



UNIVERSIDAD NACIONAL DE ROSARIO
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y ESTADÍSTICA

CARRERA DE POSGRADO

ESPECIALIZACIÓN EN ADMINISTRACIÓN Y CONTABILIDAD PÚBLICA

Tema:

BONOS DE LA PROVINCIA DE SANTA FE EN EL MERCADO INTERNACIONAL

Autor:

Gabriel Ivan Pogliani

Director:

Javier Eduardo Ganem

Agosto 2024

RESUMEN

Los Bonos Provinciales constituyen una alternativa para el financiamiento del gasto de capital del sector público subnacional, para lo cual, las provincias emiten títulos de deuda pública en diferentes monedas tanto en el mercado local como internacional.

Un título público emitido por el Estado Nacional o Provincial, en virtud de las facultades que les confieren las respectivas constituciones, es un instrumento financiero por el cual el Estado capta recursos del mercado de capitales y se compromete a su devolución en determinadas condiciones que se fijan en el momento de la emisión del mismo.

En 2016, la Legislatura de la Provincia de Santa Fe aprobó el endeudamiento mediante bonos en moneda extranjera por U\$S 500 millones con el objeto de financiar parcial o totalmente la ejecución de proyectos de inversión pública en el territorio provincial con impacto en varias generaciones.

Para contraer financiamiento mediante los bonos SF23D y SF27D, la Legislatura de la Provincia de Santa Fe sancionó el 30 de junio de 2016 la Ley N° 13.543 que autorizó al Poder Ejecutivo a emitir de títulos de deuda pública provincial a ser denominados en dólares estadounidenses en el mercado internacional de capitales.

PALABRAS CLAVES

Deuda Pública Provincial – Financiamiento Externo – Marco Normativo - Riesgo Cambiario.

ÍNDICE

INTRODUCCIÓN	4
1. DEUDA PÚBLICA DE LA PROVINCIA DE SANTA FE.....	7
2. MARCO NORMATIVO NACIONAL PARA EL FINANCIAMIENTO EXTERNO.....	10
• Constitución Nacional.....	10
• Régimen Federal de Responsabilidad Fiscal	10
3. MARCO NORMATIVO PROVINCIAL PARA EL FINANCIAMIENTO EXTERNO	14
• Constitución de la Provincia de Santa Fe	14
• Ley Provincial de Administración, Eficiencia y Control del Estado	15
4. APLICACIÓN DEL MARCO NORMATIVO NACIONAL Y PROVINCIAL	16
5. CARACTERÍSTICAS DE LOS BONOS SF27D Y SF23D	18
6. IMPLICANCIAS PARA LAS FINANZAS PÚBLICAS DE LA PROVINCIA	23
• La deuda pública de Santa Fe y el PBG	24
• La deuda pública de Santa Fe y los Ingresos Corrientes	27
• La deuda pública de Santa Fe y los bonos en dólares.....	29
• Bonos en dólares y los Ingresos Corrientes	32
7. RIESGO CAMBIARIO Y RESTRICCIONES AL ACCESO DE DIVISAS	35
8. REESTRUCTURACIÓN DE DEUDA DE DISTRITOS SUBNACIONALES	38
CONSIDERACIONES FINALES	41
BIBLIOGRAFÍA.....	43

INTRODUCCIÓN

La Deuda Pública de la Provincia de Santa Fe está compuesta por pasivos que mantiene el Estado provincial con otros y constituye un instrumento de política fiscal.

La Ley de Administración Financiera Nacional define como deuda pública al endeudamiento que resulte de las operaciones de crédito público, en función de la capacidad que tiene el Estado para endeudarse con el objeto de captar medios de financiamiento para realizar inversiones productivas o para atender casos de evidente necesidad.

Según la clasificación que propone el art. 61 de la Ley N.º 12.510 de Administración, Eficiencia y Control de la Provincia de Santa Fe, la deuda pública agrupa la deuda interna y externa ordenada en función de la residencia del deudor y la legislación aplicable al pago.

La Deuda Pública Interna, según la clasificación expuesta en el art. 61 de la Ley de Administración Financiera de Santa Fe, se define como aquella contraída con personas físicas o jurídicas residentes o domiciliadas en la República Argentina y cuyo pago es exigible dentro del territorio nacional.

En tanto, la Deuda Pública Externa, es aquella contraída con organismos internacionales o personas físicas o jurídicas sin residencia ni domicilio en la República Argentina y cuyo pago puede ser exigible fuera del territorio.

El endeudamiento constituye una de las fuentes financieras a la que legítimamente puede recurrir el Sector Público con el objetivo de obtener financiamiento para cubrir necesidades transitorias de tesorería o para financiar la inversión pública. En este último caso, dado que la provisión de bienes o servicios públicos será consumida por varias generaciones, el financiamiento mediante

endeudamiento permite una mayor correspondencia entre quienes pagan el costo de producción y quienes reciben el beneficio¹.

Sin embargo, dado el impacto que el mismo tiene en las finanzas del estado provincial resulta relevante contar con una política pública orientada a alcanzar una deuda sostenible que impida el endeudamiento desmedido, de forma tal que permita cumplir los compromisos de una manera acorde a la capacidad de pago de la provincia, sin comprometer las condiciones de vida de la población.

El objetivo general del presente trabajo será analizar las operaciones de endeudamiento externo de la Provincia de Santa Fe y su impacto en las finanzas públicas.

En términos específicos, el estudio está centrado en la instrumentación del financiamiento externo en el que incurrió el Poder Ejecutivo de la provincia de Santa Fe en 2016 y completó en 2017. Concretamente, en las operaciones de financiamiento internacional mediante los Bonos SF27D y SF23D ofrecidos en noviembre de 2016 y marzo de 2017 respectivamente, por un valor nominal total de US\$ 500 millones,

Así como el impacto que este tuvo en las finanzas de la provincia, mensurado por el deterioro del indicador de sostenibilidad de la deuda y la mayor proporción de recursos que la provincia debió destinar a atender los servicios de las deudas contraídas.

Para su análisis, se considera necesario, en primer lugar, revisar el sistema normativo y el marco procedimental que encuadra la gestión provincial para la toma de crédito internacional.

¹ Musgrave, R. & Musgrave, P. (1992). *Hacienda pública teórica y aplicada* (5ta ed.). Madrid: Mc Graw-Hill.

Inicialmente, se revisa el control administrativo por parte del gobierno central que autoriza a las provincias a realizar operaciones de endeudamiento internacional y las disposiciones provinciales que lo aprueban, para luego analizar los pasos administrativos que llevó a cabo la provincia para autorizar la emisión de los bonos y acceder al financiamiento internacional.

A continuación, se desarrolla con precisión la información del pliego de bases y condiciones y las características de los bonos emitidos en búsqueda de financiamiento externo destinado a obra pública e infraestructura desarrollada en el territorio de la provincia.

La situación de la deuda pública provincial y las implicancias del endeudamiento internacional mediante títulos públicos que emitió el gobierno provincial en las finanzas públicas se aborda a través de indicadores de endeudamiento que permitan relacionar variables relevantes y agregar valor a los datos publicados por el gobierno provincial.

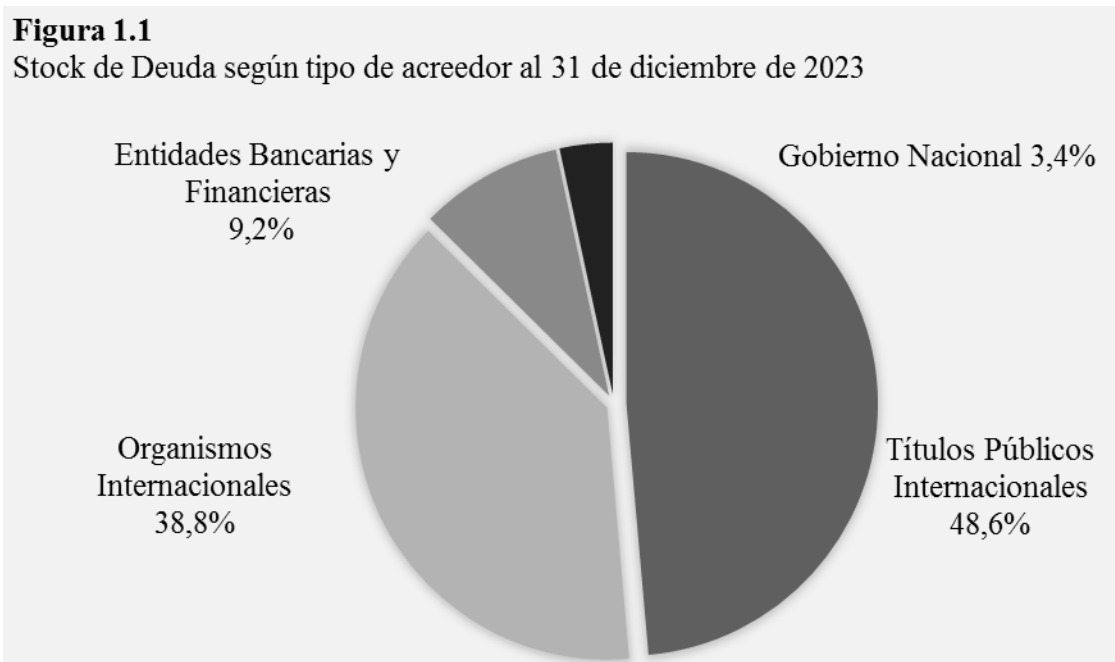
Finalmente, en el trabajo se analiza el riesgo cambiario de los instrumentos de deuda externa, siendo este el riesgo implícito asociado a la devaluación de la moneda y su impacto en el costo de las obligaciones.

Sumado al factor de riesgo que implican las restricciones cambiarias en Argentina y la normativa del BCRA que dispone el límite al acceso de dólares al tipo de cambio oficial desde las provincias para el pago de deuda internacional.

