

IERAL

de Fundación Mediterránea

DOCUMENTOS DE TRABAJO

Serie: Política Fiscal

**Cuasi-monedas provinciales:
Un análisis de su existencia y
actual rescate**

Nadin Argañaraz

Marcelo Capello

Juan Manuel Garzón

Juan del Campillo 394
CP (X5000GTH)
Córdoba - Argentina
Tel: (351) 4726523/25
Fax: (351) 4724625

Documento N° 4

email: ieralcordoba@ieral.org
<http://www.ieral.org>

Junio 2003

Índice

Abstract.....	3
Cuasi-monedas provinciales: Un análisis de su existencia y actual rescate.....	4
Introducción.....	4
Evaluación monetaria.....	4
Evaluación Fiscal	8
Algunos resultados de la experiencia.....	10
El proceso actual de rescate.....	19
Ahorro fiscal para las provincias	20
Efectos “incentivos” del rescate	21
Conclusiones.....	22

Abstract

Si bien por preceptos constitucionales las provincias tienen expresamente prohibido emitir dinero, las continuas emergencias por las que ha atravesado nuestro país han permitido siempre convertir lo extraordinario en regla, de modo que en los últimos dos años la emisión de cuasi-monedas provinciales resultó en un fenómeno masivo. Ante la inminencia de su sustitución por moneda de curso legal, bueno resulta evaluar las principales consecuencias de dicha experiencia.

En tal sentido, se debe mencionar que los aspectos más relevantes dejados por la circulación de cuasi-monedas provinciales son los siguientes: i) Ha prevalecido su faceta transaccional más que el de instrumento de inversión; ii) Ha generado mayor pérdida del poder adquisitivo sobre los ingresos de las personas que viven en provincias emisoras de bonos, ya sea por inflación directa, precios diferenciales para pagos con bonos o desvalorización directa del bono; iii) Las provincias que recurrieron a la emisión de bonos presentaban, en promedio, la peor performance fiscal; iv) Las cotizaciones de los bonos dependieron más de las fricciones generadas por su circulación que de las señales emitidas por las autoridades provinciales con relación a la sustentabilidad fiscal de sus administraciones; v) No se infieren efectos positivos sobre el nivel de actividad en las provincias emisoras de cuasi-monedas; vi) El rescate organizado por el gobierno nacional significa un ahorro importante para las administraciones provinciales emisoras de bonos; y vii) La forma en que opera el rescate induce efectos perversos con relación a los incentivos que genera en los encargados actuales y futuros de dirigir los gobiernos provinciales.

Lo más destacable del rescate de bonos provinciales es el paso adelante que significa con relación al ordenamiento monetario del país. No obstante, es esencial que el nuevo gobierno lleve adelante las reformas necesarias para evitar los recurrentes desequilibrios fiscales y monetarios que terminan siempre transformándose en un alto costo para la sociedad, de modo que nunca más se necesite recurrir a fuentes de financiamiento no genuinas, como es el caso de las cuasi-monedas provinciales.

Cuasi-monedas provinciales: Un análisis de su existencia y actual rescate

Introducción

En las dos últimas décadas ha resultado común que gobiernos provinciales (y en algunos casos, municipales) hayan recurrido a la emisión de un nuevo tipo de papel de deuda que resulta en una especie de “promedio” entre el dinero y los títulos o bonos tradicionales. Se trata de los denominados bonos locales o cuasi monedas. Este fenómeno se profundizó notablemente con la crisis del 2001, en que provincias “grandes” también echaron mano del mencionado recurso¹ (Patacón en Buenos Aires, Lecor en Córdoba, Petrom en Mendoza), a lo que se debe sumar la emisión de un papel con similares características a nivel nacional (Lecop).

A dos años de la generalización de ese modo no genuino de financiar los gastos locales y ante el actual proceso en marcha de su reemplazo por dinero de curso legal, bien vale la pena efectuar una evaluación de sus principales implicancias monetarias y fiscales, así como de la racionalidad del *modus operandi* previsto para su rescate. Con tales objetivos, se analizarán en primer término las principales características del nuevo instrumento financiero y sus consecuencias sobre la cotización, inflación y nivel de actividad en las provincias, para luego enfocar sobre los principales efectos dinámicos (sobre los incentivos) y el verdadero ahorro fiscal que supone su rescate.

Evaluación monetaria

La pregunta inicial a responder es si los títulos provinciales en proceso de rescate han actuado finalmente como bonos o dinero. A este respecto, puede decirse que tales papeles presentan un *rendimiento* (y el *riesgo* asociado), al igual que los títulos públicos tradicionales, pero cuentan también con alta *liquidez*, al ser

¹ No obstante, se debe notar que la provincia de Córdoba ya había utilizado ese recurso con la creación del Cecor, en plena crisis del Tequila.

aceptados para determinadas transacciones, lo que los asemeja al dinero. No obstante, si se tiene en cuenta que han sido emitidos prometiendo pagar tasas no mayores al 7% (en pesos)², en momentos que los rendimientos de activos financieros alternativos superaban largamente esa cifra (ver Tabla 1), y que han sido entregados en forma compulsiva a empleados públicos, contratistas y proveedores del Estado, puede inferirse que lo que indudablemente ha primado es su *status* de medio de cambio o dinero.

Tabla 1: Rendimiento de un activo financiero alternativo a los bonos provinciales

Mes y Año	Tasas plazo fijo (nominal anual a 60 días)
Ene-01	9,0
Abr-01	14,0
Jul-01	21,0
Oct-01	26,0
Ene-02	6,0
Abr-02	35,0
Jul-02	60,0
Oct-02	46,0
Ene-03	23,0

Fuente: BCRA.

Consecuentemente, con la emisión de las cuasi-monedas se ha presentado una situación de convivencia entre el BCRA y diversos pequeños (y no tan pequeños) “bancos centrales” provinciales y municipales, representados estos últimos por los ministerios y secretarías de hacienda subnacionales y locales. Circunstancia que sin lugar a dudas ha complicado las posibilidades de efectuar una política monetaria ordenada y coherente, especialmente durante el año 2001.

