CÁMARA ARGENTINA
DE LA CONSTRUCCIÓN

FINANCIAMIENTO DE LA CIUDAD DE BUENOS AIRES PARA UN PLAN DE INFRAESTRUCTURA

Área Pensamiento Estratégico

Capacidad de Financiamiento de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires

Introducción

Este trabajo tiene por objetivo analizar y evaluar la estructura de recursos y gastos de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires, con el fin de determinar las posibilidades del financiamiento de un plan de infraestructura de dimensiones suficientes como para eliminar el pasivo existente y crear la necesaria para un crecimiento sostenido de la misma.

Un análisis del estado de situación de los recursos y gastos de la ciudad de Autónoma de Buenos Aires, ha arrojado como resultado el hecho que los gastos de capital son financiados con recursos corrientes, con lo cual, se estaría generando un subsidio intergeneracional trasladando recursos de las generaciones presentes a las generaciones futuras.

La aplicación de una herramienta financiera acompañada de un vehiculo legal, como es la figura del fideicomiso, que permita financiar un sustancial gasto de capital en el presente con un mix de ingresos presentes y futuros, parece ser lo más adecuado en cuanto que no sólo resolvería el problema del subsidio intergeneracional provenientes de la utilización de recursos corrientes, sino que también, permitiría obtener un stock de dinero en el corto plazo suficiente para las necesidades.

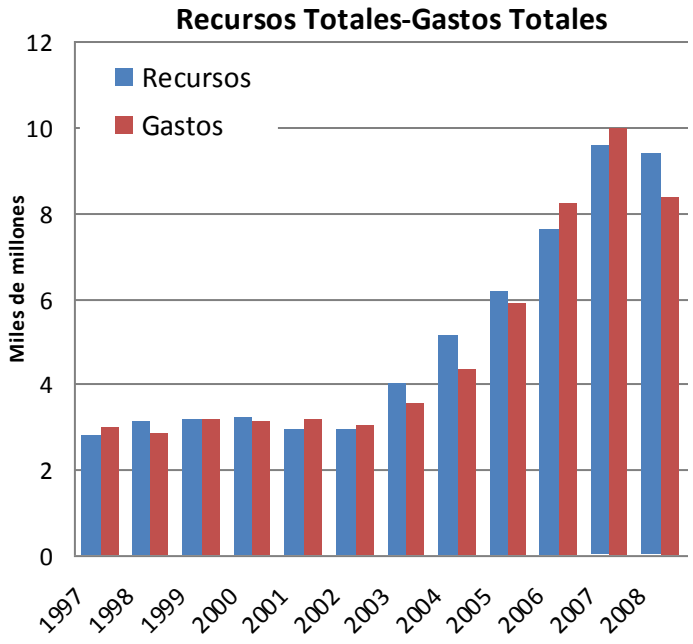
Esta forma de financiamiento permite, a su vez, constituir stocks dinerarios a partir de flujos de fondos que, son susceptibles de ser utilizados por la Ciudad Autónoma de Buenos Aires, no se ha recurrido a ellos por el momento y, por tanto, se mencionan algunos para tenerse en cuenta en el futuro.

El trabajo consta, en su primera parte, de una descripción de los ingresos y egresos de la ciudad Autónoma de Buenos Aires. Es segundo lugar, se plantea una propuesta de modificación de la estructura del gasto para constituir un fondo suficiente para el financiamiento del plan de infraestructura. La tercer parte del trabajo está dedicada a determinar algunas fuentes de financiamiento adicionales; y, finalmente, se presentan las conclusiones.

Situación Fiscal de la Ciudad de Buenos Aires

En rasgos generales, cuando se considera el total de recaudación y gasto, se en el año 2001, se registró un resultado que puede ser explicado por la caída en el producto que se dio como resultado de la crisis económica social de ese mismo año. .

Gráfico 1



	Recursos	Gastos
1997	2,811,368,787	2,974,227,933
1998	3,134,044,265	2,856,270,109
1999	3,185,528,441	3,155,464,383
2000	3,219,239,083	3,148,660,000
2001	2,927,612,328	3,154,579,597
2002	2,934,618,467	3,022,845,794
2003	4,005,826,512	3,550,161,318
2004	5,156,490,934	4,351,096,983
2005	6,167,273,566	5,871,620,366
2006	7,605,046,651	8,236,143,774
2007	9,581,283,575	9,977,014,973
2008	9,407,839,211	8,366,690,152

Fuente: Elaboración propia en base a datos del Ministerio del Interior.

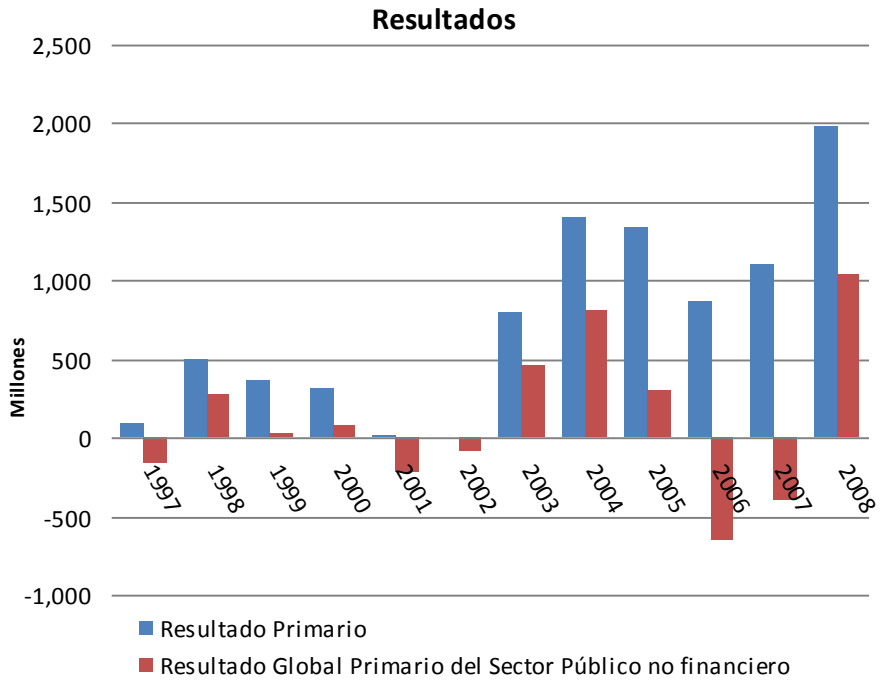
Posterior a la crisis, la recaudación comenzó a crecer a una tasa mayor que la del gasto sin embargo, a partir de 2006 se nota una reversión a esta tendencia registrándose niveles de gasto mayores que los niveles de ingreso. Para el caso de 2008 se cuenta con información al tercer trimestre y por tanto los ingresos resultan superiores a los gastos

A partir del gráfico 1, es evidente que la evolución del gasto sigue la de los recursos, esto genera una dependencia de los primeros a los segundos. Esta dependencia puede ser perjudicial al momento de determinar los presupuestos de gasto en infraestructura ya que el gasto corriente resulta inflexible a la baja y, por tanto, la única variable de ajuste es el gasto de capital. La dependencia entre recursos y gastos es una consecuencia directa de la imposibilidad de balacear los mismos en el tiempo permitiendo realizar gastos en el presente y postergar sus pagos.

Es evidente como a partir del año 2003, el aumento de los recursos liberó la restricción presupuestaria del gobierno de la ciudad de Buenos Aires y como consecuencia de ello aumentó el gasto. Posteriormente, en el año 2007, los recursos crecieron a una tasa menor a la que se había previsto y, por lo tanto, se generó un déficit.

No se está cuestionando el hecho que se genere un déficit o un superávit transitorio; sino que, una situación deseable sería aquella en la cual la determinación del gasto esté en función de las necesidades de la comunidad y no en función de la recaudación.

Gráfico 2



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la dirección General de Contaduría de la ciudad Autónoma de Buenos Aires

Finalmente, en el gráfico 2, de resultados podemos ver la evolución tanto del Resultado Primario (diferencia entre Recursos Corrientes y Gastos Corrientes) como la del Resultado Global Primario (diferencia entre Recursos Totales y Gastos Totales). Se observa que el Resultado Global Primario experimenta resultados negativos en el año 1997, 2001, 2002, 2006 y 2007 mientras que el Resultado Primario sólo los tiene en los años 2001 y 2002.

En el año 2001 y 2002, los Recursos tanto Corrientes como los Totales fueron menores a los Gastos correspondientes. Sin embargo, en los años 2006 y 2007, a pesar de que el Gobierno de la Ciudad de Buenos Aires obtuvo un Resultado Global Primario negativo, puede notarse que el Resultado Primario fue claramente positivo. Como característica a destacar de este período, es que la diferencia entre los Recursos y Gastos Corrientes, si bien fue positiva, esta diferencia resultó ser lo suficientemente reducida para que los Gastos de Capital superaran ampliamente a los

Recursos de Capital e hicieran que la diferencia entre Recursos Totales y Gastos Totales se torne negativa.

Por último, en el año 2008 ambos resultado dieron positivos y fueron los más altos que se pueden observar teniendo en cuenta el período 1997-2008.

Hasta aquí se han analizado los ingresos y los gastos en términos agrados; sin embargo, un detalle de la composición del gasto será de utilidad para identificar cuales son los rubros que más inciden en los presupuestos de la ciudad.

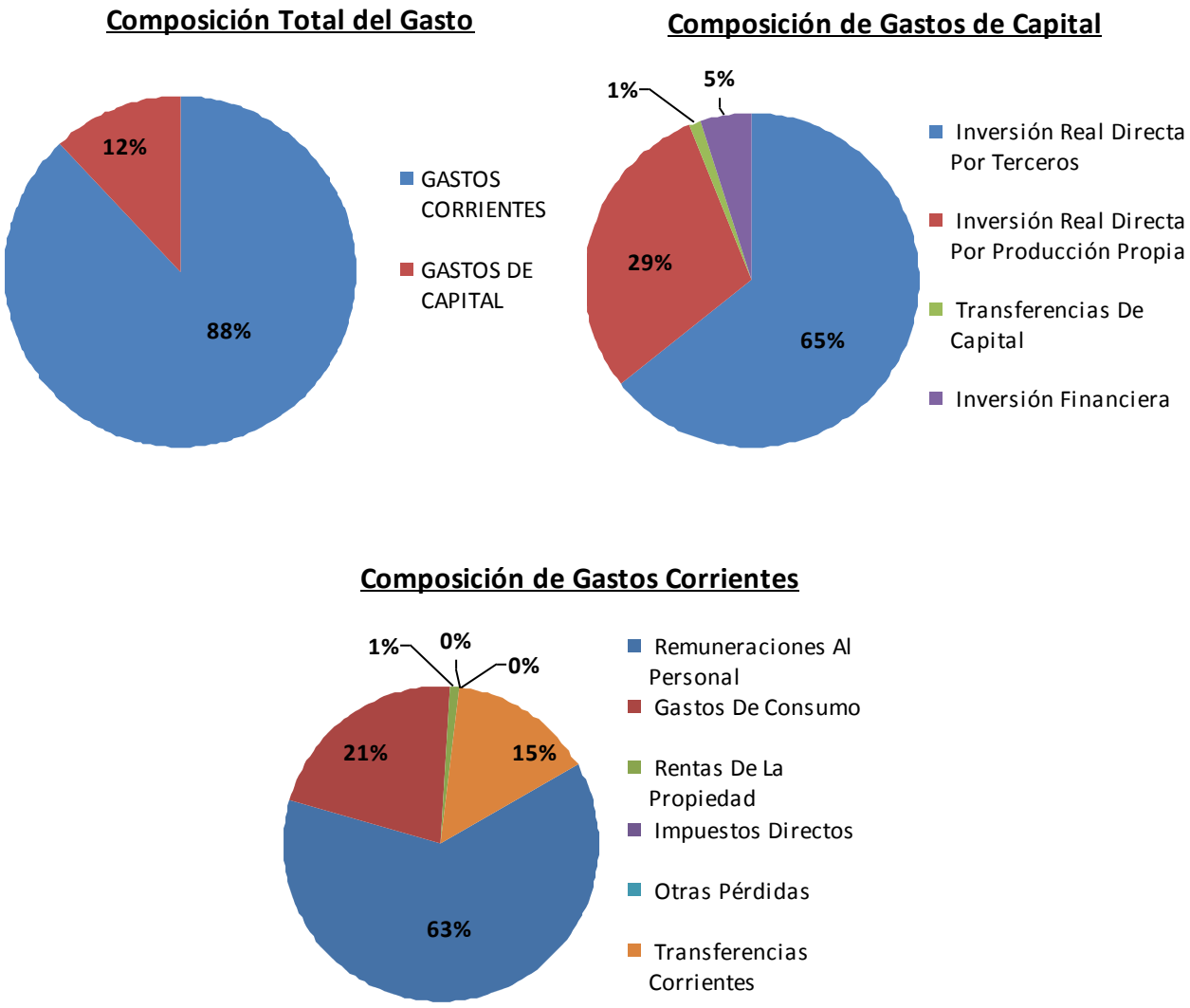
Composición de ingresos y Gastos de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires

A partir de los datos registrados, hasta el tercer trimestre de 2008, el gasto total de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires, como se observa en el gráfico 3, que el rubro preponderante es el gasto corriente; el cual, por definición comprenden las erogaciones destinadas a las actividades de producción de bienes y servicios del sector público, los gastos por el pago de intereses por deudas y préstamos y las transferencias de recursos que no involucran una contraprestación efectiva de bienes y servicios.

