenarios desde el año 2017.

Promedio histórico	3,16%	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Neuquén	Escenario 1	38,5%	46,4%	53,4%	60,6%	67,8%	75,2%
	Escenario 2	38,3%	49,5%	63,5%	79,7%	98,5%	120,3%
	Escenario 3	38,6%	46,6%	53,8%	61,3%	69,1%	77,1%
	Escenario 4	38,4%	49,7%	63,9%	80,5%	100,0%	122,9%

Como se puede observar en el cuadro de arriba, la provincia de Neuquén alcanza el ratio de 50% para los cuatro escenarios sugeridos en el año 2019.

4.3 Estabilización del ratio en 50% para 2019

Otro ejercicio interesante para analizar la evolución del ratio stock de deuda sobre ingresos corrientes es considerar un punto en el tiempo y asociarlo a un valor que se propone. En este caso se tomará el valor del indicador del 50% para el 2019. El objetivo es obtener el porcentaje al deben crecer los ingresos corrientes en los años intermedios para poder alcanzar la meta de 50% para el final del 2019. Se realizará el trabajo sobre cada provincia por separado y para cada escenario.

CABA	2017	2018	2019
Escenario 1	-1,63%	-1,63%	-1,63%
Escenario 2	1,47%	0,74%	0,37%
Escenario 3	-1,13%	-1,13%	-1,13%
Escenario 4	2,19%	1,10%	0,55%

Como se puede observar en la tabla, en los escenarios 1 y 3, la Ciudad Autónoma de Buenos Aires debería tener una desaceleración del 1,63% en los tres años para que el ratio analizado alcance el 50% en 2019. Esto quiere decir que la jurisdicción tiene margen en caso de tener una desaceleración en la captación de ingresos corrientes (en términos reales).

Por otra parte, es necesario hacer notar que el sendero de crecimiento en los escenarios 2 y 4 proviene de la definición de los escenarios, donde se consideran una derrota para la actual administración en las próximas elecciones, bajando la capacidad de los ingresos de crecer de forma constante. Por el contrario, para los años 2018 y 2019, va disminuyendo un 50% su crecimiento respecto del año anterior.

PBA	2017	2018	2019
Escenario 1	17,28%	17,28%	17,28%
Escenario 2	30,06%	15,03%	7,51%
Escenario 3	17,99%	17,99%	17,99%
Escenario 4	31,13%	15,57%	7,78%

La Provincia de Buenos Aires necesita un sendero de crecimiento real de los ingresos corrientes del 17,28% constante durante los 3 años para el escenario 1. Esto se debe a que en la actualidad el ratio deuda/ingresos corrientes se encuentra cercano al 80% con lo cual, la necesidad de un crecimiento en los ingresos permitiría pagar con ese crecimiento la deuda a vencer año a año, permitiendo mermar el valor del ratio. Este escenario de valores

en términos reales que se encuentra muy lejos de la media del aumento real de la jurisdicción deja entrever las dificultades que puede llegar a tener el emisor para lograr reducir el ratio de deuda.

Chaco	2017	2018	2019
Escenario 1	-0,41%	-0,41%	-0,41%
Escenario 2	2,38%	1,19%	0,60%
Escenario 3	0,06%	0,06%	0,06%
Escenario 4	3,08%	1,54%	0,77%

El caso de la Provincia de Chaco, de ocurrir el escenario 1, podría alcanzar el 50% de ratio en 2019 con una desaceleración del 0,41%. En los otros casos, el valor mínimo necesario para alcanzar la meta es un valor positivo que para el escenario 2 alcanza el 2,38%, 0,06% para el 3 y 3,08% para el 4.

Chubut	2017	2018	2019
Escenario 1	28,53%	28,53%	28,53%
Escenario 2	43,81%	21,91%	10,95%
Escenario 3	29,46%	29,46%	29,46%
Escenario 4	45,32%	22,66%	11,33%

La provincia de Chubut necesita un mínimo de crecimiento real de los ingresos para los escenarios 1 y 3 está cerca del 30%, mientras que para el 2 y el 4, cercanos al 45%. En este caso, el ratio actual de deuda ingresos, superior al 50%, hace que se necesite un esfuerzo de este calibre para alcanzar el 50% en 2019.

Córdoba	2017	2018	2019
Escenario 1	-18,48%	-18,48%	-18,48%
Escenario 2	-35,58%	-17,79%	-8,89%
Escenario 3	-17,85%	-17,85%	-17,85%
Escenario 4	-34,76%	-17,38%	-8,69%

Respecto al caso de la Provincia de Córdoba, en todos los casos presenta un margen de desaceleración. Esto se debe al superávit financiero promedio que posee (base sobre la que se hace la simulación).

Entre Ríos	2017	2018	2019
Escenario 1	-5,67%	-5,67%	-5,67%
Escenario 2	-8,25%	-4,12%	-2,06%
Escenario 3	-5,16%	-5,16%	-5,16%
Escenario 4	-7,47%	-3,73%	-1,87%

Al igual que la Provincia de Córdoba, Entre Ríos posee margen en todos los escenarios para alcanzar la meta en 2019 debido al bajo ratio que presenta en la actualidad.

Mendoza	2017	2018	2019
Escenario 1	17,13%	17,13%	17,13%
Escenario 2	25,15%	12,57%	6,29%
Escenario 3	18,05%	18,05%	18,05%
Escenario 4	26,70%	13,35%	6,67%

Asimismo, la Provincia de Mendoza necesita un crecimiento real de los ingresos corrientes cercano al 18% para los escenarios de victoria de la administración nacional actual y del 26% en caso que el mercado considere que la oposición es la que resultó victoriosa en los comicios.

Neuquén	2017	2018	2019
Escenario 1	6,35%	6,35%	6,35%
Escenario 2	24,70%	12,35%	6,18%
Escenario 3	6,62%	6,62%	6,62%
Escenario 4	25,31%	12,65%	6,33%

Con respecto a Neuquén, existe amplia diferencia entre el crecimiento de los ingresos reales los escenarios 1 y 2 con respecto al 3 y 4. Esto se debe a la estructura de la deuda, que de mantenerse constante, un escenario de subida de tasas, puede afectar la capacidad de repago de las obligaciones de la provincia.

4.4 Déficit cero en 2019

En este apartado, se realizará el mismo análisis del ratio deuda sobre ingresos corrientes bajo el supuesto adicional que todas las provincias estudiadas en el presente trabajo

alcanzan al déficit financiero cero en 2019. Para ello se planteó un escenario donde para fin del 2017, las jurisdicciones logran una caída del 20% del déficit financiero. Para el año 2018, el déficit debería reducirse a la mitad del 2017 y para el 2019 este debe ser cero. Asimismo, se asume que el déficit financiero como proporción de los ingresos corrientes se mantiene en cero y constante para los años siguientes.

Se agregan los resultados de la nueva simulación del modelo, junto con una tabla para cada escenario donde muestra el crecimiento del ratio para cada uno de los emisores seleccionados.

Escenario: Gana Oficialismo Fed Dovish	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
CABA	34,90%	37,46%	40,64%	42,69%	44,79%	46,94%	49,15%
PBA	69,55%	69,34%	70,68%	71,87%	72,19%	72,57%	72,99%
Chaco	43,28%	43,63%	44,95%	45,83%	46,33%	46,85%	47,41%
Chubut	85,36%	84,71%	85,79%	87,29%	86,91%	86,61%	86,37%
Córdoba	32,38%	28,44%	26,03%	25,19%	25,02%	24,87%	24,75%
Entre Ríos	29,43%	32,79%	36,16%	38,07%	38,39%	38,73%	39,10%
Mendoza	53,68%	57,31%	61,14%	63,65%	63,47%	63,34%	63,26%
Neuquén	31,64%	38,88%	45,90%	52,16%	53,35%	54,58%	55,87%

Crecimiento ratio de deuda (%)	Punta-punta	2016-2019
CABA	40,82%	22,30%
PBA	4,95%	3,34%
Chaco	9,54%	5,91%
Chubut	1,19%	2,26%
Córdoba	-23,57%	-22,21%
Entre Ríos	32,87%	29,36%
Mendoza	17,83%	18,56%
Neuquén	76,61%	64,88%

Se puede notar que, para este escenario, en 2019, 3 provincias habrán superado el 50% del ratio deuda ingresos corrientes.

