

Francisco J. Cantamutto

COORDINADOR

Debates actuales sobre dinámica y reestructuraciones de deuda pública desde la Argentina



COLECCIÓN
ECONOMÍA



Debates actuales sobre dinámica y reestructuraciones de deuda pública desde la Argentina / Francisco J. Cantamutto ... [et al.] ; coordinación general de Francisco J. Cantamutto. -1ª ed.- Bahía Blanca: Editorial de la Universidad Nacional del Sur. Ediuns, 2023.
Libro digital, PDF

Archivo Digital: descarga y online
ISBN 978-987-655-327-8

1. Argentina. 2. Deuda Pública. I. Cantamutto, Francisco J., coord.
CDD 336.340982



Editorial de la Universidad Nacional del Sur

Santiago del Estero 639 – B8000HZK – Bahía Blanca – Argentina

Tel.: 54-0291-4595173 / Fax: 54-0291-4562499

www.ediuns.com.ar | ediuns@uns.edu.ar



**Libro
Universitario
Argentino**

CiN REUN

Red de Editoriales
de Universidades Nacionales
de la Argentina

Diagramación de interior y tapa: Fabián Luzi
ilustración de tapa y portadas interiores: Juan Cerioni

Esta obra está bajo una Licencia Creative Commons Atribución - No Comercial-Sin Derivadas. <https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0>



Bahía Blanca, Argentina, mayo de 2023.

© 2023 Ediuns.

Índice

INTRODUCCIÓN	5
--------------------	---

PARTE 1. ARGENTINA EN EL MARCO INTERNACIONAL

> **Discusiones en el plano internacional**

- El financiamiento de las instituciones internacionales: el FMI y el Banco Mundial.....13
María Emilia Val y Pablo Nemiña
- La AFI en las crisis de deuda en el período entre-crisis (2007-2020)..... 32
Lucas Castiglioni
- La élite financiera. Una caracterización de los acreedores privados de la Argentina en la última reestructuración (2020) 54
Ayelén Álvarez
- Los mecanismos para la resolución de crisis de deuda soberana: transformaciones y propuestas 72
María Emilia Val

> **Discusiones en el plano regional**

- La economía frente a la deuda externa; con los “ojos bien cerrados”84
Gustavo Burachik
- La deuda en América Latina y el Caribe durante la pandemia - Sus impactos de género 92
Juan Pablo Bohoslavsky, Francisco Cantamutto, Agostina Costantino y Mariana Rulli
- El sistema interamericano de derechos humanos y el problema de la deuda..... 109
Juan Pablo Bohoslavsky y Laura Clérico

PARTE 2. LA DEUDA PÚBLICA DE LA ARGENTINA

- El persistente desborde. Un cuarto de siglo de la deuda pública de la Argentina 116
Francisco J. Cantamutto
- La deuda externa y sus impactos ecológicos..... 142
Guillermo Peinado y Aín Mora
- Estrategias de lucha frente a la dominación de la deuda..... 149
Beverly Keene

PARTE 3. LAS DEUDAS SUBNACIONALES

> **Planteo general comparado**

- Análisis descriptivo del endeudamiento de las provincias argentinas desde 2003 a 2019 160
José María Morales

■ Estrategias de reestructuración de deuda pública sub-soberana a la luz de las experiencias argentinas 2002 y 2020	182
<i>Alejandro Gabriel Manzo</i>	
■ ¿Qué hacer cuando las provincias se vuelven insolventes?	200
<i>Kunibert Raffer</i>	
> Las deudas subnacionales. Análisis de casos	
■ Endeudamiento y reestructuración en la provincia de Buenos Aires	209
<i>Andrés Wainer</i>	
■ Estructura y evolución de la deuda de la Ciudad Autónoma de Bs.As. Período de análisis: 2007-2019	223
<i>Lucía Sánchez Barbieri y Rodrigo Sánchez</i>	
■ La deuda pública de Córdoba como mecanismo de transferencia y transformación productiva	235
<i>Pablo A. Díaz Almada</i>	
■ Deuda pública del Estado provincial de Santa Fe	247
<i>Sergio Arelovich</i>	
■ Breve historia de la deuda pública de Mendoza desde 1992 hasta el 2021.....	261
<i>Lautaro Breitman Pacheco, Gabriel Olmedo Sosa, Mariana Iza</i>	
■ Deuda pública reciente en Río Negro. La telaraña de la financierización neoliberal	279
<i>S. Graciela Landriscini</i>	
■ Deuda pública del estado provincial de Jujuy. ¿Una inversión que se paga sola?	296
<i>Gastón Remy</i>	
■ Lo primero es el deber (en dólares). La deuda pública de la provincia del Chaco.....	308
<i>Afra Blundetto, Matías Flores Urturi y Gregorio Miranda</i>	

Endeudamiento y reestructuración en la provincia de Buenos Aires

Andrés Wainer*

Introducción

La provincia de Buenos Aires (PBA) no solo es la más poblada de la Argentina –donde vive casi el 40% de los habitantes– sino que también posee la economía más grande, explicando alrededor del 36% del producto interno bruto del país. Como no podía ser de otra manera, también es la jurisdicción con mayor deuda pública a nivel subnacional.

Dado el peso específico que tiene a nivel nacional, la trayectoria económica y financiera de la PBA siempre ha estado muy vinculada a lo ocurrido a nivel nacional. La situación con la deuda pública provincial en los últimos años no ha sido la excepción, aunque la misma no deja de tener sus particularidades. En este sentido, la provincia registró un importante aumento en su nivel de endeudamiento durante la gestión de María Eugenia Vidal (2015-2019), el cual estuvo caracterizado no sólo por su volumen sino también –y fundamentalmente– por su composición. En este sentido se destaca el fuerte incremento de la deuda nominada en moneda extranjera, la cual, como se verá, atentó directamente contra la sostenibilidad del proceso.

Adelantemos una de las hipótesis que se sostendrá en este trabajo: el endeudamiento en moneda extranjera llevado adelante por la gestión de Cambiemos a nivel provincial no estuvo orientado mayormente por las necesidades de financiamiento de la PBA, tal como se argumentó en su momento, sino por la necesidad de aportar divisas para sostener el proceso de valorización financiera implementado por Mauricio Macri a nivel nacional. Ello dejó a la provincia de Buenos Aires en una situación de vulnerabilidad financiera que mostró sus efectos más per-

niciosos cuando se agotó el financiamiento externo y se inició un proceso de devaluación de la moneda en mayo de 2018.

En el marco de una crisis económica cada vez más profunda, en octubre de 2019 se produjo la victoria electoral tanto a nivel nacional como provincial del Frente de Todos, una coalición electoral que unió a distintos sectores del peronismo, incluyendo al kirchnerismo. De manera similar a lo ocurrido a nivel nacional, la nueva gestión a nivel provincial comandada por Axel Kicillof encaró un proceso de reestructuración de la deuda provincial que recién se terminaría de concretar en agosto de 2021. El mismo estuvo caracterizado principalmente por un estiramiento de los vencimientos, generando cierto alivio financiero durante los primeros años en un contexto marcado por la crisis económica heredada del gobierno anterior y la generada por la pandemia del COVID-19¹. No obstante, dicha reestructuración no parece haber sido suficiente para resolver de manera sustentable “el problema de la deuda”.

El artículo comienza con una caracterización del ciclo de endeudamiento encarado por la gestión de Vidal al frente de la provincia de Buenos Aires, analizando sus componentes principales y los problemas que presentó en materia de sustentabilidad y sostenibilidad. Luego se reconstruye el proceso de renegociación de la deuda provincial llevado adelante por la gestión de Kicillof, para finalmente arribar a unas reflexiones finales sobre ambos períodos.

* Investigador independiente del CONICET y del Área de Economía y Tecnología de la FLACSO. Docente en la UBA, la UNSAM y FLACSO.

¹ Por el marco general del proceso de endeudamiento y reestructuración a nivel nacional, ver capítulo de Francisco Cantamutto en este libro.

1. El ciclo de endeudamiento de Vidal (2015-2019)

Desde el inicio hasta el fin del mandato de María Eugenia Vidal al frente de la gobernación bonaerense el *stock* de la deuda provincial aumentó un 435,4% en pesos corrientes, pasando de \$ 122.085 millones a \$ 653.585 millones. Los años 2016 y 2018 fueron los que registraron el mayor incremento nominal de la deuda, con un 60,8% de aumento en el primer caso y un 86,4% en el segundo. No obstante, dada la dinámica inflacionaria registrada en dichos años², es necesario descontar el efecto precios para conocer la evolución real de la deuda provincial³.

Como se observa en el Gráfico N° 1, el *stock* de deuda en valores constantes en 2019 era un 36,7% superior al nivel vigente en 2015. No obstante, la deuda alcanzó su mayor valor en 2018, siendo también el año en el que más creció (+26,2%), seguido por 2016 (+16,3%). Este endeudamiento explosivo en 2018 se explica por dos motivos. En primer lugar, por la magnitud de las obligaciones contraídas en dicho año: el presupuesto bonaerense para 2018 (ley N°14.879) habilitó un endeudamiento por \$ 74.396 millones, el cual fue utilizado por el ejecutivo provincial casi en su totalidad⁴.