Esta situación se ve reflejada en la Tabla 2, en que se observa la relación entre bonos emitidos (en el mes de máxima circulación) y la base monetaria por provincia a fines del 2000³. Las cifras muestran casos en que la emisión más que duplicó la base monetaria inicial (Corrientes), hasta situaciones en que la emisión no

² En realidad, algunos papeles fueron emitidos sin promesas de rendimiento (tasa de interés cero), casos en los que queda totalmente en claro que la intención fue emitir dinero.

³ Se elige la base monetaria en el año de emisión de los bonos por cuanto no existen elementos claros para inferir si la emisión de cuasi-monedas agrega o sustituye (y hasta qué punto) base monetaria en las provincias emisoras. En el caso de Corrientes, se toma la base correspondiente a diciembre de 1998.

superó un 15% de aquélla (La Rioja y Mendoza). No puede dejar de mencionarse, a su vez, que provincias “grandes” como Buenos Aires y Córdoba emitieron bonos por aproximadamente la mitad de sus bases monetarias.

Tabla 2: Relación entre el valor máximo de bonos emitidos y las variables monetarias provinciales en el año de emisión

Provincias	Bonos/Base Monetaria	Bonos/M1
Buenos Aires	0.52	0.32
Catamarca	0.62	0.38
Córdoba	0.55	0.34
Corrientes	1.07	0.67
Chaco	0.52	0.32
Entre Ríos	0.79	0.48
Formosa	0.55	0.34
La Rioja	0.12	0.08
Mendoza	0.12	0.07
Tucumán	0.55	0.33
Total país	0.48	0.29

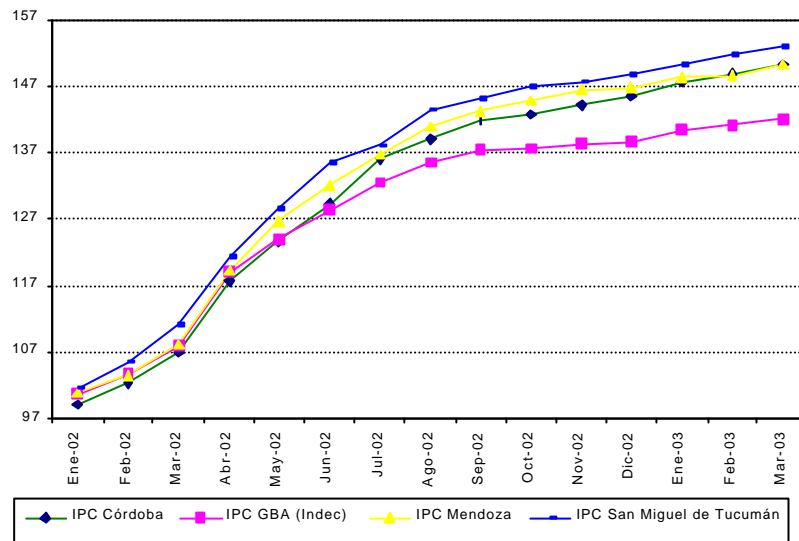
Nota: La base monetaria total se distribuyó entre provincias de acuerdo a sus participaciones en el PIB.

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea con datos del Centro de Estudios Bonaerenses, de Economía y Regiones y del BCRA

Los efectos negativos de una emisión excesiva de bonos locales pueden resultar en una mezcla entre la inflación que produce la emisión de dinero y la desvalorización de los papeles que implica la emisión excesiva de títulos públicos tradicionales. En los hechos, en varias de las provincias emisoras se han verificado una o más de las siguientes consecuencias: a) la presencia de niveles generales de precios superiores al promedio del país (ver Gráfico 1)⁴, b) la existencia de precios diferenciales (mayores) para las compras con bonos y c) la presencia de bonos locales con cotización bajo la par (ver Tabla 3).

⁴ Si bien los precios en Capital Federal y Gran Buenos Aires podrían estar afectados también por la emisión de Lecop y Patacones, dado que ambos eran aceptados para el pago de impuestos nacionales no tuvieron problemas con su cotización (ver análisis posterior sobre los determinantes de las cotizaciones) y por ende habrían generado menores problemas inflacionarios que el resto de las cuasi-monedas.

Gráfico 1
Inflación según INDEC y en provincias emisoras. Año 2002



Nota: Sólo se incluyeron los precios de provincias emisoras con estadísticas actualizadas y que utilizan metodología de ponderaciones del INDEC.

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a INDEC y Direcciones de Estadísticas Provinciales.

Tabla 3: Cotizaciones de los bonos provinciales en 2003

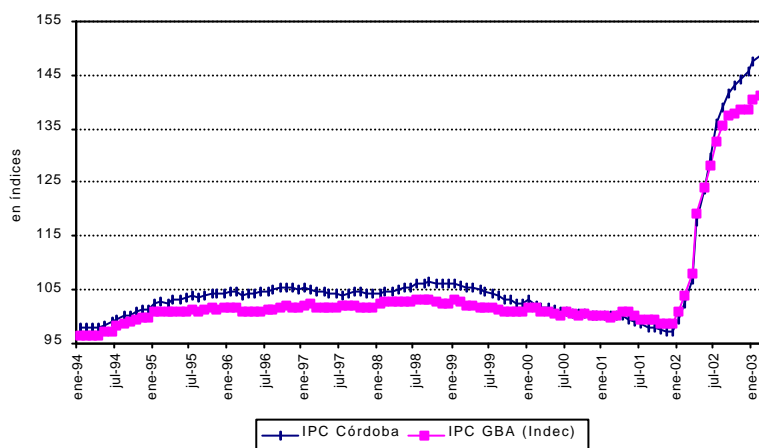
Provincias	Cotización enero/2003	Cotización marzo/2003
Buenos Aires	99%	98%
Catamarca	97%	99%
Córdoba	95%	96%
Corrientes	49%	52%
Chaco	74%	85%
Entre Ríos	60%	72%
Formosa	65%	70%
La Rioja	s/d	100%
Mendoza	90%	90%
Tucumán	94%	85%

Fuente: Centro de Estudios Bonaerenses y Economía y Regiones.

A este respecto, el caso de la provincia de Córdoba resultó sumamente ilustrativo, pues sus dos últimas administraciones gubernamentales recurrieron a la emisión de bonos por montos similares, el CECOR en el año 1995 (en su mayoría rescatados en 1997) y el LECOR en 2001, cuya existencia también se extinguirá al

entrar en el tercer año de vida⁵. En el Gráfico 2 puede observarse cómo en ambas experiencias la provincia de Córdoba presentó mayor inflación que el índice calculado por el INDEC para Capital Federal y GBA.

