

CUASIMONEDAS PROVINCIALES. MEDICION ABSOLUTA Y COMPARADA

**Juan Manuel Licari, Juan Carlos Calcagno,
Jorge Mauricio Oviedo y Santiago Pellegrini[†]**

Instituto de Economía y Finanzas
Facultad de Ciencias Económicas

Cuando en agosto de 2001 la Nación Argentina anunció una primera emisión de bonos LECOP, se mencionó como destino la cancelación de la mayor parte de la coparticipación federal impositiva adeudada. Sin embargo, debido a la falta de disciplina fiscal en el pasado, la recesión económica y el inexistente financiamiento voluntario, distintos gobiernos subnacionales iniciaron una emisión alternativa de bonos "sustitutos de moneda". Un año después, esta reacción no considerada inicialmente cobró trascendencia hasta acumular un total de 8.400 millones de pesos, aproximadamente el 50% de la circulación monetaria, distribuido entre quince cuasimonedas alternativas a lo largo de todo el país.

A pesar de ser momentáneamente un alivio financiero, este desorden monetario implica costos para toda la economía. La presencia de cuasimonedas dificulta el accionar de la autoridad monetaria ya que ésta debe asegurarse un pre requisito si desea cumplir con sus objetivos: ser la única institución con la facultad de emitir moneda. Provincias emisoras de medios de pago condicionan severamente su desempeño.

Adicionalmente, la función primordial de los bonos es el pago de salarios. Pero aquellos asalariados empleados por provincias con menor solvencia, recibirán tasas de cambio inferiores a la unidad nominal establecida en el bono provincial. Ello redundará en una desvalorización abrupta en el salario percibido en pesos. Además, el uso de una moneda alternativa a la legal implica costos de información y transacción¹. Las pérdidas por incertidumbre se miden en términos de ingreso corriente y son fácilmente cuantificables para los agentes económicos.

La existencia de estos costos económicos originados en la emisión y circulación de las cuasimonedas motiva al Grupo Finanzas Federales del Instituto de Economía y Finanzas a investigar el fenómeno. En este primer reporte, el objetivo es determinar posiciones relativas entre las provincias emisoras de bonos. Para cumplir con dicho propósito, se presentan los montos absolutos de emisión y luego se confeccionan indicadores provinciales comparativos que permitan un mejor diagnóstico de la situación.

Medición Absoluta

Del total de veintitrés provincias argentinas, quince emitieron bonos provinciales que actúan como sustitutos cercanos del peso argentino. La Tabla 1 presenta la distribución para agosto de 2002, a valor nominal, de la emisión provincial.

[†] Miembros del Programa Finanzas Federales del Instituto de Economía y Finanzas.

¹ Como el costo de la información sobre las cotizaciones o su aceptación dentro y fuera de la provincia emisora.

Tabla 1. Emisión de Cuasimoneda (en millones de pesos)

PROVINCIA	DENOMINACION	MONTO
1 BUENOS AIRES	PATACON	3306.40
2 CORDOBA	LECOR	700
3 ENTRE RIOS	FEDERALES	348
4 CORRIENTES	CECACOR	200
5 TUCUMAN	BOCADE	168
6 MENDOZA	PETROM / PETROBONO	138
7 MISIONES	CEMIS	130
8 SAN JUAN	HUARPES	100
9 CHACO	QUEBRACHO	50
10 FORMOSA	BONCAFOR	50
11 CATAMARCA	BONO LEY 4748	45
12 TIERRA DEL FUEGO	LETRAS	30
13 CHUBUT	PETROBONO	20
14 RIO NEGRO	PETROBONO	20
15 LA RIOJA	BOCADE (Serie A)	5
TOTAL		5310.40

Fuente: Centro de Estudios Bonaerenses (CEB) y El Cronista en base a información suministrada por las provincias.

A partir de los datos presentados, se extrae que el monto emitido por el gobierno de la provincia de Buenos Aires excede al 60% del monto total de la circulación de bonos provinciales. Además, considerando a los cinco estados provinciales que mayor emisión a valor nominal poseen, se alcanza casi el 90% del total emitido. En otras palabras, el 33 % de las provincias emisoras acumulan el 90% de dicha emisión, mientras que el 67% restante de los estados se reparten sólo el 10% del total en circulación. Los resultados de esta medición absoluta sitúan dentro de las cinco provincias que más han emitido a Buenos Aires, Córdoba, Entre Ríos, Corrientes y Tucumán.