Escenario: Pierde Oficialismo Fed Dovish	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
CABA	34,90%	36,91%	41,26%	46,62%	52,55%	59,09%	66,33%
PBA	69,55%	68,20%	70,55%	72,88%	74,44%	76,12%	77,93%
Chaco	43,28%	43,06%	46,01%	49,45%	52,76%	56,35%	60,24%
Chubut	85,36%	82,91%	82,56%	80,84%	77,37%	74,15%	71,14%
Córdoba	32,38%	27,72%	24,59%	22,42%	21,06%	19,82%	18,66%
Entre Ríos	29,43%	32,36%	36,68%	40,08%	42,07%	44,20%	46,49%
Mendoza	53,68%	56,23%	59,37%	60,11%	58,17%	56,37%	54,69%
Neuquén	31,64%	38,66%	48,87%	61,62%	71,18%	82,29%	95,22%

Crecimiento ratio de deuda (%)	Punta-punta	2016-2019
CABA	90,03%	33,57%
PBA	12,05%	4,80%
Chaco	39,19%	14,26%
Chubut	-16,65%	-5,29%
Córdoba	-42,36%	-30,75%
Entre Ríos	57,98%	36,18%
Mendoza	1,86%	11,97%
Neuquén	200,98%	94,79%

Al igual que en el caso anterior, Provincia de Buenos Aires, Chubut y Mendoza son las provincias que superan el 50% en el ratio.

Escenario: Gana Oficialismo Fed Hawkish	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
CABA	34,90%	37,56%	40,93%	43,26%	45,74%	48,40%	51,26%
PBA	69,55%	69,54%	71,27%	73,08%	74,24%	75,66%	77,36%
Chaco	43,28%	43,74%	45,28%	46,50%	47,45%	48,55%	49,82%
Chubut	85,36%	85,01%	86,65%	89,05%	89,87%	91,06%	92,62%
Córdoba	32,38%	28,57%	26,34%	25,79%	25,98%	26,28%	26,70%
Entre Ríos	29,43%	32,87%	36,41%	38,61%	39,33%	40,18%	41,18%
Mendoza	53,68%	57,50%	61,69%	64,83%	65,50%	66,43%	67,63%
Neuquén	31,64%	38,93%	46,09%	52,59%	54,13%	55,83%	57,70%

Crecimiento ratio de deuda (%)	Punta-punta	2016-2019
CABA	46,86%	23,93%
PBA	11,23%	5,08%
Chaco	15,12%	7,44%
Chubut	8,51%	4,32%
Córdoba	-17,55%	-20,36%
Entre Ríos	39,92%	31,18%
Mendoza	25,97%	20,75%
Neuquén	82,38%	66,22%

Escenario: Pierde Oficialismo Fed Hawkish	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
CABA	34,90%	37,01%	41,53%	47,14%	53,46%	60,57%	68,59%
PBA	69,55%	68,39%	71,09%	73,95%	76,22%	78,82%	81,76%
Chaco	43,28%	43,17%	46,31%	50,05%	53,80%	57,99%	62,69%
Chubut	85,36%	83,21%	83,34%	82,29%	79,68%	77,46%	75,60%
Córdoba	32,38%	27,84%	24,87%	22,91%	21,79%	20,81%	19,96%
Entre Ríos	29,43%	32,44%	36,91%	40,56%	42,91%	45,54%	48,48%
Mendoza	53,68%	56,41%	59,87%	61,09%	59,79%	58,73%	57,92%
Neuquén	31,64%	38,71%	49,04%	62,03%	71,99%	83,72%	97,54%

Crecimiento ratio de deuda (%)	Punta-punta	2016-2019
CABA	96,51%	35,07%
PBA	17,56%	6,32%
Chaco	44,84%	15,65%
Chubut	-11,43%	-3,59%
Córdoba	-38,35%	-29,25%
Entre Ríos	64,73%	37,81%
Mendoza	7,89%	13,80%
Neuquén	208,34%	96,08%

En los casos donde la FED comienza un sendero de sucesivas subas de tasa (*hawkish*), se llega al año 2019 con la misma proporción de provincias que cumplen la meta del 50% del ratio deuda ingresos corrientes.

Considerando los 4 enfoques de análisis se puede realizar una categorización sobre cada una de las provincias utilizando una ponderación para determinar cuáles son más vulnerables y cuáles más fuertes en los términos que aquí se describen. Por un lado, el ratio actual de la deuda condiciona el sendero futuro, funcionando como un “piso” desde el cual se realizan las proyecciones. Por otra parte, una mayor proporción de deuda en moneda extranjera convierte en vulnerable a las jurisdicciones ante un shock en el tipo de cambio.

Por último, el déficit financiero permite determinar el esfuerzo necesario para lograr el equilibrio fiscal en el mediano plazo.

Definidos los parámetros, se considerará que una proporción mayor al 70% en dólares de la cartera resulta muy expuesta a las variaciones de tipo de cambio. Por otra parte, y utilizando lo explicado en secciones anteriores, se tomará como vulnerable la jurisdicción que posea un ratio de deuda ingresos mayor al 50%. Por último, se supone como vulnerable a una provincia que posea un déficit financiero promedio en el plazo estudiado mayor al 4% dado que la reforma tributaria necesaria para equilibrar las cuentas públicas resultaría muy complejo y bajo un proceso de shock que puede ocasionar otras consecuencias dada la coyuntura.

Como resultado de esta categorización, las provincias menos vulnerables resultaron ser: Ciudad de Buenos Aires y la provincia de Chaco. En un segundo nivel se encuentran la Provincia de Buenos Aires, la Provincia de Córdoba, la Provincia de Entre Ríos y la Provincia de Neuquén. En el escalafón más vulnerable se encuentran las provincias de Chubut y de Mendoza.

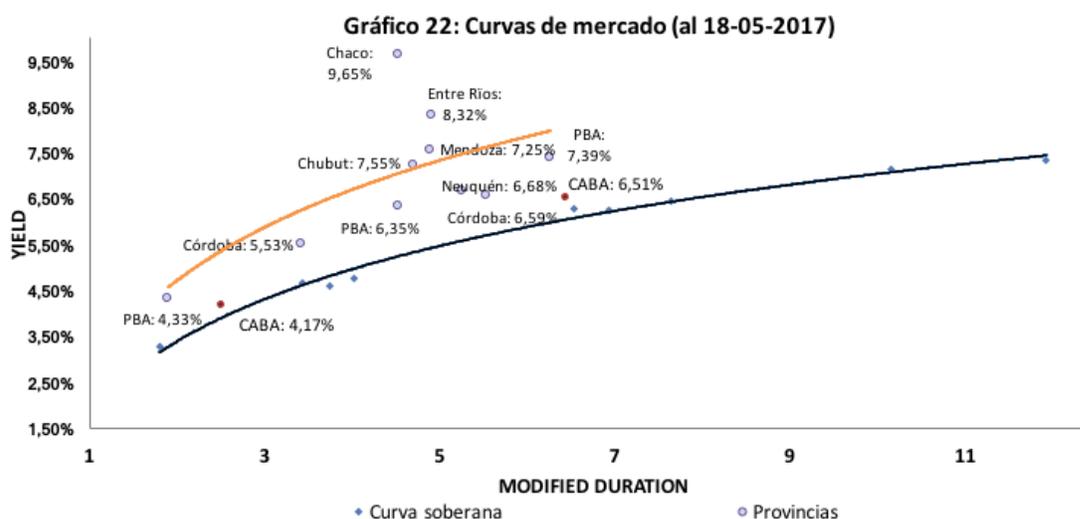
A modo de resumen, se adjunta un cuadro en el cuál se ordenan las jurisdicciones teniendo en cuenta las variables elegidas.

Provincias	Proporción (+70% usd)	Deuda ingresos (+50%)	Déficit promedio (+4%)
CABA	no	no	no
PROV BSAS	no	si	no
Chaco	no	no	no
Chubut	si	si	si
Córdoba	si	no	no
Entre Ríos	no	no	si
Mendoza	si	si	si
Neuquén	no	no	si

5. Una visión del mercado.

Para dar comienzo a la sección es imperativo realizar un análisis metodológico dado que el modelo propuesto se basa en 8 observaciones, pudiendo generar conclusiones estadísticas que no conciben con lo que uno puede considerar a priori.

