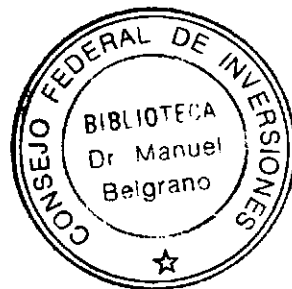


OIN. 200
R 26 r

42604

Reestructuración de la deuda de la Provincia de San Juan

Informe final



Por Adrián Rojze
Diciembre del 2000

Indice temático

Introducción, 5

Estado de situación de endeudamiento de la provincia de San Juan en los diferentes ámbitos de financiamiento, 6

Panorama general, 6

Relevamiento de la deuda provincial, 7

Consideraciones generales, 7

Descripción del perfil de endeudamiento con organismos internacionales, 8

Descripción del perfil de endeudamiento con entidades públicas, 9

Descripción del perfil de endeudamiento con bancos, 10

Descripción del endeudamiento consolidado, 14

Descripción del endeudamiento contingente, 15

Descripción del endeudamiento flotante. 15

Posición financiera del sector público provincial, 15

Descripción de la posición financiera del sector provincial, 15

I Escenarios, 19

Metodología de construcción de escenarios, 20

Exposición de resultados de las correlaciones y análisis de sensibilidad,

24

Supuestos en la construcción de escenarios, 26

Resultados y conclusiones, 33

Escenarios, 35

Ofertas de reestructuración analizadas, 35

Moratoria, 36

Recorte de gastos, 39

Resultados, 40

Panorama del mercado local de financiamiento al sector público no financiero, 43

Concentración, 44

Intensidad competitiva, 45

Barreras de entrada, 48

Presión de productos sustitutos. Financiamiento internacional, 50

Bonos vs financiamiento convencional, 53

Comparación de alternativas ofrecidas, 57

Conclusiones, 64

Solución financiera elegida, 66

Flujo de fondos definitivo, 68

Diagrama de camino crítico, 71

Decisión de financiamiento vía bonos, 72

Promulgación de la ley provincial, 72

Llamado a la presentación de ofertas, 74

Presentación de ofertas, 75

Aprobación de la oferta de Bear Stearns, 75

Preparación de la información requerida, 77

Presentación de la solución técnica, 84

Calificación de riesgo, 87

Presentación del bono ante inversores nacionales e internacionales, 89

Colocación, 90

Informe de tareas realizadas en materia de control de gestión,90

Conclusiones finales, 91

Anexo estadístico I

Anexo estadístico II

Escenarios.

Reestructuración de deuda de la provincia de San Juan

Informe final

Introducción

La provincia de San Juan atraviesa un momento delicado en materia de requerimientos financieros para los próximos años lo que conlleva a una reducción de los márgenes de libertad para realizar políticas económicas, situación común a casi todas las provincias argentinas.

En ese aspecto, el sector público sanjuanino presenta una situación intermedia donde con un pequeño incremento recaudatorio se cubriría casi inmediatamente el déficit operativo antes de intereses.

La presencia de una importante carga potencial de intereses y amortizaciones en años futuros obliga a: una estrategia de reestructuración de deuda que baje los costos financieros

Dicha estrategia está apoyada en el bajo riesgo de un eventual inversor dado que la provincia tiene superávit corriente potencial teniendo en marcha

una serie de iniciativas que sirven para aumentar su recaudación global y –por tanto- acortar el plazo de llegada. Ellas son: a) el dictado e implementación de una moratoria actualmente en curso, b) un programa de reforma institucional de la Dirección General de Rentas que apunte a un aumento de su eficiencia y c) el incremento negociado de partidas con el estado nacional.

Estado de situación de endeudamiento de la provincia de San Juan en los diferentes ámbitos de financiamiento

Panorama general

La provincia de San Juan –que tiene un stock de deuda total de 508,9 millones de dólares a junio del 2000- presenta un perfil de endeudamiento cuyas principales características son las siguientes:

- a) Una clara especialización –típica por otra parte en el sector público- en la relación entre fuentes y usos. Así, el financiamiento de organismos internacionales se utiliza para obras públicas y reformas estructurales, los préstamos públicos –muy pequeños en monto y participación- sirven para paliar situaciones específicas, en tanto que el segmento comercial es el que atiende prioritariamente las necesidades de financiamiento globales, además de la privatización del banco público provincial

- b) Perfil de vencimientos cómodo por su plazo, dado la cantidad de deuda comercial que se tomó durante los últimos 18 meses. Estos requerimientos sirvieron para paliar el creciente déficit operativo en el que incurrió el sector público a partir del estallido recesivo del último trimestre de 1998

- c) Alto costo financiero de la deuda nueva tomada con bancos. El costo promedio de la deuda nueva –tomada desde enero del 2000 es de 14,1% en pesos con garantía líquida de fuentes nacionales. Los factores que explican este proceso se analizarán por separado.

- d) Un círculo vicioso de endeudamiento-costos financieros crecientes que afecta fuertemente la posición financiera de la provincia y la induce a cubrir baches con préstamos fácilmente accesibles. La nueva administración financiera de la provincia consolidó una estrategia de búsqueda alternativa de fondos –de la que carece la provincia- en el mercado internacional que permitiesen conseguir financiamiento más barato, más largo y de menores costos implícitos. El primer hito de dicha estrategia fue la aprobación de una autorización de emisión de un bono por 400 millones de dólares aprobado por la Legislatura Provincial.

Relevamiento de la deuda provincial

Consideraciones generales

El objetivo de esta parte del trabajo consiste en relevar las fuentes de endeudamiento del estado provincial evaluando sus posibilidades de reestructuración de modo de presionar lo menos posible sobre el flujo de fondos provincial.

La hipótesis de trabajo sobre la cual se parte es que una gran porción de dicho endeudamiento es refinanciable a tasas más cómodas y en plazos más largos que los actualmente vigentes. Lo importante aquí es determinar las prioridades de elegibilidad de dichos préstamos.

Descripción del perfil de endeudamiento con organismos internacionales

La deuda que mantiene el Gobierno de San Juan con organismos internacionales es –por su perfil- la de vencimientos más cómodos y por su costo financiero, casi imposible de ser elegible para su reestructuración.

A diciembre del 2005 se habrá amortizado solo el 45,23% del total de esta deuda cuyo costo promedio es de 6,23% anual. El total de la misma a fecha base –junio del 2000- es de 64,365 millones de dólares, con una participación del 12,7% sobre el total.

En términos de participación, la mayor parte de la deuda tiene como contraparte al Banco Interamericano de Desarrollo –con 72,19%- en tanto que el resto corresponde al Banco Mundial.

Las condiciones contractuales de endeudamiento son las típicas de estos organismos a saber:

- a) Préstamos para reformas estructurales en áreas consideradas críticas (educación, reforma institucional, etc.)
- b) Plazos muy largos de amortización.

Descripción del perfil de endeudamiento con entidades públicas

El monto – 14,249 millones- y la tasa -5,11% anual promedio- hacen que el perfil del endeudamiento con el sector público nacional que tiene el gobierno sanjuanino no presente problemas y –por cierto- no sea susceptible de refinanciación.

Los plazos de amortización de dicha deuda son relativamente rápidos – su fecha de vencimiento es febrero del 2004 con un 29,42% de amortización en lo que resta del año.