Si bien la observación de los valores absolutos que cada provincia emitió es importante, no es por sí solo un parámetro para catalogar de excesiva o injustificada a esta emisión. Es necesario establecer algún criterio relativo considerando el monto en circulación de cuasimoneda junto con variables que definan el tamaño de la provincia y su situación fiscal. De esta manera, la comparación es homogénea y permite conocer si la circulación de estos bonos es excesiva o si su rescate resulta factible por parte de las autoridades provinciales que correspondan.

Análisis Comparativo. Construcción de los indicadores

Para llevar a cabo la comparación según emisión relativa, se confeccionaron diferentes indicadores clasificados en "Indicadores de Monto Relativo y Justificación de Emisión" e "Indicadores de Capacidad de Rescate". Dentro del primer grupo se encuentran las relaciones: **Bonos con Producto Bruto Geográfico (PBG)**, **Bonos con Habitantes** y **Bonos con Déficit Público Provincial (Déficit)**. De esta manera, los dos primeros índices descubren el problema de emisión excesiva, penalizando a las provincias con cifras mayores que el resto. El tercero juzga si la provincia justifica el endeudamiento con cuasimoneda, considerando sus cuentas fiscales. Se consideró que aquella provincia que ha incurrido en superávit en el

período analizado (con signo negativo en el indicador), no encuentra fundamentada su emisión. Además, si algún estado subnacional incurre en déficit, el ratio penalizará más severamente a los que estén más cercanos al equilibrio en sus cuentas.

En el segundo grupo se obtiene: **Deuda Pública Provincial** (Deuda) con **PBG**, **Bonos con Gasto Público Provincial** (Gasto), **Bonos con Ingresos Corrientes Provinciales** (Y cte) y por último **Bonos con Ingresos Propios de cada provincia** (Y cte*). Estos cuatro indicadores reflejan los esfuerzos fiscales a realizar por las provincias al momento de rescatar los bonos emitidos. Así, mientras mayor valor asuman los cocientes mencionados, menor será la capacidad de la provincia para efectivizar el rescate.

A continuación se describe brevemente cada uno de los índices aplicados. Los datos que se utilizaron y la forma de construir las series se explicitan en el Apéndice.

Indicadores de Monto Relativo y Justificación de Emisión:

- **Bonos / PBG:** la relación descrita se puede interpretar como una “proxy” del grado de cuasimonetización de la estructura productiva de una provincia, penalizando a aquellas que utilicen en mayor medida sus bonos emitidos para realizar transacciones.
- **Bonos / Habitantes:** este ratio muestra la tenencia promedio de bonos por habitante en cada provincia. Además resulta complementario del anterior y no presenta las dificultades comparativas cuando los Productos Brutos (PBG) se apartan demasiado de su nivel potencial.
- **Bonos / Déficit:** este indicador pone en consideración si la decisión de emitir un monto determinado de bonos hace referencia o no a la financiación de sus excesos de Gasto Corrientes.

Indicadores de Capacidad de Rescate:

- **Deuda / PBG:** aquellas provincias con cargas de deuda mayores y menor acceso a líneas de crédito alternativas, incurrirán en mayores problemas a la hora de quitar de circulación sus bonos.
- **Bonos / Gasto:** mide la proporción del gasto corriente que una provincia debería desviar para rescatar los montos emitidos.
- **Bonos / Y cte:** hace referencia a la proporción en que deberían aumentar los Ingresos Corrientes de una provincia, a los efectos de rescatar la totalidad de su emisión. Una provincia que haya emitido más que otra, pero que posea fuentes de ingreso mayores, podrá rescatar los bonos con menor esfuerzo fiscal.
- **Bonos / Y cte*:** este ratio complementa al anterior ya que brinda la misma información sobre la capacidad de rescate genuino, sin tener en cuenta los ingresos de la Coparticipación y/o Aportes del Tesoro.

Los valores calculados para cada indicador se presentan en la Tabla 2.