Con la información presentada en las secciones precedentes surge una nueva pregunta: “¿qué hay detrás del *spread* que le pide un inversor a cada provincia?”. Para ello, se construyó una curva soberana y una curva provincial incluyendo los títulos que pueden ser elegibles para este análisis (Gráfico 22). En una segunda instancia, se decidió por incluir en el presente sólo un representante de cada jurisdicción. Seguido a esto, se procedió a calcular el *spread* sobre el soberano de cada una de los emisores teniendo en cuenta para el cálculo del mismo la *duration* del bono provincial en el mercado externo y un bono teórico sobre la curva soberana tal como figura en el Cuadro 9.



Fuente: Elaboración propia con datos de Reuters.

Cuadro 9: Spread sobre el soberano	
PROVINCIAS	Spread (en BPS)
CABA	45
PBA	125
Chaco	465
Chubut	225
Córdoba	53
Entre Ríos	226
Mendoza	119
Neuquén	58

Tanto del Gráfico 22 como el Cuadro 9 muestran que existe disparidad entre las distintas jurisdicciones que emitieron deuda en los mercados internacionales. Es entonces importante

indagar variables que podrían estar formando parte de este *spread* sobre el soberano, generando esa brecha entre los mismos. En esta sección se empleará como supuesto que los inversores utilizan una sola fórmula para el cálculo del *spread* y entre riesgos de subsoberanos son comparables entre sí y no un análisis pormenorizado de cada una, pudiendo en ese caso, que el riesgo asociado a la emisora sea menor al soberano¹³.

Para el caso analizado en la presente sección, se seleccionaron una serie de variables, basándose en el trabajo del equipo de estrategia de Puente hnos., que pueden estar incluidas dentro del precio del bono, y, por ende, en el *spread* a interpretar. Los mismos fueron organizados en el Cuadro 10.

Cuadro 10: variables para la comprensión del *spread* con el soberano.

Provincia	Resultado financiero/Ingresos corrientes	Deuda/ingresos corrientes	Partido político	Historia de mercado	Proporción copa/ingresos corrientes (2016)	Prop GDP nacional	Prima por liquidez	Tamaño emisión (Millones USD)
Provincia de Buenos Aires	-2,31%	70%	0	0	27%	31,70%	0	1000
Ciudad de Buenos Aires	-3,69%	35%	0	0	21%	22,40%	0	890
Chaco	-1,06%	43%	1	1	72%	1,40%	1	250
Chubut	-4,84%	85%	1	0	37%	2,70%	0	650
Córdoba	1,60%	32%	0	0	42%	8,40%	0	750
Entre Ríos	-4,06%	29%	1	1	44%	2,60%	1	350
Mendoza	-6,84%	54%	0	0	53%	3,80%	0	500
Neuquén	-6,54%	32%	1	0	28%	2,30%	1	349

Fuente: Elaboración propia con datos de prospecto.

En primer lugar, se considera importante la inclusión del resultado financiero como proporción de los ingresos corrientes ya que representa qué proporción de ingresos adicionales necesito para solventarlo.

Por otra parte, para el inversor, el índice de stock de deuda como proporción de los ingresos corrientes resulta ser una variable para la determinación del riesgo de repago.

Se consideró que el partido político puede representar atractivo al momento de calcular los riesgos de cada provincia ya que, en caso de ser oposición, el Estado Nacional puede decidir no entregar avales para emisiones de deuda.

Con respecto a la historia de mercado, se considera, por un lado, mantener un historial de default por los últimos 10 años. En este caso, y tal como se comentó en la sección correspondiente, la Provincia de Chaco entró en default de pago en 2012 y es probable que

¹³ En general, el techo soberano tiene incluidos riesgos que afectan de igual manera a las provincias y la Ciudad Autónoma de Buenos Aires. Por ejemplo, riesgos de tipo de cambio, default y de convertibilidad de la moneda, entre otros.

el mercado le asigne una prima por ello. Asimismo, también puede ocurrir que cobre una prima adicional a aquellos sub-soberanos que están saliendo al mercado por primera vez, ese sería el caso de Entre Ríos.

Por otro lado, la relación de tributos que provienen de la coparticipación respecto a los ingresos corrientes podría resultar importante ya que el esquema de goteo, al ser administrado por el gobierno federal (vía AFIP), podría interrumpirse en el normal curso del flujo del mismo, ocasionando un perjuicio a los *cashflows* provinciales que deben afrontar gastos diariamente.

La proporción del PBG en el PBI podría representar un *proxy* de capacidad de recaudar tributos provinciales ya que, a mayor PBG se infiere que hay mayor actividad y esa actividad está gravada por el impuesto a los ingresos brutos.

Por último, se agrega una *dummy* que responde a la existencia o no de liquidez de mercado. En el caso que la emisión del bono sea inferior a USD 500 millones, el mercado reacciona aplicándole una prima de iliquidez dado que descuenta que no va a ser fácil venderlo en caso de un escenario de aumento de volatilidad en los mercados emergentes o dada la coyuntura local.

Para la determinación de las variables finales significativas a la hora de considerar la razón del diferencial de spreads entre sub-soberanos, se corrieron las siguientes regresiones:

- Con cada una de los parámetros por separado
- Con cada par de parámetros
- Con cada tres parámetros
- Con todos los parámetros juntos

De la realización de las mismas, se desprende que la historia de mercado y la proporción de fondo de coparticipación resultan significativas como parámetros para la estimación del spread entre provincias.

Cuadro 11: Salida STATA regresión del spread respecto a la historia de mercado.

```
. reg spread hm
```

Source	SS	df	MS			
Model	89169.8534	1	89169.8534	Number of obs =	8	
Residual	50845.5171	6	8474.25285	F(1, 6) =	10.52	
Total	140015.371	7	20002.1958	Prdb > F =	0.0176	
				R-squared =	0.6369	
				Adj R-squared =	0.5763	
				Root MSE =	92.056	

spread	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
hm	243.8167	75.16317	3.24	0.018	59.89902	427.7343
_cons	104.2333	37.58158	2.77	0.032	12.27451	196.1922

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Reuters y Prospectos.

Cuadro 12: Salida STATA regresión del spread respecto a la proporción de coparticipación respecto a ingresos corrientes.

```
. reg spread pcpa
```

Source	SS	df	MS			
Model	87655.8385	1	87655.8385	Number of obs =	8	
Residual	52359.5321	6	8726.58868	F(1, 6) =	10.04	
Total	140015.371	7	20002.1958	Prdb > F =	0.0193	
				R-squared =	0.6260	
				Adj R-squared =	0.5637	
				Root MSE =	93.416	

spread	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
pcpa	677.8972	213.8926	3.17	0.019	154.521	1201.273
_cons	-109.2785	92.68478	-1.18	0.283	-336.07	117.513

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Reuters y Prospectos.

Asimismo, se procedió a realizar una transformación logarítmica sobre el spread y se volvieron a correr las regresiones. En este caso, el logaritmo del spread correlaciona tanto con la historia de mercado, el coeficiente de coparticipación, la liquidez como con el ratio de deuda sobre ingresos corrientes.

Cuadro 13: Salida STATA regresión del log spread respecto a la historia de mercado, proporción de coparticipación, liquidez y ratio de stock de deuda respecto a los ingresos corrientes.

```
. reg Log_spread liqui hm deuda pcpa
```

Source	SS	df	MS			
Model	4.8059634	4	1.20149085	Number of obs =	8	
Residual	.003985847	3	.001328616	F(4, 3) =	904.32	
Total	4.80994924	7	.687135606	Prob > F =	0.0001	
				R-squared =	0.9992	
				Adj R-squared =	0.9981	
				Root MSE =	.03645	

Log_spread	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
liqui	.2649408	.0445171	5.95	0.009	.1232674	.4066142
hm	1.20958	.0565402	21.39	0.000	1.029644	1.389516
deuda	2.798967	.0795682	35.18	0.000	2.545746	3.052189
pcpa	1.279554	.1154239	11.09	0.002	.9122236	1.646885
_cons	2.556347	.0580837	44.01	0.000	2.371499	2.741195

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Reuters y Prospectos.

Se puede observar que, en esta regresión, el R cuadrado ajustado asciende al 99,81%, sumado a que todas las variables resultan significativas, dejándose entrever que el rendimiento de la historia, la proporción de la coparticipación de los ingresos corrientes, la liquidez de mercado y del ratio de deuda son las variables que permiten una estimación del *spread*. Es importante tener en cuenta la ponderación que tiene cada variable en la regresión como un *proxy* del peso relativo al momento del cálculo de los rendimientos de mercado.