El segundo elemento que explica el fuerte crecimiento de la deuda en 2018 fue el salto devaluatorio registrado en dicho año, el cual hizo que la deuda en moneda extranjera se incrementara sustancialmente al ser medida en pesos. Esto último no fue un hecho fortuito sino que se enmarcó en la estrategia de endeudamiento seguida por la gestión provincial, la cual priorizó el endeudamiento en moneda extranjera por sobre aquella en pesos. Esta fue una estrategia habilitada e impulsada por el gobierno nacional, el cual eliminó trabas y regulaciones para facilitar la libre

movilidad de capitales⁵. De esta manera, mientras que en 2015 el 42,1% de la deuda provincial estaba en pesos y el 57,9% en otras monedas, en 2019 la deuda en pesos representaba sólo el 16,3% del total, en tanto el 83,7% estaba nominado en moneda extranjera (el 70,7% en dólares) (Gráfico N° 2).

Este incremento de la deuda en moneda extranjera dejó a la Provincia muy expuesta a los vaivenes del tipo de cambio. En efecto, durante 2018 la cotización del dólar pasó de \$ 19 a \$ 40 (+110,5%), lo que generó un incremento de la deuda pública provincial en más de \$ 190.000 millones. Esta situación se repitió en 2019 con la devaluación posterior a las elecciones primarias de agosto (PASO), que llevó el dólar de \$ 43 a \$ 60, lo cual implicó un aumento de la deuda de \$ 161.432 millones, un monto equivalente al gasto público provincial ejecutado en el primer trimestre de dicho año (\$ 162.175 millones).

La devaluación puso a la Provincia de Buenos Aires en una situación financiera y fiscal muy comprometida dado que la misma tiene responsabilidades que hacen rígido su gasto público y restricciones en los ingresos⁶. A modo de ejemplo puede tenerse en cuenta que mientras en el presupuesto 2018 se estimaron gastos por \$ 36.077 millones para cancelación de deudas y otros pasivos y \$ 28.204 millones para el

² Desde diciembre de 2015 a diciembre de 2019 la inflación medida por el IPC-Provincias fue del 263,6%.

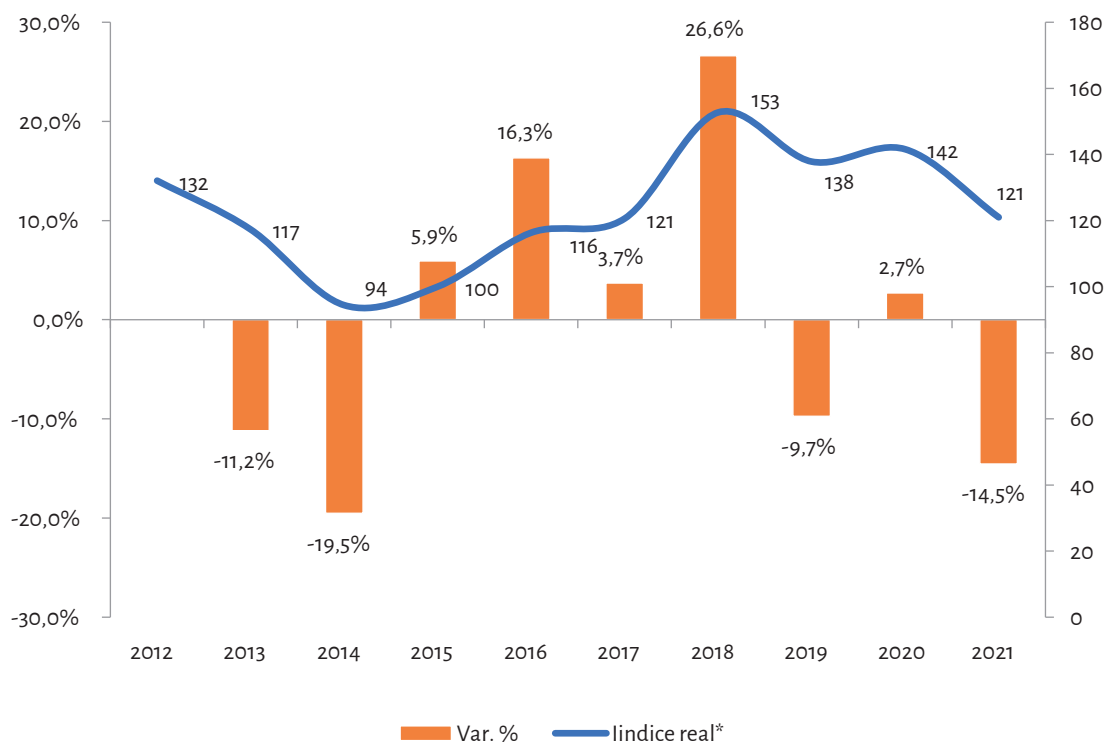
³ Otra manera de medir el *stock* de deuda es considerar la totalidad de su valor en dólares (aunque una parte sea en pesos). De esta manera se observa que la deuda pública provincial pasó de 9.362 millones de dólares a fines de 2015 a 10.913 millones a fines de 2019, es decir, un incremento del 16,6%. No obstante, esta medición no refleja del todo la carga que supone la deuda para la provincia dado que la misma tiene tanto sus ingresos como sus gastos en pesos.

⁴ En 2018 se dieron tres grandes operaciones de deuda: 1) deuda en moneda nacional por \$ 30.000 millones, 2) deuda en moneda extranjera por 744 millones de dólares (\$29.760 millones al tipo de cambio vigente en ese momento), que fue colocada en su totalidad al Fondo de Garantía de la ANSES, 3) Letras del tesoro: 12 licitaciones por un total de \$ 51.446 millones, de los cuales quedaron vigentes \$ 10.508 millones.

⁵ Una de las primeras medidas del gobierno de Macri al asumir fue la derogación del decreto 616/05, que establecía requisitos de información y restricciones cuantitativas para el ingreso de capitales desde el exterior. Esta norma era relevante no sólo porque obligaba a informar al Banco Central todo ingreso/egreso de divisas, sino porque establecía la inmovilización por un año del 30% de los fondos que ingresaran sin fines productivos, en concepto de deuda pública o para financiar importaciones; por lo cual, significaba un límite para los "capitales golondrina". Profundizando esta tendencia, se extendió el plazo previsto para la obligación de liquidar en el mercado de cambios las divisas generadas por las exportaciones, de 30 días a 5 años, y finalmente el 2017 se eliminó por completo tal obligación. En cuanto al sistema financiero, el gobierno quitó las regulaciones en la determinación del *spread* (la diferencia entre la tasa de interés que se cobra por los préstamos respecto de la que se paga por los depósitos) y las comisiones por las operaciones financieras. Por su parte, en lo que respecta a la compra de divisas para atesoramiento, la administración de Cambiemos no solo eliminó las regulaciones cambiarias establecidas por el gobierno anterior (el denominado "cepo"), sino que terminó quitando los topes que existían antes de dichas medidas (de 2 millones de dólares mensuales), pudiendo las personas físicas y jurídicas adquirir una cantidad ilimitada de divisas en el Mercado Único y Libre de Cambios.

⁶ La provincia de Buenos Aires, como la mayor parte del resto de las jurisdicciones, tiene una gran rigidez de la estructura de erogaciones corrientes, en especial a partir de la descentralización de la educación y la salud desde el Estado nacional hacia las provincias (leyes N°24.049 y N°24.061) de mediados de 1990, sin los recursos correspondientes. A su vez, por el lado de los recursos, tiene una fuerte dependencia de impuestos regresivos como Ingresos Brutos (IIBB).

Gráfico N°1. Buenos Aires. Stock de deuda en índice real y su variación interanual, 2012–2021 (índice 2015 = 100 y porcentajes)



(*) Hasta 2016 se utilizaron los IPC de los institutos estadísticos provinciales no intervenidos y luego el nuevo IPC-Nacional.

Fuente: Elaboración propia en base al Ministerio de Hacienda y Finanzas, Contaduría General de la provincia de Buenos Aires, CIFRA e INDEC.

pago de intereses, producto de la devaluación del peso en dicho año, finalmente el gasto ascendió a \$ 61.429 millones y \$ 41.433 millones respectivamente, es decir, un 60,0% más de lo presupuestado. De esta manera, la diferencia entre lo presupuestado para el repago de la deuda y de sus intereses en 2018 y lo ejecutado ascendió a \$ 38.581 millones, lo que equivalía al 84% de los recursos anuales destinados a salud o 1,8 veces superior a lo gastado en obra pública en dicho año (\$ 21.037 millones) (Belloni y Fernández Massi, 2019).