Composición del gasto al tercer trimestre de 2008

Los gastos de capital constituyen el 12% del gasto total del gasto y está compuesto por gastos destinados a la adquisición o producción de bienes materiales e inmateriales y a inversiones financieras, que incrementan el activo del Estado y sirven como instrumentos para la producción de bienes y servicios. Los gastos de capital incluyen la inversión real, las transferencias de capital y la inversión financiera.

Gráfico 3



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la dirección General de Contaduría de la ciudad Autónoma de Buenos Aires

El principal rubro dentro del gasto de capital es la inversión real directa por parte de terceros la cual, al tercer trimestre de 2008, es el 65% del gasto en capital. La inversión real directa comprende, según el clasificador institucional del Gobierno de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires, aquellos gastos destinados a la adquisición de

bienes de capital. Estos gastos comprenden las edificaciones, instalaciones, construcciones y equipos que sirven para producir otros bienes y servicios, no se agotan en el primer uso que de ellos se hace, tienen una vida superior a un año y están sujetos a depreciación.

Se incluyen en este concepto las ampliaciones y modificaciones de los activos fijos que mejoren su productividad o prolonguen su vida de modo considerable, así como los gastos relacionados con la adquisición o instalación de activos fijos

El incremento de las existencias representa el aumento de los activos de capitales disponible para uso futuro. En tal sentido, son cambios en los inventarios de materias primas, productos terminados y en proceso y de bienes estratégicos, que surgen de comparar las existencias proyectadas al final del ejercicio con las que existían al comienzo del mismo, reflejando un incremento de las mismas.

La inversión real también incluye las compras de tierras y terrenos y los activos intangibles.

Los recursos, por su parte, se encuentran muy concentrados, tal es el caso que la incidencia de los recursos corrientes constituyen el 99% de los recursos de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires (ver gráfico 4). Este recurso esta compuesto por aquellos provenientes de los ingresos tributarios, incluidos los provenientes de regímenes de coparticipación federal, no tributarios, venta de bienes y servicios, rentas de la propiedad y de las transferencias recibidas para financiar gastos corrientes. Sin embargo, la principal fuente de recursos son aquellos que provienen de tributos. Los ingresos tributarios son impuestos que se originan en la potestad que tiene el Estado para establecer impuestos.

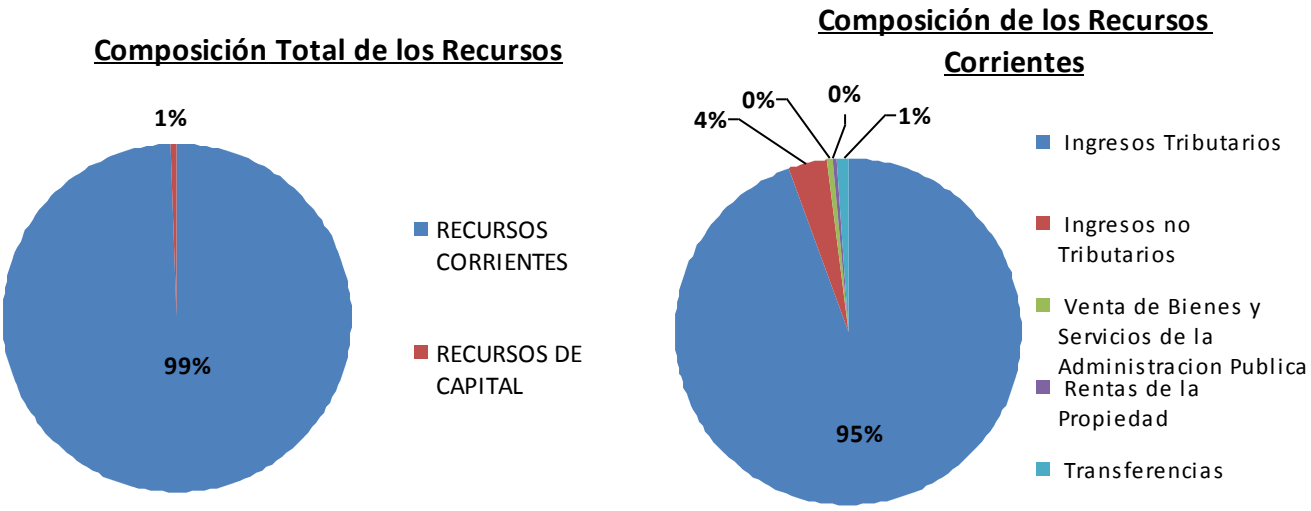
“Los impuestos se clasifican en directos o indirectos. Los directos gravan el patrimonio de las personas con existencia física o ideal residentes en el territorio de la Ciudad. Los impuestos indirectos son los gravámenes que se cargan a los costos de

producción, el consumo de bienes y servicios, etc. La apertura en directos e indirectos está referida a los impuestos locales, los de origen nacional se agrupan en una partida específica."

No obstante la diversidad de ingresos tributarios con los que cuenta la ciudad, la recaudación por ingresos brutos, constituyen el 65% de la totalidad de recursos tributarios.

Composición de recursos al tercer trimestre de 2008

Gráfico 4



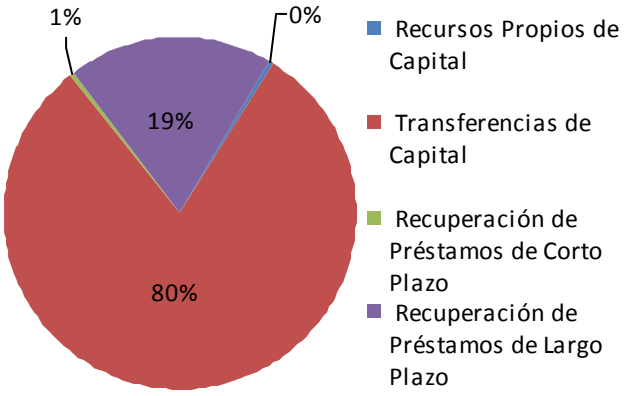
Fuente: Elaboración propia en base a datos de la dirección General de Contaduría de la ciudad Autónoma de Buenos Aires

El gráfico 5 muestra los recursos de capital en el total de recursos es casi nula (solamente el 1%). Esto no reviste importancia en cuanto a su magnitud, pero si en cuanto a las características de este recurso. Este recurso abarca los ingresos por la venta de activos, la disminución de existencias y las variaciones positivas de la depreciación y amortización, así como las transferencias recibidas con el objeto de

financiar gastos de capital; como así también la recuperación de préstamos y la venta de acciones y participaciones de capital de empresas e instituciones del sector público, del sector externo y de otras entidades y personas del sector privado. Cabe mencionar que, en los momentos en los cuales se registren recursos corrientes por sobre los gastos, se puede utilizar esta clasificación como una herramienta estabilizadora generando ahorros que puedan ser utilizados en momentos de menores ingresos.

Gráfico 5

Composición de los Recursos de Capital

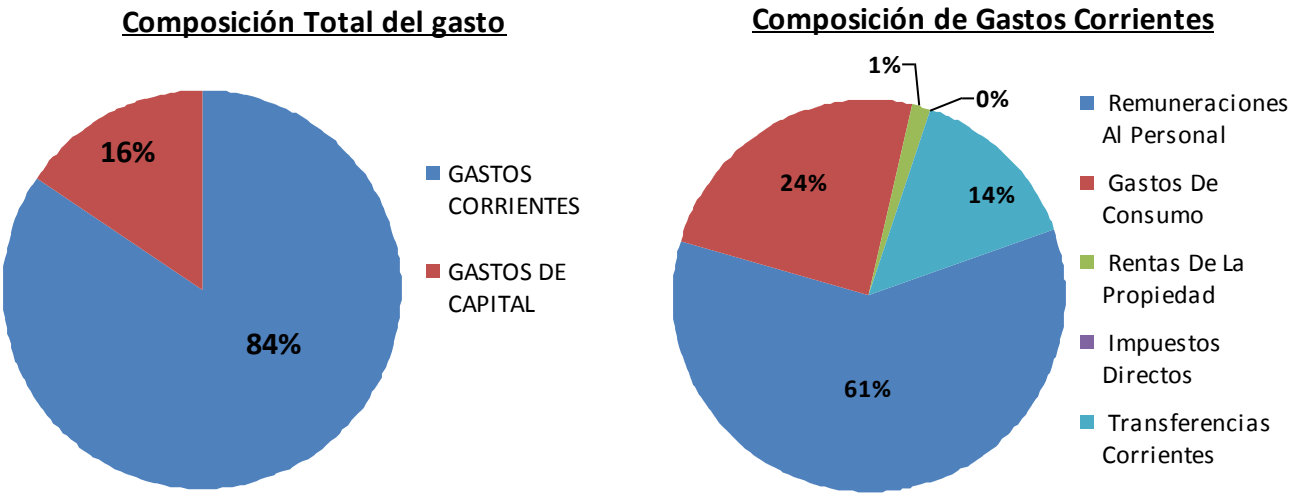


Fuente: Elaboración propia en base a datos de la dirección General de Contaduría de la ciudad Autónoma de Buenos Aires

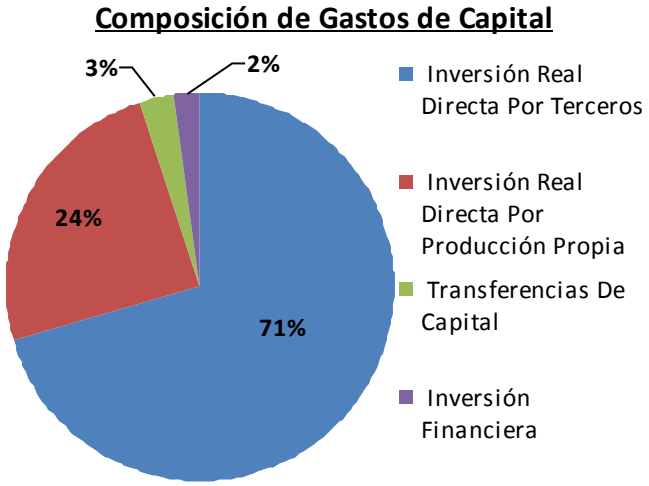
A pesar de no contar con información disponible para todo el año, los rasgos en la composición de gastos y recursos registrados en el 2008 son similares a los registrados en otros años. En el gráfico 6, a continuación, se presentan la composición de gastos y recursos registrados en el año 2007.