El conocimiento de estas variables resulta de mucha utilidad al momento de analizar la curva ya que, además de todos los datos adicionales que uno puede tomar en cuenta al momento de calcular el precio del bono, a grandes rasgos, la historia de mercado, la iliquidez por monto emitido, la proporción de fondos coparticipables respecto a los ingresos corrientes y el ratio de deuda son las que el inversionista tiene en vista desde el primer momento.

Por otra parte, es importante aclarar que todos los riesgos de repago y de exposición al tipo de cambio quedan excluidos de este apartado dado que los mismos, entre otros, forman parte del riesgo soberano.

Resulta de interés relacionar los resultados aquí obtenidos con los que formaron parte de las simulaciones de secciones anteriores. Se puede observar que las provincias que resultaron más vulnerables, utilizando los tres parámetros de vulnerabilidad, resultan tener mayor *spread* sobre el soberano (Mendoza 119bps y Chubut 225bps) que las que resultan más fuertes (Ciudad de Buenos Aires y Chaco).

Es necesario hacer una aclaración respecto de la Provincia del Chaco, cuyo diferencial es de 465bps, ya que el *spread* estaría explicado principalmente por el default ocurrido en 2012, mencionado en secciones anteriores.

En un segundo nivel se encuentra la Provincia de Buenos Aires, cuya vulnerabilidad está en el porcentaje de ratio deuda ingresos (que asciende a casi 70%) y representa un diferencial respecto al soberano de 125bps.

En el caso de Córdoba, cuya vulnerabilidad está dada básicamente por su alta proporción de deuda en dólares, el mercado considera que la misma no resulta significativa para definir el *spread* sobre el soberano debido a lo expresado párrafos atrás, este riesgo está implícito en el riesgo soberano.

Por último, el déficit promedio superior al 4% que presenta Neuquén no representa una vulnerabilidad clara para el mercado ya que el diferencial se ubica en el orden de 58bps. Esto podría deberse al potencial desarrollo que pueda tener el proyecto de Vaca Muerta, cuya tributación podría mejorar considerablemente las arcas públicas de la provincia mencionada descontando que en un futuro cercano, los ingresos reales podrían crecer en una cuantía superior a este porcentaje.

Como conclusión general, se podría establecer una relación entre las vulnerabilidades analizadas en el modelo de sustentabilidad y las consideraciones que hace el mercado para la compraventa de títulos de deuda subsoberana.

6. Conclusiones y reflexiones finales

A través del presente trabajo se ha buscado mostrar una versión del modelo de sustentabilidad de la deuda aplicado a los sub-soberanos de Argentina. Para ello se hicieron los análisis fiscales de cada una, para lograr entender los desafíos y virtudes de cada una. Con esa información complementaria, se transformó la ecuación de sustentabilidad propuesta en el texto de Eduardo Ley “*Fiscal (and External) Sustainability*” para que quede acorde a las necesidades de la coyuntura provincial.

El modelo aquí presentado posee como principal ventaja que con una pequeña cantidad de datos (el stock de deuda, los ingresos corrientes vigentes, la proporción de la deuda en moneda local y extranjera), uno puede armar escenarios de comportamiento que pueden considerarse al momento de la emisión de nueva deuda.

Del análisis de los escenarios se pudo ponderar aquellas jurisdicciones respecto a sus vulnerabilidades, mostrando que para 2019, cuatro de las ocho provincias poseen un ratio

deuda ingresos corrientes superior al 50% en los escenarios de victoria del oficialismo en las elecciones de medio término, mientras que seis de las ocho (sólo Córdoba y Entre Ríos están por debajo de la marca) superan ese porcentaje en escenarios en caso que no consiga imponerse en las mismas.

Por otra parte, dado el déficit financiero promedio a financiar, hay cuatro provincias que deben realizar cambios significativos en la estructura fiscal para poder reducir ese margen y lograr equilibrio fiscal.

Los resultados de las simulaciones muestran que, en general, existe margen para continuar con un sendero de financiamiento del déficit vía endeudamiento dado que la mayoría de las provincias presentan ratios manejables en la actualidad y en los escenarios de stress mostraron que la evolución de los ratios serían manejables al menos hasta 2019. En sintonía con lo anterior, es necesario ser precavidos ante cualquier cambio en la coyuntura tanto local, regional como internacional, como puede ser, por ejemplo, un cambio de gobierno nacional en 2019 o un plan de promoción fiscal en Estados Unidos, repercutiendo en las economías subsoberanas y, por tanto, en sus capacidades de captar ingresos.

Existen varias aplicaciones válidas para este modelo, pudiendo entender cómo afectan los escenarios al ratio de deuda como así también el establecimiento de metas concretas para una mejor previsión para la administración de los pasivos provinciales.

Por otra parte, y dados los resultados de las regresiones, la significatividad de las variables ratio de deuda ingresos, la liquidez del bono en el mercado, la historia de la jurisdicción y la proporción de los ingresos provenientes de coparticipación resultan importantes para la determinación del spread sobre soberano es importante poder hacer proyecciones con el fin de poder anticiparse a movimientos futuros en la curva de bonos de Argentina.

Como complemento al nivel de deuda sustentable, se podría proponer la utilización de ratios alternativos que ponderen el nivel de amortización a vencer para aportar intertemporalidad al análisis. Como premisa que a más años de vida promedio de capital del stock de deuda, mejor salud de la deuda ya que se considera que los vencimientos están distribuidos en el tiempo y permite a la provincia generar un flujo que permita el repago correspondiente. En este trabajo no se abordó este ratio alternativa ante la dificultad de encontrar los datos necesarios para su modelización.

En el mismo sentido, el supuesto del modelo presentado en este trabajo, supone que en cada periodo hay repago total de la deuda de cada distrito. La prima por riesgo de repago se aplica de igual manera a toda la deuda cuando en la realidad existen limitaciones al respecto. Como ejemplo se puede pensar en un bono con un plazo de cien años versus uno de cinco años. Ambos riesgos no resultan comparables a priori y sería necesario ahondar el propio para cada tramo de la curva.

Por otra parte, al momento del repago es importante estimar qué tasas podrían ser las de mercado por cada tipo de deuda, para constituir una administración de pasivos que resulte acorde a la jurisdicción analizada. Por esto es también necesario considerar hoy los rendimientos de mercado y en particular el spread sobre el soberano aplicado a cada una de ellas.

Es importante destacar que en la actualidad las provincias y la Ciudad Autónoma de Buenos Aires se encuentran en discusiones acerca de una nueva Ley de Responsabilidad Fiscal¹⁴ que permita incluir a todos los subsoberanos (en la actualidad, Ciudad Autónoma de Buenos Aires, Provincia de La Pampa y Provincia de San Luis están fuera del régimen), buscando con ello que el Estado Nacional tenga acceso a toda la información fiscal de los distritos. Con ello se busca armar un esquema de premios y castigos para la entrega de transferencias acorde a la concreción de metas estipuladas en el proyecto de Ley.

Como reflexión final y teniendo en cuenta el contexto actual en el que la coyuntura nacional ha virado a un esquema de financiamiento vía deuda pública, resulta imprescindible tomar conciencia de los riesgos y beneficios que puede acarrear en un futuro, el repago de la deuda actual ya que la administración de pasivos permite aplazar el pago final de un bono (haciendo *rollover* del capital) pero en el límite tendiendo a infinito, deberá pagarlo con crecimiento (de otra manera, la deuda estaría funcionando como un esquema Ponzi), sin tener en cuenta que sumado al capital, los intereses pueden volverse muy altos como proporción del gasto, perjudicando la salud de las provincias.

