

Este documento ha sido descargado de:
This document was downloaded from:

Nulan

**Portal *de* Promoción y Difusión
Pública *del* Conocimiento
Académico y Científico**

<http://nulan.mdp.edu.ar> :: @NulanFCEyS

+info <http://nulan.mdp.edu.ar/65/>

Estructura de financiamiento municipal y desarrollo del mercado de capitales

Municipalities' financial structure and capital
market's development

*Daniel Hoyos**
*Alfredo Rébori**
*Andrés Errobidart***
*Luciano Cagijas***

RESUMEN / SUMMARY

En este trabajo se ha procurado analizar las decisiones en materia de uso del crédito de mediano y largo plazo por parte de los municipios bonaerenses. Se destacaron tres causales: desahorro corriente, inversión pública en infraestructura y refinanciación y cambio del perfil temporal de los pasivos municipales.

Desde un punto de vista empírico se observa una correspondencia de los resultados con la expectativa teórica en torno al comportamiento de las variables. Se destaca que existen notas comunes entre los municipios en materia de estrategia de endeudamiento de mediano y largo plazo.

This paper analyses the decisions, in the field of long and medium term loans, taken by Buenos Aires province municipalities. Three causes have been pointed out: lack of current saving, public investment in infrastructure and refinancing, and change of the temporary profile of municipal liabilities.

From an empirical approach, a correspondence between the results and the theoretical expectations as regards variable behavior, has been observed. We have

* Profesor adjunto, Departamento de Economía, Facultad de Ciencias Económicas, Universidad Nacional del Centro de la Provincia de Buenos Aires.

** Ayudantes alumnos.

highlighted the existence of common policies with reference to medium and long term indebtedness strategies, between municipalities.

PALABRAS CLAVE / KEYWORDS

Decisiones de financiamiento, Municipios, Largo plazo, Desahorro corriente, Inversión pública, Perfil de deuda, Mercado de capitales.

Financial decisions, Municipalities, Lack of savings, Public investment, Debt profile, Capital markets.

I. INTRODUCCIÓN

I.1. RELEVANCIA DEL TEMA

Durante el período transcurrido entre 1991 y 1995 se observó un notable crecimiento del uso del crédito de mediano y largo plazo por parte de los Municipios de la provincia de Buenos Aires. En términos agregados, la variación que se aprecia supera el 300 %. En el caso particular de los municipios integrantes del TOAR (Grupo regional de municipios integrados por Tandil, Olavarría, Azul y Rauch) el crecimiento fue superior, alcanzando el guarismo de 345,1 %.

Constituye un hecho sobresaliente que tal expansión crediticia se haya sustentado estrictamente en financiación bancaria. No obstante, esta situación aislada constituye el dato típico a lo largo de los municipios del país. Solamente tres casos [San Carlos de Bariloche (Río Negro), Guaymallén (Mendoza) y Río Cuarto (Córdoba)] han recurrido al mercado de capitales como fuente de financiamiento y, de acuerdo al Informe Económico Regional: "... el stock de títulos de los tres municipios al 31/12/97 representó menos del 4% del total de sus recursos a esa fecha."

Esta realidad contrasta con el importante desarrollo que se ha producido en otros países, siendo el caso paradigmático los Estados Unidos de América. Efectivamente, entre 1980 y 1999 el crecimiento del "*Total Amount Outstanding*"² ascendió al 271 %, alcanzando \$ 1,5 billones de dólares.³ Un hecho complementario relevante es que los principales tenedores de dichos

títulos son los particulares (30,3 %) y los fondos mutuales (16,9 %), lo cual muestra un importante desarrollo del mercado de este tipo de obligaciones.

Surgen, entonces, ciertos interrogantes de relevancia.

En primer lugar, ¿cuáles son las razones que provocaron el importante incremento del uso del crédito a mediano y largo plazo?

En segundo lugar, ¿cuáles son los motivos de la baja utilización del mercado de capitales como fuente de financiamiento?

Por último, ¿cuáles serían las modificaciones en el entramado de incentivos para que se produzca una composición diferente en la estructura de financiamiento municipal?

I.2. OBJETIVO Y ESTRUCTURA

El presente trabajo presenta un análisis inicial respecto a las motivaciones que trasuntan las interrogantes planteadas. A efectos de analizar las razones del crecimiento existente en el uso del crédito a mediano y largo plazo, se procurará plantear un cuadro de situación dinámico, intentando desentrañar el problema y recurriendo tanto a factores cuantitativos como cualitativos.

Asimismo, es necesario ahondar en las características de diseño del mercado de capitales local y de los incentivos que enfrentan los municipios para emplear las fuentes bancarias como principal abastecedor financiero.