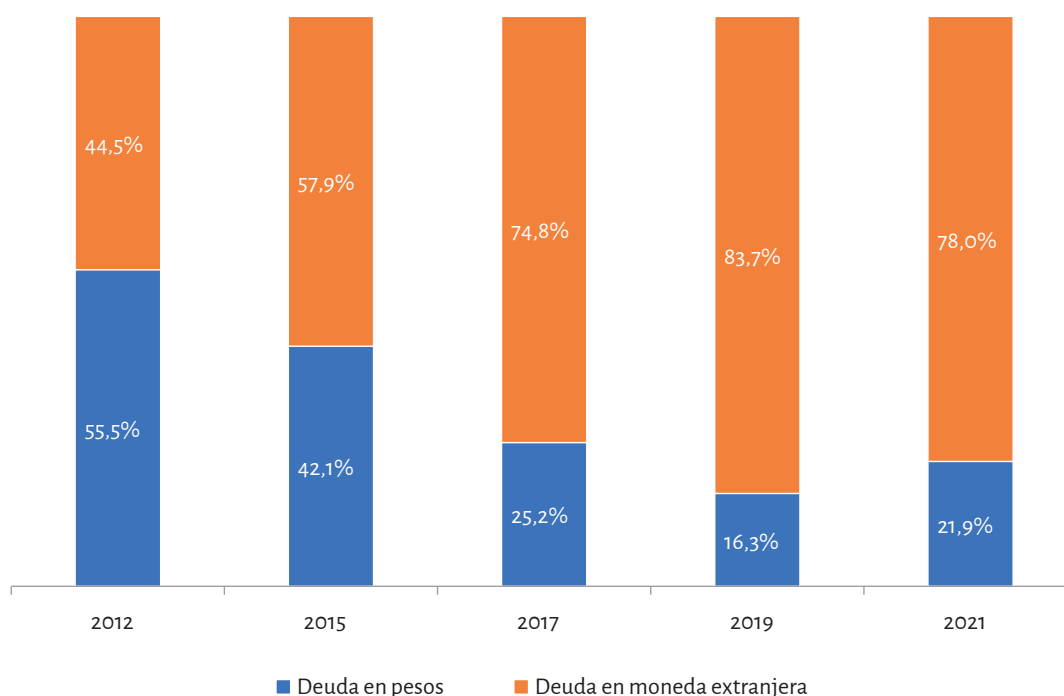
La extranjerización de la deuda provincial se llevó cabo a partir de un fuerte crecimiento de la emisión de bonos emitidos bajo ley extranjera, los cuales pasaron del 48,4% al 70,3% del stock total entre 2015 y 2019. Curiosamente también se incrementó la participación de los bonos bajo ley local, los cuales pasaron del 7,8% al 19,1% del total, lo cual se debió a que, por un lado, una parte de los títulos bajo ley local fueron también emitidos en moneda extranjera y, por otro lado, hubo una disminución en la participación de los préstamos del gobierno nacional (que se redujeron del 34,6% al 6% del total) y, en menor medida, de los organismos multilaterales de crédito (pasando del 9,1% al 4,4%).

En este sentido, la deuda pública de la PBA no solo se *extranjerizó* sino que también se *privatizó*, ya que el sector privado pasó de detentar el 56,2% del total en 2015 al 89,4% en 2019. Ello implica, por un lado, un mayor drenaje de recursos públicos hacia el sector privado a través del pago de intereses y, por otro lado, supone una mayor vulnerabilidad y menor autonomía al quedar a merced de la “voluntad del mercado” para refinanciar la misma.

Cabe señalar que las provincias no tienen capacidad de decidir sobre el manejo de las divisas -que es potestad del Banco Central-, pero la mayor o menor disponibilidad de las mismas las afecta por distintas vías. En primer lugar, de manera directa en la medida en que la escasez de divisas induce a una depreciación del peso, lo cual, como se señaló, incrementa las erogaciones en dicha moneda correspondientes a la deuda en moneda extranjera, provocando una mayor exigencia sobre los recursos fiscales provinciales o bien incrementando las necesidades de endeudamiento (*roll-over*).

Si bien la política monetaria y el manejo de las cuentas externas es potestad exclusiva del poder ejecutivo

Gráfico N° 2. Buenos Aires. Composición del stock de deuda según moneda, 2012 - 2021 (en porcentajes)



Fuente: Elaboración propia en base al Ministerio de Hacienda y Finanzas y Contaduría General de la provincia de Buenos Aires

nacional, puede establecerse un indicador de *potencial solvencia* de la deuda externa a nivel provincial contraponiendo esta con las exportaciones de dicho origen. Al respecto, entre 2015 y 2019 la incidencia de la deuda en moneda extranjera sobre las exportaciones provinciales se incrementó en 26,4 puntos porcentuales, pasando del 28,6% al 55,0%. Este incremento no se explica por una caída en las exportaciones -aunque el desempeño exportador en el período fue magro⁷ - sino debido al notable incremento que exhibió la deuda provincial en moneda extranjera.

Cabe aclarar nuevamente que las divisas ingresadas por dicha vía no son manejadas directamente por la provincia, sino que deben ser liquidadas en el mercado único y libre de cambios que regula el Banco Central; no obstante, esta relación constituye un indicador del “aporte” provincial de divisas a la nación por las ventas al exterior. Desde ya que ello no supone que el aporte de divisas por la vía del comercio exterior de la provincia sea necesariamente positivo, ya que deben tenerse en cuenta también las importaciones. Es por ello que la relación deuda externa/

exportaciones solo funge como un indicador *relativo* y limitado de solvencia, relacionando un stock (deuda) con un flujo (exportaciones anuales).

2. La insustentabilidad de la deuda provincial

El nuevo ciclo de endeudamiento encarado por la gestión de Vidal al frente de la provincia de Buenos Aires no solo se destaca por su magnitud y el cambio en su composición sino también por su insostenibilidad⁸. Para evaluar este aspecto es preciso contrastar la deuda pública con la riqueza generada y los recursos con los que cuenta la jurisdicción, considerando los plazos de los vencimientos y el nivel de los intereses a afrontar.

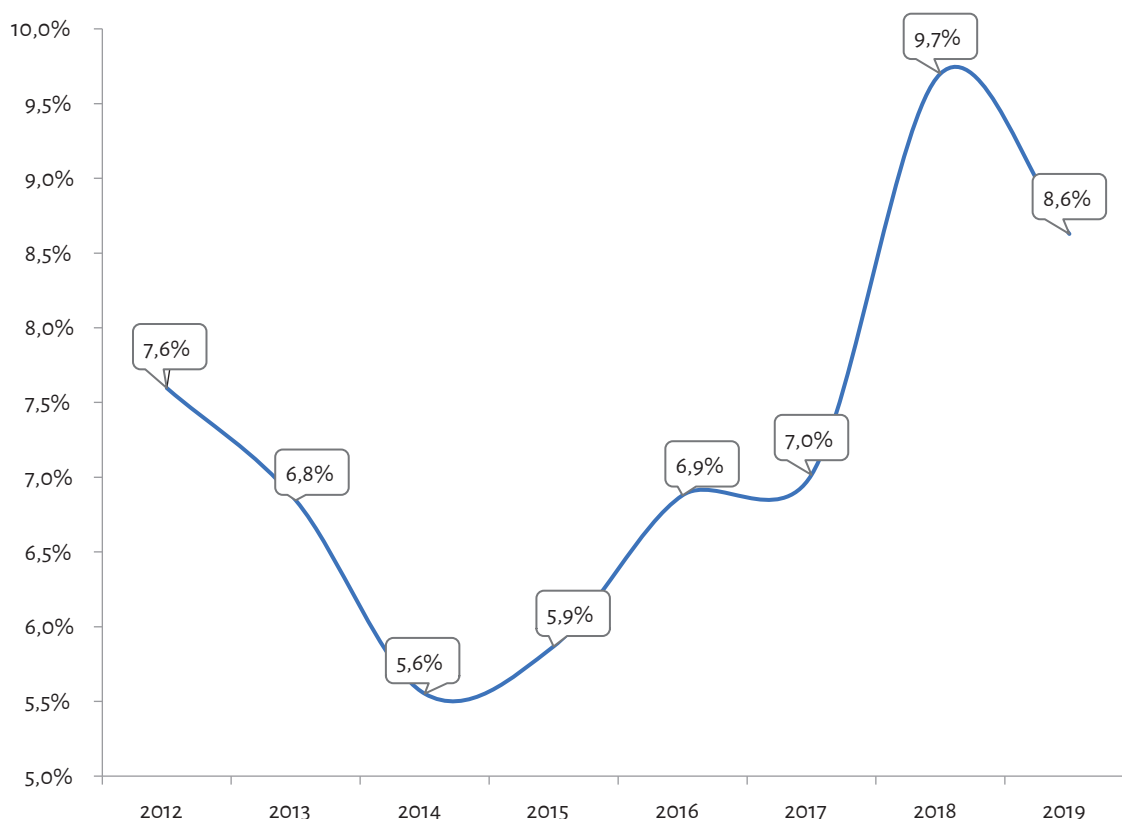
El aumento de la deuda de la provincial se dio en un contexto de caída de la economía bonaerense⁹, lo cual hizo que se invierta la tendencia que venía registrando la relación entre el *stock* de deuda y el producto bruto geográfico (PBG) durante la última gestión de Daniel

⁷ Si bien las exportaciones de la provincia de Buenos Aires se expandieron un 21% entre 2015 y 2019, en este último año aún registraban un valor inferior al del 2012, 2013 y 2014.

⁸ Respecto de la comparación con otras provincias, ver capítulo de José Morales en este libro.