¹⁴ Diario Ámbito Financiero (10-03-2017) <http://www.ambito.com/875403-queremos-negociar-nueva-ley-de-responsabilidad-fiscal>

7. Bibliografía

- Arenas de Mesa, Alberto (2016): “Sostenibilidad fiscal y reformas tributarias en América Latina“
- Buiters, Willem H. (2009): *Fiscal Sustainability Paper presentado en the Egyptian Center for Economic Studies in Cairo el 19 de octubre de 2009.*
- Égert, Balázs: Public Debt, economic growth and non-linear effects: myth or reality?
- Equipo de estrategia de Puente Hnos (2017): “Factores de riesgo detrás de las valuaciones a las provincias”.
- Galati, G.; A. Heath y P. McGuire (2007): “Indicadores de actividad de *carry trade*”, *Informe trimestral del BPI.*
- Lavoie, M. (2002): “Interest parity, risk premia, and Post Keynesian analysis”, *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 3, pp. 237-249.
- Ley, Eduardo (2010): Fiscal (and External) Sustainability – *Economic Policy and Debt Department, PREM, The World Bank*
- Reinhart, Carmen M.; Reinhart, Vincent y Rogoff, Kenneth (2015): “Dealing with Debt”
- Sargent, Thomas J. Y Wallace Neil (1981): “Some Unpleasant Monetarist Arithmetic”
- World Bank (2009) A Guide to LIC Debt Sustainability Analysis

8. Anexos

Proyecciones relevantes:

. reg spread refin

Source	SS	df	MS			
Model	4397.34881	1	4397.34881	Number of obs =	8	
Residual	135618.022	6	22603.0036	F(1, 6) =	0.19	
Total	140015.371	7	20002.1958	Prob > F =	0.6746	
				R-squared =	0.0314	
				Adj R-squared =	-0.1300	
				Root MSE =	150.34	

spread	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
refin	886.9396	2010.859	0.44	0.675	-4033.456	5807.335
_cons	195.9396	87.67187	2.23	0.067	-18.58577	410.4649

. reg spread deuda

Source	SS	df	MS			
Model	4277.11018	1	4277.11018	Number of obs =	8	
Residual	135738.26	6	22623.0434	F(1, 6) =	0.19	
Total	140015.371	7	20002.1958	Prob > F =	0.6789	
				R-squared =	0.0305	
				Adj R-squared =	-0.1310	
				Root MSE =	150.41	

spread	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
deuda	120.5995	277.3613	0.43	0.679	-558.079	799.278
_cons	107.8701	142.1437	0.76	0.477	-239.9429	455.6831

. reg spread pp

Source	SS	df	MS			
Model	50705.2027	1	50705.2027	Number of obs =	8	
Residual	89310.1678	6	14885.028	F(1, 6) =	3.41	
Total	140015.371	7	20002.1958	Prob > F =	0.1145	
				R-squared =	0.3621	
				Adj R-squared =	0.2558	
				Root MSE =	122	

spread	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
pp	159.225	86.27001	1.85	0.114	-51.8701	370.3201
_cons	85.575	61.00211	1.40	0.210	-63.69178	234.8418

. reg spread gdp

Source	SS	df	MS			
Model	23117.5455	1	23117.5455	Number of obs =	8	
Residual	116897.825	6	19482.9708	F(1, 6) =	1.19	
Total	140015.371	7	20002.1958	Prob > F =	0.3178	
				R-squared =	0.1651	
				Adj R-squared =	0.0260	
				Root MSE =	139.58	

spread	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
gdp	-505.6399	464.1924	-1.09	0.318	-1641.478	630.198
_cons	212.7809	65.91185	3.23	0.018	51.50037	374.0613

. reg spread liqui

Source	SS	df	MS			
Model	35676.458	1	35676.458	Number of obs =	8	
Residual	104338.912	6	17389.8187	F(1, 6) =	2.05	
Total	140015.371	7	20002.1958	Prob > F =	0.2020	
				R-squared =	0.2548	
				Adj R-squared =	0.1306	
				Root MSE =	131.87	

spread	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
liqui	137.94	96.30457	1.43	0.202	-97.70879	373.5888
_cons	113.46	58.97426	1.92	0.103	-30.84483	257.7648

CABA: ESQUEMA AHORRO INVERSIÓN FINANCIAMIENTO

	Cta Inv 2011 Percibido-Devengado	Cta Inv 2012 Percibido-Devengado	Cta Inv 2013 Percibido-Devengado	Cta Inv 2014 Percibido-Devengado	Cta Inv 2015 Percibido-Devengado	Vig.31/12/2016	Sancion 2017
I. Ingresos Corrientes							
Ingresos tributarios	24,194,547,193	31,205,029,747	44,688,216,453	60,199,236,461	76,854,743,499	127,355,880,197	158,221,645,830
Ingresos no tributarios	968,031,147	1,138,386,233	1,810,901,980	2,227,441,992	2,749,917,850	4,329,273,397	5,673,506,911
Venta de bienes y servicios de las administraciones públicas	149,421,538	212,764,773	229,797,548	396,956,485	511,426,979	682,846,625	767,374,727
Rentas de la propiedad	108,397,713	133,910,449	140,178,796	300,451,746	117,006,327	1,065,000,000	600,000,000
Transferencias corrientes	344,952,410	614,210,893	479,838,760	589,379,309	716,673,790	1,720,943,493	2,158,860,411
Total Ingresos Corrientes	25,765,350,001	33,304,302,095	47,348,933,539	63,713,465,993	80,949,768,444	135,153,943,712	167,421,387,879
*Ing copa	2,565,569,200	3,248,262,000	4,219,793,400	5,757,940,186	7,865,251,934	28,522,360,000	37,068,646,300
II. Gastos Corrientes							
Remuneraciones al personal	13,264,603,924	17,340,628,321	23,215,409,649	30,778,437,600	42,188,224,372	67,658,182,269	82,539,001,366
Gastos de consumo	5,806,216,103	7,894,403,742	10,430,207,687	14,987,607,229	21,584,905,349	31,369,672,086	37,969,837,654
Impuestos directos	18,959	299,201	5,667	24,425	213,474.00	20,035	0
Transferencias corrientes	3,299,708,514	4,291,255,980	6,535,100,901	8,131,011,056	11,119,178,900	15,557,325,411	18,780,652,589
Total Gastos Corrientes	22,370,547,500	29,526,587,244	40,180,723,904	53,897,080,310	74,892,522,095	114,585,199,801	139,289,491,609
III. Resultado Económico Primario (I - II)	3,394,802,500.19	3,777,714,851.79	7,168,209,635.00	9,816,385,683.00	6,057,246,349.45	20,568,743,911.00	28,131,896,270.00
*Resultado corriente (sin intereses)	2,964,161,234.23	3,298,749,408.48	6,390,323,801.00	8,534,249,873.00	4,107,083,320.28	16,130,734,879.00	21,727,450,267
IV. Recursos de Capital							
Recursos propios de capital	137,228,156	39,234,007	43,772,189	95,844,505	99,471,219	174,306,385	103,000,000
Transferencias de capital	252,092,843	219,109,905	281,332,811	408,235,271	403,530,161	1,078,712,726	3,831,803,395
Disminución de la inversión financiera		201,181,916	118,480,878	143,533,134			
Recuperación de Prestamos de Corto y Largo Plazo	91,374,638				254,630,858	60,420,000	1,275,165,500.0
Total Recursos de Capital	480,695,637	459,525,828	443,585,878	647,612,909	757,632,238	1,343,190,640	5,209,968,895
V. Gastos de Capital							
Inversión real directa	4,148,251,914	5,019,794,345	9,262,622,645	12,092,422,422	12,339,342,305	23,591,448,409	30,763,738,490
Transferencias de capital	39,548,867	105,997,927	582,529,636	143,929,866	123,772,896	(otros)	(otros)
Inversión financiera	119,334,608	101,270,272	94,618,041	1,453,601,964	151,527,163	3,783,374,111	2,349,081,589
Total Gastos de Capital	4,307,135,389	5,227,062,544	9,939,770,322	13,689,954,252	12,614,642,365	27,374,822,520	33,112,820,079
VI. Recursos Totales (I + IV)	26,246,045,638	33,763,827,923	47,792,519,416	64,361,078,902	81,707,400,682	136,497,134,352	172,631,356,774
VII. Gasto Primario (II + V)	26,677,682,889	34,753,649,787	50,120,494,226	67,587,034,562	87,507,164,460	141,960,022,321	172,402,311,688
VIII. Resultado Primario (VI - VII)	-431,637,252	-989,821,864	-2,327,974,809	-3,225,955,659	-5,799,763,778	-5,462,887,969	229,045,086
IX. Intereses Deuda Pública	430,641,266	478,965,443	777,885,834	1,282,135,810	1,950,163,029	4,438,009,032	6,404,446,003
X. Gastos Totales (VII + IX)	27,108,324,155	35,232,615,231	50,898,380,060	68,869,170,371	89,457,327,489	146,398,031,353	178,806,757,691
XIII. Resultado Financiero (VI - X)	-862,278,518	-1,468,787,308	-3,105,860,643	-4,508,091,469	-7,749,926,807	-9,900,897,001	-6,175,400,917