1. DEUDA PÚBLICA DE LA PROVINCIA DE SANTA FE

El stock de deuda de la administración pública no financiera del estado provincial ascendió a \$415.553 millones al 31 de diciembre de 2023, la cual representó el 17,1% de los Ingresos Corrientes devengados del año.

El stock de deuda pública, en su composición por la fuente de financiamiento, estuvo conformada por un 48,6% de títulos públicos internacionales, el 38,8% con préstamos directos con Organismos Internacionales, un 9,2% con entidades bancarias y financieras, y el 3,4% restante con el Gobierno Nacional.



Fuente: Contaduría General de la Provincia

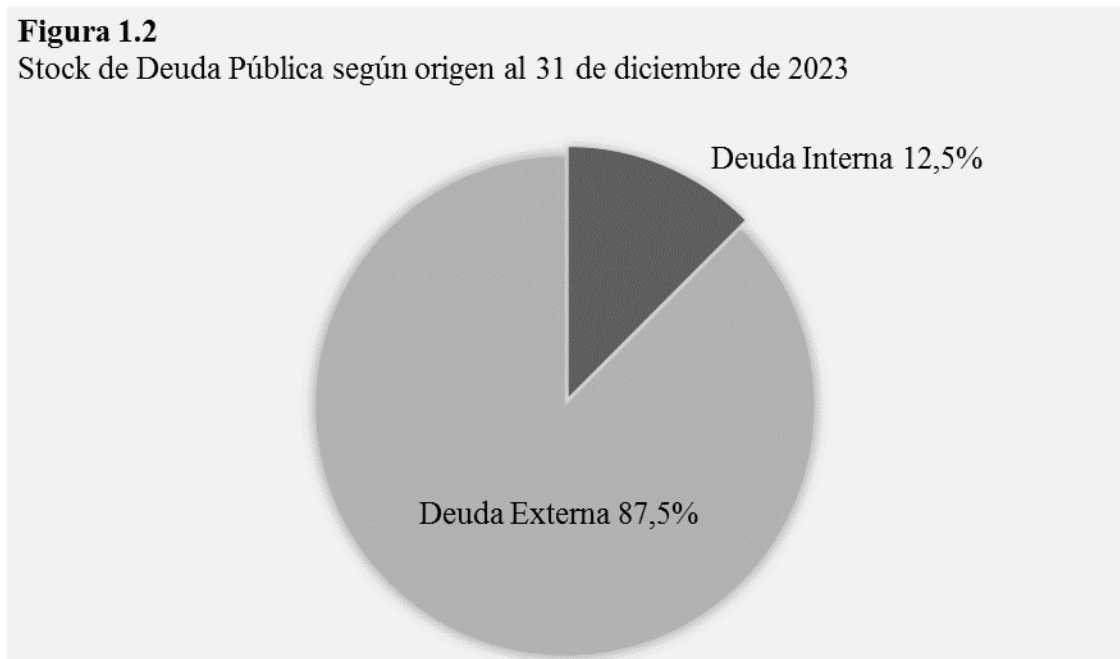
La deuda pública puede clasificarse por su origen, en interna o externa, de acuerdo a la residencia del poseedor de la deuda. Bajo esta metodología, los bonos emitidos por la provincia en el mercado internacional son considerados deuda externa.

Según la clasificación expuesta, la deuda interna representó el 12,5% del total del stock de deuda provincial, en cambio, la deuda externa significó el 87,5% de la composición del endeudamiento según datos publicados al 31 de diciembre de 2023 por el Ministerio de Economía de Santa Fe.

La deuda interna provincial vigente al mes de diciembre de 2023 incluye², préstamos en pesos del Banco de la Nación Argentina S.A. y el Nuevo Banco de Santa Fe S.A, además de préstamos subsidiarios de traspaso de fondo desde Nación, en dólares, provenientes del Banco Interamericano de Desarrollo (BID) y del Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento (BIRF).

Figura 1.2

Stock de Deuda Pública según origen al 31 de diciembre de 2023



Fuente: Contaduría General de la Provincia

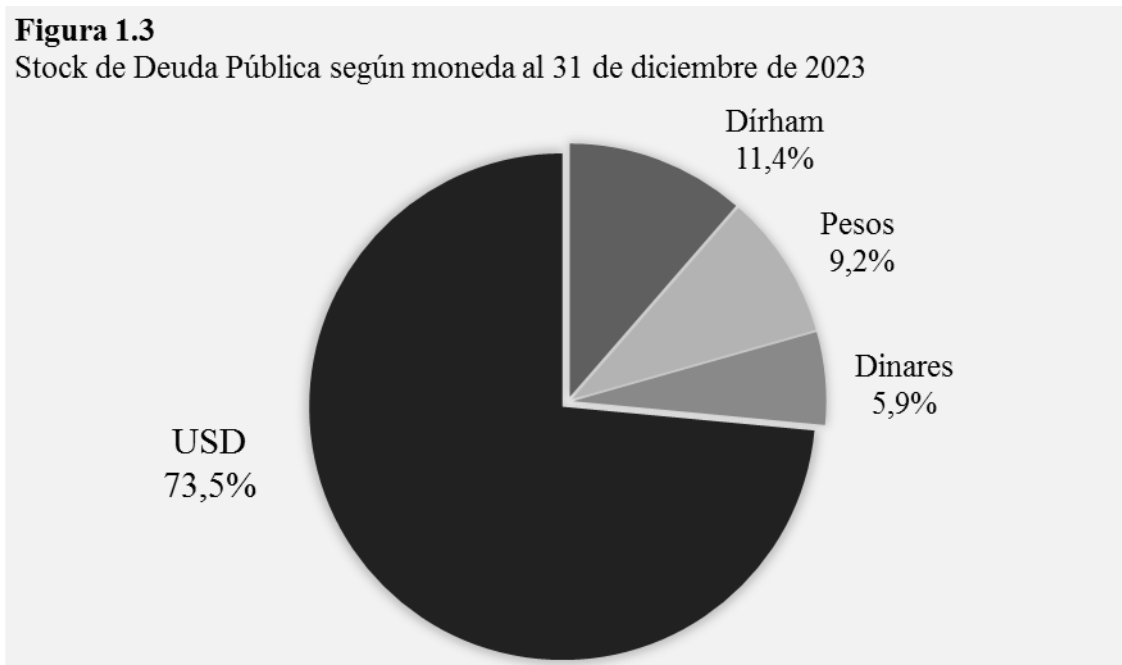
Mientras que, la deuda externa, nominada en distintas monedas, contiene el financiamiento proveniente de la emisión internacional de títulos públicos provinciales bajo legislación extranjera que comprenden los bonos SF23D y SF27D.

² Gobierno de Santa Fe. Estructura de la Deuda Pública Provincial vigente. [https://www.santafe.gob.ar/index.php/web/content/view/full/246532/\(subtema\)/217070](https://www.santafe.gob.ar/index.php/web/content/view/full/246532/(subtema)/217070).

Conjuntamente con el Fondo Kuwaití para el Desarrollo Económico Árabe (nominado en Dinares Kuwaitíes), el Fondo OPEP para el Desarrollo Internacional (OFID por sus siglas en inglés), Fondo Abu Dhabi para el Desarrollo (nominado en Dírham de Emiratos Árabes Unidos) y el Banco de Desarrollo de América Latina (CAF).

La deuda pública de la Provincia denominada en Dólares ascendió al 73,5%, explicada fundamentalmente por el Bono SF27D, mientras que el resto perteneció a préstamos directos con organismos internacionales como OPEP y a organismos multilaterales de crédito como BID y BIRF.

En cambio, la deuda en Pesos ARS tuvo una participación del 9,2% en el total del stock de deuda. El principal acreedor de la provincia fue el Nuevo Banco de Santa Fe el cual representó el 97,5% del endeudamiento total en pesos.



Fuente: Contaduría General de la Provincia

2. MARCO NORMATIVO NACIONAL PARA EL FINANCIAMIENTO EXTERNO

El enfoque del marco jurídico se centra en la explicación de las normativas nacionales y provinciales tendientes a reglamentar y controlar de manera legal la deuda pública de los gobiernos subnacionales.

Las competencias provinciales en materia de endeudamiento externo están regladas a nivel nacional por un conjunto normativo que comprende en primera instancia la Constitución Nacional, además de la Ley Nacional de Responsabilidad Fiscal que tiene como fin establecer reglas generales de comportamiento fiscal y dotar de una mayor transparencia a la gestión pública.

Constitución Nacional

El empréstito internacional es reconocido por la Constitución Nacional como una de las fuentes de financiamiento que disponen los gobiernos de las provincias. En su artículo 124, la Carta Magna establece *“Las provincias podrán celebrar convenios internacionales en tanto no sean incompatibles con la política exterior de la Nación y no afecten las facultades delegadas al Gobierno federal o el crédito público de la Nación; con conocimiento del Congreso Nacional”*.

El texto precedente concede facultades a las provincias referidas al endeudamiento y autoriza a celebrar empréstitos internacionales sin establecer límites cuantitativos.

Régimen Federal de Responsabilidad Fiscal

La Ley Nacional Nro. 25.917 sancionada en 2004 crea el “Régimen Federal de Responsabilidad Fiscal”, y modificada por la Ley Nacional Nro. 27.428/18 “Régimen Federal de Responsabilidad Fiscal y Buenas Prácticas de Gobierno”, con el objeto de aumentar la transparencia en la gestión pública mediante el establecimiento de un marco general de comportamiento fiscal incluido reglas para el endeudamiento provincial.

La Ley de Responsabilidad Fiscal también creó el Consejo Federal de Responsabilidad Fiscal, el cual tiene la responsabilidad de supervisar el cumplimiento de la Ley de Responsabilidad Fiscal por parte de las provincias y el gobierno nacional.

El Consejo Federal de Responsabilidad Fiscal es el órgano de aplicación del Régimen Federal de Responsabilidad Fiscal y Buenas Prácticas de Gobierno y está integrado por los Ministros de Economía del Gobierno Nacional, de los Gobiernos Provinciales y de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires, en la medida que hubieren adherido.