Gráfico 2: Evolución de los precios al consumidor en Córdoba y según medición del INDEC



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea con base en datos oficiales.

Evaluación Fiscal

Ante la situación de extrema gravedad fiscal y financiera en que se encontraban las provincias en el año 2001, es difícil no aceptar que para muchas de ellas el recurso de la emisión de cuasi-monedas resultó prácticamente imposible de eludir. Producida una crisis fiscal de tal magnitud, las provincias en situación más deficitaria enfrentaron el dilema de emitir bonos o sanear sus finanzas en un contexto de alto desempleo y marginalidad. Es conocido que en tales situaciones los costos sociales y políticos de ajustar gastos a la baja o impuestos al alza aumentan exponencialmente, de modo que la emisión de bonos se presentó como una alternativa sumamente tentadora para las autoridades provinciales.

Pero sería también una gran equivocación no admitir que en tales provincias se habría podido evitar tal circunstancia si se hubiese desarrollado un

⁵ Al momento de redactarse este documento el gobierno provincial transitaba los últimos pasos del proceso de rescate de los bonos Lecor.

comportamiento fiscal más prudente en años previos, de modo que se hubiese evitado la situación de depender excesivamente del uso del crédito⁶. De acuerdo a la información de la Tabla 4, las provincias emisoras de bonos tenían, en promedio, déficit fiscal (2001) y niveles de endeudamiento (2002) casi dos veces superiores a las no emisoras, en ambos casos medidos como proporción de los ingresos totales.

Tabla 4: Variables fiscales en provincias emisoras y no emisoras

	Provincias	Superávit Global, en millones de \$ corrientes			Déficit 2001/ Ingresos Totales (2001)	Deuda (al 03/02*)/ Ingresos Totales
		2000	2001	Var. 2000/01		
Provincias emisoras de bonos	Buenos Aires	(1.868)	(3.059)	-64%	38.6%	262%
	Catamarca	(28)	(54)	-97%	11.1%	169%
	Córdoba	(106)	(702)	-560%	26.5%	179%
	Corrientes	9	(64)	-694%	31.8%	186%
	Chaco	(171)	(231)	-36%	8.9%	281%
	Entre Ríos	(201)	(267)	-33%	24.5%	147%
	Formosa	(108)	(158)	-47%	27.3%	328%
	La Rioja	(91)	(61)	33%	11.1%	97%
	Mendoza	(204)	(211)	-4%	16.9%	187%
	Tucumán	(27)	(182)	-575%	18.3%	215%
	PROMEDIO				21%	205%
Provincias no emisoras de bonos	CABA	115	(247)	-315%	8%	63%
	Chubut	(3)	(19)	-540%	3%	133%
	Jujuy	(71)	(176)	-148%	31%	235%
	La Pampa	(1)	(134)	-10767%	26%	57%
	Misiones	(124)	(127)	-2%	17%	233%
	Neuquén	(36)	(109)	-197%	10%	105%
	Río Negro	(88)	(108)	-23%	17%	273%
	Salta	(73)	157	314%	-15%	97%
	San Juan	(161)	(157)	3%	24%	182%
	San Luis	46	(80)	-274%	14%	21%
	Santa Cruz	(36)	(72)	-98%	10%	42%
	Santa Fe	(106)	(248)	-134%	11%	85%
	Sgo del Estero	19	(34)	-276%	5%	89%
	Tierra del Fuego	29	(23)	-181%	6%	147%
	PROMEDIO				12%	126%

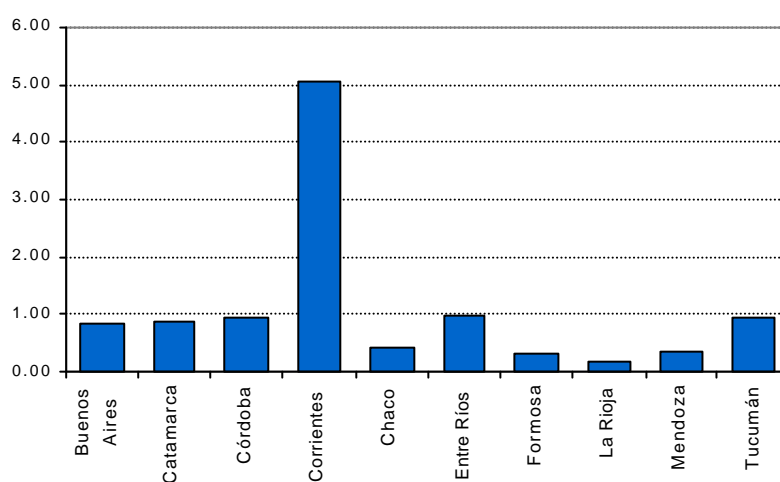
Notas: *El dato del año 2002 corresponde al stock al 31 de marzo de 2002, sin deuda flotante (Tipo de cambio del 27/03/02 según B.C.R.A.: \$ 3,01 = 1 US\$).

Fuente: IERAL de Fundación de Mediterránea en base a datos de la Dirección de Coordinación Fiscal con las Provincias, Secretaría de Hacienda de la Nación.

⁶ Especialmente si se hubiesen generado ahorros para utilizar en los años de crisis (fondo anticíclico).

El impacto fiscal de la emisión de bonos también puede apreciarse en el Gráfico 3, en que se muestra que la utilización de bonos en cinco provincias equivale a prácticamente todo el déficit fiscal del período en que comienza la emisión⁷ (entre las que se cuentan Buenos Aires y Córdoba), mientras que en Corrientes el monto emitido representó cinco veces el déficit del año inicial (1999)⁸. Esto es, ante la caída en el financiamiento voluntario, en las provincias emisoras se cubrió prácticamente la totalidad del déficit mediante la colocación compulsiva de bonos.

Gráfico 3: Relación entre el valor máximo de bonos emitidos y el déficit fiscal del año 2001



Nota: El valor del déficit en Corrientes corresponde a 1999.

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea.

Algunos resultados de la experiencia

¿Cuándo debería hablarse de un caso exitoso en materia de bonos locales⁹? En su costado de *dinero*, un bono provincial puede considerarse exitoso cuando su circulación es ampliamente aceptada en el ámbito local, sin demasiadas fricciones, a

⁷ Dado que no se cuenta con datos de emisión por subperíodos, debió efectuarse esta comparación entre una variable flujo y un stock.