Tabla 2. Indicadores por provincia

PROVINCIA	Indices de Monto relativo			Indices de Capacidad de Rescate			
	Bonos/ PBG	Bonos/ Habitantes	Bonos/ Déficit	Deuda/ PBG	Bonos/ Gasto	Bonos/ Y cte	Bonos/ Y cte *
BUENOS AIRES	3.41%	240.36	1.12	21.38%	0.33	1.76	3.237
CATAMARCA	2.69%	135.95	-16.69	49.97%	0.10	0.38	2.352
CORDOBA	2.90%	229.30	1.77	16.32%	0.28	1.30	3.160
CORRIENTES	4.88%	215.75	-21.24	32.84%	0.30	1.17	6.482
CHACO	1.25%	51.07	0.88	61.29%	0.05	0.23	1.110
CHUBUT	0.52%	49.00	0.67	19.79%	0.20	0.14	0.27
ENTRE RIOS	5.04%	301.82	1.81	23.15%	0.29	1.36	4.555
FORMOSA	2.75%	102.19	0.58	104.58%	0.08	0.35	4.432
LA RIOJA	0.29%	17.37	1.55	30.47%	0.01	0.04	0.096
MENDOZA	0.97%	74.98	2.69	19.33%	0.09	0.39	0.790
MISIONES	3.09%	133.84	3.72	40.29%	0.18	0.74	2.793
RIO NEGRO	0.59%	36.42	0.42	51.28%	0.03	0.13	0.357
SAN JUAN	2.92%	161.95	1.28	34.24%	0.15	0.65	3.388
TIERRA DEL FUEGO	1.63%	299.06	-0.85	33.38%	0.08	0.31	0.754
TUCUMAN	2.54%	126.13	2.22	32.31%	0.17	0.70	2.570

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Ministerio de Economía, INDEC y Ámbito Financiero.

En cada uno de los siete cocientes calculados, se confeccionó un ranking según los valores que cada provincia posee. Para una provincia, estar ubicada entre los estados que encabezan el listado es un signo de situación precaria. Por ello, se seleccionaron las cinco primeras provincias de cada lista. A continuación, se sumó el número de veces que cada estado provincial fue seleccionado. Este sencillo mecanismo permitió conocer la posición relativa de todas las provincias, para todos los índices calculados. A mayor número de apariciones, al estado le corresponderá una menor calificación. La Tabla 3 muestra el resultado de este procedimiento.

Tabla 3. Ranking según emisión comparativa

PROVINCIA	Monto Relativo	Capacidad de Rescate	Total
1 CORRIENTES	3 de 3	3 de 4	6 de 7
2 BUENOS AIRES	2 de 3	3 de 4	5 de 7
2 ENTRE RIOS	2 de 3	3 de 4	5 de 7
4 MISIONES	2 de 3	2 de 4	4 de 7
5 CORDOBA	1 de 3	2 de 4	3 de 7
6 CATAMARCA	1 de 3	1 de 4	2 de 7
6 FORMOSA	0 de 3	2 de 3	2 de 7
6 SAN JUAN	1 de 3	1 de 4	2 de 7
6 TIERRA DEL FUEGO	2 de 3	0 de 4	2 de 7
10 CHACO	0 de 3	1 de 4	1 de 7
10 CHUBUT	0 de 3	1 de 4	1 de 7
10 MENDOZA	1 de 3	0 de 4	1 de 7
10 RIO NEGRO	0 de 3	1 de 4	1 de 7
14 LA RIOJA	0 de 3	0 de 4	0 de 7
15 TUCUMAN	0 de 3	0 de 4	0 de 7

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Ministerio de Economía, INDEC y Ámbito Financiero.

En los tres **Indicadores de Monto Relativo y Justificación de Emisión**, Corrientes fue seleccionada entre las cinco provincias en peor situación. Buenos Aires, Entre Ríos, Misiones y Tierra del Fuego aparecen seleccionadas en dos ocasiones y el resto de las provincias poseen una o ninguna aparición. Los cuatro índices de **Capacidad de Rescate** posicionan a Corrientes, Buenos Aires y Entre Ríos en la peor situación, con tres apariciones. Misiones, Córdoba y Formosa, por su parte, suman dos apariciones cada una. El resto de estados provinciales aparecen en una o ninguna oportunidad. Resta sumar las apariciones para acceder al listado final que ordene a las provincias desde aquella que más emitió hasta la que lo hizo en menor cuantía. La última columna de la Tabla 3 brinda la información necesaria para este fin. Se observa que Corrientes encabeza el ranking, seguida por Buenos Aires y Entre Ríos. El cuarto lugar lo ocupa Misiones y en la quinta posición se encuentra Córdoba.

La lectura de los resultados expuestos en la Tabla 3 debe realizarse teniendo en cuenta también las conclusiones extraídas en la Tabla 1. Al compararlas, surgen estados provinciales que modifican significativamente su posición: Catamarca (de décima primera se traslada a sexta), Corrientes (de cuarta a primera), Formosa (de estar en décimo lugar pasa al sexto puesto), Mendoza (del sexto se traslada a décimo segundo puesto), Río Negro (de décima cuarta a décima), Tierra del Fuego (de décima segunda a sexta), y Tucumán (del quinto lugar se traslada al decimoquinto). Las restantes provincias no sufren cambios posicionales importantes.