Debido a que este régimen se aplica exclusivamente sobre aquellas jurisdicciones que hubieran adherido al mismo mediante decisiones legislativas, la provincia de Santa Fe adhiere al Régimen Federal de Responsabilidad Fiscal en 2005 a través de la Ley Provincial Nro.12.402.

Es importante destacar que la adhesión establecida en la ley provincial en ningún caso implica cercenamiento ni disminución de las potestades o prerrogativas contempladas en la Constitución Provincial.

En virtud del Régimen de Responsabilidad Fiscal creado en 2004, y adoptado por la Provincia a través de la Ley Provincial N° 12.402, todos los gobiernos provinciales deben obtener autorización del gobierno nacional antes de contraer algún endeudamiento.

Desde la puesta en vigencia del régimen, la provincia de Santa Fe ha solicitado 17 veces la autorización del gobierno nacional para contraer nueva deuda o para modificar los términos financieros del endeudamiento de la Provincia.

La Ley Nacional Nro. 25.917 en su artículo 25 señala *“Los Gobiernos Provinciales para acceder a operaciones de endeudamiento con organismos elevarán la documentación correspondiente al Gobierno nacional, que efectuará un análisis a fin de autorizar tales operaciones”*.

En consecuencia, es el Ministerio de Economía de la Nación el encargado de otorgar la autorización previa a la jurisdicción que lo solicite para acceder a cualquier operación de crédito internacional una vez analizados los antecedentes de las operaciones conforme a los principios y parámetros que fija la Ley de Responsabilidad Fiscal.

Por su parte, el Consejo Federal de Responsabilidad Fiscal pondrá a disposición del Gobierno Nacional la situación de cumplimiento de las condiciones necesarias de cada jurisdicción, siendo así, el Consejo Federal quien verifique el Indicador de Endeudamiento al momento de aprobarse los respectivos presupuestos y al cierre de cada ejercicio.

La Ley Nacional de Responsabilidad Fiscal Nro. 25.917 en su artículo 21 establece *“Los gobiernos de las provincias y de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires tomarán las medidas necesarias para que el nivel de endeudamiento de sus jurisdicciones sea tal que en cada ejercicio fiscal los servicios de la deuda instrumentada no superen el quince por ciento (15%) de los recursos corrientes netos de transferencias por coparticipación a municipios”*.

Taxativamente, la Ley Nacional de Responsabilidad Fiscal en su artículo 21 especifica la Regla Fiscal de Servicios de Deuda para los gobiernos provinciales estableciendo una restricción cuantitativa en el nivel de endeudamiento, una regla numérica que explicita el propósito de las autoridades de mantener la disciplina, sostenibilidad y transparencia de la política fiscal en el marco legal de la política presupuestaria.

El Consejo Federal de Responsabilidad Fiscal, como órgano de aplicación del Régimen Federal de Responsabilidad Fiscal, es quien verificará el Indicador de Endeudamiento al momento de aprobarse los respectivos presupuestos y al cierre de cada ejercicio, confirmando la capacidad de la provincia para cumplir con sus obligaciones de deuda, incluyendo los bonos.

Si el Consejo determinara que el presupuesto provincial no cumple con las exigencias vigentes establecidas por la Ley de Responsabilidad Fiscal, la Provincia puede ser pasible de sanciones, incluyendo restricciones a los beneficios impositivos para el sector privado provincial, limitaciones a las garantías del gobierno nacional, denegación de autorizaciones para un mayor endeudamiento y limitaciones sobre las transferencias del gobierno nacional³.

Por lo anterior, los gobiernos subnacionales para acceder al financiamiento internacional en cumplimiento de la Ley de Responsabilidad Fiscal deberán obtener la autorización previa del Ministerio de Economía elevando la documentación correspondiente al Gobierno nacional y simultáneamente dar cumplimiento a la Regla Fiscal de Endeudamiento.

³ Resolución N° 163 del Ministerio de Economía de la Provincia que dispuso la emisión de títulos de deuda pública provincial. Marzo 2017.

3. MARCO NORMATIVO PROVINCIAL PARA EL FINANCIAMIENTO EXTERNO

El marco normativo de la provincia de Santa Fe que regula el endeudamiento externo comprende en primer grado a la Constitución Provincial, la cual fija en su artículo 55, límites cuantitativos y cualitativos al financiamiento. Seguido por la Ley Provincial de Administración Financiera que establece criterio y reglas de financiamiento sin fijar una regla numérica sobre endeudamiento.

Constitución de la Provincia de Santa Fe

La Constitución de la Provincia de Santa Fe, regula en su artículo 55 las competencias para el endeudamiento público y los límites cuantitativos al mismo.

El artículo 55 inciso 12 declara *“Corresponde a la Legislatura autorizar al Poder Ejecutivo para celebrar contratos y aprobar o desechar los concluidos “ad-referéndum” de la Legislatura. El servicio de la totalidad de las deudas provenientes de empréstitos no puede comprometer más de la cuarta parte de la renta provincial”*.

El endeudamiento público se encuadra dentro de las atribuciones del Poder Legislativo de la Provincia de Santa Fe según el artículo 55 de la Constitución Provincial, y es una función exclusiva de la Legislatura Provincial autorizar al Poder Ejecutivo para celebrar contratos de empréstitos.

La Constitución Provincial en su artículo 55 fija un indicador cuantitativo como limitante al endeudamiento, el cual determina que el servicio de la totalidad de las deudas provenientes de empréstitos, que incluye los conceptos de amortización del capital y los intereses, no puede superar el 25% de la renta anual de la Provincia.

Ley Provincial de Administración, Eficiencia y Control del Estado

La Provincia cuenta con la Ley Nro. 12.510 de Administración, Eficiencia y Control del Estado y sus modificatorias de 2006, que rige los actos, hechos y operaciones relacionados con la Administración y Control de la Hacienda del Sector Público Provincial No Financiero.

La facultad del Poder Ejecutivo de emitir letras, pagarés o medios sucedáneos de pago cuyo reembolso se produzca dentro del ejercicio o posterior surge del artículo 48 de la ley. Aquellas operaciones que superen el ejercicio financiero se consideran operaciones de crédito público.

El art. 59 del subsistema de Crédito Público de la Ley de Administración Financiera de la Provincia establece que las operaciones de crédito público no serán destinadas a financiar erogaciones corrientes sino consignadas exclusivamente a las contrataciones de obras, bienes y servicios vinculadas a inversiones en infraestructura económica-social reproductivas.

En su artículo 62, faculta al Poder Ejecutivo a autorizar al Ministerio de Hacienda y Finanzas de Santa Fe a realizar las operaciones de Crédito Público de la Provincia.

Al tiempo que, el artículo 63 de la Ley de Administración Financiera establece que toda operación de crédito público debe estar contemplada en la Ley de Presupuesto del año respectivo.

La Ley Anual de Presupuesto debe indicar como mínimo las siguientes características de las operaciones de crédito público autorizadas: tipo de deuda, discriminando en directa o indirecta, interna o externa; monto máximo autorizado para la operación; plazo mínimo de amortización y destino del financiamiento.

4. APLICACIÓN DEL MARCO NORMATIVO NACIONAL Y PROVINCIAL

El endeudamiento proveniente de la emisión de títulos públicos internacionales bajo legislación extranjera que comprende los bonos SF23D y SF27D se enmarcó dentro de las regulaciones que establece el gobierno nacional y gobierno provincial para las operaciones de endeudamiento internacional, y cumplió con el control administrativo que establecen ambos estados para autorizarlo y aprobarlo.

Se cumplieron las pautas de coordinación fiscal que fija la Nación a las provincias, basadas en la Constitución Nacional y el Régimen Federal de Responsabilidad Fiscal. Al tiempo que, se cumplió con las disposiciones provinciales que autolimitan el acceso al crédito, lo autorizan y aprueban.

Las emisiones de los Bono SF27D y SF23D con vencimiento en 2027 y 2023 fue considerada como una operación de Crédito Público al superar los pagos el ejercicio financiero, debiendo cumplir por ello, con los requisitos previstos en un apartado especial de la Ley 12.510 de Administración, Eficiencia y Control del Estado dedicado al Crédito Público provincial.

Por ende, la Ley de Presupuesto de la Administración Provincial de Santa Fe para el año 2016 y 2017 en sus Disposiciones Financieras fijó el monto de endeudamiento de los Bonos SF27D y SF23D, cumpliendo de este modo con la publicación de las características mínimas que establece el artículo 63 de la Ley N° 12.510.

De acuerdo con el repaso del marco legal, los pasos administrativos seguidos por la Provincia para acceder al financiamiento internacional fueron, en primer lugar, la sanción de la Ley Provincial N° 13.543 de 2016 que autorizó la creación y emisión de los bonos provinciales.

En el marco de las autorizaciones para contraer endeudamiento otorgadas por el artículo 1° de la Ley N° 13.543, el gobierno provincial lo hizo en dos emisiones de títulos públicos internacionales de U\$S 250 millones cada una.

Seguidamente, se solicitó autorización a la Nación y se emitió la resolución del Ministerio de Economía de Santa Fe N° 708 de fecha 26 de octubre de 2016 y N° 163 de fecha 16 de marzo de 2017 que dispusieron la emisión de títulos de deuda pública provincial.

Por último, el Ministerio de Hacienda y Finanzas Públicas de la Nación emitió la resolución N° 234 de fecha 27 de octubre de 2016 que autoriza a la provincia de Santa Fe a colocar títulos de deuda provincial en el mercado internacional de capitales.

5. CARACTERÍSTICAS DE LOS BONOS SF27D Y SF23D

El 30 de junio de 2016, la Legislatura de la provincia de Santa Fe sanciona la Ley Provincial N° 13.543, que en su artículo 1° autoriza al Poder Ejecutivo Provincial a contraer deuda pública por hasta la suma de dólares estadounidenses quinientos millones (US\$ 500.000.000).

El gobierno provincial contrae dicho endeudamiento mediante dos emisiones de títulos públicos internacionales de U\$S 250 millones cada una, con vencimiento en 2023 (SF23) y en 2027 (SF27).