Esquema Ahorro inversión
Provincia de Buenos Aires

(Millones de pesos)

	2011		2012		2013		2014		2015		sep-16		Proyección de cierre 2016		Presupuesto 2017	
Recursos corrientes	86,932	96%	108,260	97%	146,618	98%	198,002	98%	268,937	98%	258,978	98%	376,511	98%	478,671	98%
Total Recursos Impositivos	61,276	70%	78,981	73%	110,381	75%	147,397	74%	197,116	73%	192,046	74%	257,567	68%	332,481	69%
de origen provincial	35,193	40%	46,128	43%	67,632	46%	89,532	45%	118,778	44%	117,984	46%	155,263	41%	200,433	42%
de origen nacional	26,083	30%	32,853	30%	42,749	29%	57,865	29%	78,338	29%	74,062	29%	102,304	27%	132,048	28%
Contribuciones a la Seguridad Social	14,955	17%	20,308	19%	25,930	18%	32,787	17%	48,286	18%	43,811	17%	65,824	17%	79,182	17%
Recursos no tributarios	10,701	12%	8,971	8%	10,307	7%	17,818	9%	23,535	9%	23,121	9%	53,120	14%	67,008	14%
Otros recursos no tributarios	2,085	19%	2,961	33%	4,042	39%	5,425	30%	6,636	28%	4,768	21%	8,697	16%	10,224	15%
Transferencias corrientes	8,616	81%	6,010	67%	6,265	61%	12,393	70%	16,899	72%	18,353	79%	44,423	84%	56,784	85%
Provinciales	2,663	31%	4,093	68%	3,731	60%	4,565	37%	5,541	33%	3,680	20%	6,498	15%	8,973	16%
Nacionales	5,766	67%	1,790	30%	2,534	40%	7,613	61%	11,139	66%	14,490	79%	37,925	85%	47,811	84%
Otras	187	2%	127	2%	0	0%	215	2%	219	1%	183	1%	0	0%	0	0%
Gastos Corrientes	92,733	94%	116,165	97%	146,386	97%	194,649	96%	284,757	96%	266,375	96%	387,441	94%	478,315	92%
Personal	46,727	50.4%	59,030	50.8%	72,908	49.8%	98,236	50.5%	147,830	51.9%	139,082	52.2%	195,638	50.5%	243,753	51.0%
Bienes y Servicios	6,224	6.7%	6,821	5.9%	7,031	4.8%	10,372	5.3%	17,472	6.1%	11,152	4.2%	20,840	5.4%	25,679	5.4%
Rentas de la propiedad	2,544	2.7%	3,545	3.1%	4,347	3.0%	6,721	3.5%	9,874	3.5%	8,348	3.1%	14,446	3.7%	22,648	4.7%
Prestaciones de la Seguridad Social	15,437	16.6%	22,089	19.0%	28,776	19.7%	35,171	18.1%	50,006	17.6%	49,357	18.5%	68,486	17.7%	82,207	17.2%
Transferencias Corrientes	21,789	23.5%	24,668	21.2%	33,187	22.7%	44,146	22.7%	59,569	20.9%	58,430	21.9%	88,031	22.7%	104,028	21.7%
Otros	12	0.0%	12	0.0%	137	0.1%	3	0.0%	6	0.0%	6	0.0%	0	0.0%	0	0.0%
Resultado Económico	-5,801		-7,905		232		3,353		-15,820		-7,397		-10,930		356	
Recursos de Capital	3,359		3,171		3,434		4,981		5,369		5,695		7,258		9,159	
Gastos de Capital	5,704	6%	4,126	3%	4,695	3%	7,535	4%	11,018	4%	11,980	4%	25,937	6%	44,288	8%
Inversión Real Directa	2,431	43%	1,624	39%	2,002	43%	3,870	51%	5,240	48%	2,745	23%	11,615	45%	26,816	61%
Transferencias de Capital	2,248	39%	1,572	38%	1,729	37%	2,587	34%	3,028	27%	6,744	56%	10,802	42%	13,874	31%
Inversión Financiera	1,025	18%	930	23%	964	21%	1,078	14%	2,750	25%	2,491	21%	3,520	14%	3,598	8%
Recursos Totales	90,291		111,431		150,052		202,983		274,306		264,673		383,769		487,830	
Gastos Totales	98,437		120,291		151,081		202,184		295,775		278,355		413,378		522,603	
Resultado Primario (RECURSOS TOTALES-GASTOS TOTALES SIN INTERESES)	-5,602		-5,315		3,318		7,520		-11,595		-5,334		-15,163		-12,125	0
Resultado Financiero	-8,146		-8,860		-1,029		799		-21,469		-13,682		-29,609		-34,773	0

Esquema Ahorro inversión
Provincia de Chaco

(Millones de pesos)

	2011		2012		2013		2014		2015		mar-16		Proyección 2016	
Recursos corrientes	8,741	90%	10,856	91%	14,303	89%	19,837	88%	26,893	87%	7,128	91%	28,512	
Total Recursos Impositivos	7,639	87%	9,684	89%	13,090	92%	17,921	90%	24,479	91%	6,777	95%	27,107	
de origen provincial	1,063	12%	1,311	12%	2,139	15%	2,796	14%	3,884	14%	1,153.90	16%	4,616	
de origen nacional	6,576	75%	8,372	77%	10,951	77%	15,126	76%	20,595	77%	5,622.80	79%	22,491	79%
Contribuciones a la Seguridad Social	0	0%	0	0%	0									
Recursos no tributarios	1,102	13%	1,173	11%	1,213	8%	1,915	10%	2,414	9%	351	5%	1,405	
Otros recursos no tributarios	103	9%	121	10%	154	13%	192	10%	271	11%	104.4	30%	418	
Transferencias corrientes	998.34	91%	1,051.35	90%	1,059.64	87%	1,723.80	90%	2,142.92	89%	246.9	70%	988	
Provinciales		0%		0%		0%		0%		0%	0	0%	0	
Nacionales		0%		0%		0%		0%		0%	0	0%	0	
Otras		0%		0%		0%		0%		0%	0	0%	0	
Gastos Corrientes	8,518	84%	10,958	87%	13,936	82%	18,449	81%	25,587	81%	6,153	84%	24,611	
Personal	5,089.35	59.7%	6,732.02	61.4%	8,641.40	62.0%	11,656.15	63.2%	16,146.14	63.1%	4,347.30	70.7%	17,389	
Bienes y Servicios	884.85	10.4%	1,098.37	10.0%	1,408.08	10.1%	1,764.93	9.6%	2,387.78	9.3%	362.1	5.9%	1,448	
Rentas de la propiedad	39.31	0.5%	86.89	0.8%	134.79	1.0%	296.21	1.6%	314.95	1.2%	87	1.4%	348	
Prestaciones de la Seguridad Social		0.0%		0.0%		0.0%		0.0%		0.0%		0.0%	0	
Transferencias Corrientes	2,504.82	29.4%	3,040.82	27.7%	3,751.53	26.9%	4,731.48	25.6%	6,738.39	26.3%	1,356.30	22.0%	5,425	
Otros		0.0%		0.0%		0.0%		0.0%		0.0%		0.0%	0	
Resultado Económico	223		-102		367		1,388		1,306		975		3,901	4.9%
Recursos de Capital	983		1,103		1,787		2,809		4,104		701		2,803	
Gastos de Capital	1,660	16%	1,571	13%	3,045	18%	4,409	19%	6,039	19%	1,131	16%	4,524	
Inversión Real Directa	1,299.61	78%	1,141.71	73%	1,967.61	65%	2,908.89	66%	4,178.31	69%	602.4	53%	2,410	
Transferencias de Capital	301.38	18%	343.24	22%	693.45	23%	1,011.23	23%	878.71	15%	131.8	12%	527	
Inversión Financiera	59.32	4%	85.72	5%	384.38	13%	489.32	11%	981.94	16%	396.9	35%	1,588	
Recursos Totales	9,724		11,959		16,090		22,645		30,998		7,829		31,315	
Gastos Totales	10,179		12,529		16,981		22,858		31,626		7,284		29,135	
Resultado Primario (RECURSOS TOTALES- GASTOS TOTALES SIN INTERESES)	-415		-483		-756		83		-314		632		2,528	
Resultado Financiero	-454		-570		-891		-213		-629		545		2,180	