Comentarios finales

El objetivo del presente ensayo fue brindar información acerca del estado de los gobiernos provinciales, determinando posiciones relativas entre las provincias emisoras de cuasimonedas. Para cumplirlo, se procedió a observar el monto absoluto de bonos y analizar comparativamente, a través de indicadores, las posiciones relativas entre las provincias.

Si bien en términos de emisión absoluta, **Buenos Aires** encabeza el ranking seguida por **Córdoba, Entre Ríos, Corrientes y Tucumán** respectivamente, en términos relativos los resultados posicionan a **Corrientes** como la provincia más comprometida. El estudio ubicó luego a **Buenos Aires, Entre Ríos, Misiones** y a **Córdoba**, modificando las posiciones obtenidas inicialmente. Esta última ordenación supera la anterior al introducir en el análisis a un conjunto de indicadores económicos que contemplan diferencias entre estados provinciales.

Este primer informe del Grupo Finanzas Federales permite identificar las provincias en mayores dificultades en relación a la emisión de bonos sustitutos de moneda. Los resultados encontrados sirven de base para futuros estudios, que profundicen en las causas de su emisión.

Apéndice: Fuentes de las series y construcción de los indicadores.

Se describe a continuación cómo se lograron las series utilizadas para los indicadores. Inmediatamente después, se muestran en la Tabla 4 cada una de ellas, para cada provincia.

- **Bonos:** Stock total de cuasimonedas provincial emitida hasta Agosto de 2002. Fuente: EL CRONISTA 02/09/2002
- **PBG:** La serie se extrajo de las estimaciones publicadas en *Ámbito Financiero* 24/04/2002.
- **Habitantes:** La cantidad de habitantes por región se extrajo de los datos del último censo, 2001.
- **Déficit:** De los datos trimestrales, para cada provincia, del presupuesto por objeto del gasto (publicados por el Ministerio de Economía), se procedió a acumular los déficit de los últimos cuatro trimestres. En todos los casos se trabajó desde el segundo del 2001 hasta el primero del 2002. El objeto de sumar los déficit surge al comparar el stock de bonos con alguna medida de acumulación de nueva deuda provincial, asumiendo que éste es el principal motivo de emisión.
- **Deuda:** El stock de deuda se extrajo del Ministerio de Economía, tomando el último dato disponible, a saber, el primer trimestre de 2002.
- **Gasto:** Para su construcción se procedió de manera similar que en el caso de Déficit. Se acumularon los datos del Gasto Corriente provincial extraídos del Ministerio de Economía para los últimos cuatro trimestres.
- **Y cte:** IDEM Gasto.
- **Y cte*:** Los ingresos propios de cada provincia se calcularon deduciendo de los ingresos Corrientes totales los aportes de la Nación en concepto de Coparticipación y Aportes del Tesoro, partidas obtenidas también de los cuadros del presupuesto por objeto del gasto. Luego se acumularon los últimos cuatro trimestres, al igual que con las otras series.

Tabla 4. Variables por provincia (en millones de personas y de pesos según corresponda)

PROVINCIA	Habitantes	PBG	Deuda	Bonos	Y cte	Y cte*	Gasto	Déficit
BUENOS AIRES	13.76	96965.99	20727.82	3306.4	7124.73	3339.42	10082.32	2957.60
CATAMARCA	0.33	1672.52	835.70	45	471.85	395.77	469.15	-2.70
CORDOBA	3.05	24174.70	3945.89	700	2123.49	1260.81	2520.05	396.56
CORRIENTES	0.93	4097.29	1345.68	200	674.72	560.69	665.31	-9.42
CHACO	0.98	4005.92	2455.30	50	877.80	693.98	934.70	56.90
CHUBUT	0.41	3812.91	754.50	20	144.47	69.99	100.43	29.67
ENTRE RIOS	1.15	6906.41	1598.60	348	1013.20	713.90	1205.66	192.46
FORMOSA	0.49	1817.17	1900.36	50	567.64	526.05	654.37	86.73
LA RIOJA	0.29	1739.92	530.17	5	529.33	312.11	532.56	3.23
MENDOZA	1.57	12140.87	2347.01	138	1202.77	624.51	1246.67	43.90
MISIONES	0.97	4211.44	1696.61	130	683.36	516.23	718.27	34.91
RIO NEGRO	0.55	3394.08	1740.64	20	611.44	391.93	658.83	47.40
SAN JUAN	0.62	3426.39	1173.06	100	591.77	485.28	669.61	77.84
TIERRA DEL FUEGO	0.10	1836.83	613.16	30	385.95	692.91	355.56	-35.25
TUCUMAN	1.33	6618.33	2138.28	168	946.28	227.16	1017.14	75.72

Fuente: Ministerio de Economía, INDEC y *Ámbito Financiero*