⁸ Seguramente como consecuencia de la deuda flotante acumulada (gastos contabilizados en períodos anteriores pero no pagados, en especial con proveedores, contratistas y empleados públicos).

⁹ Analizado sólo desde los objetivos presentes en los gobiernos emisores.

una cotización que no resulta muy diferente a la nominal y que permite amortiguar la caída en el nivel de actividad en la jurisdicción.

Claro está, su cotización dependerá de su oferta y demanda. En tal sentido, la oferta viene dada por la emisión incurrida por el gobierno local correspondiente, mientras que la demanda proviene básicamente de dos fuentes:

- a) Agentes económicos que reciben el bono para pagar impuestos y servicios al Estado que lo ha emitido (motivo “transacción”).
- b) Agentes económicos que reciben o compran el bono como modo de inversión, es decir, para cobrar capital más intereses a su vencimiento (motivo “inversión”).

El motivo “transacción” le otorga liquidez y el carácter de dinero a los bonos locales. Dado que estos son introducidos y rápidamente recuperados (cuando el Estado paga en bonos y cuando los individuos le pagan con bonos al Estado, respectivamente), en un circuito que se repite indefinidamente hasta su vencimiento, la introducción de la cuasi-moneda se logra a través de un proceso parecido a la renovación compulsiva y permanente por parte del Estado de préstamos de cortísimo plazo. De lo que se concluye que, en última instancia, lo que sostiene al motivo transacción es la capacidad de los Estados provinciales para absorber mensualmente los bonos emitidos a través de su recaudación propia¹⁰, sea a través del cobro de sus impuestos o de otros mecanismos *ad-hoc* de rescate anticipado y temporario¹¹.

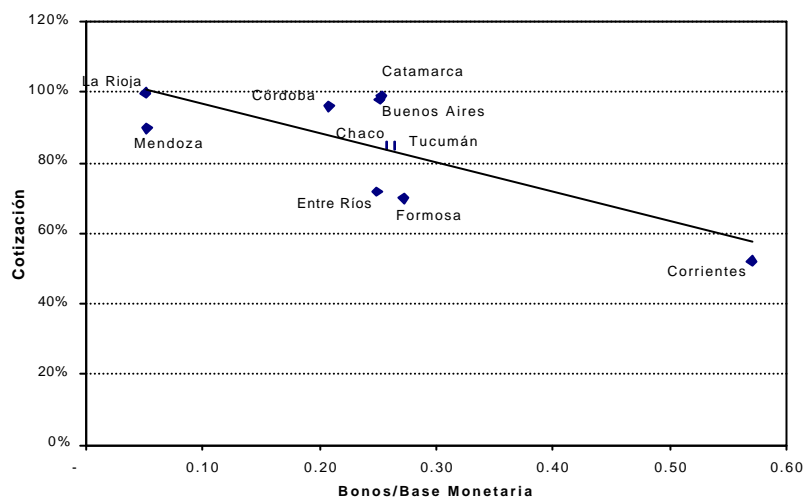
La demanda de bonos locales por el motivo “inversión” depende básicamente de la tasa de interés que reditúa (respecto de otras alternativas de inversión), de la proximidad de su vencimiento y el riesgo asociado a su tenencia. Dicho riesgo tiene que ver con la probabilidad de que sean efectivamente rescatados en tiempo y forma, y ésta se halla atada fuertemente a la disposición del gobierno emisor de lograr los superávit fiscales necesarios para regenerar su capacidad de pago.

¹⁰ En el caso de la provincia de Buenos Aires esta aseveración debe ser entendida con reservas, por cuanto el Patacón es también aceptado como instrumento de pago de impuestos nacionales. Ello habría colaborado en forma determinante en mantener su cotización de mercado, pues amplía notablemente su aceptabilidad en las transacciones diarias.

¹¹ Por caso, en algunas provincias se han instrumentado mecanismos para que determinados tenedores de bonos (típicamente aquellos cuya aceptación de los bonos a valor nominal resulta crucial para asegurar su circulación en el mercado) puedan canjearlos por pesos al gobierno provincial respectivo en un plazo relativamente breve de tiempo (1 mes).

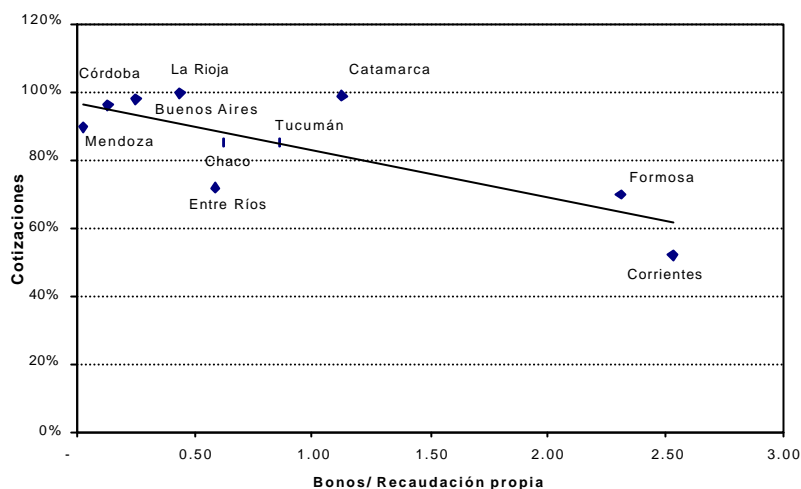
De ambos motivos cabe esperar, entonces, que el precio de mercado de los bonos dependa de variables asociadas a la sustentabilidad fiscal de las provincias emisoras (motivo inversión), pero también de variables monetarias y de la capacidad de absorber los bonos emitidos a través de la recaudación propia de impuestos (motivo transacción). No obstante, de acuerdo a los gráficos 4 y 5, las principales variables explicativas de lo ocurrido con la cotización de los bonos provinciales han sido la relación bonos emitidos/base monetaria inicial y bonos emitidos/recaudación provincial propia, es decir, aquellos indicadores más relacionados con la cualidad transaccional que detentan los bonos.