⁹ Entre el tercer trimestre de 2015 y el de 2019 la actividad económica, medida por el indicador trimestral de la actividad económica (ITAE) de la Dirección Provincial de Estadística (DPE), se contrajo 7,5%.

Gráfico N° 3. Buenos Aires. Evolución del stock de deuda pública en el PBC, 2012–2019 (en porcentajes)



Fuente: Elaboración propia en base al Ministerio de Hacienda y Finanzas y Contaduría General de la provincia de Buenos Aires

Scioli al frente del ejecutivo provincial; en efecto, este indicador se incrementó en 2,8 puntos porcentuales desde 2015, hasta alcanzar el 8,6% del PBC en 2019, con un nivel máximo de 9,7% en 2018 (Gráfico N° 3).

La toma de deuda en la provincia de Buenos Aires desde 2016 adquirió una dinámica de *roll-over*, es decir, el nuevo endeudamiento fue destinado a pagar deuda contraída previamente. Esta dinámica derivó en un esquema de tipo “Ponzi”, un proceso cíclico que se va acrecentando muy rápidamente hasta volverse insustentable¹⁰. Esta situación se explica no sólo por el aumento del endeudamiento en moneda extranjera en un contexto de inestabilidad cambiaria, sino por la toma de deuda con plazos cada vez más cortos

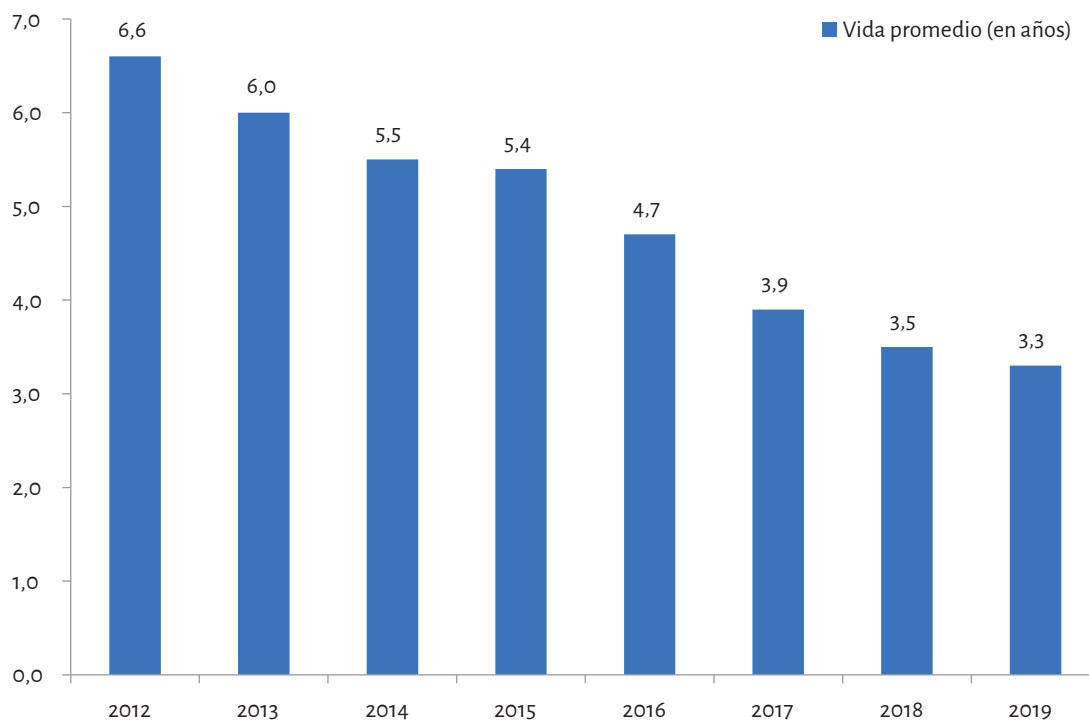
de vencimiento: la deuda pública pasó de tener una vida promedio de 5,4 años en 2015 a 3,3 años en 2019 (Gráfico N° 4). Esto produjo una aceleración de los pagos por vencimientos del capital de la deuda, que se sumaron a los de los intereses. Es evidente que la supuesta “confianza” que garantizaba la gestión de Cambiemos en los mercados no era tal, ya que no sólo se acortaron los plazos de los vencimientos sino que la tasa de interés de los préstamos—del 8% promedio en dólares—era muy superior a la internacional.

De esta forma, fue el propio endeudamiento el que fue generando un mayor endeudamiento, necesario para hacer frente a los vencimientos (*roll-over*). Esta dinámica se reveló rápidamente insustentable, dado que a partir de 2018 los servicios de la deuda comenzaron a superar los ingresos por nuevo endeudamiento, situación que se agudizó notablemente en 2019 (Gráfico N° 5).

De esta manera el gobierno de Vidal no solo insertó a la provincia en un ciclo de creciente endeudamiento

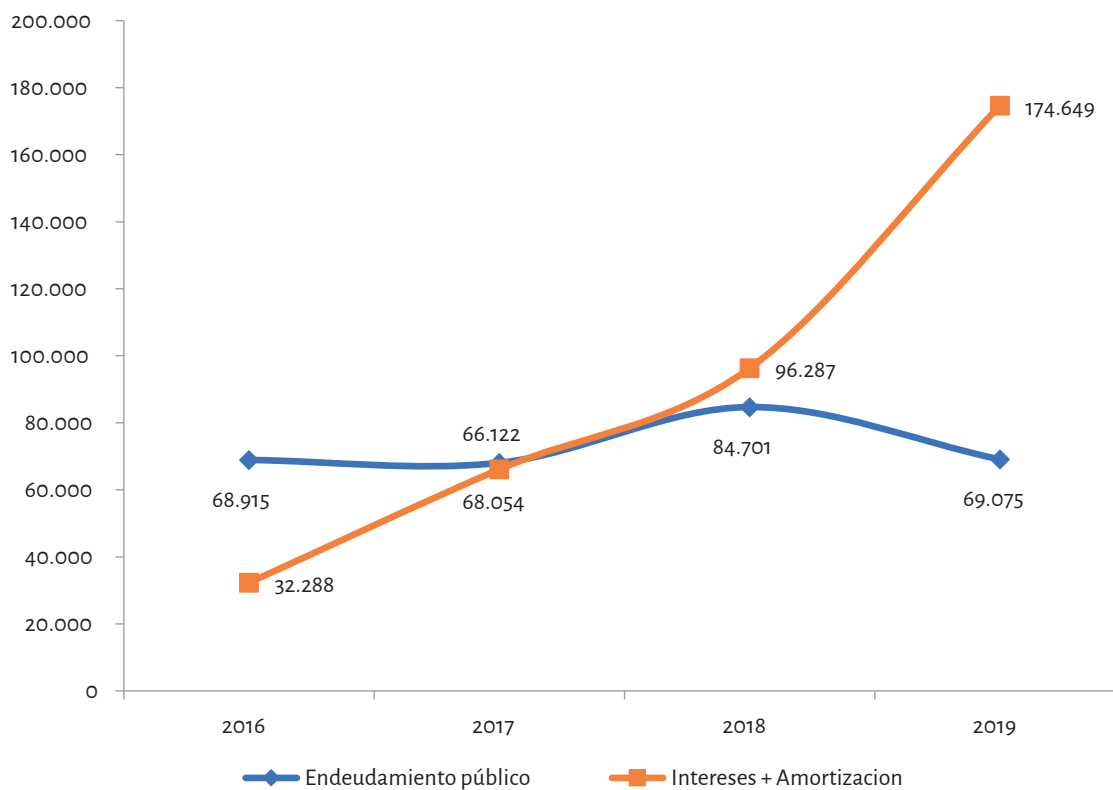
¹⁰ La dinámica Ponzi refiere al mecanismo por el cual se toman nuevas deudas para pagar los créditos contraídos anteriormente. En la medida en que no se logran mejorar las condiciones de financiamiento (tasa de interés y plazos), dicho esquema se torna insustentable y por lo general “estalla” cuando los acreedores deciden dejar de otorgar financiamiento al percibir que el nivel de endeudamiento del deudor alcanzó un nivel que pone en riesgo su capacidad de devolución.