La primera emisión de títulos públicos internacionales denominados en dólares estadounidenses en los mercados externos de capitales por un monto de US\$ 250 millones fueron aquellos que comprenden los Bonos SF27D realizada el 1° de noviembre de 2016.

En noviembre de 2016, la Provincia de Santa Fe ofrece bonos SF27 por un valor nominal total de USD250 millones con un interés del 6,9% anual y vencimiento en 2027, es decir, un plazo final de amortización de 10 años. Pagando intereses sobre los bonos dos veces al año, y pagando el capital en 3 cuotas del 33,33% en 2025, 2026 y 2027.

En tanto, la segunda emisión de títulos de deuda pública denominados en moneda extranjera para ser colocados en el mercado internacional de capitales por US\$ 250 millones que comprenden los Bonos SF23D se dispuso mediante la Resolución N°162 del Ministerio de Economía con fecha 16 de marzo de 2017.

En marzo de 2017, la provincia de Santa Fe ofrece bonos SF23 por un valor nominal total de USD 250 millones, con un interés anual del 7% y vencimiento en marzo de 2023, lo cual implica un plazo final de amortización de 6 años. Pagando intereses dos veces al año, y cancelando el capital en dos cuotas, el 50% en marzo de 2022 y el 50% restante en marzo de 2023.

Cabe resaltar aquí, que las obligaciones del bono SF23 ya fueron canceladas en su totalidad al vencimiento en el pasado mes de marzo de 2023.

El Poder Ejecutivo deberá hacer uso de la autorización conferida mediante el artículo 1 y de los fondos del producido bruto de la suscripción a los bonos, únicamente para financiar, total o parcialmente, la ejecución de proyectos de inversión pública.

Conforme a la Ley 13.543, las obras que se detallan en el Anexo I de la ley son inversiones en caminos, pavimentación de vías de acceso a ciudades y calles dentro de las ciudades, puentes, gasoductos regionales, obras hidráulicas y de desagüe, ampliación del sistema de redes cloacales, comisarías y penitenciarías, escuelas, hospitales y viviendas sociales.

Tabla 5.1	
Tipo de proyecto de obra pública y montos en dólares estadounidenses	
Pavimentación	\$ 256.000.000
Puentes	\$ 10.000.000
Gasoductos regionales	\$ 20.000.000
Obras hidráulicas y de desagüe	\$ 74.000.000
Ampliación redes cloacales	\$ 15.000.000
Comisarías y penitenciarías	\$ 38.000.000
Escuelas	\$ 20.000.000
Hospitales	\$ 32.000.000
Viviendas sociales	\$ 15.000.000
Tribunales	\$ 20.000.000
TOTAL	\$ 500.000.000

Fuente: Ley Provincial 13.543/2016 Anexo I

Los bonos corresponden a instrumentos no garantizados sin beneficio de ninguna garantía real. Los bonos constituyen obligaciones directas, generales incondicionales y no subordinadas de la Provincia por las cuales se compromete la buena fe y crédito de la Provincia.

La Provincia de Santa Fe recaudó los fondos provenientes de la oferta mediante la celebración de un contrato de fideicomiso para financiar proyectos de obras públicas. En virtud del contrato de fideicomiso, el fiduciario designado por la Provincia como agente de registro, agente de pago y agente de transferencia fue el U.S. Bank National Association.

Al tiempo que, el Mercado Argentino de Valores actuó como organizador local y el Banco de Santa Fe fue designado como Agente Financiero Local encargado de la elección de los colocadores internacionales, quien seleccionó a J.P. Morgan Securities como Coordinador Global y a HSBC Securities (USA) Inc. y Citigroup Global Markets Inc. como colocadores de los títulos de deuda pública de la Provincia.

Cabe destacar que los bonos incluyeron disposiciones CAC (Collective Action Clause) conocidas comúnmente como Cláusulas de Acción Colectiva. En virtud de estas disposiciones, la Provincia puede modificar los términos de pago de los bonos soberanos emitidos en el marco del contrato de fideicomiso ante problemas de liquidez para afrontar sus compromisos financieros, utilizando la Cláusula a su favor para llevar adelante un proceso de reestructuración.

La Cláusula de Mayorías permite a la Provincia modificar los términos del contrato de fideicomiso con el consentimiento de los tenedores de más del 75% del valor nominal total de los títulos de deuda en circulación de dicha serie; o más del 66% del valor nominal total de los títulos de deuda en circulación de todas las series afectadas por la modificación propuesta.

La incorporación de CAC en la emisión de títulos de deuda pública en Santa Fe tuvo como fin, ante un posible proceso de reestructuración de deuda, reducir las dificultades de resolución del conflicto debido a la existencia de tenedores de bonos que no quieran participar de la negociación (hold outs) y exijan el pago en las condiciones originales.

Finalmente, en la mayor medida que la ley lo permita, la Provincia se someterá de manera irrevocable a la jurisdicción exclusiva de cualquier tribunal estatal de Nueva York o cualquier tribunal federal de los EE.UU. con asiento en la Ciudad de Nueva York, Distrito de Manhattan. El contrato de fideicomiso y los bonos se rigen y registrarán y serán interpretados de acuerdo con la ley del Estado de Nueva York.

Los términos financieros de las operaciones de crédito autorizadas en el artículo 1 de la Ley Provincial N° 13.543 fueron los siguientes:

Tabla 5.2	
Términos de los Bonos SF27D emitidos el 1 de noviembre de 2016	
Denominación	Títulos de Deuda Pública Externa denominados "Notes" en idioma inglés.
Emisor	La Provincia de Santa Fe
Bonos ofrecidos	Bonos por un valor nominal de USD 250.000.000
Precio de emisión	100%
Vencimiento	1 de noviembre de 2027
Denominación	Dólares Estadounidenses 150.000 y múltiplos de 1.000 a partir de ese monto.
Amortización	Los bonos se pagarán en 3 cuotas: 33,33% el 1 de noviembre de 2025 33,33% el 1 de noviembre de 2026 33,34% el 1 de noviembre de 2027
Intereses	Devengarán intereses a una tasa del 6,9% anual pagaderos semestralmente por período vencido el 1 de mayo y el 1 de noviembre de cada año.
Acciones colectivas	Contienen disposiciones cláusulas de acción colectiva
Montos adicionales	La Provincia realizará los pagos respecto de los bonos sin retención o deducción alguna por impuestos.
Destino de los Fondos	Proyectos de obras públicas Ley Provincial N°13.543
Ley aplicable	Estado de Nueva York
Fiduciario	U.S. Bank National Association
Agente de Registro y Pago	
Agente de Transferencia	

Fuente: Resolución 708/2016 del Ministerio de Economía de Santa Fe

Tabla 5.3	
Términos de los Bonos SF23D emitidos el 23 de marzo de 2017	
Denominación	Títulos de Deuda Pública Externa denominados "Notes" en idioma inglés.
Emisor	La Provincia de Santa Fe
Bonos ofrecidos	Bonos por un valor nominal de USD 250.000.000
Precio de emisión	100%
Vencimiento	23 de marzo de 2023
Denominación	Dólares Estadounidenses 150.000 y múltiplos de 1.000 a partir de ese monto.
Amortización	Los bonos se pagarán en 2 cuotas: 50% el 23 de marzo de 2022 50% el 23 de marzo de 2023
Intereses	Devengarán intereses a una tasa del 7% anual pagaderos semestralmente por período vencido el 1 de marzo y el 1 de septiembre de cada año.
Acciones colectivas	Contienen disposiciones cláusulas de acción colectiva
Montos adicionales	La Provincia realizará los pagos respecto de los bonos sin retención o deducción alguna por impuestos.
Destino de los Fondos	Proyectos de obras públicas Ley Provincial N°13.543
Ley aplicable	Estado de Nueva York
Fiduciario	U.S. Bank National Association
Agente de Registro y Pago	
Agente de Transferencia	

Fuente: Resolución 163/2017 del Ministerio de Economía de Santa Fe

6. IMPLICANCIAS PARA LAS FINANZAS PÚBLICAS DE LA PROVINCIA

Es primordial conocer las obligaciones económicas posteriores que generaron la decisión del Poder Ejecutivo de aumentar la deuda pública de la Provincia de Santa Fe para solventar gastos por encima de sus ingresos, específicamente para el desarrollo de infraestructura y capital que promueva el crecimiento económico.

Para ello, se requiere contar con Indicadores que muestren el nivel de endeudamiento relativo de la Provincia y permitan comprender el impacto del endeudamiento en moneda extranjera en la administración de ingresos y gastos de la provincia.

Según la Asociación Argentina de Presupuesto y Administración Financiera Pública ASAP un Indicador es una medida estadística que permite describir y evaluar fenómenos, al tiempo que permite resumir la información relevante de un fenómeno particular⁴.

Los indicadores de desempeño de la gestión pública son instrumentos de medición de las variables asociadas a las metas. Su utilización tiene como objetivo principal inducir mejoras en la información, apoyar el proceso de formulación de políticas, facilitar el establecimiento de compromisos de resultado y el seguimiento de la ejecución presupuestaria.

Los indicadores cuantitativos de endeudamiento desarrollados en este trabajo tienen como fin aportar un marco referencial al riesgo crediticio subsoberano y a la exposición externa de las finanzas públicas provinciales, incorporando para su comprensión datos del Producto Bruto Geográfico e Ingresos Corrientes.

⁴ "Estadísticas Fiscales Provinciales" Asociación Argentina de Presupuesto y Administración Financiera Pública ASAP https://asap.org.ar/img_informes/03291137_infoindprov14-17.pdf

La Deuda Pública de Santa Fe y el PBG

Un método de mensurar el endeudamiento público de la provincia y evaluar la sustentabilidad de la deuda es comparar la magnitud de la Deuda con el Producto Bruto Geográfico, esto es, expresar la Deuda Pública como un porcentaje del PBG de Santa Fe.