Fiscal Results

Chubut

(in millions of Pesos. except as otherwise indicated)(1)

	For the year ended December 31.					
	2011	2012	2013	2014	2015	2016
	Ps, Millions					
Current Account						
Current Revenues						
Federal Tax Transfers	1,529.40	2,034.10	2,765.00	3,723.50	5,129.20	5,919.20
Other Federal Transfers	679	684.6	880.2	1,229.00	1,617.80	1,523.6
Federal Contributions	155	204.3	273.4	287.6	391.4	453.2
Total Federal Transfers	2,363.40	2,923.00	3,918.60	5,240.10	7,138.40	7,895.60
						0
Provincial Taxes Revenues	1,262.00	1,591.70	2,267.30	3,478.90	4,792.60	5,144.40
Provincial Non-Tax Revenues	2,627.60	2,870.00	3,424.10	5,647.60	5,291.70	7,597.20
Hydrocarbon Royalties	2,024.20	2,333.70	2,553.20	3,999.00	3,766.40	4,607.20
Hydroelectric Royalties	34.4	39.4	43.9	37.2	43.6	39.2
Other Non-Tax Revenues	569	496.9	826.9	1,611.40	1,481.70	2,950.8
Total Provincial Revenues	3,889.60	4,461.70	5,691.20	9,126.50	10,084.30	12,741.60
		0.15	0.28	0.60	0.10	0.26
Total Current Revenues	6,253.00	7,384.80	9,609.90	14,366.50	17,222.80	20,637.20
Current Expenditures						0
Personnel	3,464.30	4,675.80	6,348.70	9,423.10	12,966.90	13,792.80
Goods and Services	702.8	800.4	1,009.30	1,358.70	1,663.40	938
Current Transfers	661.1	757.3	993	1,457.00	1,853.00	1,778.4
Miscellaneous	46.3	53.5	92	161.7	194.5	590.8
Total Current Expenditures	4,874.40	6,287.00	8,443.00	12,400.60	16,677.80	17,100.00
Current Account Balance	1,352.40	1,071.20	1,108.00	1,864.20	428.70	3,022.80
						0
Capital Account						0
Revenues from asset sale, capital transfers and loan repayments	204.6	333.9	505.1	643.9	795.5	737.2
Capital Expenditures						0
Capital investments	1,084.00	1,072.30	1,260.80	1,513.50	1,614.90	921.2
Transfers for Public Investments	638.8	595.4	860.1	2,159.10	2,103.00	1,943.2
Financial Investment	91.8	77.4	60.8	71.5	120.7	51.2
Total Capital Expenditures	1,814.60	1,745.10	2,181.70	3,744.10	3,838.70	2,915.6
						0
Total Capital Account	-1,610.00	-1,411.20	-1,676.60	-3,100.20	-3,043.20	-2,178.4
						0
Total Revenues	6,457.70	7,718.70	10,115.00	15,010.40	18,018.30	21,374.40
Total Expenditures	6,689.00	8,032.10	10,624.70	16,144.70	20,516.40	20,015.60
Primary Result	-205.1	-286.9	-450.8	-1,032.60	-2,381.80	1,873.2
						0
Interest Expense	26.2	26.6	58.9	101.7	116.3	514.4
Total Surplus /(Deficit)	-231.3	-313.5	-509.7	-1,134.30	-2,498.10	1,358.8

Fiscal Results of the Province (consolidated)

(in millions of current Pesos)

For the fiscal year ended December 31,

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
	In Ps.					
Current Revenues						
Tax Revenues	18,731.00	23,593.00	32,067.00	44,610.00	59,869.00	60,354.00
Provincial Tax Revenues	7,029.00	8,715.00	12,647.00	17,887.00	23,005.00	22,409.00
Federal Tax Revenues	11,702.00	14,878.00	19,420.00	26,723.00	36,864.00	37,945.00
Social Security Contributions	5,608.00	7,069.00	9,221.00	12,654.00	17,412.00	17,019.00
Non-Tax Revenues	1,132.00	2,014.00	3,225.00	4,277.00	5,379.00	6,216.00
Sales of Goods and Services	105.00	152.00	97.00	124.00	145.00	183.00
Interest and Real Estate Revenues	14.00	37.00	7.00	3.00	11.00	537.00
Current Transfers	1,735.00	1,560.00	1,723.00	2,257.00	2,999.00	3,233.00
Total Current Revenues	27,325.00	34,425.00	46,340.00	63,926.00	85,816.00	87,542.00
Current Expenditures						
Consumption Expenditures	13,593.00	17,316.00	22,645.00	31,394.00	44,609.00	41,349.00
Personnel	11,220.00	14,228.00	18,639.00	26,169.00	36,255.00	34,560.00
Goods and Services	2,373.00	3,089.00	4,006.00	5,225.00	8,354.00	6,789.00
Other Expenditures	-	-	-	-	-	-
Interest and Real Estate Expenses	472.00	515.00	665.00	1,136.00	1,251.00	1,791.00
Social Security Payments	6,920.00	8,450.00	10,074.00	13,425.00	17,986.00	18,102.00
Current Transfers	5,207.00	7,370.00	9,648.00	13,557.00	17,795.00	16,721.00
Transfers to Municipalities	2,991.00	3,725.00	5,063.00	7,049.00	8,939.00	8,613.00
Other Capital Transfers	159.00	1,011.00	1,097.00	1,531.00	2,081.00	1,770.00
Transfers to Private Sector	2,057.00	2,635.00	3,488.00	4,977.00	6,774.00	6,338.00
Other Expenditures	-	-	-	-	-	-
Total Current Expenditures	26,191.00	33,652.00	43,031.00	59,513.00	81,641.00	77,963.00
Current Account Balance	1,134.00	773.00	3,309.00	4,413.00	4,175.00	9,578.00
Capital Revenues						
Revenues from Asset Sales, Capital Transfer & Financial Investment	1,702.00	933.00	1,147.00	1,615.00	1,569.00	2,128.00
Total Capital Revenues	1,702.00	933.00	1,147.00	1,615.00	1,569.00	2,128.00
Capital Expenditures						
Capital Investments	3,064.00	1,457.00	2,596.00	3,664.00	6,809.00	4,561.00
Capital Transfers	674.00	361.00	660.00	1,063.00	1,377.00	730.00
Transfers to Municipalities	326.00	241.00	372.00	503.00	660.00	536.00
Other Capital Transfers	348.00	119.00	289.00	560.00	717.00	194.00
Financial Investment	199.00	84.00	86.00	54.00	71.00	348.00
Other Expenditures	-	-	-	-	-	-
Total Capital Expenditures	3,938.00	1,902.00	3,342.00	4,782.00	8,256.00	5,639.00
TOTAL REVENUES	29,027.00	35,358.00	47,487.00	65,541.00	87,385.00	89,670.00
TOTAL EXPENDITURES	30,129.00	35,553.00	46,373.00	64,295.00	89,897.00	83,602.00
TOTAL SURPLUS	-1,102.00	-196.00	1,114.00	1,246.00	2,512.00	6,067.00

Esquema Ahorro inversión
Provincia de Entre Ríos

(Millones de pesos)