A partir de los principales resultados obtenidos como consecuencia del tratamiento de los temas expuestos en los párrafos anteriores, se analizarán los cambios en la estructura de incentivos que resultan necesarios para una innovación tendiente a diversificar las fuentes de financiamiento provenientes de terceros.

El análisis citado en los párrafos anteriores se vinculará con la normativa vigente en la materia, que regula la actividad financiera del Estado. Para ello se tomarán como referencia algunos aspectos del sistema de crédito público que norma la ley 24156 de administración financiera y de los sistemas de control del sector público nacional y el proyecto de Reforma de la Administración Financiera en el Ambito Municipal (RAFAM), para el mejoramiento de la administración del crédito público en los municipios de la provincia de Buenos Aires.

A efectos de dar tratamiento a los temas expuestos precedentemente, el trabajo consta de seis secciones. En la segunda, se realiza un breve tratamiento de las principales aproximaciones teóricas respecto a las temáticas anteriormente desarrolladas. La tercera sección se centra en la especificación adoptada para las estimaciones, considerando algunas limitaciones y los posibles caminos para resolverlas. En la cuarta sección se expondrán los

resultados de las estimaciones. En la quinta sección, se desarrollan desde una perspectiva teórica algunas consideraciones en torno a los factores que afectan la diversificación de la estructura de financiamiento municipal. Finalmente, se presentan las conclusiones.

II. MARCO TEÓRICO

En esta sección se expondrán los principales aspectos teóricos que permitan encuadrar adecuadamente los alcances del presente trabajo. En ese sentido, se desarrollarán los conceptos básicos que se emplearán a lo largo de toda la exposición. Posteriormente, se aproximarán las principales relaciones existentes entre ellos. Por último, se postularán los resultados esperados de dichas relaciones. En este sentido se recurrirá a los aportes de las finanzas públicas y de la microeconomía. Particularmente, las finanzas públicas permiten conceptualizar y caracterizar cada una de las variables de la economía del sector público. La microeconomía aporta una estructura de análisis sustentada en el enfoque de costo beneficio, y adicionalmente permite conceptualizar el funcionamiento de los mercados, a partir de definir el comportamiento de la oferta y la demanda de bienes –tanto sean públicos o típicamente “privados”–.

De este modo, se pueden identificar las variables reales y financieras que participan del proceso de producción de bienes y servicios. De esta manera es factible plasmar la función de producción pública.

El proceso de producción pública se caracteriza por ser multifacético. Esto significa que conviven múltiples proyectos tendientes a satisfacer demandas de distinta naturaleza. El problema económico para el sector público como productor de bienes y servicios se puede describir a partir de las restricciones usuales presentadas en los modelos microeconómicos de comportamiento del productor. No obstante, la función objetivo difiere sustancialmente respecto al productor privado, dado que – en principio – el sector público debe maximizar el bienestar social (a diferencia del privado que maximiza beneficio).

No obstante, las restricciones que enfrenta el sector público presentan ciertas particularidades. Los aspectos tecnológicos están vinculados con los denominados bienes públicos, que representan – en general – una proporción significativa de la actividad productiva del sector gubernamental. Otro aspecto relevante se vincula con la intervención pública en la provisión de servicios mediante redes. En tales circunstancias, puede existir una seria diferencia entre la demanda social y las demandas privadas.

Sin perjuicio de este factor, tiene un rol relevante el financiamiento de dichos proyectos y actividades. En este sentido, el sector público —en todos sus niveles— opera con una restricción presupuestaria. Esto determina un doble juego de decisiones: cuál actividad o proyecto desarrollar y a cuál fuente de recursos recurrir para sostener tal iniciativa.

En principio, tales recursos tienen diferente naturaleza; se pueden dividir en corrientes y no corrientes o de capital. En este trabajo, el análisis se centra fundamentalmente en este último tipo de recurso público; básicamente en el uso del crédito como fuente de financiamiento.

Sin embargo, el empleo de este origen de financiación tiene un sentido sustancialmente diferente que en el caso de los agentes privados. Bajo este último supuesto, los consumidores recurren al mercado financiero con vistas a “suavizar” el perfil de consumo. El sector público puede tener distintas motivaciones. Básicamente, encontramos tres causales: desequilibrio corriente [desahorro corriente], desarrollo de infraestructura pública y refinanciación o cambio del perfil de la deuda.

Respecto a la primera causal nominada, se puede consignar que dicho déficit puede tener —a corto plazo— un carácter transitorio o presentarse en forma sistemática. La existencia de desequilibrios no permanentes de carácter corriente permitiría suponer que —en principio— deberían ser satisfechos a través de endeudamiento de corto plazo; no obstante, es factible que, en ciertas circunstancias, sea conveniente recurrir al endeudamiento de largo plazo para equilibrar el déficit corriente.