Este indicador relaciona el nivel de actividad económica con el grado de endeudamiento para determinar si la deuda está creciendo a una tasa menor o igual que el producto, siendo esta condición necesaria para mantener la sustentabilidad del endeudamiento y la capacidad de pago del gobierno provincial.

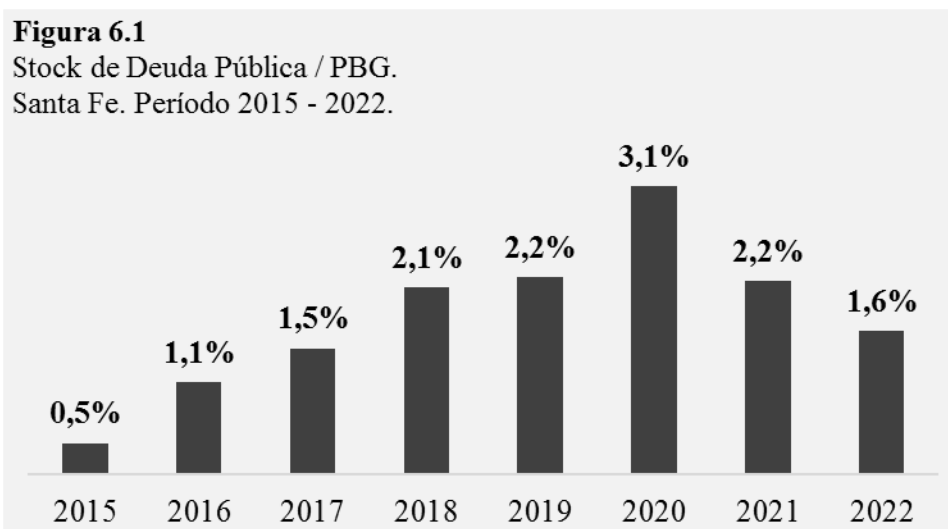
Para su cálculo, se utilizaron datos del stock de deuda pública consolidada en pesos al 31 de diciembre de cada año, excluyendo la deuda flotante, correspondiente a la administración pública no financiera provincial que contempla a la Administración Central, los Organismos Descentralizados y las Instituciones de la Seguridad Social.

El cálculo del ratio Deuda/PIB se realiza en moneda doméstica. Es decir que la deuda se convierte a pesos usando el tipo de cambio de fin de período, y se divide por el PIB nominal expresado en pesos que informa el Instituto Provincial de Estadísticas y Censos IPEC⁵.

Los datos provienen de información elaborada por la Contaduría General de la Provincia destinada al proceso de rendición de cuenta del Poder Ejecutivo al Poder Legislativo provincial. Asimismo, los datos del informe de la Contaduría General forman parte del cumplimiento de la Ley Nacional de Responsabilidad Fiscal que establece la información que cada provincia deberá publicar en su página web.

⁵ “Indicadores de la Deuda Pública” Oficina de Presupuesto del Congreso OPC <https://www.opc.gob.ar/monitores-fiscales/indicadores-de-la-deuda-publica/>.

La Figura 6.1 permite observar cómo la deuda aumenta su peso relativo respecto del Producto Bruto Geográfico desde un 0,5% del PBG en 2015 al 1,5% en 2017, debido principalmente a la inclusión de la primera emisión de bonos internacionales SF27 por 250 millones de dólares en 2016 y al registrarse la emisión del segundo grupo de bonos SF23 por 250 millones de dólares adicionales en 2017.



Fuente: Contaduría General de la Provincia

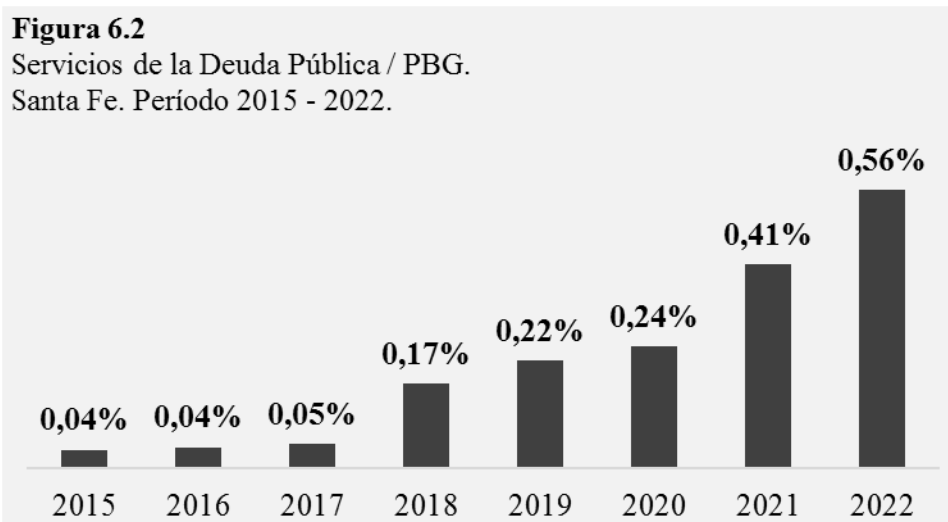
Tabla 6.1
Datos a precios corrientes en millones de \$

Año	PBG Santa Fe	Stock Deuda	Stock Deuda/PBG
2015	\$ 465.158	\$ 2.398	0,5%
2016	\$ 647.513	\$ 7.349	1,1%
2017	\$ 851.355	\$ 12.571	1,5%
2018	\$ 1.197.205	\$ 25.124	2,1%
2019	\$ 1.813.933	\$ 39.945	2,2%
2020	\$ 2.320.537	\$ 72.513	3,1%
2021	\$ 4.063.910	\$ 87.953	2,2%
2022	\$ 7.197.442	\$ 118.547	1,6%

Fuente: Contaduría General de la Provincia

El indicador que relaciona el PBG con los servicios totales de la deuda, compuesto por la sumatoria de los gastos destinados a atender el pago de amortizaciones del capital e interés, registró valores

ascendentes en el período analizado en sintonía con el incremento de la relación de la deuda total como se puede apreciar en la Figura 6.2.



Fuente: Contaduría General de la Provincia

Tabla 6.2
Datos a precios corrientes en millones de \$

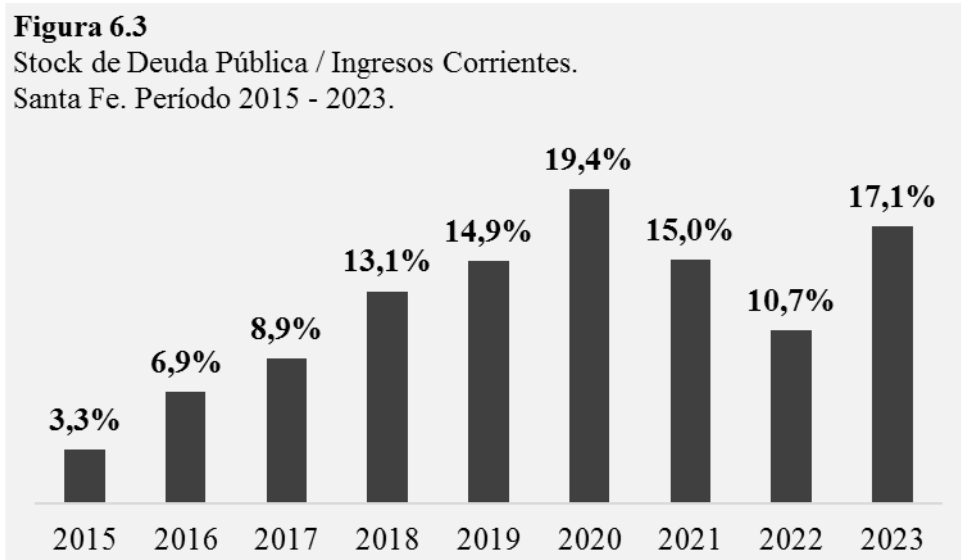
Año	PBG Santa Fe	Servicios Deuda	Servicios Deuda/PBG
2015	\$ 465.158	\$ 174	0,04%
2016	\$ 647.513	\$ 276	0,04%
2017	\$ 851.355	\$ 425	0,05%
2018	\$ 1.197.205	\$ 2.040	0,17%
2019	\$ 1.813.933	\$ 3.951	0,22%
2020	\$ 2.320.537	\$ 5.672	0,24%
2021	\$ 4.063.910	\$ 16.683	0,41%
2022	\$ 7.197.442	\$ 40.307	0,56%

Fuente: Contaduría General de la Provincia

Cabe destacar que el período de cinco años de 2017 a 2021, es aquel en que conviven los bonos SF27 y SF23 en su totalidad, es decir, un endeudamiento conjunto por USD 500 millones; ya que en marzo de 2022 se abona la primera cuota del capital del bono SF23 de USD 125 millones y el endeudamiento en bonos internacionales disminuyó de USD 500 millones a USD 375 millones.

La Deuda Pública de Santa Fe y los Ingresos Corrientes

Otro indicador de endeudamiento que se utiliza para medir la carga de la deuda total sobre la capacidad del fisco de recaudar recursos, es aquel que se calcula relacionando las variables de stock de deuda anual y los ingresos corrientes de la provincia.