Composición del gasto a 2007

Gráfico 6

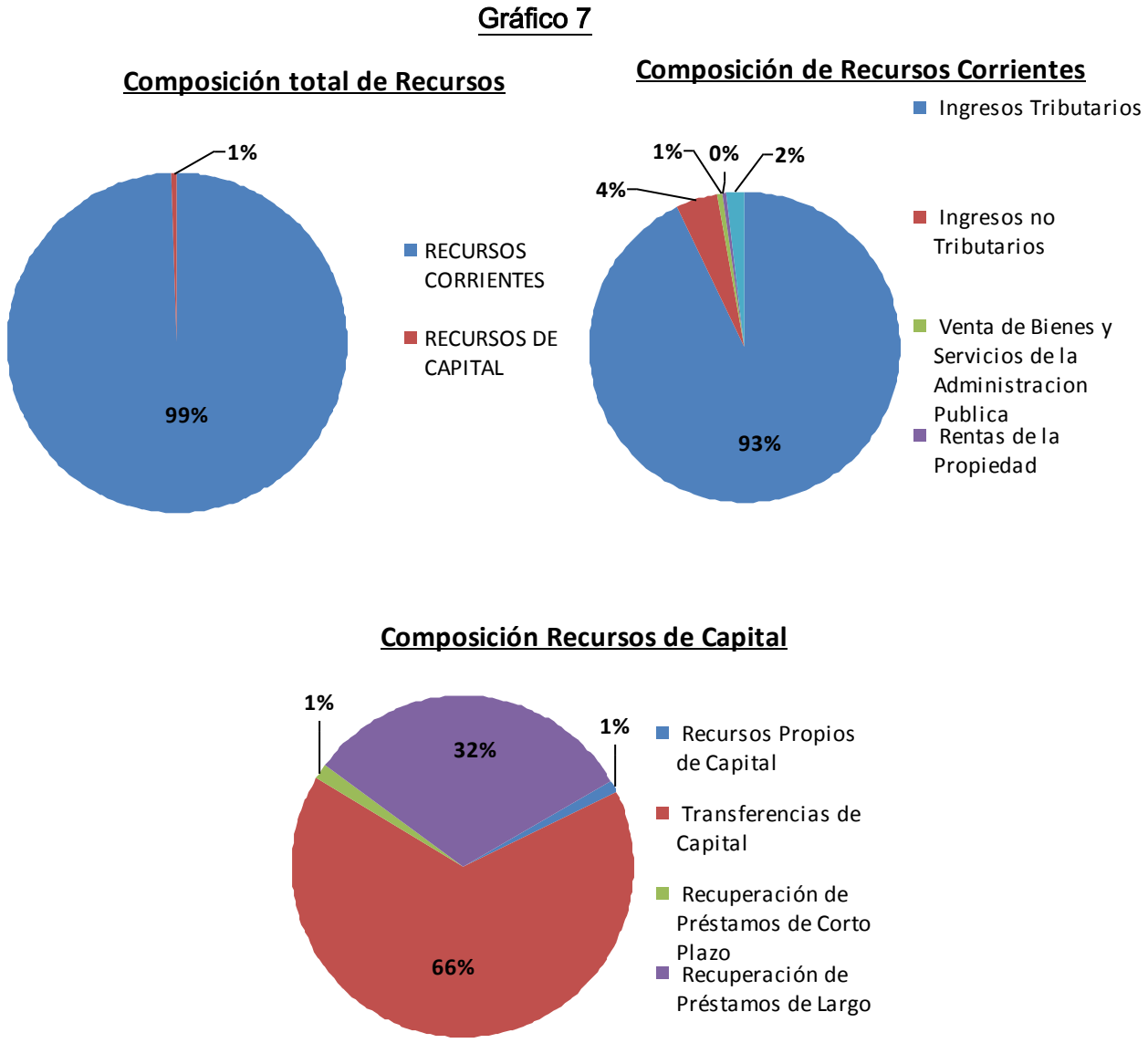


Fuente: Elaboración propia en base a datos de la dirección General de Contaduría de la ciudad Autónoma de Buenos Aires



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la dirección General de Contaduría de la ciudad Autónoma de Buenos Aires

Composición de recursos



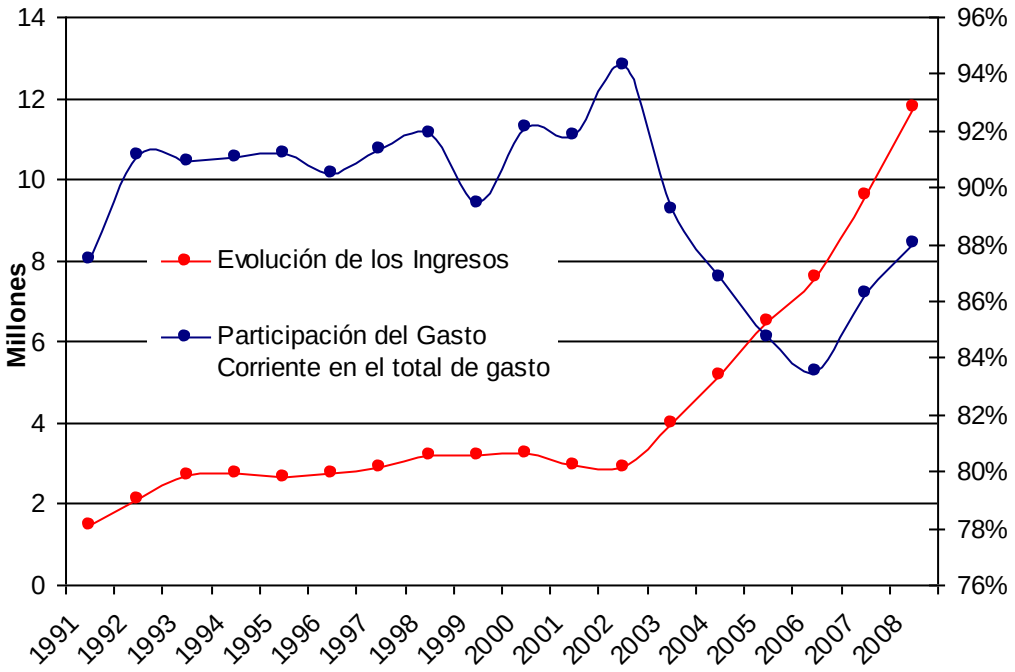
Fuente: Elaboración propia en base a datos de la dirección General de Contaduría de la ciudad Autónoma de Buenos Aires

El gráfico 8, muestra la evolución de la participación de los gastos corrientes como proporción del gasto total. Como puede observarse en el gráfico, la estructura del gasto comenzó a modificarse a partir del año 2003, año en el que comienza a aumentar la recaudación, evidenciando cierta dependencia entre el gasto de capital y el ingreso corriente; es decir, cuando el ingreso corriente aumenta, queda ingreso

disponible. Cuando se realiza una correlación entre el gasto de capital y el ingreso corriente, se encuentra una medida de 0.9.

En el año 2007 se registró un aumento en la tasa de crecimiento del ingreso pero, a su vez, ser observó un aumento en la proporción del ingreso destinada a gasto corriente la cual se debe, fundamentalmente, a aumentos en el gasto en personal.

Gráfico 8



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Ministerio del Interior

SOSTENIBILIDAD FISCAL

El concepto de sostenibilidad fiscal aplicado a un nivel de gobierno, hace referencia a la capacidad que tiene el mismo para cumplir con las necesidades de la comunidad, sobre la cual, ejerce su acción a lo largo del tiempo sin tener restricciones que provengan de la generación de recursos.

Los recursos con los que cuenta el sector público pueden provenir de distinta fuentes (Tributarias, Transferencias de otros niveles de gobierno y del sector público, Ingresos de capital, Tasas, etc.). Sin embargo, cuando se analiza la capacidad del sector público para hacer frente a sus erogaciones, no sólo es necesario tener en cuenta los ingresos y egresos corrientes, sino también el balance entre estos a lo largo del tiempo y la expectativa de ingresos en el futuro. En este sentido se crea una noción de balance o equilibrio presupuestario intertemporal que es, en definitiva, lo que le permitirá al sector público contar con una fuente adicional de recursos como el financiamiento de terceros.

La financiación por parte de terceros es considerada como una fuente de recursos, en tanto y en cuanto permite realizar erogaciones corrientes más allá de los ingresos corrientes, pero no es un ingreso genuino; sino que, es una forma de adelantar ingresos genuinos que eventualmente se cobrarían en el futuro. Esta es la razón por la cual, cuando se busca financiamiento, debe considerarse que los ingresos futuros, más allá de su magnitud, deberán estar balanceados con los egresos futuros.

Cuando se habla de un balance intertemporal, no se está haciendo referencia solamente a un aspecto económico; ya que, si así fuera, los gobiernos, en un momento determinado, estarían tentados a gastar más allá de sus ingresos corrientes para trasladar el pago a las generaciones futuras con lo cual se estaría generando un impuesto intergeneracional. Realizar un exceso de gasto en el presente, impone una restricción presupuestaria a las generaciones futuras; por lo cual, se debe ser conciente de que tipo de gasto se realiza en el presente y que tipo de pagos se les exigirá a las generaciones futuras.

El balance de ingresos y egresos futuros, está justificado en el hecho que una inversión en una obra de infraestructura, generaría beneficios compartidos entre generaciones presentes y futuras. Si se financia una obra de infraestructura, justificada en la generación de beneficios, con recursos de corto plazo, se estaría generando un subsidio intergeneracional ya que las generaciones futuras recibirían beneficios sobre una serie de obras que no han financiado y por tanto se estaría sobrecargando a las generaciones presentes con pagos sobre beneficios que ellos percibirán parcialmente. Por otra parte, si las obras de infraestructura se financiaran en su totalidad con ingresos que se van a percibir en el futuro, las generaciones presentes estarían percibiendo un beneficio por el cual no han constituido pago alguno.

El balance intergeneracional es fundamental para mantener un crecimiento sostenido de la infraestructura. De forma ideal se requiere, en todo momento, mantener una vinculación estrecha entre el aportante y el beneficiario. Esto es así debido a que la generación de infraestructura implica un pago en el momento inicial; mientras que la percepción de los beneficios se distribuye a lo largo del tiempo. Para obtener este equilibrio se deberán trasladar los pagos en el tiempo, necesarios para el financiamiento de la construcción de la infraestructura, de forma tal que esté asociada la distribución de los pagos con la percepción de los beneficios.

Este balance temporal entre lo percibido y lo efectivamente pagado es de carácter teórico debido, fundamentalmente, a que no es posible determinar que parte de los beneficios se apropia cada generación, sobre todo si se considera la característica de perpetuidad que tienen algunas obras de infraestructura. Por otra parte, la ejecución de los planes de infraestructura, no siempre se realizan a la misma velocidad a la que se generan las necesidades por la misma y, por tanto, se produce un pasivo tal que, al tratar de eliminarlo, se requiere una intensiva aplicación de recursos monetarios en un momento del tiempo.

La necesidad de aplicación de recursos monetarios concentrada en un momento del tiempo produce un desbalance financiero tal que hace que, necesariamente, se distorsione, por un lado, el balance entre el pago de los costos y la apropiación de los

beneficios de la infraestructura y, por el otro, que se apliquen recursos corrientes o de corto plazo para financiar una obra de largo plazo.

A fin de analizar la sostenibilidad fiscal es necesario tener en cuenta aspectos que contemplen la situación presente y sus posibilidades de evolución futura; por lo que el estudio deberá tener en cuenta tanto el corto como el largo plazo.

SOSTENIBILIDAD EN EL CORTO PLAZO

A fin de analizar el concepto de sostenibilidad en el corto plazo es necesario introducir la idea de equilibrio de flujos de fuentes y usos de fondos, que puede ser expresada formalmente de la siguiente manera

Total usos de fondos = Total fuentes de fondos

$$\underbrace{Gc + Te + i \,.\, Dpr + i^* \,.\, (tc \,.\, DEx) + Gk}_{\text{Total de Gasto}} = \underbrace{Tc + Tr + Tk + DDpr + DDBC + tc \,.\, DDEx}_{\text{Total de Ingreso}}$$

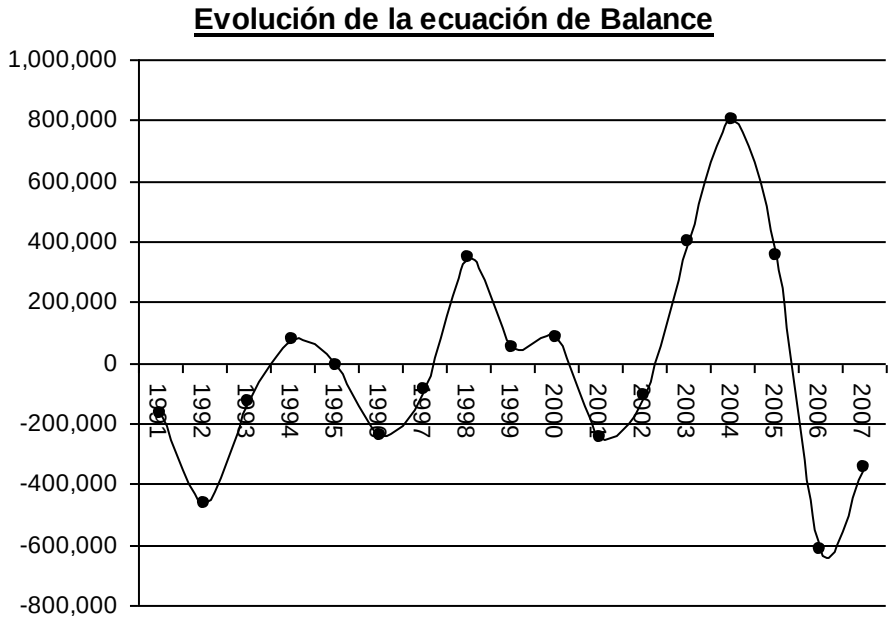
Donde:

Gc: Gasto en personal, bienes y servicios corrientes realizado por el gobierno.
Te: transferencias entregadas al sector privado a otras jurisdicciones u organismos del sector público (de índole corriente).
i: tasa de interés local.
Dpr: stock de deuda pública con el sector privado nacional.
i*: tasa de interés internacional.
DBC: stock de deuda con el Banco Central.
DEx: stock de deuda externa del gobierno.
Gk: Gasto de Capital (inversión pública).
Tc: ingresos corrientes (impuestos, tasas, etc.).