La mayor parte de esta deuda se corresponde con remanentes del proceso de privatización de activos de la provincia y deudas con organismos descentralizados, además de los Bocep (Bonos de consolidación de endeudamiento provincial emitidos por el estado nacional), ninguno de los cuales tiene una concentración tan importante como para presentar un perfil problemático.

Descripción del perfil de endeudamiento con bancos

Sin duda, el componente más importante – y que presenta los mayores problemas- del endeudamiento del sector público provincial es el que tiene como fuente a las entidades bancarias. Los 336,689 millones de pesos conforman el 66.2% de la deuda global.

Las principales características del perfil de dicha deuda son las siguientes:

- a) Alto costo financiero. La tasa de interés que paga el estado sanjuanino en promedio es de 11,6%, que pasa a 12,7% si se quita el préstamo subsidiado del Fondo Fiduciario y se agregan los intereses que el estado provincial paga por los préstamos internacionales del complejo Caracoles Punta Negra¹. Los valores mínimos y máximos

¹ El préstamo del complejo Caracoles – Punta Negra por 145 millones de pesos corresponde a un crédito otorgado por las entidades Credit Suisse y First Boston a tasas de 13.5% con cinco años de plazo de amortización y uno de gracia.. El compromiso provincial abarca solamente los intereses mientras que el Estado Nacional se hace cargo del pago de amortizaciones.

corresponden a la misma entidad –Banco Río- el primero 11,3% por un préstamo otorgado en diciembre de 1995 y el máximo –15.7%- por un crédito datado en diciembre de 1999. Sin embargo, la tasa promedio por entidad más alta de la provincia es la correspondiente al Banco Nación con 14,4%, mientras que la más baja es la del Galicia con 11,7%. Desde el punto de vista del total de los gastos, los intereses de la deuda para el primer semestre del 2000 participan con un 9.2% del gasto corriente y con 8.7 % del gasto total, con tendencia creciente sobre el final del año y sobre todo durante el 2001.

- b) Adicionalmente a lo señalado en a) existe un riesgo adicional brindado por el hecho de que todos los contratos de deuda provincial están realizados a tasa variable. Las referencias son mayormente las tasas de depósito a plazo fijo o la Libo.
- c) Un fuerte compromiso en términos de coparticipación. La suma de los montos cedidos como garantía líquida por la remisión de la coparticipación que hace el estado nacional abarca el 35.3% del total de los fondos. En los meses de febrero y agosto, debido a los vencimientos que presenta la provincia con el Fondo Fiduciario de Capitalización del Banco Provincial, el monto comprometido pasa a 58,3%.

- d) Una fuerte concentración en términos de entidades. Tan sólo cinco entidades son prestatarias de la provincia, de las cuales 2, el Banco Nación y el Galicia tienen una participación del 80% del total.
- e) Una importante oligopolización del mercado de préstamos bancarios a las provincias. Las entidades que aparecen como las principales prestatarias de fondos de la provincia, son también las principales participantes del mercado de préstamos a todas las jurisdicciones provinciales. La consecuencia de ello es que el precio que cobran dichas entidades es superior al de otros rubros con menores riesgos implícitos pero mayor competencia tales como préstamos hipotecarios o líneas de financiamiento comercial. La causa de ello es que la vigencia de las Normas de Basilea sobre concentración de préstamos permite la participación en este tipo de mercados solo a entidades con importante capitalización.²
- f) Un perfil de vencimientos cómodo. En los próximos 18 meses vence tan sólo el 27,64% de la deuda y recién en abril del 2003 se da cumplimiento al 50% del pago. La razón de ello es que existen muchos préstamos tomados entre setiembre de 1998 y la fecha de corte. La fecha final de vencimiento del monto de préstamos es febrero del 2011.

². Esta forma de concentración regulada por la legislación del Banco Central tiene su base en aquella parte de las normas llamadas requisitos Camel por las siglas en inglés de capitalización, activos, management, ganancias y liquidez indicadores tomados en cuenta a la hora de evaluar la performance bancaria. Los préstamos provinciales afectan a los activos, ya que se concentra una enorme cantidad de recursos crediticios por un solo deudor y a la

- g) Importantes costos de cancelación. Si se decidiese reestructurar la deuda en el período base –junio del 2000- habría que abonar un monto –según los contratos vigentes- de 16,547 millones de pesos de los cuales, 14,786 corresponden al Banco de Galicia. Dichos montos son –por supuesto- negociables pero siempre por fuera de los contratos actualmente vigentes.

Entre junio y agosto del 2000, el estado provincial sanjuanino tomó los siguientes préstamos:

- a) Banco Creditanstalt. Fecha: julio del 2000. Monto: 10 millones de pesos. Período del crédito: 54 meses. Plazo de gracia: 6 meses. Tasa de interés (variable por tasa de referencia de plazos fijos): 14,5% anual. Compromiso de coparticipación: 1.3%. Costos de cancelación: 3%
- b) Banco Ciudad. Fecha: agosto del 2000. Monto: 12 millones de pesos. Período del crédito: 48 meses. Plazo de gracia: 6 meses. Tasa de interés (variable por tasa de referencia de plazos fijos): 14,4% anual. Compromiso de coparticipación: 2%. Costos de cancelación: 1% del préstamo

Los principales cambios acaecidos entre agosto y diciembre del 2000 vuelve aún mas imprescindible la solución estratégica de reestructuración de deuda. Dichos cambios son:

capitalización ya que se obliga a la entidad prestataria a incurrir en una capitalización equivalente al monto.

- a) Aumento del stock neto de endeudamiento: en diciembre del 2000, se contrajo un nuevo préstamo con el Scotiabank Quilmes de 30 millones de pesos. Con ello, el endeudamiento neto que en junio se calculó en 40 millones de pesos fue en realidad de 52 millones de pesos.

- b) Incremento del costo financiero neto. El costo financiero puro aumentó 40 puntos básicos en el último semestre del 2000 como consecuencia de que los nuevos préstamos fueron más caros que los anteriores. Aquí también se superó la previsión de tasa de las hipótesis -14%-, dado que el costo final de la nueva deuda es de 14,6%.

- c) Incremento de los valores de las variables asociadas esto es tanto el monto de la coparticipación comprometida cuanto los gastos de cancelación de la deuda bancaria convencional

- d) Menor concentración en la exposición de entidades, dado que los préstamos posteriores a junio del 2000 fueron tomados con nuevas entidades tales como el Ciudad, el Creditanstalt y el Scotiabank.

Descripción del endeudamiento consolidado

El endeudamiento consolidado de la provincia, 78,5 millones de pesos, no presenta un panorama que haga necesaria su reestructuración ya que el costo financiero promedio es del 7,2%.

La mayor parte de esta deuda, 65,4% corresponde a los llamados Bonos Saju2, en la práctica bonos de consolidación de deuda con los proveedores implementados por la anterior administración en agosto de 1995 y cuyas tasa de corte es la descrita en el punto anterior.

El resto de la deuda, cuya fuente son organismos nacionales descentralizados tiene ya determinado un valor de consolidación pero aún no fue implementada su forma de pago.

Descripción del endeudamiento contingente.