Una circunstancia diferente plantea la existencia de una tendencia deficitaria corriente. Los hechos estarían mostrando problemas estructurales en el desempeño del sector público. Esta situación podría estar reflejando un sobredimensionamiento del gasto corriente, una insuficiencia de capacidad contributiva, un inadecuado diseño de los tributos locales, una marcada falta de capacidad recaudadora, etc. Tales supuestos pueden presentarse en forma aislada o concurrente. En tal situación, es posible suponer que el uso del crédito de largo plazo es consistente con una estrategia de reestructuración de la ejecución del presupuesto corriente.

Una segunda causal de la utilización del crédito de largo plazo es el crecimiento de la infraestructura pública. El incremento de obras y trabajos públicos involucra un proceso de producción que trasciende, generalmente, el ejercicio corriente, involucrando en forma adicional el desembolso de importantes sumas que deben ser asumidas por los beneficiarios directos e indirectos. El hecho de que los bienes involucrados son de naturaleza pública (con el consiguiente problema de revelación de las preferencias) y la difícil

imputación de los beneficios directos de la obra (con el problema de la revelación de la capacidad de pago), conduce a que el sector público asuma la actividad de producción y de financiación de ésta, transfiriendo el costo a los beneficiarios mediante la vía tributaria. En tales circunstancias, y con el objeto de no desfinanciar el funcionamiento de los servicios habituales del sector público, el uso del crédito a largo plazo constituye una fuente conveniente.

Una tercera razón, que justifica el empleo de este tipo de fuente de financiación, es la refinanciación de deuda. Aquí se emplea el concepto refinanciación en un sentido amplio. Involucra tanto el cambio de perfil, convirtiendo pasivos de corto plazo en obligaciones de largo plazo, así como el cambio de instrumentos de deuda, novación de las mismas, etc. La idea subyacente en este concepto involucra tanto estrategias de reestructuración de pasivos en el marco de políticas de saneamiento de las finanzas públicas, como políticas de mantenimiento de los niveles de deuda en términos del conjunto de recursos.

En la próxima sección sobre las bases teóricas expuestas previamente se procurará especificar las variables y los modelos sobre los cuales se sustentarán las estimaciones.

III. ESPECIFICACIÓN DEL MODELO

El uso del crédito de mediano y largo plazo en el marco de la ejecución presupuestaria surge a partir de la existencia de un desequilibrio entre ingresos y gastos. Esto se puede plantear de la siguiente manera:

$$GT_t - IT_t = UC_t \quad (1)$$

donde

IT_t : ingresos totales, con exclusión del uso del crédito, correspondientes al período t .

GT_t : gastos totales correspondientes al período t .

UC_t : uso del crédito correspondiente al período t .

De esta manera se pueden plantear en términos genéricos los requerimientos de fondos de terceros durante un período determinado. Sin embargo, es necesario efectuar dos observaciones principales a esta formulación.

En primer lugar, los valores están expresados en términos absolutos, de

forma tal que no es posible realizar una comparación directa entre los sujetos. Por ello cabría efectuar una primera reformulación del esquema planteado.

Dividiendo ambos miembros por los ingresos totales (IT_t) se obtiene:

$$-(1 - gt_t) = uc_t \quad (2)$$

Salvada la primera observación, cabe señalar el segundo aspecto a tener en cuenta. Un aspecto absolutamente relevante es la razón de la existencia de tal flujo financiero. En términos concretos, es necesario tener información respecto a las demandas que originan requerimientos de fondos de terceros por parte de los municipios. Es posible encontrar distintas razones que originen el crecimiento de la deuda pública a mediano y largo plazo.

Si bien es posible realizar una enumeración exhaustiva de tales demandas conviene a los efectos de la exposición procurar presentarlas en forma de hechos estilizados. En este sentido, es posible determinar la siguiente serie de categorías:

1. Ingresos:

Ingresos corrientes (IC): se incluyen los ingresos de origen tributario y no tributario.

Ingresos de capital (IK): se incluyen los ingresos que signifiquen, en principio, una permutación en el activo del municipio con exclusión del uso del crédito. (Venta de activo fijo, reembolso de préstamos, y otros).

2. Gastos:

Gastos corrientes (GC): se incluyen todos los gastos que insume la operación del municipio (personal, bienes y servicios no personales, intereses y gastos de la deuda, transferencias corrientes).

Gastos de capital (GK): se incluyen todas aquellas erogaciones que impliquen un incremento del activo municipal (bienes, infraestructura, amortización de la deuda —crédito público más deuda flotante del período anterior—).