Tr: transferencias recibidas del sector privado a otras jurisdicciones u organismos del sector público (de índole corriente).
Tk: ingresos de capital
tc: tipo de cambio nominal.

La identidad contable puede ser de utilidad para detectar los desbalances de caja de la ciudad de Buenos Aires; así, como muestra el gráfico 9, en el 2005 la ciudad de Buenos Aires contaba con mayores recursos (genuinos y financieros) que los necesarios para financiar el total de sus erogaciones; mientras que en el 2007 debió utilizar excedentes de años anteriores para cubrir sus erogaciones.

Gráfico 9



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Ministerio del Interior

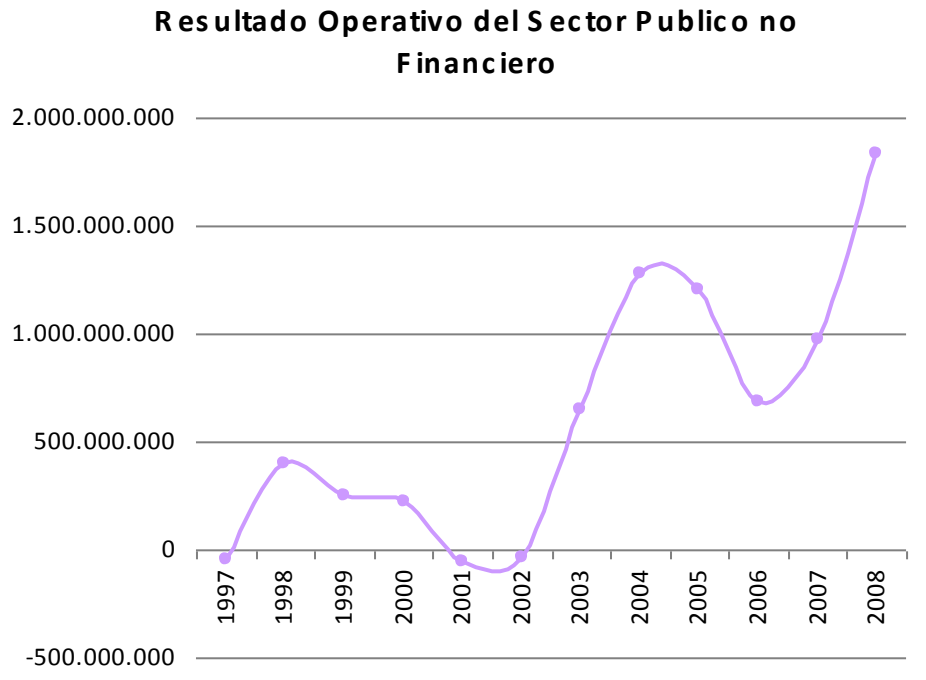
Esta identidad permite desequilibrios temporarios en los ingresos y gastos genuinos. Por eso, para representar dichos desequilibrios temporarios, utilizamos los siguientes indicadores:

(a) *Resultado operativo del sector público no financiero:*

Es la diferencia entre los flujos de ingresos corrientes y gastos corrientes. Este indicador refleja el cambio en la posición neta de activos y pasivos de largo plazo; nótese que, cuando este indicador es positivo, necesariamente (desde el punto de vista contable) se están acumulando activos de capital o desacumulando pasivos.

$$RO = \underbrace{(Tc + Tr)}_{\text{Ingreso Corriente}} - \underbrace{(Gc + Te + i \,.\, Dpr + i^* \,.\, tc.\, DEx)}_{\text{Gasto Corriente}} = \underbrace{(Gk - Tk) - (\Delta Dpr + \Delta DBC + tc.\Delta DEx)}_{\text{Balance de capital}}$$

Gráfico 10



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Ministerio del Interior

El resultado operativo indica que en general, salvo en 1997, 2001 y 2002, la ciudad fue capaz de acumular activos de largo plazo. Esta acumulación de activos de largo

plazo se manifiesta en el incremento de gastos de capital; así, por ejemplo, en el año 2007 se realizó un incremento en activos de capital por $1547 millones, de los cuales $974 millones han sido financiados con excedentes corrientes. El principal componentes de estos gastos de capital es “inversión directa por terceros” que corresponde a, según el “clasificador institucional” de la ciudad de Buenos Aires:

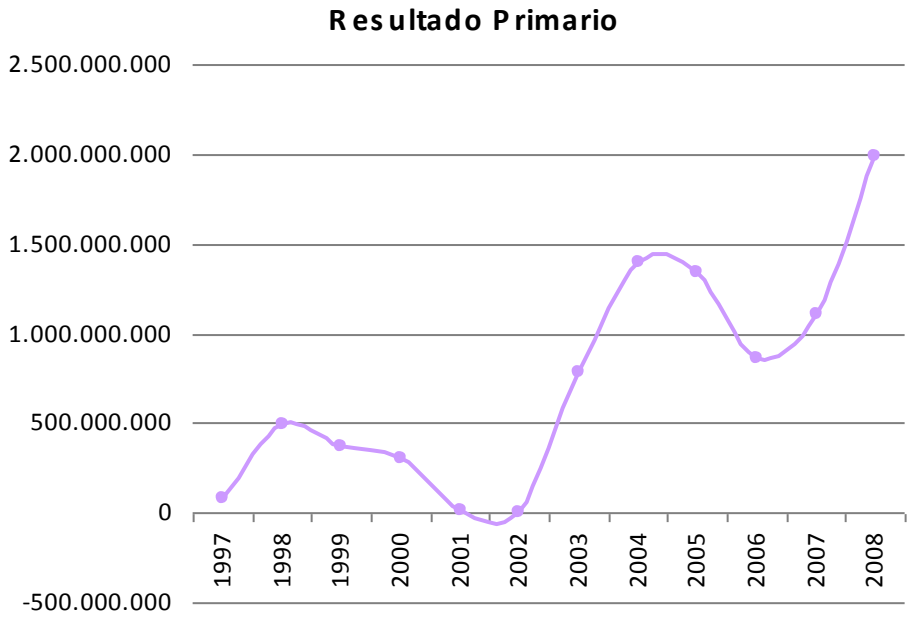
(b) *Resultado primario del sector público no financiero:*

Este indicador es igual que el Resultado operativo del sector público no financiero pero, a diferencia de aquel, este no computa los intereses a pagar dentro las partidas del gasto corriente.

$$RP = \underbrace{(Tc + Tr)}_{\text{Ingreso Corriente}} - \underbrace{(Gc + Te)}_{\text{Gasto Corriente}} = \underbrace{(Gk + i \,.\, Dpr + i^* \,.\, tc.\, DEx - Tk) - (\Delta Dpr + \Delta DBC + tc \,.\, \Delta DEx)}_{\text{Balance de capital}}$$

Este indicador, aplicado a la ciudad de Buenos Aires, no difiere sustancialmente respecto al anterior; con lo cual, la incidencia de los intereses que paga la ciudad sobre el balance de ingresos y gastos corrientes, si bien es alta (legando a un 20,5% del resultado operativo en el 2006), no es suficiente como para revertir un resultado. Más aun, cuando se analiza el flujo de pago de intereses en relación al ingreso corriente (grafico 12), se observa que este alcanza un máximo de 3.4 en el 2003 y un valor de 2.3 en el año 2006.

Gráfico 11



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Ministerio del Interior

Gráfico 12

Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Ministerio del Interior

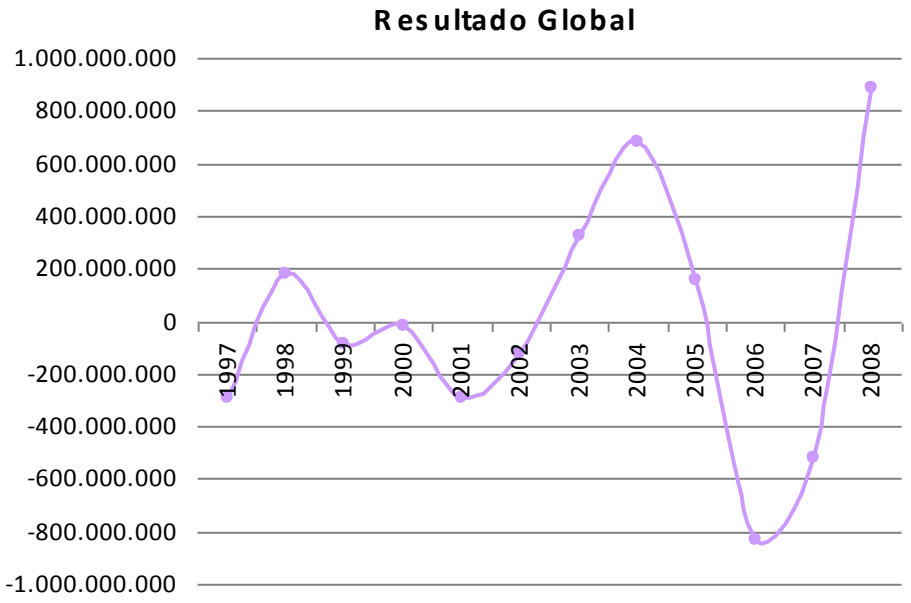
(c) *Resultado global del sector público no financiero:*

Refleja los cambios en la posición deudora neta del gobierno bajo análisis. Este indicador refleja aquellos momentos en los cuales el gobierno ha incrementado o disminuido su deuda neta. Nótese que, cuando este indicador es positivo, los ingresos están siendo mayores que lo egresos (corrientes y de capital) y, por tanto, se está produciendo una reducción en la deuda financiera neta.

En el gráfico se observa que, durante el período 2002-2005, la deuda se redujo y, durante el año 2006 y 2007, la misma se incrementó.

$$RG = \underbrace{(Tc + Tk + Tr)}_{\text{Ingreso}} - \underbrace{(Gc + Te + i \,.\, Dpr + i^{*}.\, tc \,.\, DEx + Gk)}_{\text{Gasto}} = - \underbrace{(\Delta Dpr + \Delta DBC + tc \,.\, \Delta DEx)}_{\text{Endeudamiento}}$$

Gráfico 13



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Ministerio del Interior

Este indicador debería tomar valores positivos y negativos a lo largo del tiempo, de manera tal que en suma sea igual a cero. En tal sentido, lo que se está diciendo, es que el gobierno no podría endeudarse por siempre.

Una característica que hay que tener en cuenta a la hora de analizar estos datos es que en el acumulado para el período 1997-2008 (ejecutado al tercer trimestre para este último) toma valores negativos de ($313 millones); con lo cual, la ciudad de Buenos Aires debería aumentar sus ingresos o reducir los gastos para no tener inconvenientes para adquirir deuda a largo plazo.

Este valor negativo se debe a que, al comienzo de la serie, se dan valores negativos que, cuando se ajustan por inflación y se expresan en moneda de 2008, resultan tener mucho peso en el acumulado.

Por otra parte, la volatilidad del resultado global ($414 millones si no se cuenta con el resultado de 2008) puede ser un factor limitante a la hora de adquirir deuda de largo plazo. Una alta volatilidad en el resultado global nos indica que este indicador puede tomar valores de entre $678 millones en el año 2004 y valores negativos de $834 millones en el 2006.