El endeudamiento contingente de la provincia, 4,9 millones corresponde a un remanente de cartera agropecuaria que quedó de la privatización del Banco de San Juan y está valuado a su valor original.

Descripción del endeudamiento flotante

La deuda flotante de la provincia a junio del 2000, 10,2 millones de pesos es toda deuda corriente con personal y organismos públicos provinciales. Su asignación presupuestaria es de erogaciones corrientes en las partidas de personal y bienes y servicios no personales.

Posición financiera del sector público provincial

Descripción de la posición financiera del sector provincial

El objetivo de esta parte del trabajo es el análisis de la posición financiera de la provincia al período base –junio del 2000- tomando como principales parámetros la evolución de los presupuestos ejecutados de 1999 y del primer semestre del 2000.

De los datos sintetizados en los cuadros y se pueden extraer las siguientes conclusiones:

- a) Al igual que casi todas las jurisdicciones provinciales argentinas, con excepción de la Capital Federal y la Provincia de Buenos Aires, el sector público de San Juan es fuertemente dependiente de los ingresos provenientes de la Administración Central. Los recursos de coparticipación representan alrededor de un 55-60% del total de lo ingresado en la administración provincial, en tanto que la sumatoria de los recursos de origen nacional representan más del 80%. Ello implica que lo aportado por la propia provincia no pasa del 20%.

- b) El gasto en personal de la provincia representa más de un 50% de las erogaciones totales y más del 60% de las corrientes. Ello implica que el gasto en recurso humano de la provincia es el rubro con mayor incidencia en la asignación total.

- c) Se registra una tendencia al deterioro progresivo de la posición financiera de la provincia dado el siguiente escenario de desenvolvimiento o círculo vicioso: i) existe un déficit operativo pequeño y tendencialmente decreciente antes de intereses explicado mayormente por los pagos de aguinaldos de enero y julio ii) dicho déficit se revierte a tendencia creciente cuando se aplica el pago de intereses, iii) la financiación de dicho déficit se realiza con nuevos préstamos iv) estos nuevos préstamos introducen costos financieros crecientes.

De los tres párrafos siguientes se deduce que los márgenes de libertad de la política económica del sector público sanjuanino no solo son estrechos sino que se achican progresivamente.

Desde el punto de vista de la recaudación, la mayor parte de los recursos percibidos por el sector público provienen de una variable de negociación política que el estado no controla.

Desde el punto de vista de la incidencia sobre el total de recursos una mejora de la performance institucional de la recaudación propia aporta

relativamente poco al total. Un 20% de mejora representa un 4% del total. Sin embargo, cabe decir que –marginamente- dada la situación señalada en c) dicha mejora puede aliviar el círculo vicioso. Adicionalmente, como se ve en el análisis de los ratios de evolución de la posición financiera del sector público y –como aparece en la correlación- los recursos de coparticipación caen en forma más que proporcional, conduciendo a la aceleración del deterioro al mismo tiempo que a la aceleración del ajuste.

Conscientes de ello, como ya se señaló en la justificación del trabajo, la nueva administración está realizando un trabajo importante de lucha contra la evasión con una mejora de la performance institucional de la Dirección Provincial de Rentas y el dictado de una amplia moratoria

Desde el punto de vista de las erogaciones, el margen de reducción tampoco es muy importante dada la inelasticidad a la baja del principal rubro de gastos – el destinado a personal-. Dicha restricción no es solamente un problema de conflictividad política, sino que tiene una fuerte incidencia sobre: i) la prestación de bienes y servicios públicos, dado que una reducción de salarios produce un efecto desaliento y fuga de los principales cuadros de la administración que deteriora la performance del sector público y ii) sobre la actividad económica de la provincia dado que la reducción del poder de compra impacta directamente sobre la demanda agregada volcada al espacio económico provincial.

Analizando el cuadro de posición financiera del sector público para el período 1998-2000, la tendencia señalada en el punto c) se magnifica y acelera al compás del crecimiento del endeudamiento. Se registran al mismo tiempo, los siguientes fenómenos:

- a) Caída del déficit financiero del sector. Entre los años 1998 y 2000 la caída del rojo en el resultado financiero fue de 20%.
- b) Incremento de intereses. Los intereses que se pagarán durante el presente período fiscal son prácticamente igual a la suma de los dos períodos anteriores.
- c) Un leve incremento de la recaudación tanto nacional como provincial que no compensa el incremento del costo financiero de la deuda. En efecto, los leves incrementos del período 1998-2000 solo cubren el 30% del crecimiento de los intereses.
- d) Ajuste de erogaciones públicas en los sectores menos conflictivos pero –paradójicamente- con incrementos de gastos de personal. En 1999, el ajuste vino por la partida de los gastos de capital que se vió reducida en un 65%. Para el 2000, la nueva administración redujo en un porcentaje similar la partida de bienes y servicios no personales.

Como se ve, el incremento de los costos financieros reduce fuertemente el margen de maniobra de la política económica del sector público provincial.

Escenarios

Metodología de construcción de escenarios

Las hipótesis de trabajo a comprobar en este acápite son las siguientes:

- a) La coparticipación correspondiente a la provincia de San Juan es función positiva del Producto Bruto Interno y negativa respecto de la tasa de interés. La teoría subyacente indica que el pago de impuestos es una función positiva del nivel de actividad, del cual el Producto Bruto Interno constituye el indicador directo y la tasa de interés un indicador indirecto al correlacionarse negativamente con los niveles de inversión y de consumo de bienes durables.

- b) La recaudación provincial está correlacionada positivamente con el Producto Bruto Geográfico, como representativo del nivel de actividad provincial y negativamente con la tasa de interés. Las razones son las mismas que las expuestas en el párrafo anterior. Adicionalmente, debe tomarse en cuenta la correlación positiva existente entre mejora de la eficiencia institucional y recaudación.

Para la elaboración de la regresión se introdujeron una serie de hipótesis instrumentales, a saber:

- a) La regresión se construyó a partir de datos trimestrales, dado que el nivel de actividad, medido por el Producto Bruto Interno tiene esta forma de presentación. El Producto Bruto Geográfico de la provincia de San Juan es una serie anual, en tanto que los datos de recaudación (nacional y provincial) y los financieros se presentan en forma mensual. El período a analizar es el comprendido entre el primer trimestre de 1995 y el último de 1999.
- b) Para la correlación entre las series de recaudación y de nivel de actividad se tomó como punto de partida el primer trimestre de 1995. La razón de que ello ocurra, es que, en dicho período se registraron dos modificaciones fundamentales: i) el aumento de la tasa de IVA del 18 al 21% y ii) la modificación de los coeficientes de coparticipación provincial (Pacto Federal I), todo ello precisamente a raíz de la crisis fiscal y financiera que sufrió la economía argentina en el inicio de 1995, conocido popularmente como efecto tequila. El trimestral de 1999 es el último dato disponible de la serie de Producto Bruto Interno nacional.
- c) La serie de Producto Bruto Geográfico sanjuanina presenta los siguientes déficits: i) se presenta en forma anual y ii) la última actualización data de 1997. Para proyectar los datos de 1998 y 1999

y luego transformar la serie de anual a trimestral se realizó un procedimiento de estimación que consta de los siguientes pasos:

- (1) Se construyó una serie de participación porcentual sectorial del Producto Bruto Geográfico sanjuanino entre 1991 y 1997. La hipótesis subyacente es que PBI y PBG no pueden tener la misma evolución dado que su composición sectorial es diferente.
- (2) Se promedió dicha participación sectorial para obtener la composición del PBG para 1998 y 1999. Las alternativas a la vista fueron descartadas dado que: i) tomar 1997 como base implicaría la no representación de las fluctuaciones sectoriales y ii) para realizar una regresión 7 datos no son suficientes.
- (3) Se calcularon sobre la base de la serie original las variaciones anuales del PBI sector por sector.
- (4) Se ponderó dicha variación sobre la estructura del PBG obtenida. La hipótesis subyacente es que las variaciones sectoriales del PBI son similares a las de PBG. Esto es cierto en casi todos los casos excepto en la producción agrícola donde la estacionalidad de los cultivos predominantes, los de la región pampeana, es distinta a la del output agropecuario sanjuanino. Dado la participación sectorial del último citado, 11%, se consideró escasamente relevante el problema.