Dada la naturaleza de este último concepto, y en especial con el proceso de producción y la magnitud económica asociada, conviene su desagregación:

$$GK_t = IF_t + IN_t + AM_t + O_t \quad (3)$$

donde

IF_t : representa la inversión financiera⁴ realizada en el período t .

IN_t : representa la incorporación de infraestructura pública al patrimonio municipal durante el período t .

AM_t : representa la amortización de la deuda pública más la deuda flotante durante el período t .

O_t : representa la incorporación de otros bienes durables en el período t .

En consecuencia, la ecuación (1) se puede reformular en los siguientes términos:

$$(GC_t + IF_t + IN_t + AM_t + O_t) - (IC_t + IK_t) = UC_t \quad (4)$$

Es posible reordenar la expresión anteriormente expuesta de la siguiente manera:

$$(GC_t - IC_t) + (IF_t + IN_t + O_t - IK_t) + AM_t = UC_t \quad (5)$$

Se puede apreciar claramente que existen tres tipos de demandas básicas que explican el empleo de deuda pública por parte de los municipios. En primer lugar, la existencia de desahorro corriente —un exceso de gasto público por sobre los ingresos corrientes—; las potenciales motivaciones se analizarán más adelante. En segundo lugar, se observa la presencia de un exceso de la inversión por encima de los ingresos de capital. En último lugar, se incluye la utilización del crédito público para cancelar deuda contraída anteriormente (refinanciación y cambio de perfil de la deuda pública).

En definitiva, se tiene que,

$$\begin{array}{cccc} AC_t + IPN_t + AM_t = UC_t & & & \\ (-) & (+) & (+) & (5') \end{array}$$

donde

AC_t : representa el ahorro corriente durante el período t^5 .

IPN_t : representa la inversión pública neta durante el período t .

AM_t : representa la refinanciación de deuda pública durante el período t .

Sin embargo, y de acuerdo a las razones expuestas respecto a la ecuación (2), cabe explicitar las relaciones en términos relativos a efectos de permitir la comparabilidad de los diferentes sujetos de la muestra considerada. Para ello se relaciona cada una de las variables con los ingresos totales del período considerado (IT_t). En consecuencia, las ecuaciones quedarán expresadas de la siguiente forma:

$$(ic_t - gc_t) - (if_t + in_t + o_t - ik_t) - am_t = -uc_t \quad (6)$$

$$ac_t + ipn_t + am_t = uc_t \quad (6')$$

Cumpléndose, nuevamente, que

$$\frac{\partial uc}{\partial ac} < 0; \frac{\partial uc}{\partial ipn} > 0; \frac{\partial uc}{\partial am} > 0$$

El modelo anteriormente expuesto permite realizar ciertas conjeturas en torno a la posibilidad de diversificación de las fuentes de financiamiento de los municipios a mediano y largo plazo. Suponiendo que la fuente alternativa de financiamiento fuera el mercado de capitales, es razonable pensar que los inversores tendrían, en principio, mayor interés en adquirir títulos —a igual nivel de rentabilidad— en aquellos municipios que utilicen este tipo de fuente de financiamiento como recurso para incrementar el *stock* de activos públicos (englobados en la variable inversión pública neta). Sin perjuicio de ello, tal estrategia debería ser consistente con la evolución de las variables reales de la economía local. Sería factible cotejar esto último mediante el empleo de ciertos indicadores de la demanda de infraestructura pública.

En este sentido, sería factible cotejar la dinámica de la inversión pública con la correspondiente a las variables poblacionales y económicas de cada localidad. Es posible inferir, entonces, si la tasa de inversión pública local es consistente con la demanda privada o no.

IV. RESULTADOS OBTENIDOS

A los efectos de realizar un testeó empírico de las hipótesis planteadas se ha recurrido a una muestra de 120 municipios de la provincia de Buenos Aires.

Se construyeron las variables a partir de la base de datos presupuestarios de la Subsecretaría de Asuntos Municipales dependiente del Ministerio de Gobierno de la Provincia de Buenos Aires.