Gráfico 4: Relación entre cotización del bono y el cociente bonos emitidos/base monetaria inicial



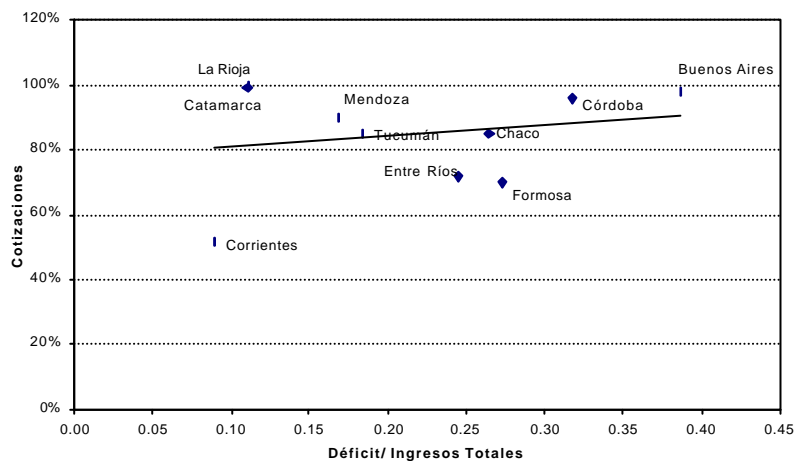
Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea.

Gráfico 5: Relación entre cotización del bono y el cociente bonos emitidos/recaudación propia



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea.

Gráfico 6: Relación entre cotización del bono y el cociente déficit fiscal/ingresos totales

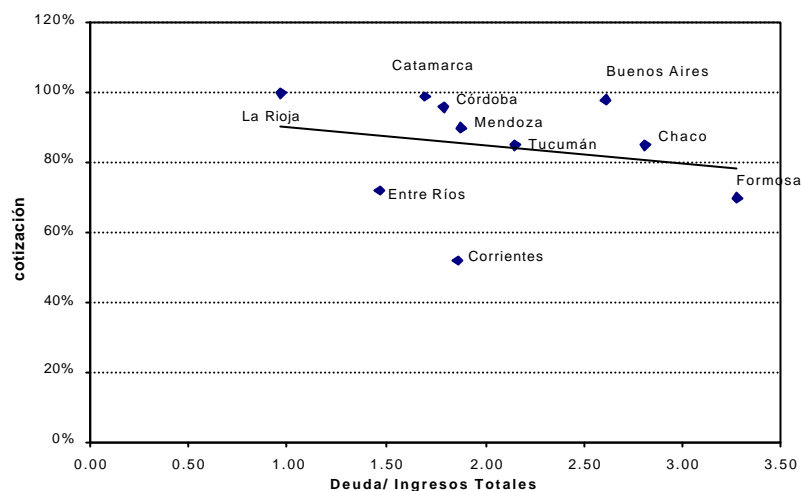


Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea.

Los indicadores de sustentabilidad fiscal, medidos a través de la relación déficit fiscal/ingresos totales (Gráfico 6) y deuda pública/ingresos totales (Gráfico 7), en cambio, no ayudan demasiado para explicar el fenómeno comentado, probablemente por cuanto sus tenedores circunstanciales no los habrían demandado como activos para mantener en cartera hasta su cobro, por el poco atractivo como tal

y por cuanto resultaba difícil esperar que se mantuvieran en circulación por mucho tiempo¹².

Gráfico 7: Relación entre cotización del bono y el cociente deuda pública/ ingresos totales



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea.

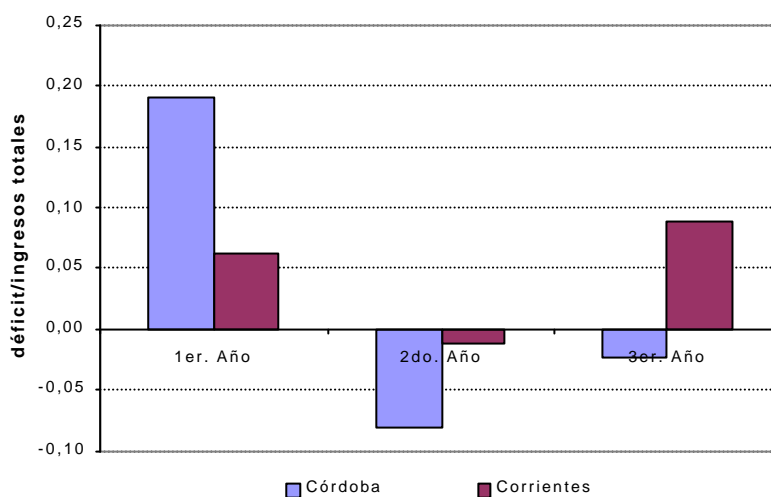
Otra manera de enfocar el mismo problema es analizar lo ocurrido con la emisión de CECOR en Córdoba (1995) y de CECACOR en Corrientes (1999), por el atractivo de que en sendas ocasiones el equipo de gobierno encargado de la administración provincial fue prácticamente el mismo¹³, y que se produjo un fuerte ajuste fiscal en ambas situaciones pasando de profundos desequilibrios a aceptables superávits en sólo un año de gestión. No obstante ello, el CECOR no tuvo problemas con su cotización mientras que el CECACOR de Corrientes sí los tuvo, como ya se pudo apreciar en la Tabla 3. La explicación a tal fenómeno debe buscarse nuevamente en los motivos transaccionales, es decir, en que el monto emitido de CECACOR resultó exagerado con relación a la base monetaria y la recaudación propia de Corrientes, de manera que su circulación ocurría con muchas fricciones y

¹² Conocidas las consecuencias monetarias en que la emisión excesiva de bonos podría derivar, era previsible suponer que se gestaría un rescate desde el gobierno nacional, dado que por otro lado los procesos de “salvataje” a provincias por parte del gobierno nacional han sido repetidos en la historia económica argentina.

¹³ El equipo encargado de la Gobernación de Córdoba en el período 1995-1999 y de la Intervención Federal en Corrientes en 1999-2001, ocasiones en que como mínimo coincidieron la persona del encargado del Poder Ejecutivo y el Ministro de Hacienda.