Fuente: Contaduría General de la Provincia

Tabla 6.3
Datos a precios corrientes en millones de \$

Año	Stock Deuda Pública	Ingresos Corrientes	Stock Deuda/ Ingresos Corrientes
2015	\$ 2.398	\$ 73.048	3,3%
2016	\$ 7.349	\$ 107.166	6,9%
2017	\$ 12.571	\$ 140.731	8,9%
2018	\$ 25.124	\$ 191.980	13,1%
2019	\$ 39.945	\$ 267.236	14,9%
2020	\$ 72.513	\$ 374.477	19,4%
2021	\$ 87.953	\$ 586.640	15,0%
2022	\$ 118.547	\$ 1.112.820	10,7%
2023	\$ 415.553	\$ 2.432.785	17,1%

Fuente: Contaduría General de la Provincia

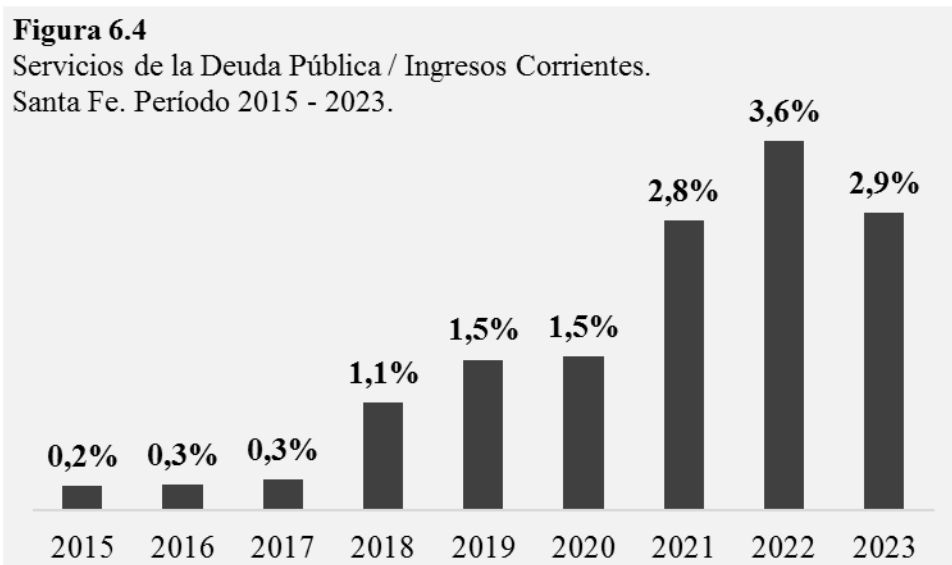
Se toma el stock de deuda pública, dato anual, y se lo divide por los ingresos corrientes, mostrando la proporción de recursos de la provincia a los que equivale el endeudamiento contraído. El

indicador puede arrojar distintos resultados debido a las cargas tributarias y las diversas condiciones económicas.

En el cálculo del indicador, un menor crecimiento de los Ingresos Corrientes en relación al endeudamiento tendrá un impacto negativo en las finanzas públicas de la Provincia y en su capacidad para afrontar sus servicios de deuda, incluyendo los bonos.

Para el caso de la Provincia de Santa Fe, el stock de deuda pública representó el 3,3% de los Ingresos Corrientes totales en el período fiscal 2015, elevándose en 2016, con la inclusión del endeudamiento mediante el bono SF27, al 6,9%. Finalmente, en 2017 luego de la incorporación de los bonos SF23, la proporción de la deuda pública alcanza el 8,9% de los recursos corrientes.

Otro indicador relevante será el de liquidez basado en la comparación de flujos que relaciona los pagos en conceptos de servicios de la deuda con la capacidad del Estado de obtener recursos corrientes principalmente a través de la recaudación impositiva.



Fuente: Contaduría General de la Provincia

Tabla 6.4			
Datos a precios corrientes en millones de \$			
Año	Servicios Deuda Pública	Ingresos Corrientes	Servicios Deuda/ Ingresos Corrientes
2015	\$ 174	\$ 73.048	0,2%
2016	\$ 276	\$ 107.166	0,3%
2017	\$ 425	\$ 140.731	0,3%
2018	\$ 2.040	\$ 191.980	1,1%
2019	\$ 3.951	\$ 267.236	1,5%
2020	\$ 5.672	\$ 374.477	1,5%
2021	\$ 16.683	\$ 586.640	2,8%
2022	\$ 40.307	\$ 1.112.820	3,6%
2023	\$ 70.911	\$ 2.432.785	2,9%

Fuente: Contaduría General de la Provincia

En relación a los servicios de la deuda, hasta el año 2020 el indicador permanece en valores donde no se presentarían dificultades para seguir abonando en tiempo y forma las obligaciones contraídas como se observa en la Figura 6.4. Para el año 2021 se produjo un repunte que alcanzó valores cercanos al 3% aumentando la vulnerabilidad de la deuda y mostrando una tendencia creciente del ratio en los siguientes años.

La Deuda Pública de Santa Fe y los bonos en dólares

La participación de los Bonos SF27 y SF23 en la deuda pública total de la provincia se podrá medir comparando el stock de capital de ambos bonos con el stock total de deuda pública al tipo de cambio mayorista al 31 de diciembre de cada año.

Se observa que el ciclo de endeudamiento conjunto por U\$S 500 millones pasó de representar 74,2% del stock deuda total de la provincia en 2017 al 58,4% en 2021 como muestra la siguiente Figura 6.5.

Producto de la emisión de títulos por USD 500 millones, la provincia de Santa Fe presentó un porcentaje alto de deuda en moneda extranjera sobre el total. En el período desde 2017 a 2019 el valor se mantuvo por encima del 70% del stock total de deuda.



Fuente: Contaduría General de la Provincia

Tabla 6.5
Stocks a precios corrientes en millones de \$

Año	Bonos SF27-SF23	Tipo de Cambio	Stock Bonos SF27-SF23	Stock Deuda Pública	Stock Bonos/ Stock Deuda
2017	USD 500	\$ 18,65	\$ 9.323	\$ 12.571	74,2%
2018	USD 500	\$ 37,70	\$ 18.850	\$ 25.124	75,0%
2019	USD 500	\$ 59,89	\$ 29.945	\$ 39.945	75,0%
2020	USD 500	\$ 84,15	\$ 42.075	\$ 72.513	58,0%
2021	USD 500	\$ 102,72	\$ 51.360	\$ 87.953	58,4%
2022	USD 375	\$ 177,16	\$ 66.435	\$ 118.547	56,0%
2023	USD 250	\$ 808,45	\$ 202.112	\$ 415.553	48,6%

Fuente: Contaduría General de la Provincia

A partir de 2020, la provincia aumenta su deuda con entidades bancarias y con el Gobierno Nacional, en particular mediante el Fondo Fiduciario de Desarrollo Provincial FFDP,

endeudamiento que era nulo desde 2010. Y es por ello que aumenta la Deuda Total, siendo este el denominador del indicador, al tiempo que desciende el porcentaje de participación de los bonos.

La deuda contraída con el Gobierno Nacional abarca el conjunto de obligaciones contractuales de las jurisdicciones prestatarias derivadas de operaciones de crédito público en las que el Estado Nacional es el prestamista o garante⁶. En tanto, la deuda contraída con Entidades Bancarias y Financieras comprende las obligaciones contractuales originadas en operaciones de crédito público con Bancos y/o entidades financieras nacionales.

A la vez que, el peso de los servicios de la deuda de los bonos sobre los servicios total de la deuda se mantuvo estable por encima del 43% desde el año 2019, a excepción de 2020 cuando aumenta la deuda con entidades bancarias y con el Gobierno Nacional.



Fuente: Contaduría General de la Provincia

⁶ Ministerio del Interior, Obras Públicas y Vivienda. Manual Metodológico para la presentación de información municipal. https://www.argentina.gob.ar/sites/default/files/manual_esquema_aif_municipal_0.pdf

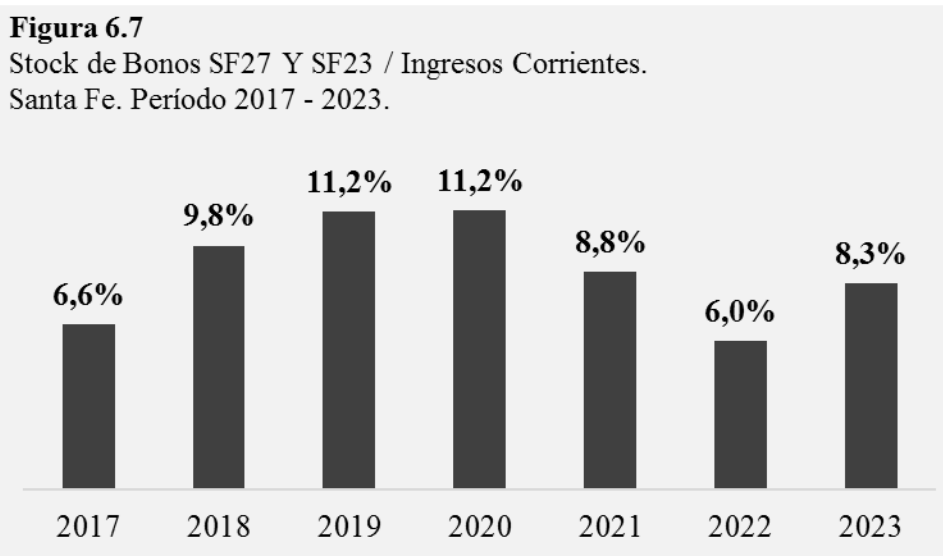
Tabla 6.6			
Datos a precios corrientes en millones de \$			
Año	Servicios Bonos SF27-SF23	Servicios Deuda Pública	Servicios Bonos/ Servicios Deuda
2017	\$ 148	\$ 425	34,8%
2018	\$ 727	\$ 2.040	35,6%
2019	\$ 1.700	\$ 3.951	43,0%
2020	\$ 2.480	\$ 5.672	43,7%
2021	\$ 3.333	\$ 16.683	20,0%
2022	\$ 17.700	\$ 40.307	43,9%
2023	\$ 31.386	\$ 70.911	44,3%

Fuente: Contaduría General de la Provincia

Bonos en dólares y los Ingresos Corrientes

El porcentaje que representan particularmente los bonos SF27 y SF23 de los Ingresos Corrientes de la provincia se puede calcular tomando el monto en pesos del capital de los bonos SF27 y SF23 al tipo de cambio mayorista en relación a los recursos corrientes de la provincia ejecutados al 31 de diciembre de cada año.

Este indicador revela el porcentaje de los recursos corrientes que la Provincia puede destinar al reembolso de las obligaciones contraídas mediante bonos internacionales.