Gráfico N° 4. Buenos Aires. Plazos de deuda pública, diciembre 2012 - diciembre 2019 (en años)



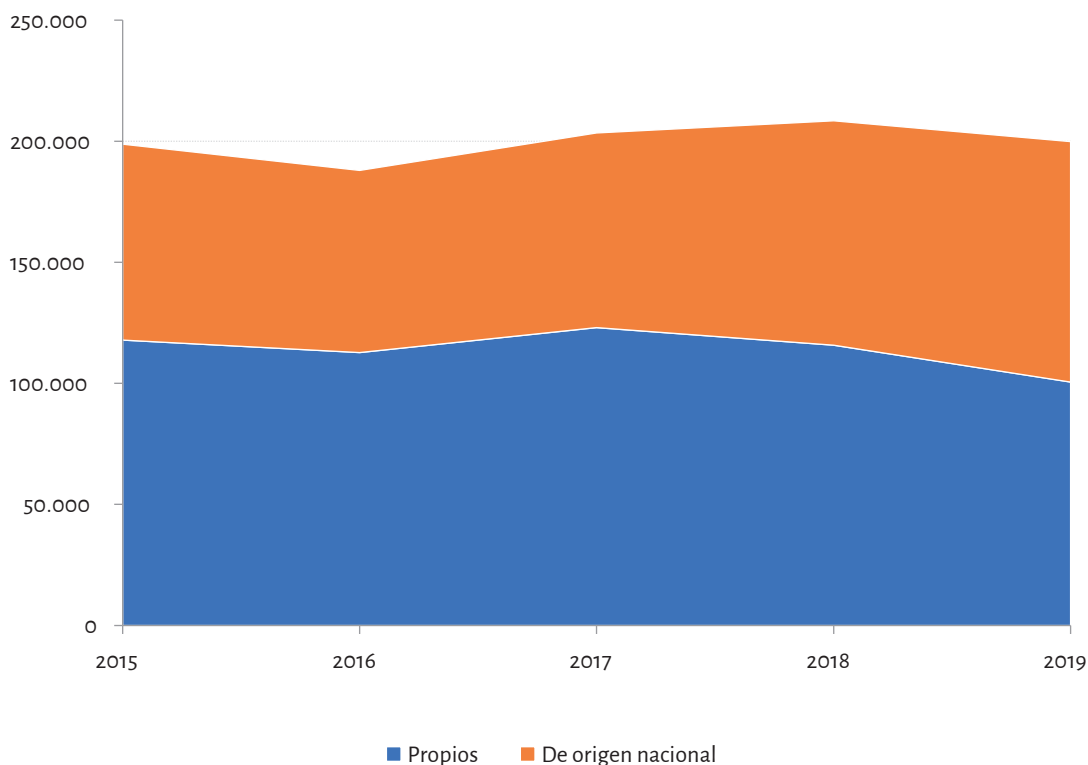
Fuente: Elaboración propia en base al Ministerio de Hacienda y Finanzas y la Dirección Provincial de Estadística.

Gráfico N° 5. Buenos Aires. Endeudamiento neto, amortización de deuda e intereses, 2016–2019 (en millones de pesos)



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

Gráfico N° 6. Buenos Aires. Recursos tributarios propios y de origen nacional, 2015-2019 (en millones de pesos de 2015)



Fuente: Elaboración propia en base a la Dirección Provincial de Política Tributaria – Secretaría de Hacienda.

sino que, al tornarse insuficiente para lograr el pago de los vencimientos, indujo a un escenario de aumento de los ingresos y/o reducción del gasto público en otras áreas de forma de liberar recursos para el pago de la deuda, incrementándose las tensiones en el rígido esquema presupuestario provincial.

Al respecto, los recursos tributarios de la PBA se mantuvieron relativamente estables. En efecto, tal como se puede observar en el Gráfico N° 6, tras una baja inicial en 2016 los recursos tributarios se incrementaron en los años 2017 y 2018 y si bien en 2019 descendieron, los mismos siguieron siendo levemente superiores en términos reales a los vigentes en 2015. Ello se logró gracias a los crecientes aportes de los recursos tributarios de origen nacional, ya que los de origen provincial solo crecieron en términos reales en 2017. Así fue que los recursos de origen nacional incrementaron su participación en 9 puntos porcentuales, pasado del 40,7% en 2015 al 49,7% en 2019¹¹.

¹¹ En el Consenso fiscal de 2017 se eliminó el Fondo del Conurbano –que había quedado sumamente desactualizado ya que se trataba de una suma fija desde el año 1996- y a cambio se introdujeron compensacio-

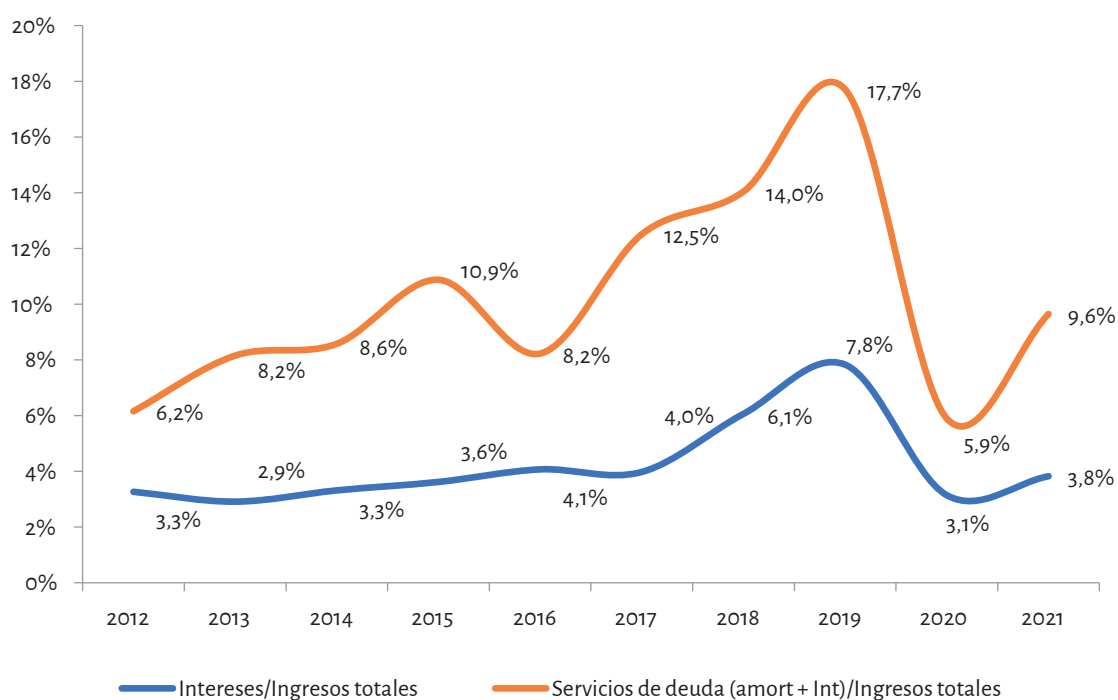
A juzgar por la evolución de los recursos tributarios, las necesidades de financiamiento público de la provincia no puede atribuirse a una caída de los mismos –gracias al aumento de los recursos de origen nacional-, pero su evolución tampoco fue suficiente para afrontar los vencimientos de la deuda. De este modo, los servicios de deuda (vencimientos más intereses) tuvieron una gravitación creciente en los ingresos totales, incrementándose en 6,8 puntos porcentuales entre 2015 y 2019, pasando del 10,9% al 17,7% de los mismos (Gráfico N° 7)¹².

Como se puede observar en el gráfico precedente, la mayor aceleración que mostraron los servicios

nes para la PBA de \$ 21.000 millones en 2018 y de \$ 44.000 millones en 2019. Ello implicó un incremento de los recursos de origen nacional del 21,6%. De esta manera, en 2019 la participación de la provincia en la distribución secundaria de impuestos alcanzó el 22,2% frente al 18% vigente en 2016.

¹² Cabe aclarar que la caída observada de este ratio en 2016 se debió a menores vencimientos de capital (de la deuda anterior) junto al incremento de los ingresos de la provincia debido a la devolución del 15% de los fondos de la ANSES, a los cuantiosos recursos aportados desde el gobierno nacional en concepto de transferencias y a la coparticipación del impuesto a las ganancias.

Gráfico N° 7. Buenos Aires. Intereses y servicios de la deuda como participación de los recursos provinciales, diciembre 2012 – diciembre 2021 (en porcentajes)



Fuente: Elaboración propia en base al Ministerio de Hacienda y Finanzas y Contaduría General de la provincia de Buenos Aires

de la deuda respecto a los intereses sobre los ingresos se debió en buena medida al corto plazo de la deuda tomada por el gobierno de Vidal, siendo que a medida que fue avanzando el mandato comenzaron a vencer los títulos emitidos por la propia gestión cambiemita. De todas maneras el peso de los intereses sobre los recursos provinciales también se incrementó significativamente, más que duplicándose entre 2015 y 2018.