El procedimiento para el tratamiento de los datos es el siguiente:

1. Se construyó cada una de las variables como se describió en el modelo.
2. Posteriormente, se estandarizaron las variables y se redefinió la variable ahorro corriente en términos explicados y no explicados por el resto de las variables independientes.⁶

3. Se realizó una regresión lineal (método de los mínimos cuadrados ordinarios) donde se obtuvieron los resultados siguientes⁷:

VARIABLE	COEFICIENTE	ERROR STD.	ESTADÍSTICO T	PROB.
C	0.000002	0.082001	0.000027	1.0000
ac	-0.202182	0.187122	-1.080477	0.2822
ipn	0.404660	0.102002	3.967181	0.0001
am	0.208011	0.086706	2.399050	0.0180

R² ajustado: 0,1931 – Estadístico F: 10.4927

Como se puede apreciar, las variables se comportaron en el sentido esperado (ac registra una relación negativa y el resto de las variables una vinculación positiva). El modelo en conjunto registra un alto nivel de significatividad desde el punto de vista estadístico, tal como se desprende del nivel del estadístico F. Por su parte, las variables explicativas muestran un comportamiento diferente. Mientras que inversión pública neta y amortización de la deuda alcanzan valores significativos, no puede advertirse un comportamiento similar en cuanto a ahorro corriente.

En principio, los resultados obtenidos serían consistentes con la hipótesis de que los fondos serían demandados con vistas al desarrollo de la infraestructura pública y en el marco de una estrategia de cambio del perfil de la deuda pública local.⁸

Con el objeto de evaluar la consistencia de la política de infraestructura pública con la evolución de las variables poblacionales locales se confeccionó un modelo explicativo sustentado en dos variables básicas. En primer lugar, se consideró el grado de urbanización y, por otro, la tasa de crecimiento poblacional. El tipo de relación esperada entre las variables es positiva en ambos casos. Se espera que a mayor nivel de urbanización exista un mayor nivel de demanda de infraestructura. En el segundo caso se espera que a mayor crecimiento poblacional habrá mayor demanda de infraestructura. El modelo planteado es el siguiente:

$$ipnz = \alpha + \beta_1 * den + \beta_2 * tcp + \varepsilon$$

Siendo

den: grado de urbanización.

tcp: tasa de crecimiento poblacional promedio.

Los resultados obtenidos fueron los siguientes:

VARIABLE	COEFICIENTE	ERROR STD.	ESTADÍSTICA t	PROB.
c	0.000001	0.087941	0.000013	1.0000
den	-0.295716	0.059054	-5.007548	0.0000
tcp	0.120900	0.083293	1.451513	0.1493

R² ajustado: 0.072 – F: 5.6134

Los resultados expuestos permiten inferir ciertos aspectos. En primer lugar, el modelo presenta, en términos generales, un buen nivel explicativo. Sin embargo, los resultados muestran cierta inconsistencia entre la política de infraestructura pública y la evolución de las variables poblacionales.

En este sentido, la tasa de crecimiento poblacional muestra la relación esperada. Se aprecia una relación positiva entre las variables, lo cual estaría indicando que el gasto presupuestario en infraestructura pública respondería en el mismo sentido que crece el tamaño de la población. Sin embargo, desde una óptica estadística la variable en cuestión no presenta un elevado nivel de significación.

Por otra parte, presenta un comportamiento llamativo la variable representativa del grado de urbanización de los distritos bonaerenses. Constituye, claramente, la variable con mayor grado explicativo pero presenta un signo diferente al esperado. En virtud de los resultados obtenidos, varias consideraciones pueden ser efectuadas.

En primer lugar, la medición del “gasto en infraestructura” está acotado a la ejecución presupuestaria municipal. Aquí, sólo se considera el gasto efectuado a nivel municipal, excluyendo los aportes en materia de obras de infraestructura realizados, en cada uno de los partidos, por otras jurisdicciones gubernamentales. Un ejemplo no menor lo constituyen las obras desarrolladas por la provincia de Buenos Aires en los partidos del conurbano a partir de la afectación de fondos del Impuesto a las Ganancias.

En segundo lugar, si bien el concepto de infraestructura presenta aspectos comunes entre los diferentes integrantes de la muestra seleccionada, es cierto que las responsabilidades asumidas en esta cuestión varían significativamente entre municipios. Un ejemplo de ello son los servicios sanitarios; en las distintas localidades y partidos, las decisiones en materia de infraestructura sanitaria recaen en agentes de diferente naturaleza. Sólo en algunos distritos la prestación de estos servicios es asumida directamente por la administración municipal, encarrilando las decisiones de inversión a través del planeamiento y ejecución presupuestarios.

En tercer lugar, la actividad directa del sector privado en materia de infraestructura tiende a reducir el rol municipal en su calidad de ejecutor. La expansión territorial de los servicios prestados mediante redes constituye un ejemplo. Es una práctica habitual que la decisión de inversión y, por ende, su financiamiento es asumido por los beneficiarios directos del servicio, no computándose —en consecuencia— un esfuerzo presupuestario municipal directo.