- (5) El dato agregado obtenido, la variación del PBI recalculado sobre la base sectorial del PBG sanjuanino se aplicó como variación para los datos de 1998 y 1999.
- (6) Para convertir la serie anual en trimestral se tomó también como base la estructura de participación porcentual obtenida en el paso 1.
- (7) Dicho parámetro se aplicó al recálculo trimestre por trimestre sobre la base de la hipótesis y con las restricciones enunciadas en el párrafo 4.
- (8) La base de ponderación para cada trimestre fue el año de referencia.
- (9) Una vez obtenido el recálculo trimestral agregado se obtuvo un coeficiente trimestral como resultado de la división entre el valor de cada trimestre y el del año de referencia. Una vez aplicado dicho resultado al agregado anual se obtuvo el trimestral año por año.
- d) La tasa de interés que se utilizó es igual para el ámbito nacional que para el provincial, dado que es imposible la obtención de un representativo provincial independiente del nacional. La base es la

tasa de interés activa utilizada para los préstamos convencionales ya que dicho guarismo constituye el mejor indicativo de los niveles de inversión y consumo de bienes durables

- e) Las erogaciones de la provincia que no son los intereses de deuda son una variable exógena que depende del contexto político. Las restricciones que tiene dicha variable y por tanto las hipótesis operacionales con las que se cuenta son las siguientes: i) no se puede achicar el gasto en personal por lo que este se mantiene constante, ii) las transferencias a los municipios son un tanto por ciento de la recaudación total y iii) el resto de los gastos crece en función del PBI.

- f) Los intereses de deuda tienen dos componentes: i) los predeterminados por los préstamos actualmente vigentes y ii) los diferenciales producto de las necesidades de financiamiento de la provincia. En este último tópico se utilizó la hipótesis pesimista que todo el nuevo endeudamiento será de carácter comercial y a la tasa actualmente vigente para el nuevo endeudamiento del 14%.

- g) Las amortizaciones tienen dos componentes: i) los predeterminados por los préstamos actualmente vigentes y ii) los diferenciales producto del endeudamiento neto –que se cubre con endeudamiento comercial- con la hipótesis de que se amortizan en cinco años con uno de gracia.

Exposición de resultados de las correlaciones y análisis de sensibilidad.

Las hipótesis de correlación entre las variables de recaudación y sus correlatos macroeconómicos no han arrojado resultados –con una sola excepción- de suficiente envergadura para construir una proyección medianamente viable sobre esta base. Los resultados arrojados se exponen en el cuadro X .

En ese aspecto, la recaudación global provincial tiene mayores grados de incertidumbre que la nacional. La relación recaudación total- producto bruto geográfico arrojó un R^2 de 0,28 mientras que el resultado de la combinación de esta variable con la tasa de interés fue de 0,45. La combinación con ambas variables independientes fue de 0,47. No existe autocorrelación entre PBG y tasa de interés.

En tanto, la relación entre coparticipación pura y PBI arrojó un R^2 de 0,78, única correlación relevante para la realización de proyecciones. La relación entre recursos de origen nacional y nivel de actividad fue de 0,45 lo que demuestra el alto grado de discrecionalidad y lo errático de aquella parte del giro de recursos nacionales que no se corresponden directamente con los criterios fijos y objetivos de coparticipación. La relación entre estas variables dependientes y la tasa de interés arrojan valores de 0.46 y 0.32 respectivamente.

Sin embargo, la construcción de las funciones antedicha brinda un dato útil al objetivo de elaboración de escenarios, a saber, el coeficiente de regresión lineal que da una idea de variabilidad mucho menos arbitraria que el simple promedio histórico de las variables. Esta solución de segundo mejor agrega consistencia a las proyecciones a realizar.

En cuanto a la sensibilidad de las variables analizadas no existe ninguna de las variables exógenas introducidas que –con sus variaciones- alteren sustancialmente las proyecciones futuras.

Tal como se expone en el cuadro XI , es más sensible la relación entre la recaudación nacional y sus variables explicativas que lo que es la recaudación provincial. Así, en ambos casos, una variación de 1%, conduce a una modificación más que proporcional de 1,11 y 1,61% respectivamente para PBI y tasa de interés. En el caso de la recaudación provincial ello ocurre en su relación con el PBG 1 a 1,18%, mientras que las restantes variables, eficiencia institucional y tasa de interés tienen un impacto casi despreciable –0,11 para una variación 10 puntos y 0,36 para 1% respectivamente.

Supuestos en la construcción de escenarios

En esta sección se explicitarán los supuestos con los que: i) se consolidará el año 2000 y ii) se construirán los escenarios para darle consistencia a la proyección

Año 2000

Los criterios y supuestos que se utilizaron para la proyección del segundo semestre del año 2000 son los siguientes:

- a) El crecimiento económico para el año es de 2,5%, lo que se proyecta a los trimestres respectivos, e igual en ambos espacios geográficos, la Nación y la Provincia de San Juan.
- b) Sobre la base del criterio enunciado en el punto anterior, se proyectó la recaudación sobre la base de los coeficientes incrementales de la regresión base 1995-1999.
- c) La tasa de interés no registra variaciones para el segundo semestre.
- d) El gasto en personal del segundo semestre es igual al del primero. Lo mismo ocurre con el gasto de bienes y servicios.
- e) La cobertura por el uso de fuentes de crédito adicional para el año es de 40 millones de pesos, similar al deficit operativo, con una tasa de 14%, lo que se carga a los intereses de la deuda.

Años 2001- 2004

Los supuestos y criterios que se utilizaron para la construcción de los escenarios fueron los siguientes:

Para la variación del nivel de actividad nacional se han tomado cinco posibles escenarios a saber:

- a) Escenario de estancamiento económico donde no se registra crecimiento del PBI:
- b) Escenario de crecimiento vegetativo, donde el Producto Bruto Interno per cápita no sufre variaciones, lo que implica que el nivel de actividad global varía con el crecimiento de la población. Ello representa una tasa constante y continua de 1,3% anual correspondiente a la variación poblacional nacional entre 1980 y 1991 según el Censo de Población y Vivienda.
- c) Escenario de crecimiento consistente donde la tasa representativa es similar al promedio del período 1995/1999.
- d) Escenario de crecimiento acelerado donde la tasa representativa es la correspondiente al promedio del período 1991/99.