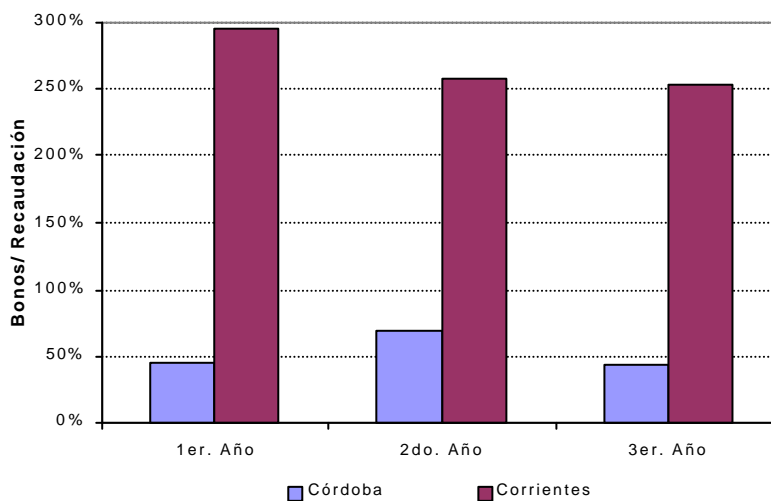
un monto importante de los bonos emitidos debía ofrecerse cada mes en el mercado, obviamente a precios menores que su valor nominal (exceso de oferta de bonos).

Gráfico 8: Relación déficit fiscal/ingresos totales Córdoba (1995-1997) y Corrientes (1999-2001)



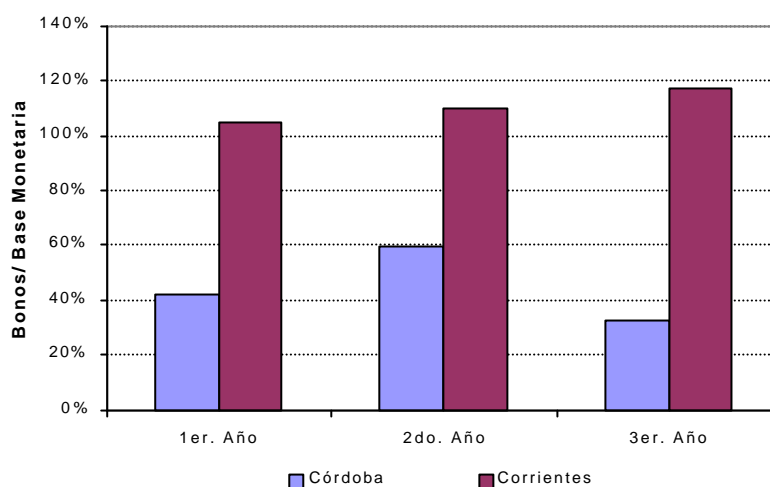
Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea.

Gráfico 9: Relación bonos/recaudación propia en Córdoba (1995-1997) y Corrientes (1999-2001)



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea.

Gráfico 10: Relación bonos/base monetaria en Córdoba (1995-1997) y Corrientes (1999-2001)



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea.

Un último punto a analizar con respecto al posible éxito de los bonos provinciales se relaciona con su efecto sobre el nivel de actividad de las provincias emisoras, por cuanto una de las justificaciones que más se ha utilizado para defender su instrumentación fue la de otorgar mayor liquidez a sus respectivas economías, de manera de amortiguar el shock negativo de los años 2001 y 2002.

En función de que no se cuenta con indicadores actualizados respecto a los niveles de actividad económica por provincia, aquí se intentará enfocar el problema a través de indicadores indirectos de dicha *performance*, como son la evolución de la recaudación tributaria propia¹⁴ las ventas en supermercados y la variación en la producción industrial¹⁵, en todos los casos comparando Córdoba y Santa Fe, provincias con similares características productivas pero diferenciándose en que la primera emitió cuasi-monedas y la segunda no lo hizo.

Con relación a la recaudación, del Gráfico 11 se desprende que hasta diciembre de 2002 no pueden observarse diferencias importantes entre las dos

¹⁴ El uso de este indicador supone que no se han producido cambios significativos de política ni administración tributaria en las mencionadas provincias en ese período.

¹⁵ Si bien la producción industrial no depende sólo del nivel de actividad de la propia jurisdicción, el hecho de comparar provincias de similar perfil productivo como Córdoba y Santa Fe puede aislar algunos de los problemas que puedan surgir del experimento.

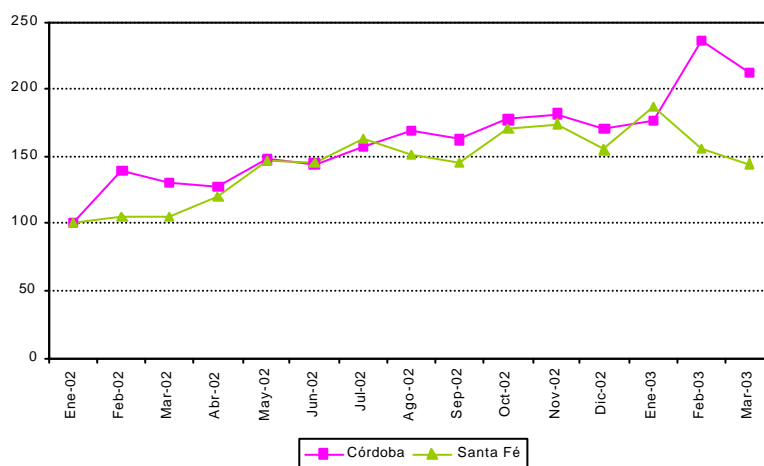
provincias de modo de inferir que el nivel de actividad económica pudiera haber tenido efectos diferenciales positivos en las provincias emisoras de bonos¹⁶. Inclusive, si sólo se compara la recaudación de Ingresos Brutos¹⁷ en el Gráfico 12, el desempeño favorece levemente a Santa Fe.

A su vez, la evolución de las ventas en supermercados (Gráfico 13) y de la producción industrial (Gráfico 14) tampoco permiten inferir una mejor performance en Córdoba que en Santa Fe por el hecho de que la primera haya intentado dotar de mayor liquidez a su economía a través de la emisión de cuasi-monedas.