De los aspectos antes destacados cabría inferir que las conclusiones en torno a una inconsistencia de las decisiones de inversión en infraestructura local podrían estar sesgadas en virtud de las restricciones existentes en materia informativa. De esta manera se podría estar subvaluando la relevancia del gasto en infraestructura pública, conduciendo — entonces — a errores de apreciación.

V. INCENTIVOS Y MARCO INSTITUCIONAL

Tal como se indicó en la introducción, el financiamiento de largo plazo a nivel municipal está concentrado en el sistema financiero. Cabe realizar una aproximación en torno a las razones de la falta de desarrollo de instrumentos y medios alternativos de financiación de los municipios.

Es posible pensar que las decisiones que toman los agentes económicos están sustentadas en una ponderación de los costos y los beneficios asociados a ellas. El resultado esperado sería que la alternativa seleccionada respondería a un esquema en el cual se maximice el diferencial entre beneficios y costos. Este proceso asume que los agentes toman en cuenta la existencia de restricciones que imponen límites a su accionar. Estas restricciones pueden adoptar diferentes modalidades tales como legales, físicas, etc. Complementariamente a estos aspectos adquieren relevancia algunas restricciones propias del agente decisor, que podríamos agrupar con el rótulo de información.

Por otra parte, y sin perjuicio de lo anteriormente expuesto, es destacable la posible presencia de incentivos encontrados, problema generalmente encuadrado dentro de la gama de la “relación principal – agente”.

Estas consideraciones teóricas son plenamente aplicables a los municipios. No obstante que el análisis de los procesos de decisión, en términos generales, escapa a los alcances de este trabajo cabe realizar una mención al respecto.

Por otra parte, los municipios constituyen sólo una parte de los decisores en esta materia. Es necesario considerar, asimismo, el proceso de decisión

de quienes brindan o están potencialmente capacitados para brindar financiamiento a los municipios. Estos agentes también procuran maximizar su función de beneficios sujetos a las restricciones pertinentes.

Entonces, cabe analizar los aspectos relevantes que dan lugar a la configuración del mercado. Es necesario hacer referencia a las características informativas del mercado y constituye un dato clave que los participantes del mercado no presentan características homogéneas, no sólo en la gravitación en el uso del crédito de largo plazo⁹ sino que también se aprecian diferencias en el uso de los fondos.

Es particularmente relevante la presencia de profundas diferencias en torno a la magnitud del ahorro corriente. Esto se manifiesta en un amplio rango en esta variable: oscila entre un ahorro corriente del 25,9 % de los ingresos corrientes y un desahorro del orden del 15 % —para el municipio de peor *performance* en esta materia—. Estas diferencias también se reflejan en las otras decisiones analizadas.

La ausencia de homogeneidad en los actores se complementa con la presencia de una cierta heterogeneidad en los “productos financieros”. Si bien adquieren una significativa relevancia los préstamos de origen bancario; éstos no presentan, siempre, características idénticas —en términos de condiciones de contratación, independientemente del riesgo asociado—. La presencia de líneas de crédito afectadas específicamente a ciertos fines en condiciones diferentes a las de mercado conduce a un sesgo decisorio.

También adquiere un rol relevante el grado de desigual desarrollo de las instituciones del mercado de capitales y las que dan forma al sistema financiero y, paralelo con ello, el conocimiento de la operatoria en esos. Esta evolución dispar puede producir un sesgo de decisión en torno a la elección del instrumento de financiamiento.

Por otra parte, desde la perspectiva del inversor la presencia de asimetrías informativas respecto a los municipios, que se pueden manifestar en problemas de “selección adversa”, conducen a la retracción de la oferta. A diferencia del sistema bancario,¹⁰ que opera con garantías directas de coparticipación, el mercado de capitales requiere instrumentos y modalidades específicos para salvar esta situación.

La concentración de los pasivos en el sistema financiero merece una nota especial. La existencia de garantías líquidas, como la coparticipación, involucra una reducción del costo financiero; sin embargo, un creciente uso del mismo instrumento está asociado a un costo creciente de los pasivos municipales debido al “agotamiento” de la garantía y a la restricción en términos de liquidez asociada a tal comportamiento. En este sentido,

mediante figuras tales como los fondos fiduciarios podría mejorar la percepción del riesgo asociada con las decisiones de los municipios¹¹ y de este modo conducir a una estructura de pasivos diferentes con un costo, a largo plazo, menor.¹²

Dentro de este esquema de análisis, se hará referencia a ciertos aspectos normativos vinculados al sistema de crédito público. La ley 24156 establece en su artículo 56 la noción legal de crédito público expresando:

“...Se entenderá por crédito público la capacidad que tiene el Estado de endeudarse con el objeto de captar medios de financiamiento para realizar inversiones reproductivas, para atender casos de evidente necesidad nacional, para reestructurar su organización o para refinanciar sus pasivos, incluyendo los intereses respectivos. Se prohíbe realizar operaciones de crédito público para financiar gastos operativos”.