- e) Escenario de crecimiento volátil donde la tasa representativa para tres de cada cuatro años de aumento es la correspondiente al punto c) mientras que en uno de cada cuatro años se produce una caída similar a la de 1999.

Para la variación del nivel de actividad de la provincia de San Juan se han tomado en cuenta los siguientes escenarios, atento que los datos ciertos sobre nivel de actividad se encuentran disponibles hasta 1997:

- a) Escenario de estancamiento económico.
- b) Escenario de crecimiento vegetativo, donde la tasa para la provincia es de 0,8% correspondiente a la variación poblacional entre 1980 y 1991.
- c) Escenario de crecimiento consistente donde se toma como coeficiente el crecimiento anual promedio del Producto Bruto Geográfico entre 1991 y 1997.
- d) Escenario de crecimiento volátil donde la tasa de tres de cada cuatro años es similar al promedio 1991/94 y en uno cada cuatro años se verifica una caída similar a 1995.

Para los escenarios a) y b) de ambos tópicos se consideraron dos tipos posibles de evolución de tasa a saber:

- 1) Interés constante dado el bajo riesgo de proyección de estos escenarios
- 2) Variación negativa anual de 100 puntos básicos dado una tendencia decreciente de la demanda de fondos crediticio, altamente probable en escenarios de estancamiento económico.

Para las combinaciones c) y d) del nivel de actividad nacional y c) del provincial se proyectaron los siguientes escenarios de tasa

- 1) Interés constante por el bajo riesgo de una proyección a tasa de crecimiento constante.
- 2) Variación negativa anual de 100 puntos básicos donde la oferta de fondos prestable por vuelco de saldos monetarios reales al sistema financiero o monetización de capitales es superior a la demanda por consumo de bienes durable o proyectos de inversión.
- 3) Variación positiva anual de 100 puntos básicos donde se plantea un escenario inverso al del punto anterior, es decir un crecimiento mayor de los requerimientos de fondos bis a bis la oferta disponible.

Finalmente para los escenarios e) de crecimiento del PBI y d) de variación del PBG se plantean los siguientes cursos de variación de la tasa de interés:

- 1) Estancamiento de la tasa de interés en los años de crecimiento y caída de 100 puntos básicos en la recesión.
- 2) Crecimiento de la tasa de interés en 100 puntos básicos en los años de aumento de la actividad económica y baja de 200 puntos básicos en los de caída.

Para la recaudación provincial se tomaron además en cuenta los siguientes escenarios de evolución de la eficiencia institucional cuyo impacto será sobre el coeficiente de regresión entre recaudación provincial total y PBG:

Ellos son:

- a) Mejora del 30% anual acumulativo del coeficiente de recaudación
- b) Mejora del 20% anual acumulativo
- c) Mejora del 10% anual acumulativo
- d) Estancamiento

Sobre esta base se construyeron los siguientes 10 escenarios:

Escenario I (hiperpesimista): crecimiento 0 del PBI y del PBG, tasa sin variaciones, estancamiento de la eficiencia institucional de la recaudación.

Escenario I.b.: idem anterior con caída de 100 puntos básicos de la tasa activa.

Escenario II (pesimista): crecimiento vegetativo del PBI y del PBG, tasa sin variación, aumento de la eficiencia de la recaudación institucional del 10% acumulativa.

Escenario II.b. idem anterior, con caída de 100 puntos básicos de tasa.

Escenario III (viable): crecimiento del PBI igual al del período 1992-1999, crecimiento del PBG similar al del período 1991-97, tasa de interés sin variación, incremento de la eficiencia institucional de la recaudación de 20% anual acumulativo

Escenario III b: idem anterior, con caída de 100 puntos básicos de tasa.

Escenario IV (optimista): crecimiento del PBI similar al del período 1992-94 y del PBG con base en 1991-94. Estancamiento de tasa. Crecimiento de la eficiencia institucional en un 30% anual acumulativo.

Escenario IV:b.: idem anterior con incremento de 100 puntos básicos de tasa.

Escenario V (volátil): Crecimiento del PBI similar al del período 1992-94 con una caída en un año igual al de 1999. Trayectoria del PBG similar al del período 1991-95. Tasa sin variaciones. Crecimiento de la eficiencia institucional de la recaudación del 20% anual acumulativo.

Escenario V.b.: idem anterior con incremento de 100 puntos básicos de tasa para los años de crecimiento y caída de 200 puntos básicos en la baja del nivel de actividad.

Resultados y conclusiones

En las condiciones planteadas en los escenarios, ajuste duro de las cuentas públicas y condiciones igualmente duras de refinanciamiento, la proyección de escenarios tiene las siguientes características principales:

- a) Los frutos del mayor poder recaudatorio son más que descompensados por el crecimiento de los intereses y amortizaciones necesarios para afrontar la deuda.

- b) En todos los casos –aún en los escenarios más optimistas- existe un incremento neto de deuda y un deterioro de la posición financiera de la provincia.
- c) En todos los casos existe un incremento neto año a año de la participación de la carga de intereses y amortizaciones sobre las erogaciones totales que varía entre un 12,5% diferencial en cinco años, en el escenario pesimista hasta un 1,6% en el optimista.
- d) En ninguno de los escenarios, bajo las condiciones planteadas, se encuentra un resultado consolidado positivo.
- e) En los escenarios III, IV y V (factible, optimista y volátil) con sus respectivos derivados se verifican a partir del 2002 y del 2001 respectivamente un importante alivio brindado por el superavit operativo antes de intereses.
- f) En los escenarios pesimistas I y II con sus respectivos derivados se nota una tendencia creciente al deterioro financiero brindado por la relación cada vez más negativa entre déficit consolidado y recursos. En el caso I, esta tendencia es directamente explosiva. La reversión de pérdidas operativas alivia la situación en los restantes escenarios conduciendo a una reducción del peso de la relación arriba citada.

- g) Tan sólo en los escenarios IV y IV.b (optimistas) se verifica una reversión de la posición neta de deuda a partir del año 2003 y 2004 respectivamente.
- h) No se altera sustancialmente en ninguno de los escenarios, las participaciones respectivas de los recursos nacionales y los provinciales. Es decir, que no existe una sustancial modificación del grado de autonomía financiera.
- i) En todos los casos, con la excepción del escenario I se nota una tendencia decreciente en la participación de las erogaciones corrientes, antes de intereses, como consecuencia lógica del ajuste operativo expresado.

Como corolario general puede decirse que –de continuar con la lógica institucional de endeudamiento actualmente existente- los esfuerzos de ajuste se verán esterilizados y la situación financiera del erario público empeorará inexorablemente en los dos años por venir, y en el caso de los escenarios optimistas, el período de reversión será muy lento.

Escenarios

En este acápite se explicitarán las estrategias endógenas de política económica para mejorar el perfil financiero del sector público sanjuanino. La

medición de impactos se hará en cada escenario por separado, luego de lo cual se combinarán los eventos.