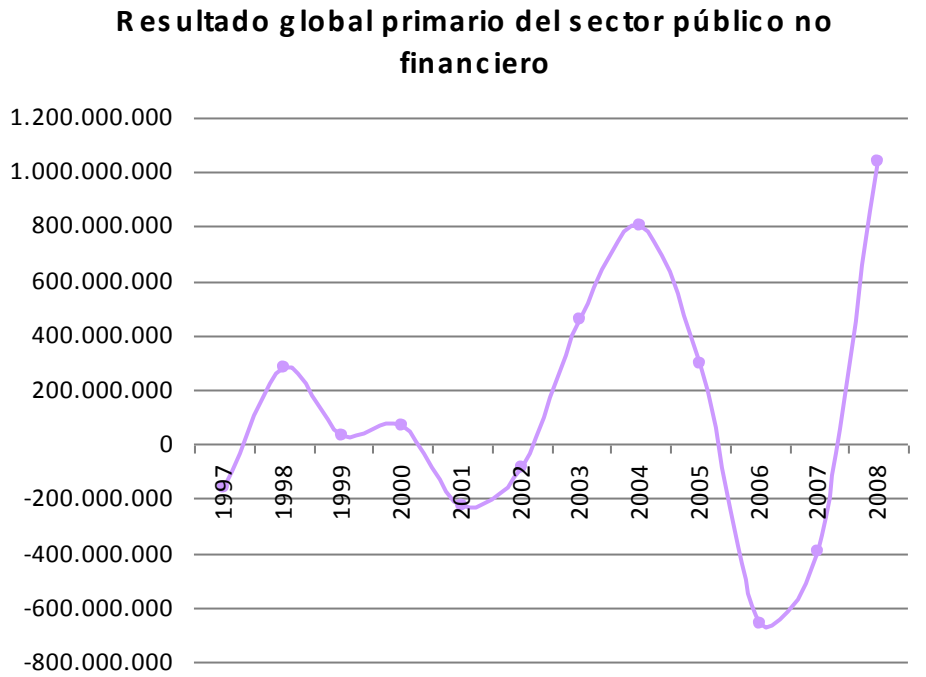
En el año 2008, el indicador toma valores positivos pero, como se haya explicado oportunamente, de este año se cuenta con información de hasta el tercer trimestre, con lo cual, se ha recaudado casi la totalidad del ingreso; mientras que, se ha gastado una proporción menor del gasto total.

(d) *Resultado global primario del sector público no financiero:*

Igual al anterior sin tener en cuenta el pago de intereses. Es el resultado global antes de tener en cuenta el pago de intereses. En este sentido, si el sector público no hubiera incurrido en deuda, el indicador responde a cuanta deuda podría afrontar dada la relación ingreso-gasto.

$$RGP = \underbrace{(Tc + Tk + Tr)}_{\text{Ingreso}} - \underbrace{(Gc + Te + Gk)}_{\text{Gasto}} = - \underbrace{(i \,.\, Dpr + i^{*}.\, tc \,.\, DEx) - (\Delta Dpr + \Delta DBC + tc \,.\, \Delta DEx)}_{\text{Deuda e Intereses}}$$

Gráfico 14



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Ministerio del Interior

Tanto cuando este indicador es positivo, al igual que el anterior, dan una idea de la capacidad de endeudamiento que tiene la ciudad de Buenos Aires. En este caso, en el año 2006, la capacidad de endeudamiento bajo sustancialmente, la cual se recupero parcialmente en el 2007.

A continuación se presenta una síntesis de resultados de los distintos indicadores desarrollados hasta aquí para el año 2008 (tercer trimestre) y el año 2007. Los gráficos muestran una mejora en el resultado global y resultado global primario en el año 2008 respecto a 2007 indicando una mejor condición para tomar deuda; sin embargo, este resultado, se debe tomar con cierta precaución, por lo menos hasta que esté disponible la información del año completo.

Gráfico 15

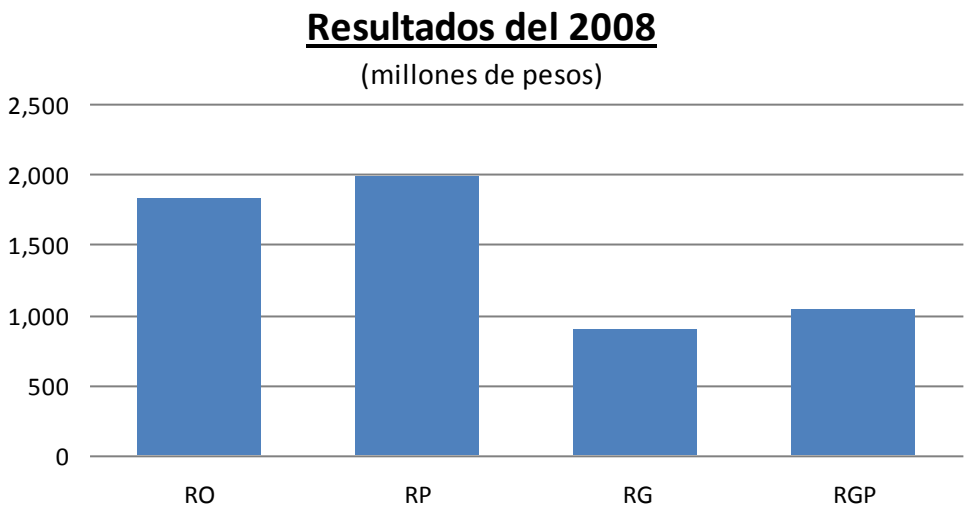
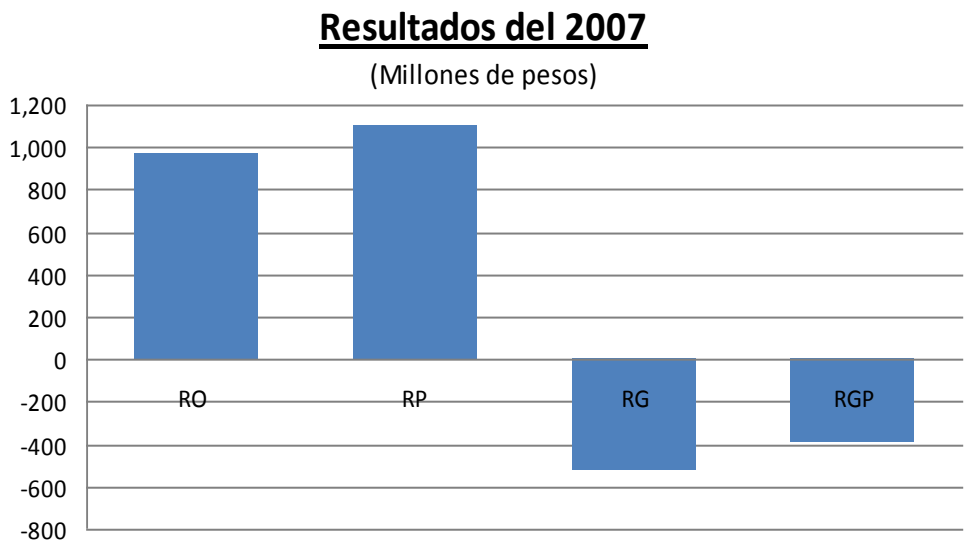


Gráfico 16



SOSTENIBILIDAD FISCAL EN EL LARGO PLAZO

La sostenibilidad a largo plazo debe tener en cuenta el flujo de ingresos y egresos a lo largo del tiempo lo que implica que, el flujo de endeudamiento o la variación del stock de deuda del sector público, deben estar vinculados con los flujos netos de fondos que percibiría el mismo. Lo que implica que:

a- La deuda pública es igual al valor actual de los excedentes globales primarios futuros.

b- El valor actual del flujo de deuda pública para un horizonte infinito es nulo.

Para lo cual es necesario que se cumpla la siguiente identidad:

$D_t = Dpr,_t + DEx,_t = (\Sigma_t^{\infty} \ RGP_t / (1+i)^t)$.

Esto indica que, a largo plazo, el Gobierno en cuestión debe financiar los gastos con ingresos genuinos y que simplemente es un traspaso de ingreso futuro a consumo presente. Cumpliendo con la restricción de sostenibilidad de largo plazo, se podría determinar el valor presente del flujo de fondos generado por el resultado global primario registrado históricamente en la ciudad de Buenos Aires. Para la determinación del valor presente se planteará en primer lugar una perpetuidad;

El siguiente cuadro incorpora la idea de la sostenibilidad fiscal a largo plazo y se plantea un ejercicio, en el cual, se asume que en el futuro, el Gobierno de la ciudad de Buenos Aires, generaría un flujo de fondos equivalente a: caso 1) el promedio del Resultado Global Primario del sector público no financiero (RGP) ajustado por inflación de los últimos once años (equivalente a $156 millones); 2) el promedio del Resultado Global Primario del sector público no financiero (RGP) ajustado por inflación de los últimos seis años (equivalente a $343 millones). En ambos casos se considero el año 2008 en la muestra.

En el ejercicio se toma el flujo de fondos a perpetuidad y se descuenta a distintas tasas de interés para determinar el valor presente de los mismos. Este ejercicio permitirá determinar el valor de un préstamo hipotético, que se podría obtener a distintas tasas.

El cuadro muestra que, cuanto mayor es al tasa, un flujo de fondos constante a perpetuidad podría significar, para una tasa de 10%, un valor presente de $1.561 millones; mientras que éste alcanzaría un valor de $7.808 millones si se considera el ingreso promedio de lo últimos seis años.

Dentro de estos dos ejercicios se plantea la posibilidad de que el gobierno incorpore una regla fiscal; básicamente, lo que se pretende con una regla fiscal es que los ingresos evolucionen positivamente más allá de un promedio histórico.

Una evolución positiva del flujo de ingresos en el futuro, puede deberse a un aumento en la actividad o a una mejora en la gestión que implique un mayor ingreso (aumento en la eficacia en la recaudación dado el mismo nivel de actividad o la incorporación de nuevos tributos) o un menor gasto (producto de una mejor gestión de recursos o aumento de la eficiencia misma del sector público). No obstante la razón que le haya dado origen a una mejor situación fiscal, en este trabajo se englobarán todas ellas en el cumplimiento de algún tipo de regla fiscal.

Para realizar el ejercicio se planteo la posibilidad que el ingreso de la ciudad se incremente producto de la aplicación de una regla fiscal que reduzca el gasto corriente de manera tal que el resultado global aumente. El ejercicio planteado implica una mejora en el resultado operativo de 4% anual.

El resultado de este ejercicio se muestra en las columnas denominadas “con regla fiscal” del cuadro 1. Como puede verse en las mismas, para una tasa de interés de 5%, las posibilidades de financiamiento aumentan sustancialmente pasando de $3.123 millones a $15.616 millones.

Respecto la incorporación de una regla fiscal en el análisis permite identificar que, cuanto más cerca esté la tasa resultante de la regla fiscal respecto de la tasa de descuento, mayor será la capacidad de financiamiento del sector público. Sin

embargo, posteriormente a esta tasa los beneficios de la regla fiscal se desvanecen; así, por ejemplo, si la tasa de descuento es 10%, el monto obtenible es de $2.602 millones.

Cuadro 1

Tasa de interes	Valor actual de flujo de fondos igual al promedio de los ultimos once años		Valor actual de flujo de fondos igual al promedio de los ultimos seis años	
	sin regla fiscal	con regla fiscal	sin regla fiscal	con regla fiscal
	156.163.888	156.163.888	343.688.038	343.688.038
3%	5.205.462.937		11.456.267.932	
4%	3.904.097.203		8.592.200.949	
5%	3.123.277.762	15.616.388.810	6.873.760.759	34.368.803.797
6%	2.602.731.468	7.808.194.405	5.728.133.966	17.184.401.899
7%	2.230.912.687	5.205.462.937	4.909.829.114	11.456.267.932
8%	1.952.048.601	3.904.097.203	4.296.100.475	8.592.200.949
9%	1.735.154.312	3.123.277.762	3.818.755.977	6.873.760.759
10%	1.561.638.881	2.602.731.468	3.436.880.380	5.728.133.966
11%	1.419.671.710	2.230.912.687	3.124.436.709	4.909.829.114
12%	1.301.365.734	1.952.048.601	2.864.066.983	4.296.100.475
13%	1.201.260.678	1.735.154.312	2.643.754.138	3.818.755.977
14%	1.115.456.344	1.561.638.881	2.454.914.557	3.436.880.380

Como analizar el tema en términos de perpetuidad resulta poco intuitivo, a los fines de visualizar los pagos, se presenta el valor presente de los mismos flujos de pagos a 30 años. Los resultados se muestran en el cuadro 2.