Por otra parte, en su artículo 57 expresa los medios a través de los cuales se genera la deuda pública: a) La emisión y colocación de títulos, bonos u obligaciones de largo y mediano plazo, constitutivos de un empréstito; b) La emisión y colocación de letras del Tesoro cuyo vencimiento supere el ejercicio financiero; c) La contratación de préstamos con instituciones financieras; d) La contratación de obras, servicios o adquisiciones cuyo pago total o parcial se estipule realizar en el transcurso de más de un ejercicio financiero posterior al vigente; siempre y cuando los conceptos que se financien se hayan devengado anteriormente; e) El otorgamiento de avales, fianzas y garantías, cuyo vencimiento supere el período del ejercicio financiero; f) La consolidación, conversión y renegociación de otras deudas.

Cabe destacar dos cuestiones esenciales a los fines del presente trabajo: una, que la ley prevé la aplicación del crédito público para la inversión prohibiendo su aplicación a gastos operativos (art. 56); por el otro, establece un menú amplio de operaciones que se pueden instrumentar a tal fin (art. 57).

Por otra parte, a nivel provincial, el Proyecto de Reforma de la Administración Financiera en el Ámbito Municipal (RAFAM) a través del análisis de los artículos 4º, 75 y 124 de la Constitución Nacional concluye que:¹³

“... este concepto normativo es perfectamente asimilable al nivel de gobierno municipal y su vinculación con el gobierno provincial, ya que como se ha expresado, las operaciones de crédito público, cuando asumen las formas del “empréstito” deben ser autorizadas en forma expresa y circunstanciada, es decir, señalando las características principales de la operación (monto, tipo de interés, amortización,

formas de colocación, etcétera) por el poder legislativo (para los municipios corresponde el Concejo Deliberante) y a su vez es imprescindible establecer formas coordinadas de uso del crédito público entre los municipios y la provincia, fundamentalmente por la fuerte interrelación y el impacto que en las instituciones financieras provocan, las distintas acciones que puedan encarar los gobiernos provinciales y municipales ...”

Del citado párrafo surge la conclusión de que, a nivel municipal, resulta factible desde el punto de vista legal desarrollar una política en cuanto al uso del crédito con relativa autonomía y en coordinación con el gobierno provincial. En la misma dirección, la Ley Orgánica de las Municipalidades N° 6769/58, en sus artículos 46 a 51 establece los destinos y forma de autorizar los empréstitos.

Finalmente, el RAFAM plantea como objetivo del módulo de crédito público el desarrollo de políticas tendientes a reducir los costos del financiamiento municipal, como se expresa a continuación:

“ ... El módulo de Crédito Público, asimismo, posibilitará evaluar la real capacidad de endeudamiento a mediano y largo plazo del Municipio, identificar las posibles fuentes de financiamiento utilizando aquellas menos onerosas, supervisar los procedimientos de autorización, negociación y contratación del financiamiento con arreglo a las disposiciones normativas vigentes, y fiscalizar que los recursos captados se destinen a los fines que previamente fueron establecidos ...”

Se puede inferir del objetivo del RAFAM citado precedentemente que dicho proyecto está orientado al mejoramiento de la administración financiera municipal y se torna una herramienta útil y compatible con un esquema de diversificación de fuentes de financiamiento de los municipios, como podrían ser los fondos fiduciarios.

En síntesis, el marco normativo no presenta restricciones relevantes al desarrollo de una política de diversificación de fuentes de financiamiento y reducción de los costos financieros a nivel municipal.

VII. CONCLUSIONES

En este trabajo se ha procurado analizar las decisiones en materia de uso del crédito de mediano y largo plazo por parte de los municipios bonaerenses.

Se evaluaron las posibles causas que pueden motivar el uso de el endeudamiento público como fuente de financiamiento. Básicamente, se destacaron tres causales: desahorro corriente, inversión pública en

Infraestructura y refinanciación y cambio del perfil temporal de los pasivos municipales.

A los efectos de evaluar en términos agregados el impacto de las diferentes causales como explicativas del uso del crédito de mediano y largo plazo se diseñó un modelo *ad hoc*. Desde un punto de vista empírico, se observa una correspondencia de los resultados con la expectativa teórica en el comportamiento de las variables.

Se verificó que la fuente explicativa más significativa del nivel de endeudamiento de largo plazo reside en las decisiones de inversión pública. También presentan niveles estadísticamente significativos las decisiones vinculadas al cambio de perfil de la deuda pública municipal.