Ofertas de reestructuración analizadas

De las ofertas que recibió la gobernación provincial (ver capítulo de referencia en este mismo estudio) se analizarán dos propuestas, a saber:

- 1) Propuesta II de Bear Stearns cuyos principales contenidos son sintéticamente- los siguientes: Emisión de deuda: 400 millones en cuatro programas anuales de 100 M cada uno. Tasa: 10,5%. Costo financiero total: 11,7%. Plazo de maduración del bono: 10 años. Plazo de gracia: 3 años. Amortización: 28 cuotas trimestrales. Gastos de emisión: 554,1 miles de pesos. Gastos de mantenimiento anual: $111,5 + 1.4\% \times 28$ meses de servicio de deuda (como seguro de riesgo de la emisión).

- 2) Propuesta de Rifking Capital Markets cuyos principales ítems son los siguientes: Emisión de deuda: 300 millones en tres programas anuales de 100 M cada uno. Tasa: 12%. Costo financiero total: 12,9%. Plazo de maduración del bono: 5 años. Periodo de gracia: 5 años. Gastos de emisión: 699.1 miles de dólares. Gastos anuales de mantenimiento: 126,1 miles de dólares.

Las restantes propuestas no pueden ser analizadas dado que su costo financiero es similar o superior a los créditos actualmente existentes, tanto si se mira el mercado de bonos o el de financiamiento comercial tradicional.

Moratoria

El gobierno de la provincia de San Juan ha aprobado una ley provincial, la número 7050/2000, acompañado del decreto reglamentario 1661 del Ministerio de Economía de declaración de una moratoria impositiva.

Los impuestos que abarca son los siguientes: inmobiliario, automotores, ingresos brutos (con los adicionales de convenio multilateral), sellos, canon de riego y tasa retributiva de los servicios hídricos. El período que abarca la moratoria alcanza hasta julio del 2000.

El plan de pagos prevé un máximo de 72 cuotas con una tasa mensual de 0,5% y se condonan todas las multas e intereses punitivos y resarcitorios.

Desde el punto de vista financiero, la moratoria tiene dos efectos profundamente ligados entre sí:

1. La ganancia fiscal propia de la moratoria, debido al cobro de deudas atrasadas con el fisco, ganancia de stock que se calcula en aproximadamente 2 veces la recaudación provincial, entre 190 y 210 millones de dólares –según el escenario- y

2. La ganancia de eficacia institucional como consecuencia de la incorporación de nuevos contribuyentes o conceptos al fisco, lo que mejora la capacidad -flujo de la recaudación futura.

A los efectos de la construcción de escenarios se incorporarán dos pautas de éxito relativo de la moratoria a saber:

- a) 30% de cobertura, lo que implica un stock de entre 57 y 63 millones de dólares refinanciados a un promedio de 36 meses con tasas de 6% anual, al mismo tiempo que la eficiencia institucional aumenta en 65%.
- b) 70% de cobertura lo que implica un stock de entre 133 y 147 millones de dólares refinanciados a la misma tasa y plazo promedio, con un adendo por ganancia de eficiencia institucional de 150%.

Los supuestos implícitos son los siguientes:

- a) La relación entre recaudación real y potencial es de un 30%. Dicha cifra tiene como base un estudio en cursos del Banco Interamericano de Desarrollo sobre la eficiencia institucional de la Dirección General de Rentas de la Provincia.

- b) Existe un efecto de desgranamiento posterior a la moratoria del 35% sobre la recaudación futura. Este efecto -que surge como promedio del desgranamiento producido por otras medidas similares tomadas anteriormente- es consecuencia del efecto financiero de la propia moratoria que obliga al contribuyente al doble esfuerzo de actualización de stock y aumento de pagos futuros combinado con los propios fallos de control institucional.

- c) El promedio de plazo del devengamiento de stock acumulado de la moratoria, cualquiera sea el escenario es de 36 meses lineales que surge como promedio de todas los planes.

Recorte de gastos

Debido a la delicada situación financiera de la provincia se fijo el objetivo para el 2001 de obtención de un superávit corriente de un mínimo de 1.7% antes de intereses, como la meta esencial de la administración presupuestaria del sector público sanjuanino, El mayor superávit alrededor de esta cifra estará brindada por incrementos en la recaudación. Cabe recordar que -tal como se expuso en el informe anterior- durante el 2000 el déficit proyectado por este concepto representa apenas un 2,7% del gasto corriente, 18,6 millones de pesos.

El recorte de gastos presupuestado para el 2001, tiene los siguientes

ítems:

- a) Una baja de gastos de personal del 2,2% en el 2001. Este recorte no implicará expulsión ni retiro de personal permanente, sino una reducción de adicionales en un caso y de las remuneraciones del llamado personal político por el otro. Dentro de este rubro el recorte es más que proporcional en las remuneraciones de mayor valor. Lo bajo del recorte está en relación directa con la necesidad de obtención del menor perjuicio en materia de actividad económica. Se mantienen de esta forma aquellos ingresos con alta propensión marginal a consumir dentro de la propia provincia..
- b) Un recorte del 12,1% de las transferencias a los municipios concepto que durante el 2000 tuvo una expansión del 14,5%, tal como se señaló en el informe 1.
- c) Una reducción del 17,4% del gasto en bienes y servicios no personales, donde el rubro que mayor aporte realizará al objetivo será la no-renovación de una parte importante de los contratos de prestación de servicios.
- d) Una baja del 1.2% de las erogaciones de capital, lo que implica una muy pequeña reducción en los planes de obra pública. El argumento

de esta pequeña baja es similar al utilizado en el punto a) ya que la inversión pública tiene también un alto poder multiplicador..

Resultados

La aplicación de estrategias de mejoramiento de la posición financiera del sector público produce de tener éxito completo un ahorro combinado de 574 millones de dólares en los cuatro años, de los cuales 446 millones se producen en los tres primeros años.

Se considera éxito completo la siguiente configuración estratégica:

- a) Reestructuración de deuda mediante la emisión de un bono con colocación a paridad 100 de 400 millones de dólares en cuatro series de 100 millones con una tasa de 10,5% y un costo financiero de 11,7% tal como se configura la mejor propuesta recibida hasta ahora por el estado sanjuanino. El ahorro acumulado de esta estrategia es de 240 millones de dólares y su contribución marginal al éxito conjunto es de 41.8%.

- b) Escenario de moratoria exitosa. Este escenario –descrito en el acápite anterior-, contribuiría con un 35.2% -202 millones de pesos- al éxito conjunto de la recuperación de la solvencia financiera.

- c) Cumplimiento del 100% de las metas de reducción del gasto público para el 2001. Mantenimiento de criterios de recorte en los años subsiguientes según escenario. Esta estrategia tiene un resultado final de contribución de 133 millones de pesos en cuatro años, o sea un 23%.

En ese caso, se verificaría una reversión de la posición de endeudamiento en los escenarios III, IV y V. En la cuarta situación (la posición más optimista con fuerte crecimiento de la economía y adicionales de 30% de capacidad institucional), dicha reversión podría terminar prácticamente con tres cuartas partes del endeudamiento bancario actualmente existente. En los escenarios restantes, el desahogo financiero –medido por el resultado financiero- sería notorio, del 30% en el de estancamiento económico (incluido primera cuota de amortización del bono) y del 75% -bajo las mismas pautas- en el de crecimiento vegetativo.

El escenario futuro más probable surge del promedio de todos los escenarios y combinaciones viables. En un contexto de planteo de 80 escenarios con un grado de dispersión relativamente bajo y con alta agregación, la media parece ser el más representativo.