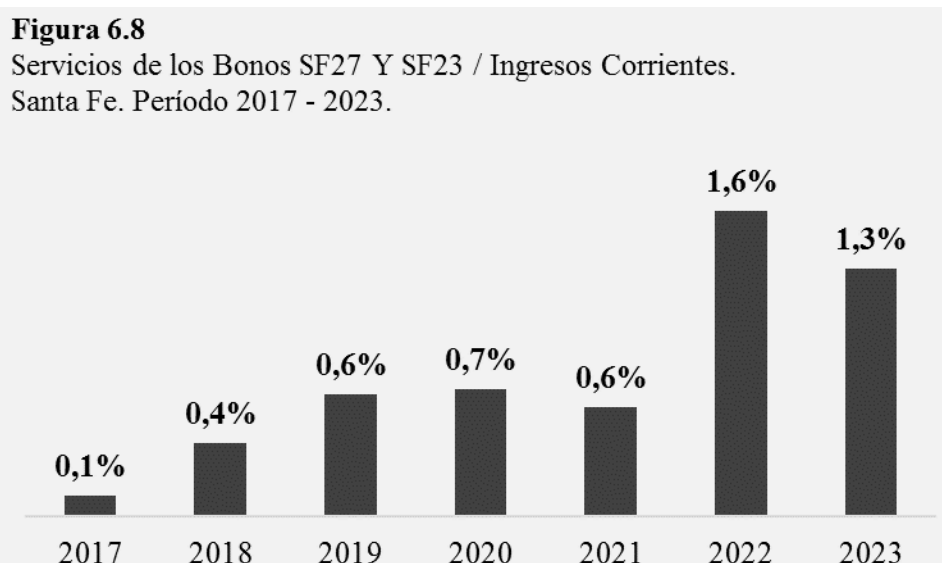
Fuente: Contaduría General de la Provincia

Tabla 6.7					
Stocks e Ingresos a precios corrientes en millones \$					
Año	Bonos SF27-SF23	Tipo de Cambio	Stock Bonos SF27-SF23	Ingresos Corrientes	Stock Bonos/ Ingresos Ctes
2017	USD 500	\$ 18,65	\$ 9.323	\$ 140.731	6,6%
2018	USD 500	\$ 37,70	\$ 18.850	\$ 191.980	9,8%
2019	USD 500	\$ 59,89	\$ 29.945	\$ 267.236	11,2%
2020	USD 500	\$ 84,15	\$ 42.075	\$ 374.477	11,2%
2021	USD 500	\$ 102,72	\$ 51.360	\$ 586.640	8,8%
2022	USD 375	\$ 177,16	\$ 66.435	\$ 1.112.820	6,0%
2023	USD 250	\$ 808,45	\$ 202.112	\$ 2.432.785	8,3%

Fuente: Contaduría General de la Provincia

En la figura 6.7 se advierte que el stock de endeudamiento conjunto por U\$S 500 millones a lo largo de 5 años, pasó de representar el 6,6% de los Recursos Corrientes en 2017 al 8,8% en 2021.

Por último, la Figura 6.8 muestra el indicador que expone el porcentaje de los ingresos corrientes que la Provincia puede destinar al pago de los servicios acumulados de la deuda pública compuestos por amortizaciones e intereses que se comprometen al formalizar las operaciones de crédito público mediante bonos internacionales.



Fuente: Contaduría General de la Provincia

Tabla 6.8					
Datos a precios corrientes en millones de \$					
Año	Interés Bonos	Amortización Bonos	Servicios Bonos	Ingresos Corrientes	Servicios Bonos/ Ingresos Ctes
2017	\$ 148	\$ 0	\$ 148	\$ 140.731	0,1%
2018	\$ 727	\$ 0	\$ 727	\$ 191.980	0,4%
2019	\$ 1.700	\$ 0	\$ 1.700	\$ 267.236	0,6%
2020	\$ 2.480	\$ 0	\$ 2.480	\$ 374.477	0,7%
2021	\$ 3.333	\$ 0	\$ 3.333	\$ 586.640	0,6%
2022	\$ 3.935	\$ 13.765	\$ 17.700	\$ 1.112.820	1,6%
2023	\$ 5.848	\$ 25.538	\$ 31.386	\$ 2.432.785	1,3%

Fuente: Contaduría General de la Provincia

El indicador de incidencia de los Servicios de la Deuda surge de guarismos de recursos corrientes percibidos en el ejercicio fiscal y los servicios de deuda abonados⁷. A partir del indicador, los valores hallados constituyen una noción del peso de los servicios de la deuda en relación a los ingresos, proporcionando información sobre el nivel y tipo de endeudamiento y comportamiento de la recaudación provincial.

⁷ “Municipios: el peso de los Servicios de la Deuda” Asociación Argentina de Presupuesto y Administración Financiera Pública ASAP. Informe N° 11 Direcciones de Estudios Municipales. Junio 2021.

7. RIESGO CAMBIARIO Y RESTRICCIONES AL ACCESO DE DIVISAS

Las finanzas públicas de la Provincia esta sujetas a las condiciones generales de la económica Argentina, y dado que Santa Fe es una subdivisión política de Argentina, su economía puede verse afectada por medidas y decisiones del gobierno nacional.

Las operaciones de endeudamiento en moneda extranjera acarrear un riesgo implícito asociado a la fluctuación en el valor del peso, donde la depreciación nominal de la moneda local incrementa el costo de afrontar las obligaciones de deuda externa pública.

Asimismo, el indicador de sostenibilidad de la deuda que relaciona el valor de deuda pública en dólares con los ingresos corrientes provinciales se verá afectado por el nivel de recaudación, una variable ligada a la tasa de inflación y al nivel de actividad económica dadas las características de los tributos indirectos como IVA e Ingresos Brutos.

En la Provincia de Santa Fe, a diciembre de 2023, la mayor contribución a los recursos tributarios provinciales corresponde a ingresos provenientes de la coparticipación nacional. El 65,8% de los ingresos tributarios de la provincia corresponde a recursos nacionales, en su mayoría recaudación de IVA y Ganancias. Mientras que, el restante 34,2% proviene de la recaudación provincias de tributos propios como Ingresos Brutos, principal sostén de la recaudación provincial propia con una participación que supera el 89%, seguido por Sellos, Impuestos Inmobiliario y, por último, Patente Automotor.

En un contexto económico, donde la corrección del Tipo de Cambio es mayor a la Tasa de Inflación, se genera un incremento de la carga de la deuda publica en las finanzas provinciales.

Dicho riesgo cambiario fue apreciable en las finanzas de la Provincia de Santa Fe durante el período 2017 a 2021, cuando la corrección del Tipo de Cambio fue de 450% mientras que, el aumento de los Ingresos Corrientes de la provincia fue de 317%.

La diferencia en las tasas de corrección de ambas variables, en este caso devaluación mayor al crecimiento de la recaudación, provocó que el monto en pesos de la deuda de bonos internacionales represente una mayor proporción de los recursos, poniendo de manifiesto el efecto del ajuste cambiario sobre las finanzas provinciales.

Paralelamente, la vigencia de restricciones cambiarias en Argentina constituye otro factor riesgo al que se enfrentan los instrumentos de deuda externa, ya que existe la posibilidad de que las provincias puedan verse impedida de obtener del BCRA el monto total de dólares estadounidenses necesarios para realizar los pagos por capital e intereses de los bonos internacionales.

Actualmente se somete a la previa aprobación de la autoridad fiscal o del Banco Central a un número determinado de operaciones cambiarias, medida que restringe significativamente el acceso al Mercado Único y Libre de Cambios.

En este sentido, el gobierno de Santa Fe, luego de arduas negociaciones según lo manifestado por el entonces Ministro de Economía de la Provincia, logro acceder al MULC en marzo de 2023 y comprar los dólares necesarios para cancelar la última cuota de capital (U\$S 125 millones) e interés del bono SF23, completando así su pago definitivo.

Sin embargo, tres meses después, el 1 de junio de 2023, el Directorio del Banco Central de la República Argentina (BCRA) dispuso nuevos lineamientos bajo los cuales los gobiernos locales deben afrontar los vencimientos de capital que correspondan a emisiones de títulos de deuda con

registro en el exterior, otros endeudamientos financieros con el exterior y emisiones de títulos de deuda con registro público en el país denominados en moneda extranjera.

La norma limita el acceso a dólares desde las provincias y dispone que los gobiernos subnacionales solo podrán acceder al MULC para pagar sus deudas en moneda extranjera hasta el 40% de los vencimientos de capital y para el 60% restante, deberán obtener nuevo financiamiento, con una vida promedio de dos años como mínimo.

En otras palabras, a partir de esta resolución del BCRA que restringe la compra de dólares para pagos de deuda internacional, las provincias deben afrontar una parte de los vencimientos con la compra de bonos del gobierno argentino denominados en dólares negociados fuera de Argentina o de cualquier otro título o bonos públicos o privados emitidos en la Argentina, con pesos argentinos, y la transferencia y venta de estos instrumentos fuera de la Argentina por dólares.

En consecuencia, aquellas provincias que no puedan saldar sus obligaciones en los sucesivos vencimientos de los plazos originales deberán refinanciar sus deudas con los acreedores presentando programas de reestructuración de deuda para evitar la cesación de pagos con los acreedores del exterior y eludir demandas en tribunales internacionales que afecten posteriormente el crédito público y la autonomía provincial.

La medida afecta a la Provincia de Santa Fe quien debe aún afrontar vencimientos de capital en divisa del Bono SF27 que paga intereses dos veces al año y amortiza capital en 3 cuotas del 33,33% en 2025, 2026 y 2027. En consecuencia, en el mes de octubre de 2025 la administración actual deberá abonar la primera cuota de USD 83 millones más intereses.

8. REESTRUCTURACIÓN DE DEUDA DE DISTRITOS SUBNACIONALES

En el bienio 2016 – 2017 las provincias argentinas realizaron 30 colocaciones de deuda externa en dólares bajo legislación extranjera por un monto total de U\$S 12.210 millones. La provincia de Buenos Aires lo hizo en 8 emisiones, Córdoba en 5 tramos y Santa Fe en 2 bonos.