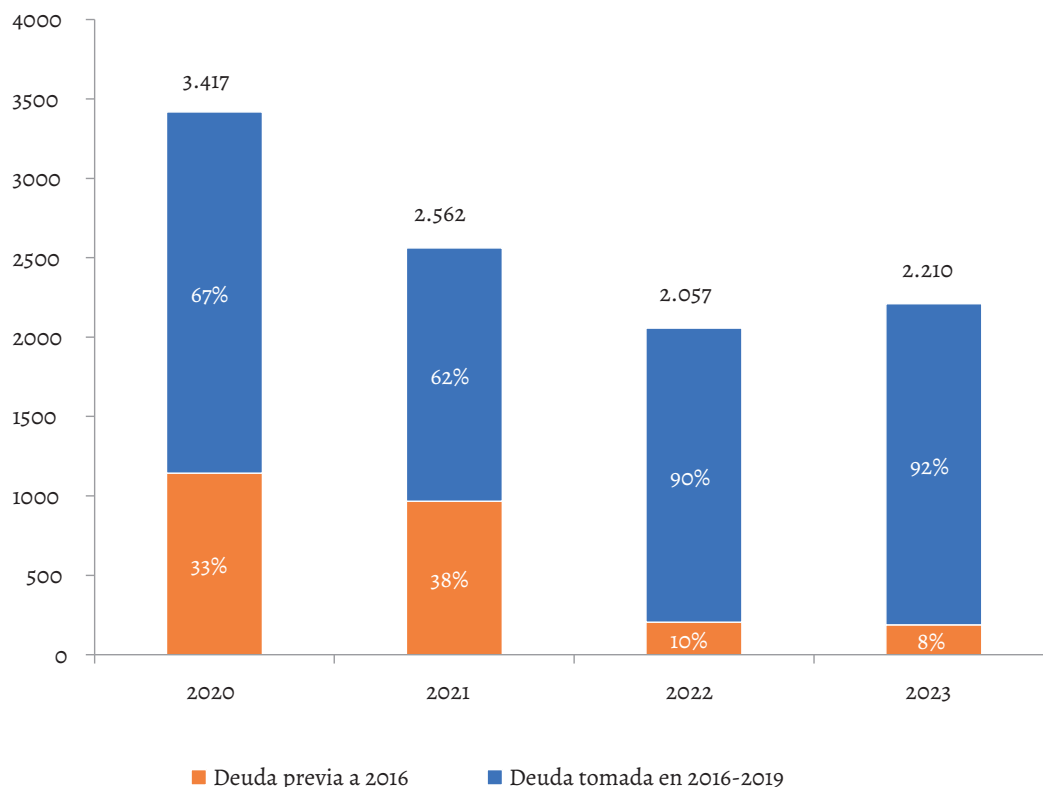
Esta creciente participación de los servicios de la deuda sobre los ingresos en un contexto de caída del nivel de actividad económica sólo podía ser solventada de dos formas: o mediante un nuevo y creciente endeudamiento o bien mediante un ajuste en el resto del gasto público (obra pública, salarios, políticas sociales, etc.). Tal como se observó en el Gráfico N° 5, la provincia tuvo cada vez más dificultades para obtener nuevo financiamiento dado el virtual cierre de los mercados internacionales que sufrió el país a partir de 2018¹³. En este contexto se inició un fuerte proceso

de ajuste: mientras que las partidas para el pago de intereses de la deuda se incrementaron del 3,6% al 7,8% de los recursos totales, otras áreas centrales perdieron gravitación en el gasto provincial, en especial la Dirección General de Cultura y Educación, que de acuerdo al Presupuesto 2019 pasó de representar el 29,7% al 23,9% del gasto público (-5,7 puntos porcentuales), o el Ministerio de Salud que en igual período pasaría del 6,2% al 5,5%. Esta situación llama la atención ya que uno de los argumentos esgrimidos por el Gobierno Provincial para tomar deuda había sido la ausencia estructural de inversión pública e infraestructura en la Provincia de Buenos Aires. Sin embargo, al considerar los recursos destinados al pago de intereses (el costo del endeudamiento) y lo

¹³ La última colocación de títulos públicos que realizó el gobierno de Macri en los mercados internacionales fue en enero 2018 y para ello fue necesario una gestión personal del entonces secretario de Finan-

zas, Luis Caputo, ante los fondos de inversión. Cabe señalar que entre fines de 2017 y principios de 2018 hubo distintos factores que fueron complicando el acceso al financiamiento externo, entre los que se destaca el aumento de la tasa de interés de Reserva Federal de Estados Unidos (FED) y el anuncio de una relajación de las metas de inflación por parte del equipo económico. No obstante, estas situaciones sólo fueron las disparadoras de una situación insostenible debido al excesivo y acelerado crecimiento que registró la deuda pública externa durante los dos primeros años de gestión de Cambiemos en un marco de profundo deterioro del saldo de Cuenta Corriente (en 2017 el déficit superó el 5% del PIB).

Gráfico N° 8. Buenos Aires. Perfil de vencimientos original, 2020 - 2023 (en millones de dólares y porcentajes)



Fuente: Elaboración propia en base al Ministerio de Hacienda y Finanzas de la Provincia de Buenos Aires

que se invirtió en obra pública, se observa que entre 2016 y 2018 los primeros superaron a la obra pública en un 41,6%, por lo que, solo el “costo del endeudamiento” superó con creces el supuesto “objetivo” por el cual se endeudó la provincia.

3. Deuda en dólares para pagar gastos en pesos

El principal argumento que suelen esgrimir aquellos que defienden el endeudamiento en moneda extranjera –generalmente desde una cosmovisión neoliberal- es que el costo de ésta es menor dado que las tasas de interés suelen ser más reducidas que las prevalentes en el mercado de crédito local. Como para las visiones económicas ortodoxas también está “prohibido” emitir dinero (ya que se supone que es siempre inflacionario), no tendría sentido distinguir entre una moneda y otra.

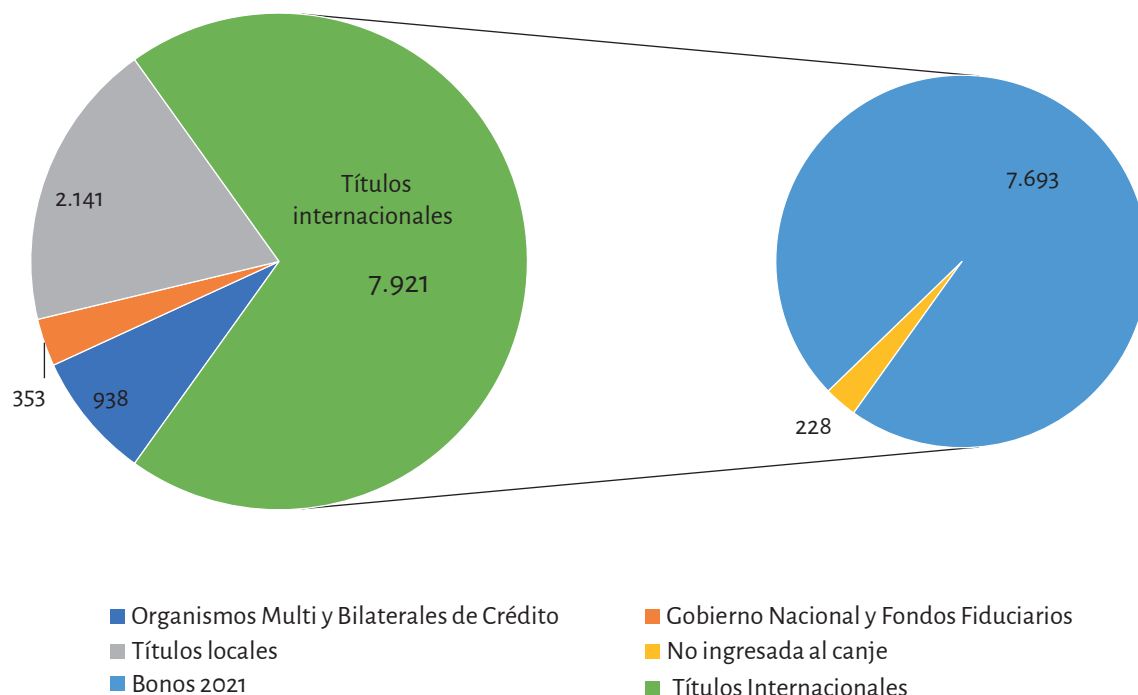
Dicho razonamiento no tiene en cuenta ni los riesgos asociados a una eventual depreciación de la moneda local ni tampoco el hecho de que el Estado argentino no tiene la capacidad de emitir divisas para garantizar los pagos en última instancia. En efecto, como

hemos visto, el cambio en la composición de la deuda pública de la PBA en favor de los títulos en moneda extranjera fue un componente central de su aumento explosivo tras las devaluaciones de 2018 y 2019.

Otro argumento para justificar el endeudamiento externo de una jurisdicción subnacional suele ser que los préstamos de los organismos bilaterales y multilaterales –generalmente para obras de infraestructura- son en divisas y a menores tasas que las del mercado. Si bien esto es cierto, esta no parece haber sido la motivación principal del gobierno de Vidal ya que, como se vio, los préstamos otorgados a la provincia por organismos internacionales vieron reducir sustancialmente su participación en favor de la emisión de títulos bajo legislación extranjera. Al respecto, cabe recordar que entre 2015 y 2019 los bonos emitidos bajo ley extranjera pasaron del 48,4% al 70,3% del total de la deuda provincial, mientras que los préstamos de organismos bi y multilaterales de crédito se redujeron del 9,1% al 4,4%.

En realidad el objetivo principal del endeudamiento en moneda extranjera de jurisdicciones como la provincia de Buenos Aires no fue bajar su costo sino

Gráfico N° 9. Composición del stock de deuda pública provincial, diciembre de 2021 (en millones de dólares)



Fuente: Elaboración propia en base a Contaduría General de la provincia de Buenos Aires

aportar divisas para poder sostener el nuevo proceso de valorización financiera instaurado por el gobierno de Macri. De esta manera, las divisas correspondientes al endeudamiento provincial engrosaron las arcas de Banco Central, el cual, a cambio, le dio pesos al gobierno provincial para afrontar sus gastos.