Este escenario tiene las siguientes características:

- a) Un importante desahogo financiero que al cuarto año llega al 90% del déficit operativo

- b) Una reversión del déficit operativo sin intereses que alcanza al 8,7% de los recursos totales.
- c) Una reducción del 25% de las necesidades de financiamiento, con tendencia decreciente verificada por el sucesivo decrecimiento del endeudamiento neto.
- d) Un crecimiento importante de la participación de amortizaciones e intereses sobre las erogaciones totales que pasa del 17,6% en el 2000 al 23% en el 2001 y al 24,9% en el 2004.

Panorama del mercado local de financiamiento al sector público no financiero

En este acápite se analizarán los principales rasgos distintivos del mercado de financiamiento local, tales como su grado de concentración, las formas de competir, los grupos estratégicos, sus barreras de entrada y la presión de productos sustitutos.

Asimismo, como derivado de este análisis se realizará una confrontación entre instrumentos que llevará a fijar los criterios de elección del instrumento más adecuado para la reestructuración de la deuda.

Concentración

El cuadro VII muestra el volumen y participación de las entidades financieras en el mercado del crédito al sector público no financiero, en los llamados préstamos convencionales.

El análisis de las cifras demuestra la certeza de la principal hipótesis esbozada en este trabajo, cual es, la fuerte concentración de entidades en el mercado de préstamos a la hacienda nacional y a las de las provincias y –como correlato- la fijación oligopólica del precio de este servicio, la tasa de interés.

Según el índice Hirschman – Herfindahl,³ el grado de concentración de este mercado es 7, lo cual quiere decir que contiene un grado de monopolio medio a alto. Los cuatro primeros bancos –Nación, Galicia, Provincia de Buenos Aires y Francés, participan con el 68,1% de los fondos destinados a la operatoria.

Para dar una idea de parámetros el índice Hirschman Herfindahl para todo el sistema bancario nacional es de 14, grado de concentración medio, medido tanto por volumen general de depósitos como de préstamos. Ello implica que la puja competitiva es mucho más fuerte en el sector financiero en general que en los préstamos al sector público en particular.

³ El índice Hirschman Herfindahl es $1/n$ la suma del cuadrado de las participaciones de todos los agentes del mercado. A medida que dicho índice se incrementa menor es el grado de concentración, dada la menor importancia de la participación de los líderes en el mercado analizado.

Del lado de la demanda, la concentración, contra lo que podía pensarse, es mucho menos intensa. A nivel global, las cuatro mayores provincias por el nivel de fondos requeridos, Ciudad y Provincia de Buenos Aires, Chaco, Córdoba concentran el 35,4% del requerimiento de fondos, con un índice Hirschman – Herfindahl del 14., mientras que a nivel de entidades bancarias, los cuatro primeros demandantes, las ya citadas Córdoba y Chaco más Mendoza y Río Negro reúnen en conjunto un grado de participación de 35,1% con un H – H similar.

San Juan, con un 2,9% de participación en la deuda total, constituye una provincia que solo puede ser tomadora pasiva de fondos. Según los datos de la Secretaría de Programación Regional del Ministerio de Economía, la participación de la deuda de los bancos en la provincia es de 37,85% a diciembre de 1999. La diferencia obedece a que en la deuda en títulos aparece como propio el crédito Caracoles-Punta Negra cuya amortización corresponde al estado nacional. De no considerarse este crédito, el financiamiento en bancos de la provincia sería del 49,8%. Si a ello se le resta además los convenios con organismos internacionales imputados pero no ejecutados, la participación de la deuda bancaria ascendería a 67,8%, lo que la situaría segunda, después de La Pampa en dicha categoría.

Intensidad competitiva

La Intensidad competitiva de este mercado está regulada por la presencia de las normas del Banco Central sobre la responsabilidad patrimonial computable.

Normalmente, los estados provinciales tienen un alto requerimiento de fondeo por operación, lo que no pasa en los inversores individuales. Los requerimientos de capitalización en términos del patrimonio neto son proporcionalmente muy altos, lo que reduce el número de entidades participantes y aumenta el grado de concentración.

La competencia está también regulada por las llamadas Normas de Basilea que controlan los requisitos mínimos del deudor para realizar la operación. Si una persona física o jurídica no reúne dichos requisitos no puede calificar en el sistema financiero. En el caso de los estados provinciales el riesgo de no calificación es casi nulo, dado que su solvencia patrimonial está garantizada por los montos de coparticipación.

El riesgo de solvencia intertemporal de los estados provinciales se carga –en todos los casos- en mayores tasas de interés *pari passu* para cada cliente individual.

En esas condiciones las formas operativas entre entidades guardan mucha similitud, reduciéndose la competencia a tres variables: la tasa de interés, el monto de coparticipación comprometido como exigencia y los gastos de cancelación. Los contratos son muy similares en lo que se refiere a

cláusulas de no convertibilidad, cambios de regímenes y alteraciones contractuales exógenas.

En líneas generales, los bancos públicos tienen muy bajas exigencias de cancelación, un compromiso de coparticipación muy ajustado y mayores tasas de interés. Ello se debe a dos motivos: 1) Su mayor vulnerabilidad frente a los requisitos mínimos de liquidez que induce a una rápida cancelación y 2) Su estrecha relación con los estados provinciales –muchas veces con fuentes de rentabilidad por servicios de gestión ya atadas- por lo cual la garantía de coparticipación es mucho más ajustada.

Los grandes bancos privados –por el contrario- privilegian otorgar una mejor tasa con costos de cancelación mayores y con garantías de coparticipación ajustadas básicamente a la solvencia intertemporal del deudor. Los mayores grados de cumplimiento de los requisitos mínimos de liquidez y el fondeo a menores tasas inducen a dichos bancos a aumentar el costo de oportunidad de salir de la operación impulsado además por la inexistencia de fuentes alternativas de ingresos por servicios por parte de los estados provinciales.

Existe un grupo intermedio de bancos privados con menor capacidad patrimonial que realizan financiamiento marginal con un menú de condiciones competitivas similar al de los grandes bancos privados pero con menores ventajas. Estas entidades tienden a ajustar exigiendo mayor compromiso de coparticipación para compensar su menor solvencia patrimonial.

Barreras de entrada

Las barreras de entrada al mercado de préstamos al sector público no financiero son de carácter institucional, a saber:

- a) Las propias reglamentaciones del Banco Central citadas en el acápite anterior y
- b) El poder institucional de penetración que tiene cada banco en cada uno de estos clientes en particular, brindado a su vez, por los contactos institucionales, la experiencia en la operatoria y las participaciones sucesivas en el financiamiento de los requerimientos de fondos provinciales.

De las dos barreras citadas, la a) es –por lejos- la más importante y es la que permite el mantenimiento de altos rendimientos en la operatoria. Dicha ganancia, que constituye el mayor incentivo para salvar las barreras de entrada está determinado por el diferencial entre el ingreso por unidad de dinero prestado y su costo de adquisición y administración.