De esta forma, el stock de deuda provincial medido en dólares aumentó un 23% en el año 2016, debido principalmente a la mayor participación del mercado de bonos dentro de los acreedores.

Tabla 8.1	
Emisión de deuda provincial.	
Año 2016 - 2017. En millones de USD.	
BUENOS AIRES	5.082
CÓRDOBA	1.985
CABA	890
CHUBUT	700
NEUQUÉN	601
SANTA FE	500
MENDOZA	492
SALTA	350
ENTRE RÍOS	350
LA RIOJA	300
RÍO NEGRO	300
CHACO	250
JUJUY	210
TIERRA DEL FUEGO	200

Fuente: Mercado Provincial de Deuda del Ministerio de Economía

Del total de catorce provincias que emitieron bonos de deuda bajo legislación extranjera en el año 2016 y 2017, diez distritos debieron llevar adelante un proceso de reestructuración del pago de los títulos públicos en el período de septiembre de 2020 a septiembre de 2021.

La Provincia de Santa Fe no reestructuró los pagos correspondientes a los bonos en dólares bajo legislación extranjera SF23D y SF27D.

En marzo de 2022, la administración provincial hizo efectivo el pago de USD 125 millones correspondientes a la primera cuota del bono SF23D emitido en 2017 por el 50% de su de su capital. En tanto, en marzo de 2023, se concretó el pago de la segunda cuota por el restante 50%, cancelando así el bono emitido bajo legislación del Estado de Nueva York por un valor nominal total de USD 250 millones.

En este sentido, según lo manifestado por el entonces Ministro de Economía de la Provincia, el gobierno de Santa Fe luego de arduas negociaciones con el BCRA debido al bajo nivel de reservas, logro acceder al MULC en marzo de 2023 y comprar los dólares necesarios, al tipo de cambio oficial, para cancelar la última cuota de capital (U\$S 125 millones) e interés del bono SF23, completando así su pago definitivo.

En tanto, aún queda vigente en la estructura de la deuda pública provincial el bono SF27D emitido en noviembre de 2016 por un valor nominal total de USD 250 millones a pagar el capital en 3 cuotas en los meses de octubre de 2025, 2026 y 2027.

Un caso similar es el de Córdoba, una provincia de la región pampeana similar en condiciones socioeconómicas a Santa Fe, quien emitió, entre junio de 2016 y junio de 2017, cuatro bonos por un total de USD 1.985 millones con vencimiento en 2021 (CO21D), 2024 (CO24D), 2026 (CO26 en dos series de USD 150 millones) y 2027(CO27D), lo cual elevó el stock de deuda pública denominada en dólares del 72% en diciembre de 2015 al 93% en diciembre de 2017.

En relación al destino de los fondos, cabe destacar que el 30% del nuevo endeudamiento fue destinado a la cancelación de las series II y III de los BONCOR 2017 emitidos en 2009 en moneda extranjera, y el resto para financiar obras públicas.

En junio de 2020, la Legislatura de Córdoba facultó al Poder Ejecutivo a efectuar negociaciones para reestructurar la deuda de tres de los cuatro bonos emitidos inicialmente, argumentando el cierre de los mercados financieros y de capitales internacionales a la Argentina desde 2018, situación agravada por los resultados fiscales observados tras la declaración de la pandemia, y sus repercusiones en la economía provincial.

En enero de 2021, la Provincia de Córdoba anuncia el arribo a un acuerdo de reestructuración con los tenedores de títulos de deuda internacional por USD 1.685 millones, reduciendo intereses y prorrogando vencimientos hasta 2029, evitando el default.

CONSIDERACIONES FINALES

El financiamiento proveniente de la emisión de títulos públicos internacionales bajo legislación extranjera que comprenden los bonos SF23D y SF27D cumplió con control administrativo que establece el gobierno central para autoriza a las provincias a realizar operaciones de endeudamiento internacional.

El endeudamiento se enmarcó dentro de las regulaciones que establece el gobierno nacional a modo de control procedimental. Se cumplieron las pautas de coordinación fiscal que fija la Nación a las provincias, basadas en la Constitución Nacional y el Régimen Federal de Responsabilidad Fiscal.

También el endeudamiento cumplió con las disposiciones provinciales que autolimitan, en primer lugar, el acceso al crédito tendiente a controlar el nivel de deuda, para luego, autorizarlo y aprobarlo. La provincia de Santa Fe regula su endeudamiento a través de la Constitución Provincial y la Ley de Administración Financiera las cuales establecen criterios y reglas de financiamiento.

Por otra parte, las consideraciones del estudio también se vinculan con el impacto que generó el endeudamiento externo en las finanzas públicas de la provincia, y en ese sentido, el indicador que relaciona el stock de endeudamiento con el PBG, mostró un bajo nivel de hasta un 3,1% en período de análisis. De esta manera, la capacidad de pago del gobierno provincial no presentó dificultades y la Provincia logró seguir honrando sus obligaciones a lo largo de la vida de los bonos.

Para el caso del indicador de endeudamiento que muestra la proporción de los Recursos Corrientes que representa la Deuda Pública contraída, se observó un aumento de 5,6 puntos porcentuales pasando de 3,3% en 2015 a 8,9% en 2017, producto de la emisión de Títulos por USD 500 millones.

En relación a los Servicios de la Deuda, la Provincia cumple con las exigencias vigentes establecidas por la Ley de Responsabilidad Fiscal vinculadas a la Regla Fiscal de Servicios de Deuda, confirmando la capacidad de pago de sus obligaciones de deuda, incluyendo los bonos.

La provincia de Santa Fe presentó un alto porcentaje de deuda en moneda extranjera sobre el total, en el período 2017 – 2019 el porcentaje se mantuvo por encima del 70% del endeudamiento total.

A partir de 2020, si bien la participación de la deuda en dólares sobre el total cae, fue consecuencia de un aumento de deuda con entidades bancarias y el Gobierno Nacional.

Por último, el indicador que muestra el porcentaje que representan el stock de capital de los bonos SF27 y SF23 de los Ingresos Corrientes de la provincia, pasó en 5 años, de representar el 6,6% de los recursos en 2017 a 8,8% en el año 2021, consecuencia de una tasa de crecimiento del Tipo de Cambio por encima de la tasa de variación de los Ingresos Corrientes, evidenciado así, el impacto que produce sobre las finanzas públicas provinciales una tasa de devaluación mayor al crecimiento de la recaudación, y siendo la corrección del tipo de cambio el principal determinante del incremento de la deuda pública de la Provincia de Santa Fe.

BIBLIOGRAFÍA

Adrián C., Matías I. y Guillermo H. (2013). *El financiamiento de los gobiernos sub-nacionales*. Asociación Argentina de Presupuesto y Administración Financiera Pública ASAP.

Agosto, W (2016). *Los desafíos de las deudas provinciales*. Edición 2016. Documento de Políticas Públicas / Análisis N° 167. Buenos Aires: CIPPEC.

Álvarez, C., Manes, M., Paredes, P., & Ivani, G. (2011). *El acceso al crédito de los gobiernos subnacionales*. Jornadas Internacionales de Finanzas Públicas, Córdoba, Argentina.

Amado, J. N. (2018). *Sistema de Crédito Público. La deuda pública de la Argentina: una historia de incumplimientos. Situación actual: análisis y perspectivas*. Mimeo.

Gómez Sabaini, J.C., Jiménez, J.P. (2011). *El financiamiento de los gobiernos subnacionales en América Latina: un análisis de casos*. Serie Macroeconomía del desarrollo, No. 111, CEPAL, Santiago.

Documentos Oficiales:

Gobierno de Santa Fe. Cumplimiento de la Ley Nacional de Responsabilidad Fiscal. Economía.
[https://www.santafe.gob.ar/index.php/web/content/view/full/116439/\(subtema\)/116436](https://www.santafe.gob.ar/index.php/web/content/view/full/116439/(subtema)/116436)

Gobierno de Santa Fe. Estructura de la Deuda Pública Provincial vigente. Economía.
[https://www.santafe.gob.ar/index.php/web/content/view/full/246532/\(subtema\)/217070](https://www.santafe.gob.ar/index.php/web/content/view/full/246532/(subtema)/217070)

Gobierno de Santa Fe. Estructura Orgánico-Funcional de la Dirección General de Crédito Público.
[http://www.santafe.gov.ar/index.php/web/content/view/full/217100/\(subtema\)/217070](http://www.santafe.gov.ar/index.php/web/content/view/full/217100/(subtema)/217070)

Ministerio de Economía - Secretaria de Finanzas. Recopilación de los aspectos normativos vinculados con el Sistema de Crédito Público. Junio 2018.

https://www.argentina.gob.ar/sites/default/files/marco_legal_del_sistema_de_credito_publico_12-06-2018.pdf

Ministerio del Interior, Obras Públicas y Vivienda – Secretaria de Provincias y Municipios. Manual Metodológico para la presentación de información municipal.
https://www.argentina.gob.ar/sites/default/files/manual_esquema_aif_municipal_0.pdf

Normativa consultada:

Constitución Nacional de la República Argentina, año 1994.

Constitución de la Provincia de Santa Fe, año 1962.

Ley Nacional N° 25.917. Régimen Federal de Responsabilidad Fiscal. Agosto de 2004.

Ley Provincial Nro.12.402 de adhesión al Régimen de Responsabilidad Fiscal. Año 2005.

Ley Provincial Nro. 12.510 de Administración, Eficiencia y Control del Estado. Año 2006.

Ley Provincial N° 13.543 que autoriza la emisión de títulos públicos internacionales. Junio 2016.

Resolución N° 708 del Ministerio de Economía de la Provincia que dispuso la emisión de títulos de deuda pública provincial. Octubre 2016.

Resolución N° 163 del Ministerio de Economía de la Provincia que dispuso la emisión de títulos de deuda pública provincial. Marzo 2017.

Resolución N° 234 del Ministerio de Hacienda y Finanzas Públicas de la Nación que autoriza la emisión títulos de deuda provincial en el mercado internacional de capitales. Octubre 2016.