Cuadro 2

Tasa de interes	Valor actual de flujo de fondos igual al promedio de los ultimos once años		Valor actual de flujo de fondos igual al promedio de los ultimos seis años	
	sin regla fiscal	con regla fiscal	sin regla fiscal	con regla fiscal
	156.163.888	156.163.888	343.688.038	343.688.038
3%	3.060.881.130	5.250.805.069	6.736.437.231	11.556.057.639
4%	2.700.391.153		5.943.064.998	
5%	2.400.621.722	3.897.084.806	5.283.327.532	8.576.767.953
6%	2.149.569.552	3.398.841.708	4.730.807.811	7.480.226.398
7%	1.937.844.119	2.987.541.252	4.264.839.017	6.575.029.629
8%	1.758.059.218	2.645.727.839	3.869.165.469	5.822.761.082
9%	1.604.373.760	2.359.765.793	3.530.932.001	5.193.411.135
10%	1.472.143.616	2.118.950.269	3.239.917.737	4.663.420.393
11%	1.357.656.451	1.914.835.328	2.987.952.512	4.214.200.894
12%	1.257.928.848	1.740.723.967	2.768.470.373	3.831.013.766
13%	1.170.550.385	1.591.279.431	2.576.166.424	3.502.113.787
14%	1.093.563.255	1.462.227.696	2.406.731.889	3.218.094.618

La realización de este ejercicio nos permite determinar las posibilidades que tiene la ciudad de Buenos Aires para obtener un monto de dinero a partir de un flujo de fondos asequible, dado que ha logrado obtener este tipo de resultados en el contexto macroeconómico reciente; sin embargo, a una tasa de 10% se pueden obtener $3.239 millones y $4.663 millones mediante la aplicación de una regla fiscal, lo que no alcanzaría a cubrir el gasto de capital de entre dos y tres ejercicios.

Por otra parte, son notorios los efectos de una regla fiscal sobre las posibilidades de financiamiento es decir, un compromiso “creíble” de reducción del gasto para cualquier tasa de interés aumenta significativamente las posibilidades de financiamiento, sobre todo cuando las tasas de interés son bajas o cuando el compromiso fiscal es mayor a la tasa de interés.

Como ya se comentara a lo largo del texto, si el gasto en inversión pública o el gasto de capital se financiara con ingresos corrientes, se estaría generando un subsidio intergeneracional; por lo que los gastos de capital deberían ser financiados con recursos de largo plazo. Bajo esta idea, se prevé la realización de un ejercicio que contemple el gasto de capital financiado con endeudamiento, contrariamente a la financiación por medio de ingresos corrientes.

De esta manera quedaría disponible un flujo anual de recursos corrientes que, en lugar de ser destinados a gasto de capital, podría ser destinado a la constitución de una anualidad. Esta anualidad permitiría la obtención de un valor presente lo suficientemente cuantioso como para ser destinado a la realización de un plan de infraestructura.

Si se realiza el mismo ejercicio y se considera como flujos de pagos a constituir la anualidad a la diferencia entre gastos corrientes y recursos corrientes, se pueden contemplar dos opciones para el tratamiento de este flujo:

a) considerar el porcentaje de la diferencia entre ingresos y gastos corrientes como porcentaje de los ingresos corrientes a lo largo del período 2003-2007, lo que permite considerar un período de tiempo relativamente estable; y, a su vez, al utilizar porcentajes permite eliminar el efecto del contenido nominal en el promedio de los flujos ($1.753 millones)

b) considerar la diferencia entre ingresos y gasto corrientes del año 2007 ($1.102 millones) que corresponde al ultimo año completo publicado por el gobierno de la ciudad de Buenos Aires.

Los resultados se muestran en el cuadro 3.

Cuadro 3

Tasa de interes	Valor actual de flujo de fondos igual al promedio de los ultimos once años		Valor actual de flujo de fondos igual al que se se obtubo en 2007	
	sin regla fiscal	con regla fiscal	sin regla fiscal	con regla fiscal
	1.753.928.071	1.753.928.071	1.102.234.988	1.102.234.988
3%	34.377.764.281		21.604.292.242	
4%	30.328.982.605		19.059.884.123	
5%	26.962.173.371	43.769.443.232	16.944.053.378	27.506.379.855
6%	24.142.523.745	38.173.510.872	15.172.078.504	23.989.683.508
7%	21.764.565.662	33.554.059.957	13.677.679.364	21.086.645.173
8%	19.745.342.219	29.715.040.913	12.408.722.692	18.674.059.856
9%	18.019.250.215	26.503.306.970	11.323.980.944	16.655.684.311
10%	16.534.129.904	23.798.628.491	10.390.674.958	14.955.961.670
11%	15.248.286.835	21.506.146.348	9.582.602.356	13.515.278.856
12%	14.128.213.275	19.550.644.306	8.878.705.607	12.286.367.132
13%	13.146.836.975	17.872.183.487	8.261.971.481	11.231.558.629
14%	12.282.169.156	16.422.760.936	7.718.581.396	10.320.686.470

El cuadro 3 muestra que el valor presente obtenido a partir de estas consideraciones adicionales, se obtiene un monto de financiamiento muy superior al de los casos anteriores. A su vez, si se considera la posibilidad de un compromiso fiscal, que aumente el flujo de pagos un 4% anual, el valor de estos ingresos podría alcanzar un monto de $43.769 millones y de $27.506 millones en el caso que se consideren solamente los ingresos obtenidos en el 2007.

Cabe mencionar que, al considerar el promedio de los porcentajes de ingresos disponibles sobre le total de ingresos percibidos por el gobierno de la ciudad de Buenos Aires, se están teniendo en cuenta un flujo de pagos en términos reales.

Finalmente, a fin de contener estas ideas en un ejercicio, se calculará el valor presente de los flujos de pagos que se generarían a partir de la diferencia entre ingresos y egresos corrientes contenidos en el presupuesto ejecutado promedio de los años 2003-2007, sobre los cuales se considerarán distintos compromisos fiscales.

Este flujo constituye una magnitud en términos reales, con lo cual los incrementos asumidos sobre la misma son independientes de las variaciones de precio. Esto implica que la tasa de descuento utilizada para calcular el Valor Actual de los flujos es una tasa de naturaleza real. En este sentido, cuando se impone una tasa de interés real cualquiera, implica una tasa de interés nominal mayor ya que para obtener esta se le debe adicionar a la tasa de interés real el efecto de la inflación.

A continuación, en el cuadro 4, se muestra los parámetros utilizados en el ejercicio.

Cuadro 4

Resultado promedio 2003-2007		Flujo de fondo	Numero de
Ingreso Corriente	Gasto Corriente	basado en el ingreso	Períodos
11.285.673.258	9.531.745.187	1.753.928.071	**30**

El cuadro 5 muestra los valores presentes obtenidos para distintas combinaciones de interés y regla fiscal. El área sombreada contiene aquellas combinaciones en las que se obtienen valores mayores a 40 mil millones de pesos. Como puede observarse, estas combinaciones corresponden a situaciones en las que el ajuste fiscal es al menos un punto menor a la tasa de interés.

Cuadro 5

	Incremento del resultado corriente						
Tasa de interes	**0%**	**2%**	**4%**	**5%**	**6%**	**8%**	**10%**
	Valores en miles de millones de pesos						
0.5%	48,749	65,437	89,834	106,067	123,982	136,872	141,065
1.0%	45,265	60,316	82,221	96,753	112,812	124,763	128,763
2.0%	39,282	51,586	69,331	81,033	93,994	104,296	107,940
3.0%	34,378	44,505	58,974	68,454	78,978	87,892	91,218
4.0%	30,329	38,720	50,594	58,324	66,919	74,661	77,702
5.0%	26,962	33,961	43,769	50,112	57,174	63,922	66,706
6.0%	24,143	30,020	38,174	43,411	49,248	55,151	57,704
6.5%	22,904	28,302	35,755	40,525	45,845	51,372	53,819
7.0%	21,765	26,732	33,554	37,906	42,760	47,941	50,286
7.5%	20,715	25,292	31,547	35,524	39,960	44,820	47,069
8.0%	19,745	23,970	29,715	33,354	37,414	41,977	44,134
8.5%	18,849	22,755	28,039	31,374	35,096	39,383	41,453

El gobierno de la ciudad de Buenos Aires paga en término de intereses por sus créditos una tasa promedio anual del 5% (total de intereses/ deuda que surge de la contabilidad en el período 2003 y 2007). Suponiendo una tasa de 6% y un ahorro fiscal de 5% se tendría una capacidad de gasto de capital de $ 50 mil millones.

Regla fiscal

En este momento cabe hacer algunas consideraciones respecto a las características que debería tener una regla fiscal. En este ejercicio se asume que la diferencia entre ingresos y gasto corrientes para el 2010 (primer año de implementación) es igual al promedio registrado en el período 2003-2007. A su vez, se asume que el resultado corriente crecerá a una tasa constante por año, sin superara el 1.5% del Producto Bruto Geográfico (PBG). De esta forma, cuando el resultado corriente alcanza este porcentaje del PBG, el primero crece a la misma tasa que el segundo.

Para realizar el ejercicio se asumió que el Producto Bruto Geográfico de la Ciudad de Buenos Aires crecerá en promedio un 3.5% anual (se está considerando que la Ciudad de Buenos Aires tendrá tasas de crecimiento similares a los países desarrollados).

En el cuadro 5 se observa el valor presente a distintas tasas reales de interés y distintas tasas de ahorro fiscal; así, por ejemplo, si bien hasta una tasa de ahorro del 5% la restricción no resulta operativa es decir, que se puede realizar un ahorro fiscal de un 5% anual sin que se llegue a alcanzar un resultado corriente del 1.5% del PBG en un plazo de treinta años. Por otra parte, si la tasa a la que evoluciona el ahorro fiscal, es mayor al 5%, la restricción comienza a operar.

Restricciones al financiamiento en la Ciudad de Buenos Aires

En esta sección se describen algunos aspectos que pueden restringir la capacidad de financiamiento del Gobierno de la Ciudad de Buenos Aires y se realizará un análisis de la situación de endeudamiento actual.

El Régimen Federal de Responsabilidad Fiscal, establecido por la Ley 25917, sancionada el 4 de agosto y promulgada el 24, limita a los gobiernos que hubieran adherido a la mencionada Ley en aspectos de gestión de recursos y presupuesto.

En cuanto a la elaboración del presupuesto, los requisitos establecidos por la Ley hacen referencia a la forma y divulgación de los mismos y pretenden homogeneizarlos a nivel nacional para un mejor análisis y control.

En lo que a gestión de recursos se refiere, el artículo 10, establece los límites en el crecimiento del gasto de los gobiernos subnacionales que adhieren al régimen. Este límite establece que la tasa de crecimiento del gasto público primario, entendido como la suma de los gastos corrientes y de capital, excluidos los intereses, los gastos de capital destinados a infraestructura social básica necesaria para el desarrollo económico social financiado con crédito y los gastos financiados con créditos de organismos internacionales, no podrán superar la tasa de aumentos nominal del producto bruto interno prevista en el marco macrofiscal.

El marco macrofiscal es elaborado por el Gobierno nacional antes del 31 de agosto de cada año presentará ante el Consejo Federal de Responsabilidad Fiscal, el marco macrofiscal para el siguiente ejercicio el cual deberá incluir:

a) Los resultados previstos —resultado primario y financiero— base devengado para el sector público de cada nivel de gobierno.

b) Los límites de endeudamiento para el conjunto de las provincias, la Ciudad Autónoma de Buenos Aires y el Gobierno nacional.

c) Las proyecciones de recursos de origen nacional detallando su distribución por Régimen y por provincia y Ciudad Autónoma de Buenos Aires.

d) La política salarial e impositiva que espera implementar y las proyecciones de las variables que se detallan a continuación: precios, producto bruto interno y tipo de cambio nominal.

Otra restricción importante que establece la Ley, hace referencia a la capacidad de endeudamiento de los gobiernos subnacionales. En este sentido, el articulo 21, establece 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. Por otra parte, Los Gobiernos de las Provincias y la Ciudad Autónoma de Buenos Aires se comprometen a no emitir títulos sustitutos de la moneda nacional de curso legal en todo el territorio del país.

Tal vez la restricción más emblemática de la Ley se encuentra en el artículo 25 de la misma, el cual, se transcribe parcialmente a continuación:

"*Art 25: Los gobiernos provinciales, de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires y de los Municipios para acceder a operaciones de endeudamiento y otorgar garantías*

y avales, elevarán los antecedentes y la documentación correspondiente al Ministerio de Economía y Producción, el que efectuará un análisis a fin de autorizar tales operaciones conforme a los principios de la presente ley. …..”

Este artículo impide a los gobiernos subnacionales realizar operaciones de endeudamiento sin previa autorización del Gobierno Nacional. Sin embargo, no es muy claro el poder restrictivo que tiene esta Ley en cuanto a que la autonomía de las provincias forma parte de la organización federal de gobierno y se encuentra contemplada por la constitución. Por tanto, parece improbable que la adhesión a un régimen de gestión, obligue a los gobiernos subnacional a transferir las decisiones de endeudamiento a la Nación. De hecho, Córdoba y Buenos Aires (provincia y capital) han emitido deuda sin autorización.