El ingreso por unidad de dinero prestado es la tasa de interés que se cobra por el préstamo. Esta tasa es alta ya que su límite inferior está determinado por las propias barreras institucionales. La tasa de interés promedio de esta operatoria es más alta que las de operaciones con fuerte

nivel de competencia y bajo riesgo –como los préstamos hipotecarios o los créditos a empresas de primera línea y más bajo que aquellos con fuerte nivel de atomización y/o alto riesgo –como los descubiertos, préstamos personales o de comercio pequeño.

El costo de adquisición del dinero prestado está brindado por la tasa de interés pasiva promedio y/o el costo de adquisición de recursos financieros (costo de alocación) por intermedio de otros instrumentos del mercado de capitales. Este último es especialmente importante en los grandes bancos minoristas. El costo directo de administración es muy bajo dado la escala brindada por el monto individual de cada operación y el insignificante costo de estructura del departamento dedicado a esta operatoria. En muchos bancos, especialmente los públicos, esta operatoria funciona como dependiente de las gerencias financieras y no en las gerencias comerciales asignando a una persona por cada jurisdicción.

En este marco, la presencia de conductas oligopólicas que fijen las principales reglas y cuotas de mercado entre entidades participantes en el mercado local es una regla implícita de comportamiento que aseguran un rendimiento más que adecuado para el bajo riesgo de la operación.

En ese sentido, las propuestas de reestructuración de las principales entidades con asentamiento local, como se verá más adelante en el capítulo específico de propuestas tiene toda la marca de dicho comportamiento.

Presión de productos sustitutos. Financiamiento internacional

El sustituto más cercano que tiene este mercado en cuanto al tipo de demanda, fondos para financiar operaciones corrientes, es el mercado de bonos, que viene creciendo sostenidamente desde un 19.8% de la participación total en 1995 hasta el 23.7 % en 1999, contra 37.1 % y 32% del financiamiento bancario comercial en los mismos años citados.

El crecimiento de este mercado está marcado por dos fenómenos importantes::

- a) Las necesidades de reestructuración de plazos y tasas vis a vis el financiamiento convencional. En este sentido, el mercado de bonos se superpone, en cuanto a naturaleza de demanda, con el de financiamiento convencional, con la ventaja, para el primero de la mayor competencia y flexibilidad, mientras que el segundo cubre necesidades financieras coyunturales que –por escala- a la emisión de un bono le resulta dificultoso cubrir.

- b) La eclosión y posterior consolidación institucional de los instrumentos disponibles en el mercado de capitales. Desde finales de la década del '80 se asiste en la Argentina –al igual que en otros países cuyos sectores financieros pertenecen a la categoría de mercados emergentes- al crecimiento cuantitativo y cualitativo del mercado de capitales. En lo cuantitativo, debido al incremento del stock y del

volumen de operaciones, y en lo cualitativo debido a la disponibilidad de nuevos instrumentos y nuevas formas de regulación que no solo canalizaron nuevos tipos de demanda sino también nuevas ofertas.⁴. Este incremento en la Argentina tuvo su eclosión en el período del boom de crecimiento entre la puesta en marcha del Plan de Convertibilidad y el efecto tequila. En este marco se inscribe una nueva modalidad de financiamiento y reestructuración para los sectores públicos provinciales a través de colocación voluntaria de deuda.

En este marco, aparecen dos grupos estratégicos con comportamientos diferenciados:

- a) El de las agencias de financiamiento con asentamiento local que surgen como diversificación de las operaciones comerciales de los propios bancos a través de sus departamentos de inversión. Estas entidades, que muchas veces por requerimiento de fondeo u operativos aparecen aliadas con agentes internacionales tienden a reproducir los movimientos oligopólicos del mercado tradicional en lo que se refiere fundamentalmente a tasas, procurando la reestructuración en plazos más largos.
- b) El de las agencias de financiamiento internacional con un asentamiento local difuso o inexistente con mayor nivel de

⁴ Para una descripción de la eclosión cuantitativa e instrumental del mercado de capitales local, ver Verchik, Ana **Mercado de capitales (tomos I y II)**. Ed. Macchi. Buenos Aires. 1993.

atomización ya que su inversión de cartera forma parte de un portafolio internacional más vasto, que compite alrededor del mundo. En este grupo conviven grandes entidades con pequeñas agencias de carácter especulativo. Este grupo surge como consecuencia del fenómeno de apertura e internacionalización de los mercados de capitales.

La principal ventaja del grupo a) es su profundo conocimiento del mercado local y su presencia institucional lo que otorga certeza a las ofertas. Su principal desventaja es el ya señalado comportamiento oligopólico.

Viceversa, el grupo estratégico b) tiene una importante volatilidad de su comportamiento y en sus procedimientos tiende a subestimar el conocimiento local. Tiene la ventaja, sobre todo aquellas entidades que son grandes colocadoras de fondos y con interés en la Argentina, de menores tasas y mayor capacidad de negociación lo que redundará en mayor flexibilidad.

Las otras fuentes de financiamiento que aparecen en el cuadro responden básicamente a formas específicas de aplicación de recursos, donde, p.e. los organismos internacionales financian obras y/o reformas institucionales y las formas de consolidación de deudas, es una forma convencional de reconvertir deudas de proveedores.

Las ventajas e inconvenientes del financiamiento bancario convencional vis a vis los bonos se exponen a continuación

Bonos vs financiamiento convencional

Con el desarrollo del mercado de capitales, cobró nueva vigencia el financiamiento mediante títulos públicos. Los bonos -que desde el siglo XVI eran emitidos casi exclusivamente por estados nacionales- se convirtieron en una alternativa importante para el financiamiento provincial y municipal, a partir de mediados de la década del 80.

Los títulos públicos no sólo constituyen una alternativa de inversión, para el ahorrista, ya sea pequeño, minorista o inversor institucional, sino que también constituye un activo financiero que puede utilizarse como garantía para préstamos convencionales o normas de regulación financiera, lo que aumenta su valor de realización.

Desde que hizo eclosión esta alternativa se desarrolló un sistema de evaluación de títulos que selecciona mediante calificaciones de riesgo, el costo financiero y la seguridad del papel.

El financiamiento convencional vía préstamos tiene las siguientes ventajas respecto de los títulos, a saber:

- a) Un proceso de otorgamiento más rápido, dado que no se necesita un proceso de evaluación independiente. Este es un elemento competitivo muy importante para el financiamiento de corto plazo.
- b) Financiamiento cierto, dado que coincide el valor del préstamo pedido con el otorgado. En la emisión de títulos, el valor del bono solo coincide con el monto obtenido cuando la paridad de colocación es 100.
- c) Menor sensibilidad ante los cambios de riesgo soberano⁵ lo que repercute en menor volatilidad de tasas y condiciones.

El financiamiento vía bonos tiene las siguientes ventajas por sobre el financiamiento convencional:

- a) Menores costos de intermediación, dado que la emisión se hace sobre escalas más grandes. Ello implica que ceteris paribus las condiciones del deudor, el costo financiero de un título es menor.
- b) Menores costos de aplicación de fondos, debido también a la escala de colocación.

⁵ El riesgo soberano surge como la combinación de dos elementos: 1) riesgo económico que es la capacidad del gobierno para cumplir sus obligaciones y 2) riesgo político: la voluntad del gobierno para amortizar su deuda. Cfr. **Títulos públicos provinciales y municipales**. Mimeo Secretaría de Programación Económica. Ministerio de Economía. Buenos Aires. 1998