En virtud de que el gasto de infraestructura constituye la principal motivación en el uso del crédito, durante el período de la investigación se procuró evaluar la consistencia de tal política con la evolución de la demanda.¹⁴ Los resultados mostraron ciertas inconsistencias respecto a las expectativas teóricas. En principio, este comportamiento anómalo se podría explicar a partir de la “subvaluación” del gasto en infraestructura pública municipal debido a la presencia de una importante participación de inversión extrapresupuestaria, ya sea proveniente de otra jurisdicción estatal o por la acción de agentes privados.

Sin perjuicio de este panorama general, existen notas comunes entre los municipios en materia de estrategia de endeudamiento de mediano y largo plazo. Debido a un conjunto de restricciones existentes, el crédito de esta naturaleza se concentra en el sistema bancario —particularmente, en el Banco de la Provincia de Buenos Aires—.

El desarrollo desigual del sistema financiero y el mercado de capitales, así como la presencia de distorsiones informativas y limitaciones en materia de “*know how*” han restringido la utilización de instrumentos típicos del mercado de capitales en el marco de la estrategia de endeudamiento municipal.

Sin embargo, dadas las evidencias halladas en torno a la consistencia existente entre las decisiones de inversión y endeudamiento, y a partir de la expansión en el uso de instrumentos tales como los fondos fiduciarios, es factible inferir una posible alineación de los intereses de los municipios y de los inversores, permitiendo —de esa manera— una diversificación en las fuentes de financiamiento y un costo financiero menor a largo plazo para los municipios.

Finalmente, en lo referente a aspectos normativos vinculados al sistema de crédito público, se observa que tal marco presenta restricciones de

relevancia para el desarrollo de una política de diversificación de fuentes de financiamiento y reducción de costos financieros en los municipios de la provincia de Buenos Aires, basado en la instrumentación de alternativas de financiamiento como los fondos fiduciarios.

NOTAS

¹ “Informe Económico Regional”, Ministerio de Economía y Obras y Servicios Públicos, Buenos Aires, Noviembre de 1998.

² Saldos de capital no amortizados.

³ Valores al 31 de marzo de 1999, conforme a “Trends in the holdings of Municipal Securities”, elaborada por The Bond Market Association (USA)

⁴ La inversión financiera en términos de ejecución presupuestaria significa la incorporación de bienes preexistentes, especialmente inmuebles, al patrimonio municipal.

⁵ Se han incorporado para cada una de las variables la relación con el uso del crédito. Las relaciones serán:

$$\frac{\partial UC_t}{\partial AC_t} < 0; \frac{\partial UC_t}{\partial IPN_t} > 0; \frac{\partial UC_t}{\partial AM_t} > 0$$

⁶ Se corrió una regresión lineal donde ahorro corriente operó como variable dependiente, mientras que las variables amortización de la deuda e inversión pública neta actuaron como independientes. De esta manera se calculó el ahorro corriente no explicado por dichas variables. Este último concepto se aplicó en el modelo original.

⁷ Los mismos fueron corregidos de heterocedasticidad.

⁸ Ambas variables son significativas al 5 %, incluso ipn alcanza niveles de significatividad al 1 %.

⁹ Se advierte un coeficiente de variabilidad del 107 %.

¹⁰ En la Provincia, juega un rol relevante el Banco de la Provincia de Buenos Aires.

¹¹ Habría certeza en cuanto a los fines y beneficiarios, separación de las actividades de inversión y consumo corriente, transparencia en términos de liquidez y solvencia, etc.

¹² Esta situación sería consistente con las colocaciones efectuadas por las otras jurisdicciones estatales. Estas últimas muestran una importante diversificación en materia de instrumentos financieros, reflejando un costo financiero menor que el correspondiente al sistema financiero.

¹³ Pto. 1.1. “El concepto de Empréstitos en la Legislación Argentina”; Proyecto RAFAM, pag.19.

¹⁴ En virtud que se trata de un análisis macroeconómico, se recurrió al uso de variables “proxy”. Suponiendo que la demanda de infraestructura pública está positivamente asociada con el crecimiento poblacional y con el grado de urbanización.

BIBLIOGRAFÍA:

- Brealey, Richard; Myers, Steward (1994), *Fundamentos de Financiación Empresarial*, Buenos Aires, Mc Graw Hill.
- Frank, Robert H. (1996), *Microeconomía y Conducta*, Buenos Aires, Mc Graw Hill.
- Frees, Edward W. (1996), *Data analysis using regression models*, Prentice Hall.
- Stiglitz, Joseph (1997), *La economía del Sector Público*, Antoni Bosch Ed.