Estos resultados reflejarían, a la luz de lo pronosticado por la vieja teoría cuantitativa del dinero¹⁸, que la emisión de cuasi-monedas provinciales ha aumentado los niveles locales de precios y/o reducido el valor de compra de los bonos (tiene efectos similares) y/o que directamente ha producido un proceso de sustitución de la moneda de curso legal por la emitida por la jurisdicción local¹⁹.

Gráfico 11: Recaudación Tributaria comparada para Córdoba y Santa Fe

(En índices, Ene-02=100)



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea.

¹⁶ Sólo puede observarse un comportamiento mejor en Córdoba en los primeros meses de 2003, pero luego de más de un año de circulación de los bonos Lecor.

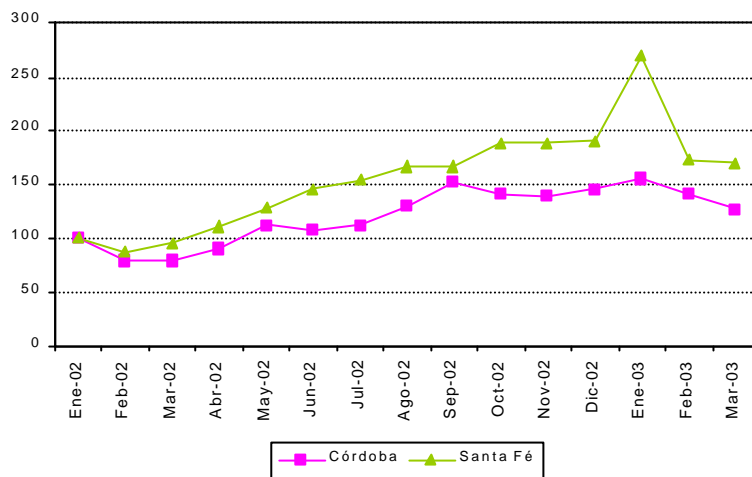
¹⁷ Entre los impuestos provinciales se trataría del más ligado al nivel de actividad económica.

¹⁸ $M.V = P.T$, en que M es la cantidad de dinero, V su velocidad de circulación, P el nivel general de precios y T la cantidad de transacciones que se realizan en un determinado período en una economía.

¹⁹ Ley de Gresham.

Gráfico 12: Recaudación Ingresos Brutos comparada para Córdoba y Santa Fe

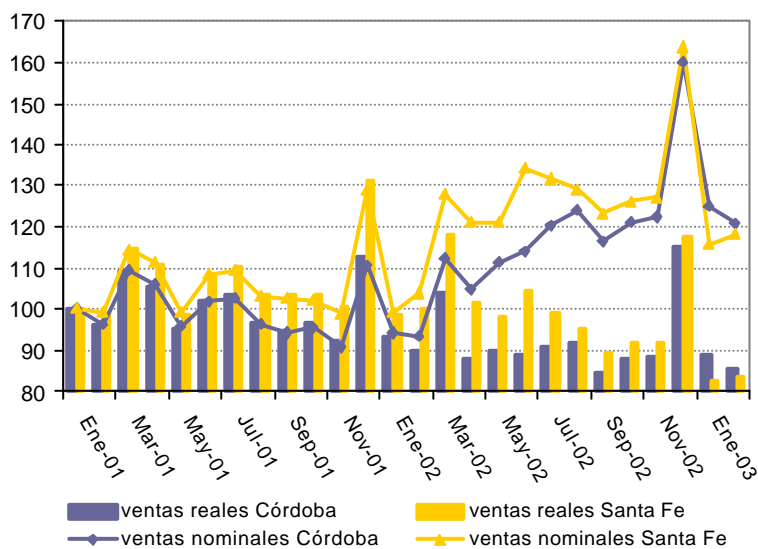
(En índices, Ene-02=100)



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea.

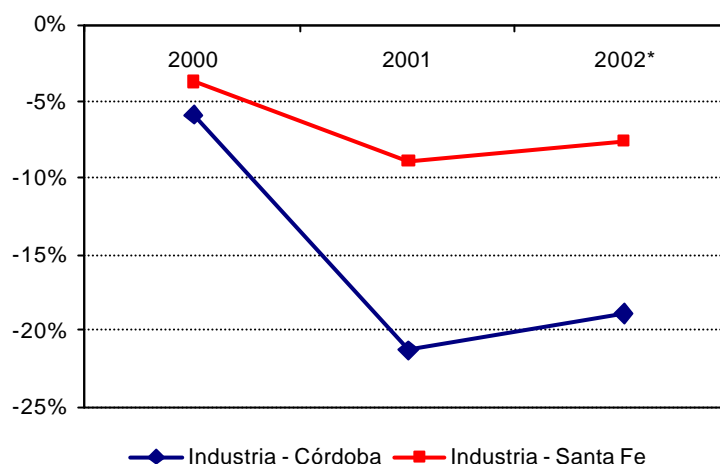
Gráfico 13: Ventas de supermercados en Córdoba y Santa Fe

(En índices, Ene-01=100)



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea, en base a INDEC.

Gráfico 14: Producción industrial en Córdoba y Santa Fe
(variación interanual)



*Los datos para el 2002 son provisorios.

Nota: La información que usa la variable que indica la variación anual de la actividad industrial en Córdoba es el promedio simple de las variaciones interanuales mensuales de la producción en términos físicos de la industria cordobesa, basado en los datos de la Encuesta Industrial de la FCE-UNC. La variable que indica la evolución en la industria de Santa Fe es la variación anual del valor agregado por la industria, en pesos constantes de 1993.

Fuente: IERAL en base a datos de la Encuesta Industrial de la FCE y del IPEC de Santa Fe.

El proceso actual de rescate

De acuerdo a la Ley N° 25736 (Programa de Unificación Monetaria), los bonos provinciales y las LECOP nacionales se hallarían actualmente en sus últimos días de vida. Bajo este esquema, las cuasi-monedas emitidas por las provincias serían reemplazadas por moneda de curso legal provista por el BCRA. Como contrapartida, los gobiernos subnacionales participantes de la operatoria deberán asumir una deuda con el organismo monetario, que podría instrumentarse, a opción de las provincias, en títulos BODEN 2011 y 2013²⁰, ambos en pesos (Ley N° 25736). Ahora bien, del

²⁰ Vencen el 30 de abril de 2011 y 2013, con pagos mensuales de interés del 2% anual y con amortizaciones de capital mensuales a partir de mayo de 2004 y 2005, respectivamente. Ambos ajustan por CER.

mencionado proceso los aspectos más importantes para analizar son el ahorro fiscal que supone para las provincias y los efectos sobre los incentivos de los encargados actuales y futuros de comandar las administraciones provinciales y locales.