	2011		2012		2013		2014		2015	Presupuesto 2016		
Recursos corrientes	12,573	93%	16,098	93%	20,612	93%	29,395	93%	42,275	95%	51,748	91%
Total Recursos Impositivos	8,408	67%	11,029	69%	14,656	71%	21,007	71%	27,807	66%	34,575	67%
de origen provincial	1,954	16%	2,834	18%	3,936	19%	6,259	21%	7,709	18%	9,208	18%
de origen nacional	6,453	51%	8,194	51%	10,721	52%	14,748	50%	20,098	48%	25,367	49%
Contribuciones a la Seguridad Social	2,258	18%	2,935	18%	3,842	19%	5,395	18%	7,506	18%	8,808	17%
Recursos no tributarios	1,907	15%	2,135	13%	2,113	10%	2,993	10%	6,963	16%	8,366	16%
Otros recursos no tributarios	1,064	56%	1,316	62%	1,400	66%	1,851	62%	5,449	78%	7,060	84%
Transferencias corrientes	843	44%	819	38%	714	34%	1,142	38%	1,514	22%	1,307	16%
Provinciales		0%		0%		0%		0%		0%		0%
Nacionales	843	100%	819	100%	714	100%	1,142	100%	1,514	100%	1,307	100%
Otras		0%		0%		0%		0%		0%		0%
Gastos Corrientes	12,303	86%	15,678	87%	20,433	87%	28,876	87%	42,552	91%	49,273	85%
Personal	5,997	48.7%	7,620	48.6%	9,902	48.5%	14,267	49.4%	19,523	45.9%	21,565	43.8%
Bienes y Servicios	1,545	12.6%	1,929	12.3%	2,499	12.2%	3,492	12.1%	4,595	10.8%	5,962	12.1%
Rentas de la propiedad	52	0.4%	76	0.5%	160	0.8%	229	0.8%	470	1.1%	848	1.7%
Prestaciones de la Seguridad Social	2,594	21.1%	3,311	21.1%	4,291	21.0%	6,049	20.9%	8,399	19.7%	9,178	18.6%
Transferencias Corrientes	2,114	17.2%	2,742	17.5%	3,580	17.5%	4,839	16.8%	6,286	14.8%	7,829	15.9%
Otros		0.0%		0.0%		0.0%		0.0%	3,279	7.7%	3,891	7.9%
Resultado Económico	270		420		179		519		-277		2,476	0
Recursos de Capital	983		1,243		1,492		2,157		2,422		5,289	
Gastos de Capital	2,038	14%	2,368	13%	2,967	13%	4,260	13%	4,368	9%	8,800	15%
Inversión Real Directa	1,599	78%	1,714	72%	2,119	71%	3,072	72%	2,790	64%	6,699	76%
Transferencias de Capital	247	12%	239	10%	323	11%	479	11%	599	14%	1,054	12%
Inversión Financiera	193	9%	415.3	18%	525.2	18%	708	17%	979	22%	1,048	12%
Recursos Totales	13,556		17,342		22,104		31,552		44,697		57,037	
Gastos Totales	14,341		18,046		23,400		33,136		46,919		58,073	
Resultado Primario (RECURSOS TOTALES- GASTOS TOTALES SIN INTERESES)	-733		-629		-1,136		-1,355		-1,752		-188	
Resultado Financiero	-785		-705		-1,296		-1,584		-2,222		-1,036	

Esquema Ahorro inversión
Provincia de Mendoza

(Millones de pesos)

	2011		2012		2013		2014		2015		2016	
Recursos corrientes	10,934	97%	15,013	98%	19,724	98%	27,647	97%	35,897	98%	47,129	98%
Total Recursos Impositivos	8,477	78%	11,577	77%	16,146	82%	22,298	81%	29,592	82%	41,483	88%
de origen provincial	2,912	27%	4,549	30%	6,979	35%	9,764	35%	12,397	35%	16,042	34%
de origen nacional	5,565	51%	7,028	47%	9,167	46%	12,535	45%	17,195	48%	25,441	54%
Contribuciones a la Seguridad Social		0%										
Recursos no tributarios	2,457	22%	3,436	23%	3,578	18%	5,349	19%	6,305	18%	5,646	12%
Otros recursos no tributarios	1,867	76%	2,645	77%	2,682	75%	3,744	70%	4,269	68%	5,646	100%
Transferencias corrientes	590	24%	792	23%	896	25%	1,605	30%	2,036	32%	0	0%
Provinciales		0%		0%		0%		0%		0%		
Nacionales	590	100%	792	100%	896	100%	1,605	100%	2,036	100%		
Otras		0%		0%		0%		0%		0%		
Gastos Corrientes	11,065	88%	15,242	93%	20,389	94%	27,274	94%	37,976	94%	50,225	94%
Personal	6,314	57.1%	8,992	59.0%	12,048	59.1%	16,278	59.7%	23,369	61.5%	30,255	60.2%
Bienes y Servicios	1,439	13.0%	1,929	12.7%	2,593	12.7%	3,121	11.4%	4,346	11.4%	5,742	11.4%
Rentas de la propiedad	196	1.8%	213	1.4%	469	2.3%	712	2.6%	752	2.0%	1,923	3.8%
Prestaciones de la Seguridad Social		0.0%		0.0%		0.0%		0.0%		0.0%		0.0%
Transferencias Corrientes	3,116	28.2%	4,107	26.9%	5,279	25.9%	7,162	26.3%	9,509	25.0%	12,297	24.5%
Otros		0.0%		0.0%		0.0%		0.0%		0.0%	9	0.0%
Resultado Económico	-131		-229		-665		373		-2,079		-3,096	0
Recursos de Capital	368		370		467		732		696		854	
Gastos de Capital	1,475	12%	1,090	7%	1,231	6%	1,664	6%	2,383	6%	3,243	6%
Inversión Real Directa	1,254	85%	868	80%	822	67%	1,083	65%	1,745	73%	2,280	70%
Transferencias de Capital	173	12%	145	13%	262	21%	333	20%	421	18%		0%
Inversión Financiera	48	3%	76.7	7%	147.1	12%	247	15%	217	9%	962	30%
Recursos Totales	11,303		15,383		20,191		28,379		36,592		47,983	
Gastos Totales	12,540		16,332		21,619		28,937		40,359		53,468	
Resultado Primario (RECURSOS TOTALES- GASTOS TOTALES SIN INTERESES)	-1,042		-736		-960		154		-3,015		-3,562	
Resultado Financiero	-1,237		-949		-1,429		-558		-3,767		-5,485	

Esquema Ahorro inversión
Provincia de Neuquen

(Millones de pesos)

	2011		2012		2013		2014		2015		2016	
Recursos corrientes	8,281	97%	10,066	96%	12,910	96%	20,593	96%	25,842	93%	31,825	93%
Total Recursos Impositivos	4,417	53%	5,585	55%	7,846	61%	11,368	55%	15,343	59%	19,934	63%
de origen provincial	2,004	24%	2,596	26%	3,854	30%	5,943	29%	7,791	30%	10,470	33%
de origen nacional	2,413	29%	2,988	30%	3,992	31%	5,425	26%	7,552	29%	9,463	30%
Contribuciones a la Seguridad Social	0%		0%		0%		0%		0%		0%	
Recursos no tributarios	1,103	13%	1,369	14%	1,617	13%	3,629	18%	4,192	16%	4,601	14%
Otros recursos no tributarios	1,523	138%	1,816	133%	2,093	129%	4,422	122%	5,140	123%	3,832	83%
Transferencias corrientes	420	38%	447	33%	475	29%	793	22%	949	23%	768	17%
Provinciales		0%		0%		0%		0%		0%		0%
Nacionales	420	100%	447	100%	475	100%	793	100%	949	100%	768	100%
Otras		0%		0%		0%		0%		0%		0%
Gastos Corrientes	8,038	90%	10,295	90%	12,598	89%	18,747	87%	27,270	87%	29,998	84%
Personal	4,920	61.2%	6,568	63.8%	7,961	63.2%	11,953	63.8%	18,149	66.6%	19,029	63.4%
Bienes y Servicios	1,229	15.3%	1,555	15.1%	1,942	15.4%	2,765	14.7%	3,711	13.6%	4,299	14.3%
Rentas de la propiedad	285	3.5%	260	2.5%	318	2.5%	478	2.5%	769	2.8%	987	3.3%
Prestaciones de la Seguridad Social		0.0%		0.0%		0.0%		0.0%		0.0%		0.0%
Transferencias Corrientes	1,605	20.0%	1,912	18.6%	2,377	18.9%	3,552	18.9%	4,623	17.0%	5,683	18.9%
Otros		0.0%		0.0%		0.0%		0.0%	19	0.1%		0.0%
Resultado Económico	243		-229		312		1,846		-1,428		1,827	0
Recursos de Capital	252		385		545		944		1,908		2,246	
Gastos de Capital	913	10%	1,158	10%	1,536	11%	2,870	13%	3,962	13%	5,696	16%
Inversión Real Directa	441	48%	560	48%	702	46%	1,239	43%	2,053	52%	2,954	52%
Transferencias de Capital	244	27%	222	19%	283	18%	562	20%	532	13%	500	9%
Inversión Financiera	228	25%	375.4	32%	551.4	36%	1,069	37%	1,377	35%	2,241	39%
Recursos Totales	8,533		10,450		13,455		21,537		27,750		34,071	
Gastos Totales	8,951		11,453		14,134		21,617		31,232		35,694	
Resultado Primario (RECURSOS TOTALES- GASTOS TOTALES SIN INTERESES)	-133		-743		-361		398		-2,714		-636	
Resultado Financiero	-418		-1,003		-679		-80		-3,482		-1,623	