Otro aspecto a tener en cuenta, que puede restringir la capacidad de endeudamientos de los gobiernos subnacionales, parece depender en gran medida de el otorgante del crédito: por ejemplo el BID le negó el crédito a la ciudad porque era un requisito que emanaba de un reglamento interno del BID; pero cuando la ciudad quiso emitir sus actuales Letras de Tesorería, no necesitó pedir autorización y los compradores de los bonos tampoco le pidieron a la ciudad ningún requisito más allá de lo estándar en cualquier emisión. Hacia delante, por ejemplo, probablemente puedan obtener un préstamo sindicado bancario o emitir deuda en el mercado de capitales.

Situación del endeudamiento de la Ciudad de Buenos Aires

A continuación se presenta la situación financiera de la ciudad de Buenos Aires, como se detalla en el Plan de Acción de Gobierno (EXPEDIENTE Nº 1.193.049/2009). De dicho expediente surge el detalle contenido en el cuadro 6.

Cuadro 6

Tipo de Deuda	Stock de deuda al 30-09-09
Deuda Financiera	0,6
Proveedores	14,4
Org. Internacionales	211,7
Titlos Públicos	166,7
Deuda Previsional	8,5
Deuda Salarial	0
Cert. Canc. Deuda - Ley 2810	46,1
Bono Faiso - Serie 6	1,4
Letras del Tesoro	5,3
Total	454,7

Los dos grandes componentes de la deuda corresponden a deuda contraída con organismos internacionales (U$S 211.7 millones) y Títulos Públicos.

La deuda total comprende deuda contraída con el Banco Interamericano de Desarrollo (BID); con el Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento (BIRF) y con el Instituto de crédito Oficial de España (U$S 9.6 millones).

El Gobierno de la Ciudad de Buenos Aires ha emitido títulos públicos por un total de, aproximadamente, U$S 166 millones. Esta emisión corresponde a Letras del Tesoro de la Ciudad de Buenos Aires. La última información con la que se cuenta de este tipo de endeudamiento corresponde al 13 de noviembre de 2009, de la cual surge que se renovaron $155 millones y se tomó nueva deuda por $166 millones. La colocación permitió renovar vencimientos de la deuda a una tasa

menor, debido a las condiciones vigentes en ese momento en el mercado que evidenciaban un exceso de liquidez, planeándose una próxima emisión de Letras del Tesoro para el 2 de diciembre. En resumen la colocación de nueva deuda tiene la siguiente conformación:

a) Para la Letra a 48 días la tasa fue de 12,25%, cuando antes había sido de 13,30% %. El adjudicado fue de 83,4 millones de pesos.

b) Para la Letra a 91 días la tasa de corte fue de 13,30%, cuando antes había sido de 14,50%. Adjudicado 80 millones de pesos.

c) Para la Letra de 182 días spread sobre Badlar se logró un spread de 2,24% al igual que hace 15 días. Total adjudicado 2,5 millones de pesos. La diferencia corresponde al tramo minorista.

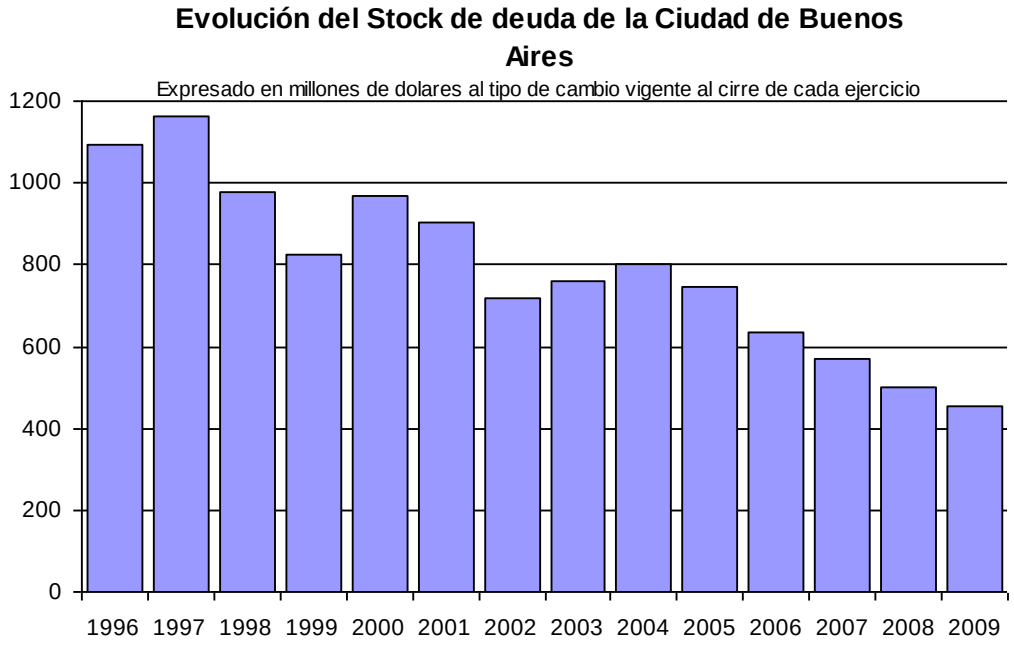
Si bien, las colocaciones de Letes son exitosas en cuanto a tasa, los montos de colocación, a los que se realizan las colocaciones, y los plazos son limitados; siendo estos últimos demasiado cortos para ser considerados en un plan de financiamiento en infraestructura.

Un aspecto a tener en cuenta respecto a las características del endeudamiento es la tasa de interés que paga la ciudad por los compromisos asumidos. La ciudad de Buenos Aires, como lo indica el expediente nº 1.193.049/2009, se compromete a reducir el monto de endeudamiento. A diciembre 2008, la deuda pública total era de $ 1.731,1 millones (U$D 501.3), en tanto que los ingresos totales alcanzaron los $ 12.776,9 millones, con lo cual el stock de deuda representaba un 13,5% de los recursos totales del año. El total de gastos presupuestado para 2009 fue de $ 13.428,0 millones, en tanto que los servicios de intereses alcanzaron los $ 134,7 millones, representado en consecuencia un 1,00%.

La idea rectora detrás de esta política de desendeudamiento gira en torno de la noción sobre lo cual le permitiría a la ciudad obtener una mejor calificación y de esta forma acceder a mejores condiciones de endeudamiento en el futuro.

Cabe mencionar que, si bien la ciudad de Buenos Aires ha ido reduciendo su stock de deuda, como se muestra en el gráfico 17, existe una alta correlación entre la capacidad de colocación de deuda por parte del Gobierno de la Ciudad de Buenos Aires y el rating o desempeño que tenga el Gobierno Nacional en su política de endeudamiento. Esto, de alguna manera, vuelve a poner en dificultades las posibilidades de endeudamiento del gobierno de la ciudad.

Grafico 17



En el cuadro 7 se muestran algunos ejemplos de las condiciones actuales de endeudamiento en Argentina. En primer lugar se distingue una diferencia entre bonos corporativos y bonos emitidos por el sector público; un ejemplo de ellos es

el caso de Telefónica de Argentina y Pan American Energy que, a la fecha de elaboración del cuadro tienen una TIR más bajas que la tasa de emisión, hecho que no ocurre en los bonos del sector público.

Por otra parte, el mejor desempeño mostrado por el gobierno de la ciudad de Buenos Aires en término de deuda no muestra, en la actualidad, una diferenciación respecto a otros bonos subnacionales así, por ejemplo, los bonos de la Provincia de Neuquén muestran un mismo rating de calificación que la ciudad de Buenos Aires pero, sin embargo, la TIR de los primeros es menor que la de los segundos. Esto probablemente se deba a que el bono de la Provincia de Neuquén vence en el 2014 mientras que, el de la Ciudad de Buenos Aires, vence en el 2011 y, cuánto más lejos se está del vencimiento, el mercado le asigna un menor riesgo. Finalmente las tasas a las que se está endeudando el gobierno de la Ciudad de Bueno Aires está en el orden de los 9.4% en dólares.

Cuadro 7

Emisor	Cupon	Fecha pago	Moneda	Calificación	tasa
TELEFONICA DE ARGENTINA	9,125	11/07/2010	u$s	B+	2,918
BCO HIPOTECARIO SA	9,750	11/16/2010	u$s	B+	9,218
CITY OF BUENOS AIRES	7,875	4/112011	u$s	B-	9,409
TELEFONICA DE ARGENTINA	8,850	08/01/2011	u$s	B-	4,563
PAN AMERICAN ENERGY, LLC	7,750	02/09/2012	u$s	B+	5,116
BANCO HIPOTECARIO SA	6,000	12/01/2013	u$s	B-	9,645
BCO DE GALICIA Y BUENOS	7,000	01/01/2014	u$s	B-	9,062
PROVINCE DEL NEUQUEN	8,656	10/18/2014	u$s	B-	7,794

Fecha: 6 nov. 2009

Si bien las algunas calificadoras de riesgo le dan una mejor calificación a la ciudad de Buenos Aires respeto de la Nación. El Gobierno de la ciudad debería iniciar acciones para lograr una mejor posición en el mercado de financiamiento.

Alternativas para el financiamiento de la ciudad

A lo largo de este documento se señaló la relevancia de los ingresos presentes en la capacidad de financiamiento de largo plazo. En esta sesión se especificarán algunas alternativas para incrementar los ingresos corrientes; como así también, algunos instrumentos de financiamiento.

Posibles fuentes de financiamiento

- *Préstamos bancarios sindicados*

Desaparecidas las AFJP, y siendo improbable que ANSeS disponga de los recursos o la decisión para brindar financiamiento a la Ciudad, surge la alternativa del sistema bancario como una fuente potencial de fondeo de la magnitud requerida por el plan de obras propuesto. Si bien el BCRA impone ciertos limites a la posibilidad de los bancos para brindar financiamiento a los gobiernos nacional, provinciales y municipales (en forma global la fracción de su cartera activa dedicada a estos deudores no puede exceder el 35% del activo y hasta un 75% de la Responsabilidad Patrimonial Computable de la entidad). Para el caso de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires, los bancos podrían prestarle hasta un 10% de la Responsabilidad Patrimonial Computable.

Los bancos privados se encuentran en la actualidad bien por debajo de ese límite además, el sistema bancario posee reservas sin aplicar que exceden los $65.000 millones, de modo tal que resultaría viable un modelo de financiamiento en el que la Ciudad se endeude con un grupo de bancos (sindicato) de modo de minimizar el incremento en la exposición al sector publico de cada uno de los participantes, así

como también evitar los problemas presentados por otras regulaciones (fraccionamiento de riesgo crediticio).

En la actualidad, la Responsabilidad Patrimonial Computable del sistema financiero argentino está en el orden de $39.542 millones (agosto de 2009), con lo que podría obtenerse un financiamiento para la Ciudad de Buenos Aires de $3.900 millones y no seria posible obtener el fondeo para el plan completo en una sola colocación, pero podría desarrollarse un programa ligado a la secuencia de erogaciones anuales.

Si bien el sistema financiero argentino tendría capacidad para financiar un monto de obras de aproximadamente $50.000 millones, no podría proporcionar los fondos de una sola vez. En este sentido un préstamo de estas características debería ser subdividido en distintos años. Por otra parte, las restricciones de financiamiento al sector público, imposibilitan a los bancos a prestar mas allá de un límite de su patrimonio, independientemente del volumen de fondeo que tengan disponible.

Subdividir el crédito, a fin de que los fondos del sistema financiero sean suficientes, es un hecho natural. Con los ejercicios realizados anteriormente no se pretendía lograr un financiamiento equivalente al monto total necesario para la realización del un plan de obra de $50000 millones sino que, se pretendía analizar las capacidades de financiamiento de la ciudad. Por lo tanto, no habría impedimento en subdividir los pedidos de financiamiento por parte de la ciudad de manera tal que este permita realizar las obras en tiempo y forma.

Los límites que el Banco Central de la República Argentina impone a las entidades financieras respecto al financiamiento del sector público son muy estrechos e imposibilitan obtener financiamiento del sistema financiero independientemente de

que la ciudad de Buenos Aires podrían hacer frente a su obligaciones. Una forma de lograr relajar esta restricción es la constitución de un fideicomiso que securitice el flujo de fondos generado por la Administración de la Ciudad de Buenos Aires. De esta forma se podrá extraer de la orbita del sector público el flujo de fondos y ser utilizados por el sistema financiero como un activo independiente del fiduciante.

Una primera aproximación a la idea de utilizar un fideicomiso como herramienta de financiación del sector público debería tener las siguientes características:

1) un activo que se pueda transmitir en propiedad al fideicomiso;

2) un administrador que se encargue de la emisión de títulos valor negociables con oferta pública (certificados de participación); y

3) inversores con suficiente capacidad de fondeo para que, con lo mismos, se pueda cumplir con el cronograma de ejecución

El primer inconveniente que surge al considerar esta alternativa es la constitución de un activo, por parte del sector público, cuya propiedad se pueda transmitir al fideicomiso. Esto sería censillo si se tratara de un flujo de fondos como es el caso de, por ejemplo, cobros de peaje; sin embargo, en este caso, no existe un flujo independiente de la acción del sector público es decir, del fiduciante, lo que generaría un conflicto de intereses.