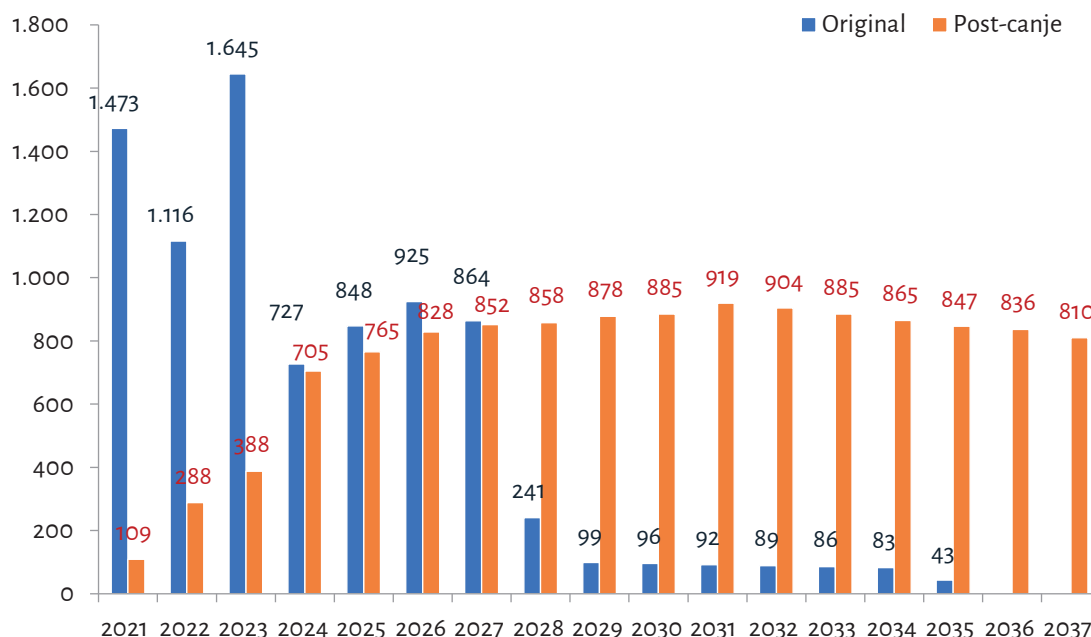
Al respecto, cabe señalar que las provincias no pueden tomar deuda en moneda extranjera por su cuenta sino que deben contar con el aval del tesoro nacional; deuda que siempre está contragarantizada con fondos de la coparticipación. En este sentido, el endeudamiento externo a nivel provincial fue realizado en sintonía con las necesidades del ejecutivo nacional, siendo que tanto el presidente como la gobernadora eran actores centrales del mismo proyecto político. Así fue que el endeudamiento externo de provincias como la de Buenos Aires contribuyó a sostener la bicicleta financiera (*carry trade*) reinstaurada por el gobierno de Cambiemos, aportando divisas para mantener el tipo de cambio y financiar la salida de capitales una vez que estos hubieran realizado el diferencial entre la tasa de interés interna (más alta) y la internacional (más baja).

4. La reestructuración de la deuda provincial

En diciembre de 2019 asumió una nueva gestión en la provincia de Buenos Aires a cargo de Axel Kicillof, integrante del Frente de Todos, coalición peronista que también ganó la elección a nivel nacional con la fórmula encabezada por Alberto Fernández y Cristina Fernández de Kirchner. Cabe recordar que Kicillof había sido viceministro y ministro de Economía durante el último gobierno de Cristina Fernández de Kirchner (2011-2015). Entre otras cuestiones, durante su gestión al frente de la economía nacional se había resistido a pagarles a los fondos buitres que habían litigado contra la Argentina en la justicia norteamericana por el *default* de parte de la deuda pública en 2001 (Basualdo, 2017).

Al momento de asumir la nueva gestión provincial, la deuda pública heredada demandaba afrontar vencimientos por aproximadamente 10.246 millones de dólares entre 2020 y 2023 (Gráfico N° 8), concentrán-

Gráfico N° 10. Perfil de vencimientos de la deuda pública externa bonaerense pre y post canje 2021 (en millones de dólares)



Fuente: Elaboración propia en base al Ministerio de Hacienda y Finanzas de la provincia de Buenos Aires.

dose más de la mitad (5.979 millones) en los primeros dos años de mandato¹⁴.

Como se puede apreciar en el Gráfico N° 8, de los vencimientos durante el primer año de gestión de Kicillof (3.417 millones de dólares), el 67% correspondía a deuda tomada por el gobierno de Vidal. De considerar la totalidad de los vencimientos que debía afrontar la provincia de Buenos Aires en los cuatro años de gestión del Frente de Todos, se observa que el 76% de ellos correspondía al endeudamiento realizado por la administración de Cambiemos entre 2016 y 2019.

Ante esta situación el gobierno de Kicillof optó, al igual que lo hicieron el gobierno nacional y otras provincias¹⁵, por encarar un proceso de renegociación de la deuda pública. El principal escollo en la renegociación de la deuda provincial, de manera similar a lo que sucedía a nivel nacional, era que el 73% de

la misma había sido emitida bajo legislación extranjera, estando en su mayoría en manos de tenedores privados (el 66,6% del total). Ese fue el núcleo “duro” en el cual se focalizó la negociación. El resto de la deuda en moneda extranjera (7% del total) correspondía a deuda con organismos multilaterales y bilaterales y con el Gobierno Nacional. Estos últimos dos casos no representaban mayores escollos ya que los desembolsos pendientes pactados con los organismos internacionales compensaban los pagos que debían hacerse a los mismos, en tanto la refinanciación de la deuda intra sector público dependía básicamente de una decisión política, la cual se facilitaba por el hecho de ser gobiernos (nacional y provincial) pertenecientes a la misma coalición electoral.

Tal como se pudo observar en el Gráfico N° 2, en 2021 sólo el 22% de la deuda provincial estaba nominada pesos, correspondiendo en su mayoría a bonistas privados (19% del total) y el resto al gobierno nacional (3%). Por su parte, el 78% de la deuda moneda extranjera era explicado en su gran mayoría por bonistas privados (70% del total) y una parte minoritaria por los organismos bi y multilaterales de crédito (el restante 8%). Si bien la deuda en

¹⁴ Los datos corresponden a la estimación del Ministerio de Economía realizados con el tipo de cambio vigente en febrero de 2020 (\$63 por dólar).

¹⁵ Sobre las reestructuraciones provinciales, ver el capítulo de Alejandro Manzo en este libro.

moneda extranjera se redujo entre 2019 y 2021 del 83,7% al 78%, ello se debió fundamentalmente al incremento del endeudamiento en pesos —en buena medida con el gobierno nacional— para hacer frente a los gastos extraordinarios asociados a la pandemia del COVID-19. En efecto, tal como se pudo apreciar en el Gráfico N° 1, el *stock* real de la deuda pública bonaerense se incrementó un 2,7% en 2020, aunque al año siguiente el mismo se redujo en un 14,5%. Esto último se debió en buena medida a la caída real —licuación— que tuvieron los títulos en pesos debido a la aceleración de la inflación (51% anual).

En la segunda semana de marzo de 2020, es decir, antes de que se dispusiera el aislamiento preventivo y obligatorio (ASPO) por el COVID-19, el Comité de Bonistas de la deuda provincial —que agrupaba a 35 fondos acreedores (fondos mutuos, fondos de pensiones, fondos de cobertura, etc.) que tenían una participación significativa en los once bonos emitidos por la provincia bajo legislación extranjera— anunció su predisposición a iniciar conversaciones con el gobierno bonaerense para la reestructuración de la deuda a través de los bancos Citi y Bank of America¹⁶.

Cabe señalar que al comienzo de la gestión de Kicillof (diciembre de 2019) los principales acreedores de la deuda pública bonaerense habían adoptado una postura inflexible en torno a su reestructuración, pero un cambio en la postura del FMI a favor del inicio de conversaciones a nivel nacional¹⁷ y el nuevo contexto internacional a partir de la crisis desatada por la pandemia obligaron a flexibilizar esa dura posición inicial. Era evidente que sin algún tipo de reestructuración

la provincia de Buenos Aires no iba a poder cumplir con sus compromisos externos, tal como advertían las principales calificadoras de riesgo como la estadounidense Moody's, la cual señalaba que la deuda bonaerense presentaba una "elevada exposición a la deuda en moneda extranjera, un perfil de vencimientos desafiante y una base económica debilitada".

La flexibilización de la negativa inicial de los acreedores habilitó la presentación de la primera propuesta de reestructuración de la deuda por parte del gobierno bonaerense, la cual se dio a conocer el 6 de abril de 2020. La misma abarcaba el total del stock de la deuda pública de la PBA en moneda extranjera con acreedores privados, unos 7.900 millones de dólares en bonos emitidos bajo legislación extranjera.