Ahorro fiscal para las provincias

A los gobiernos provinciales el rescate les significa la posibilidad de ahorrar recursos por el hecho que la sustitución de los bonos provinciales se realizaría en forma anticipada y a la cotización de mercado, con lo que evitarían pagar los intereses devengados a la fecha de rescate²¹. No obstante, el análisis debe también contemplar que se estaría sustituyendo una deuda por otra, por lo que la conveniencia para cada fisco provincial debe evaluarse en términos del valor presente neto de cada tipo de deuda²².

Como caso testigo puede tomarse nuevamente a la provincia de Córdoba, la primera en iniciar el proceso de rescate, y en que la sustitución de un stock de \$656 millones en Lecor le podría significar, a valor presente, un ahorro de entre \$183 y \$215 millones, según opte por el BODEN 2011 o el BODEN 2013, respectivamente²³, un monto equivalente a alrededor de un 30% del stock final de bonos a rescatar²⁴ (Tabla 5). No obstante, como el rescate se efectuaría a un 95,5% del precio nominal y el gobierno provincial se comprometió a compensar a casi la totalidad de los tenedores por la diferencia con el valor nominal, cabría esperar un gasto extra de entre \$20 y \$25 millones por dicho motivo, por lo que el ahorro antes mencionado resultaría finalmente menor.

²¹ Sin embargo, debe aclararse también que algunas provincias compensarían al menos a una parte de los tenedores de bonos, hasta llegar a su valor nominal (de todos modos no se reconocerían intereses acumulados).

²² Puesto que las alternativas en juego suponen diferentes fechas de vencimiento, tasas de interés, fechas de pago, etc.

²³ Se supone inflación cero desde enero de 2004 y se utiliza la tasa de interés de la LECOR como factor de descuento en todos los casos.

²⁴ No obstante, vería vedada la posibilidad de optar por el bono con vencimiento en 2013 por cuanto su emisión de Lecor ha resultado superior a los \$300 millones.

**Tabla 5: Ahorro fiscal neto por el rescate de cuasi-monedas:
El caso de la provincia de Córdoba**

(En millones de \$)

Tipo de Deuda	Valor Actual de la Deuda	Ahorro para la Provincia*
LECOR	713	
BODEN 2011	530	183
BODEN 2013	498	215

* Suponiendo el rescate de los bonos al 95,5% de su valor nominal.

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea.

Efectos “incentivos” del rescate

Por otra parte, y más allá de que el reordenamiento monetario que conlleva el rescate de cuasi-monedas resulta sumamente saludable para la economía, deviene así mismo conveniente analizar el efecto que se produce sobre los incentivos de los *policymakers* provinciales y locales (los denominados efectos dinámicos de la decisión). En este sentido, un nuevo salvavidas²⁵ desde el gobierno nacional hacia las administraciones provinciales claramente no ayuda en términos de los incentivos que se necesitan para generar responsabilidad fiscal, especialmente en la medida que no se concreten las reformas necesarias que posibiliten la sustentabilidad fiscal provincial. En tal sentido, si todos los bonos fueran rescatados a valor de mercado, se verían relativamente beneficiadas las administraciones de aquellas provincias que emitieron papeles en forma más desproporcionada²⁶, pues esto es precisamente lo que capta el precio de mercado del bono, de acuerdo a lo antes analizado²⁷. A su vez, con un rescate de tipo “benigno” para los emisores también se ven relativamente perjudicadas las provincias que, por haber actuado con mayor apego a la racionalidad fiscal, nunca debieron recurrir a la emisión de cuasi-monedas.

²⁵ Lo que técnicamente se conoce como problema del *bailout* y el riesgo moral.

²⁶ Salvo que decidan compensar la diferencia entre el valor nominal y el de mercado con fondos propios.

²⁷ Como contrapartida, los tenedores de los bonos de esas provincias resultarían los más perjudicados con el rescate al valor de mercado.

Conclusiones

Los resultados más relevantes obtenidos del análisis de la circulación de cuasi-monedas provinciales son los siguientes: i) Ha prevalecido su faceta transaccional más que el de instrumento de inversión; ii) Ha generado mayor pérdida del poder adquisitivo sobre los ingresos de las personas que viven en provincias emisoras de bonos, ya sea por inflación directa, precios diferenciales para pagos con bonos o desvalorización directa del bono; iii) Las provincias que recurrieron a la emisión de bonos presentaban, en promedio, la peor performance fiscal; iv) Las cotizaciones de los bonos dependieron más de las fricciones generadas por su circulación que de las señales emitidas por los gobiernos provinciales con relación a su sustentabilidad fiscal; v) No se infieren efectos positivos sobre el nivel de actividad derivados de la emisión de cuasi-monedas; vi) El rescate organizado por el gobierno nacional significa un ahorro importante para las administraciones provinciales; y vii) La forma en que opera el rescate induce efectos perversos con relación a los incentivos que genera en los encargados actuales y futuros de dirigir los gobiernos provinciales.

Luego de analizados los principales efectos de la emisión de bonos provinciales y de su actual proceso de rescate, bueno resulta volver a destacar el avance hacia el ordenamiento monetario que ello significa. En lo fiscal, en cambio, una vez más parece que la solución no va a ser equitativa entre provincias más allá de que todas las emisoras se terminen beneficiando con el cambio de deuda.

En consecuencia, es esencial que el nuevo gobierno lleve adelante las reformas necesarias para evitar los recurrentes desequilibrios fiscales y monetarios que siempre terminan transformándose en un alto costo para la sociedad, de modo que nunca más se necesite recurrir a fuentes de financiamiento no genuinas, como es el caso de las cuasi-monedas provinciales.

Vale la pena recordar que por preceptos constitucionales las provincias tienen expresamente prohibido emitir dinero. No obstante, y como ya es ampliamente conocido, las continuas emergencias por las que ha transitado nuestro país han permitido convertir siempre lo extraordinario en regla. Por ende, hacia el futuro los mayores esfuerzos deben concentrar en atacar definitivamente las causas que han conducido a la emergencia permanente.