Como era de esperarse, más allá de adoptar una postura más "abierta", la primera propuesta del gobierno bonaerense fue rechazada por los acreedores. Y este no sería el último rechazo: hubo un total de 20 propuestas/extensiones de plazo sucesivas por parte del gobierno bonaerense entre abril de 2020 y julio de 2021 hasta que finalmente el día 20 de dicho mes el gobierno provincial anunció que había alcanzado un acuerdo con el principal acreedor privado, el fondo Gloden Tree Asset Management. Luego, a este acuerdo se terminaron sumando otros, aunque en su momento siete fondos de inversión agrupados en el denominado *Comité Ad Hoc* habían publicado un comunicado rechazando la propuesta.

El canje se cerró a fines de agosto de 2021, lográndose un nivel de aceptación que superó el 97% de la deuda emitida bajo legislación extranjera. Ello implicó la emisión de nuevos títulos por 7.693 millones de dólares, en tanto quedaron sin canjear bonos por 228 millones (Gráfico N° 9). Según el gobierno bonaerense, el acuerdo implicaba una reducción de los servicios totales en el período 2020-2024 del orden de los 4.450 millones de dólares (el 75% de los compromisos originales), fundamentalmente debido a la postergación de vencimientos de capital. Además se alargaba la vida promedio de la deuda a 11 años. En el acuerdo alcanzado se estableció que los bonistas recibirían el 100% de los intereses devengados hasta el 30 de junio de 2021, un 10% en efectivo al hacer el canje y el 90% capitalizado en los nuevos bonos.

¹⁶ "El Comité de titulares de bonos institucionales de deuda emitida por el la Provincia de Buenos Aires toma nota del reciente nombramiento de bancos con el fin de ayudar a la provincia con un ejercicio de redefinición de deuda" (Comunicado de Broadspan Capital y Mens Sana Advisors).

¹⁷ El 19 de febrero el FMI emitió un comunicado en el que reconocía que la deuda argentina no era "sostenible" y requería que los bonistas privados adoptasen una posición más abierta y flexible: "nuestra visión es que el superávit primario que se necesitaría para reducir la deuda pública y las necesidades de financiamiento bruto a niveles consistentes con un riesgo de refinanciamiento manejable y un crecimiento del producto potencial satisfactorio no es económicamente ni políticamente factible. En consecuencia, se requiere de una operación de deuda definitiva, que genere una contribución apreciable de los acreedores privados, para ayudar a restaurar la sostenibilidad de la deuda con una alta probabilidad. El personal del FMI hizo hincapié en la importancia de continuar un proceso colaborativo con los acreedores privados para maximizar su participación en la eventual operación de deuda" (<https://www.imf.org/es/News/Articles/2020/02/19/pr2057-argentina-imf-staff-statement-on-argentina>).

El canje no supuso una reducción del *stock* de deuda pública dado que prácticamente no se afectó el capital y si bien hubo un recorte en los intereses, este tampoco fue demasiado significativo. El mayor logro del canje fue un aplazamiento de los vencimientos, reduciendo significativamente los pagos hasta 2024. Gracias a ello, como se pudo apreciar en el Gráfico N° 7, se produjo una reducción del peso de los intereses sobre los ingresos provinciales, los cuales pasaron del 7,8% en 2019 al 3,8% en 2021. Cabe aclarar que la reducción que se observa en este indicador en 2020 no se debió al canje (que recién se efectivizó en agosto del año siguiente) ni tampoco a un incremento de la recaudación provincial, la cual se redujo afectada por la merma en la actividad económica debido a la pandemia. La menor carga de intereses en el año 2020 se debió a que el gobierno provincial no pagó aquellos que correspondían a la deuda en proceso de reestructuración, es decir, a más del 70% de la misma. Fueron esos intereses devengados hasta el 30 de junio de 2021 -pero no percibidos- los que se reconocieron en el canje. Asimismo, la leve suba que registró el peso de los intereses sobre los recursos provinciales en 2021 respecto al año previo se debió al pago en efectivo del 10% de los intereses reconocidos tras la firma del acuerdo con los acreedores, en tanto el impacto sobre los recursos provinciales no fue mayor debido a la importante recuperación que exhibió la recaudación en dicho año¹⁸.

Algo similar sucedió con las amortizaciones de la deuda, las cuales también bajaron fuertemente en 2020 dado que no se estuvieron pagando vencimientos de los títulos en proceso de renegociación. Esto llevó a que los servicios de deuda representasen en dicho año “sólo” el 5,9% de los recursos provinciales (17,7% en 2019). En 2021 los servicios de la deuda, al igual que los intereses, se incrementaron en relación al año anterior, pero manteniendo un nivel inferior al que habían registrado en 2017-2019 (Gráfico N° 7).

En definitiva, el canje no modificó el *stock* de la deuda provincial ni tampoco supuso un recorte significativo en los intereses pero logró “patear” para adelante la mayor parte de los vencimientos. En efecto, tal como se observa en el Gráfico N° 10, el gobierno de Kicillof logró reducir sustancialmente los pagos de deuda

hasta el año 2023 frente a vencimientos que lucían impagables sin un severo ajuste que deteriora mucho más aún las condiciones de vida de los bonaerenses.

No obstante, como también queda en evidencia, la carga de la deuda post-canje se incrementa sustancialmente a partir del año 2028, extendiéndose en el tiempo hasta el 2037. En este sentido, la reestructuración llevada adelante por la gestión de Axel Kicillof tuvo como objetivo principal ganar espacio fiscal para poder recuperar el crecimiento económico y atender la crítica situación social tras la crisis iniciada durante el gobierno de Cambiemos y la pandemia del COVID. Si bien esta estrategia logró aliviar significativamente el calendario de pagos en los primeros años, estuvo lejos de *resolver* el “problema de la deuda” de manera sustentable.

Reflexiones finales

La trayectoria de la deuda pública de la provincia de Buenos Aires ha estado muy vinculada a lo ocurrido a nivel nacional. Como se señaló, es imposible que esto no sucediera dado el peso específico que tiene la provincia sobre el conjunto de la economía argentina. No obstante, el financiamiento de las jurisdicciones subnacionales presenta sus particularidades, siendo quizás la más importante que las mismas no tienen potestad sobre las cuentas externas del país. De allí que llame la atención las características que asumió el ciclo de endeudamiento llevado adelante por la gestión de María Eugenia Vidal, la cual no solo incrementó la deuda pública provincial sino que además priorizó los créditos en moneda extranjera con el sector privado cuando los gastos provinciales son en pesos.

Como adelantábamos, dicho accionar parece haber estado motivado fundamentalmente por la necesidad de apuntalar el proceso de valorización financiera encarado por la gestión de Cambiemos a nivel nacional, aportando divisas que permitiesen sostener el tipo de cambio y financiar la salida de capitales.

Este cambio en la composición de la deuda provincial, sumado al incremento de su *stock*, dejó muy expuesta financieramente a la PBA frente a un escenario de vulnerabilidad externa que no hizo más que agravarse en la medida en que el nivel de endeudamiento (nacional y provincial) se tornaba insosteni-

¹⁸ Mientras que en 2020 los recursos tributarios de la provincia de Buenos Aires cayeron un 11% en términos reales respecto a 2019, en 2021 los mismos crecieron un 15% real en relación al año anterior.

ble. En efecto, la corrida cambiaría que se desató en el segundo trimestre de 2018 ante el virtual cierre de los mercados de crédito para la Argentina implicó un fuerte incremento del peso de la deuda sobre las arcas provinciales, obligando a recortar cada vez más otros gastos (educación, salud, obras públicas, etc.) para poder cumplir con los compromisos de la deuda.

El cambio de gobierno a fines de 2019, con la victoria del Frente de Todos, implicó el inicio de un traumático proceso de renegociación de la deuda provincial que culminó un año y medio después sin una quita significativa pero con un alargamiento de los plazos de repago. Si bien ello fue un paso necesario dada la emergencia económica en la que se encontraban tanto la provincia como el país tras dos años de crisis macrista y luego de la crisis generada por la pandemia del COVID-19, todo indica que más que resolver la cuestión de fondo se “pateó el problema para adelante”. En este sentido, seguramente la provincia enfrentará nuevos conflictos en la medida en que deba ir haciendo frente a vencimientos crecientes.

Bibliografía

- Basualdo, E. (coord.) (2017). *Endeudar y fugar. Un análisis de la historia económica argentina, de Martínez de Hoz a Macri*. Buenos Aires: Siglo XXI Editores.
- Belloni, P. y Fernández Massi, M. (2019). “Deuda pública. La pesada herencia de Cambiemos en la PBA (2016-2019)”, Instituto para el Desarrollo Económico y Social de Buenos Aires Stella Maldonado (IDESBA), Central de Trabajadores de la Argentina (CTA). Disponible en <http://www.ctabsas.org.ar/idesba/article/informe-deuda-agosto-2019>
- Wainer, A., Fernández Massi, M. y Claus, A. (2020). “La deuda pública de la provincia de Buenos Aires. Herencia y perspectivas”, Instituto para el Desarrollo Económico y Social de Buenos Aires Stella Maldonado (IDESBA), Central de Trabajadores de la Argentina (CTA). Disponible en <http://www.ctabsas.org.ar/idesba/article/la-deuda-a-fondo>
- Wainer, A. (ed.) (2021): *¿Por qué siempre faltan dólares? Las causas estructurales de la restricción externa en la economía argentina del siglo XXI*. Buenos Aires: Siglo XXI Editores.