Para resolver este conflicto de intereses es necesario constituir un fondo, cuya conformación sea independiente de las decisiones del sector público y se vincule a un flujo de recaudación. En este sentido, si bien la conformación de una regla fiscal permite aumentar los ingresos disponibles a lo largo del tiempo, la realización de un arreglo institucional permitiría automatizar la acumulación de los

ingresos en un fondo y, una vez que los ingresos se han dirigido al fondo, estos quedan por fuera de la capacidad del poder ejecutivo de hacer uso de los mismos. Esto le daría transparencia a la generación del flujo de fondos y permitiría utilizar una fracción o un monto fijo sobre de la recaudación de un impuesto, como puede el caso de ingresos brutos.

- *Bono a largo plazo deducible de impuestos*

La emisión de un bono conjuntamente con una garantía negociable (puede ser vendido a terceros) que permita, en caso de cesación o restructuración de pagos, utilizar el principal del bono para el pago de impuestos y tasas municipales. Esta alternativa, según especialistas que se desempeñan en el sector financiera y que han chequeado el mercado, reviste cierto interés en los clientes particulares (no institucionales ni empresas).

Al respecto se debería considerar la posibilidad que estos bonos sean transferibles en un mercado secundario y que puedan ser adquiridos por inversores institucionales y empresas los cuales puedan utilizar los mismos para descontar impuestos por alguna fracción del valor nominal. Esto le daría un mayor volumen y certidumbre a los bonos, ya que cuando los bonos pierdan precio por debajo de aquel en el que las empresas pueden utilizarlos para descontar impuestos saldrían al mercado a adquirir los mismos

- *Bono a largo plazo con pagos vinculados a la recaudación de ingresos brutos de la ciudad.*

La emisión de un bono vinculado a la recaudación de un impuesto ligado a la actividad reduce por un lado la incertidumbre en el pago (siempre y cuando el porcentaje destinado a este concepto este determinado anteriormente a cada año fiscal) y por otro alinea los intereses del deudor con los del acreedor.

- Bonos emitidos en el exterior

Como se comento en la sección “Situación de endeudamiento de la Ciudad de Buenos Aires”, resuelta la restricción de la ley de responsabilidad fiscal, la Ciudad podría aprovechar su situación de endeudamiento y colocar deuda en el exterior.

Posibles fuentes de recursos

- Impuesto a la congestión del transporte pesado que ingresa a la ciudad

En la actualidad pasan por la Av. Ing Huergo un total de 9.000 camiones de 4 ejes o más por día, de los cuales, 3.400 camiones ingresan al Puerto Nuevo de Buenos Aires. Una alternativa de generación de ingresos adicionales y que, a su vez, preserve el estado de la infraestructura vial en la zona es cobrar una tasa de congestión a la circulación del transporte pesado pasante en el centro de la ciudad.

De esta forma, un camión que entra a la ciudad para dirigirse al Puerto Nuevo de Buenos Aires, puede descontar el pago de la tasa y, finalmente no paga en absoluto; mientras que, un camión que atraviesa la ciudad, no puede descontar la misma. Así, por ejemplo, si se pagara una tasa de congestión de U$S15 por camión y, a su vez, se redujera a la mitad los camiones pasantes.

Con esta medida se puede lograr dos efectos simultáneos, por un lado se generar un ingreso de, aproximadamente, U$S15.5 millones al año ($51,1 millones) y, por otra parte, reducir la congestión en la zona y el consecuente daño a la infraestructura. A su vez la reducción de la congestión en la zona portuaria permitiría una mayor fluidez en la circulación de camiones que ingresen al puerto y

la liberación de espacios públicos que son utilizados como estacionamiento de camiones.

El costo de al tarifa puede parece ser alto, sin embargo, la tarifa en Londres por el mismo cargo, que se realiza a los automóviles, es de 8 £ si es pagada antes de la medianoche del día del desplazamiento y de 10 £ si la abona antes de la medianoche del día siguiente al día de desplazamiento. El esquema de pagos opera sobre los incentivos de los automovilistas ya que si no pagan, deberán pagar una multa de 50 £ (si el impago se prologan 14 días, la multa ascenderá a 100 £).

En el cuadro 8, se presenta una síntesis de la implementación de una tasa a la congestión asumiendo que el tráfico en la calle Ing Huergo se reduciría a la mitad.

Cuadro 8

Circulación de Camiones por la calle Ing. Huergo

Circulación diaria de camiones de cuatro ejes o más	9,000
Ingreso a puerto de Buenos Aires	3,400
Camiones pasantes por dia	5,600
camiones pasantes por año	2,044,000
Tasa por congestión en $	50
Reducción de la circulación del trafico pasante	50%
Recaudación potencial si se redujera el trafico a la mitad	**51,100,000**

Por otra parte, si el mismo criterio se aplica a la circulación de automóviles se podría reducir significativamente la congestión. Si se aplicase una tasa de congestión al ingreso de automóviles al macrocentro (zona comprendida entre Córdoba, Belgrano, Pueyrredón, Jujuy y Paseo Colón) o a la Ciudad de Buenos Aires, se podría obtener el siguiente resultado más allá de los beneficios de la reducción de la congestión y la consecuente agilización del transporte público.

El cuadro 9 muestra la cantidad de automóviles que ingresan a la ciudad, como aquellos que ingresan al macroentro; claro está que, la aplicación de una tasa de congestión sobre aquellos automóviles que ingresan a la ciudad puede ser de difícil implementación por lo que se muestran combinaciones de aplicación a la ciudad y al macrocentro.

El cuadro muestra la aplicación de una tasa de congestión de $2 para aquellos vehículos que ingresan a la ciudad y al macrocentro (Alternativa A) nótese que, cuando un vehículo ingresa a la ciudad y posteriormente ingresa al macrocentro paga un total de $4. A su vez, para la determinación de los ingresos provenientes de esta medida, se ha supuesto una reducción del tráfico de vehículos de un 30%; así, por ejemplo, la alternativa B genera un flujo de ingresos anuales de $876 millones.

La ultima fila del cuadro ("Ingreso total $") hace referencia a la suma de los ingresos resultante de cada una de las alternativas conjuntamente con los ingresos generados por la implementación de una tasa de congestión a la circulación de camiones.

Cuadro 9

Circulación de automoviles

	Alternativa A	Alternativa B	Alternativa C
Vehículos que entran diariamente a la ciuad de Bueno Aires	800,000	800,000	800,000
Parque automotor de la ciudad	1,600,000	1,600,000	1,600,000
Vehiculos que ingresan diariamente al macrocentro	600,000	600,000	600,000
Tasa de congestión por ingresar a la ciudad $	2	0	4
Tasa de congestión por ingresar al macrocentro $	2	4	0
Vehiculos que ingresan anualmente a la ciudad	292,000,000	292,000,000	292,000,000
Vehiculos que ingresan anualmente al macrocentro	219,000,000	219,000,000	219,000,000
Recaudación por el ingreso a la ciudad	***584,000,000***	***0***	***1,168,000,000***
Recaudación por el ingreso al macrocentro	***438,000,000***	***876,000,000***	***0***
Total de recudación por la tasa de congestión	**1,022,000,000**	**876,000,000**	**1,168,000,000**
Reducción de la congestión	30%	30%	30%
Si el ingreso a la ciudad se redujera	**715,400,000**	**613,200,000**	**817,600,000**
Ingreso total ($)	**766,500,000**	**664,300,000**	**868,700,000**

Fuente: elaboración propia en base a datos difundidos por Artemio López (datos correspondientes a 2006)

Como los datos contenidos en el cuadro 9 corresponden a información estimada para el año 2007 se consideró, en el cuadro 10, información relevada entre especialistas en el área de transporte para la circulación de vehículos para el año 2009.

Cuadro 10

Circulación de automoviles

Vehículos que entran diariamente a la ciuad de Bueno Aires	1.350.000	1.350.000	1.350.000
Vehiculos que ingresan diariamente al macrocentro	800.000	800.000	800.000
Tasa de congestión por ingresar a la ciudad $	2	0	4
Tasa de congestión por ingresar al macrocentro $	2	4	0
Vehiculos que ingresan anualmente a la ciudad	492.750.000	492.750.000	492.750.000
Vehiculos que ingresan anualmente al macrocentro	292.000.000	292.000.000	292.000.000
Recaudación por el ingreso a la ciudad	***985.500.000***	***0***	***1.971.000.000***
Recaudación por el ingreso al macrocentro	***584.000.000***	***1.168.000.000***	***0***
Total de recudación por la tasa de congestión	**1.569.500.000**	**1.168.000.000**	**1.971.000.000**
Reducción de la congestión	30%	30%	30%
Si el ingreso a la ciudad se redujera	**1.098.650.000**	**817.600.000**	**1.379.700.000**
Ingreso total ($)	**1.149.750.000**	**868.700.000**	**1.430.800.000**

Fuente: elaboración propia en base a datos suministrados por especialistas

El flujo de ingresos comprende el resultado de la aplicación de la tasa de congestión aplicada a la circulación de camiones por la calle Ing. Huergo y a la circulación de automóviles. Este ingreso puede ser considerado como una fuente de recursos para la realización, mantenimiento o puesta en valor de la infraestructura de la ciudad. Este monto puede ser utilizado para constituir una anualidad que, por medio de un fideicomiso, se obtenga un valor presente.

El cuadro 11 muestra el valor presente de la anualidad a 30 años para distintas tasas de interés; en este caso las tasas de interés utilizadas pueden ser nominales, con lo cual, para lograr un flujo de fondos que asegure una tasa real de interés, debe realizarse algún tipo de indexación del flujo de fondos que esté vinculado con la evolución de precios. Esto no constituye un problema legal, si es que la indexación se realiza por medio de un índice que no esté bajo control del gobierno de la ciudad.

Cuadro 11

Tasa de interes	Valor actual por el flujo de fondos que se generaría como resultado de la aplicación de una tasa de congestinón. Alternativa de implementación		
	A	B	C
	1,149,750,000	868,700,000	1,430,800,000
3%	22,535,607,442	17,026,903,400	28,044,311,483
4%	19,881,515,287	15,021,589,328	24,741,441,247
5%	17,674,475,568	13,354,048,207	21,994,902,929
6%	15,826,114,616	11,957,508,821	19,694,720,412
7%	14,267,295,101	10,779,734,076	17,754,856,125
8%	12,943,636,399	9,779,636,390	16,107,636,407
9%	11,812,133,736	8,924,723,267	14,699,544,205
10%	10,838,594,908	8,189,160,597	13,488,029,219
11%	9,995,688,011	7,552,297,609	12,439,078,414
12%	9,261,447,767	6,997,538,313	11,525,357,221
13%	8,618,127,542	6,511,474,143	10,724,780,941
14%	8,051,313,063	6,083,214,314	10,019,411,812

- Registro de servicios de mensajería

Otro aspecto que reviste cierto interés debido a la falta de una regulación en la actividad, es el servicio de mensajería que se realiza en la ciudad por medio de una motocicleta y que habitualmente se los conoce como “motoqueros”. De esta actividad no se cuenta con información y, por tanto no es posible realizar un análisis como se hiciera para camiones y automóviles. Sin embargo, se debería realizar un análisis al respecto para determinar los efectos que esta actividad causa sobre la congestión ya que, de generar aumentos en al congestión debería asignársele una tasa.

- Impuesto a los ingresos brutos

La ciudad de Buenos Aires exime del pago de ingresos brutos a los profesionales que se desempeñan en la misma. Muchos profesionales desarrollan su actividad en la ciudad de Buenos Aires y algunos de ellos tienen domicilio real en la provincia de Buenos Aires mientras que su domicilio fiscal se encuentra en la Ciudad de Buenos Aires y, tanto unos como otros no pagan impuesto a los Ingresos Brutos. La Ciudad de Buenos Aires podría cobrar una alícuota por Ingresos Brutos menor a la que cobra la provincia de Buenos Aires por este concepto y no producir movilidad en la actividad.

Se desconoce la recaudación que se generaría producto de esta política ya que, como en la ciudad de Buenos Aires están exentos, no se declaran ingresos por estas actividades. Sin embargo, se podría considerar la información declarada a la AFIP en estas actividades y sobre las mismas aplicar una alícuota.

- Registro de uso de servicios públicos

Registro de personas que utilizan servicios públicos en la ciudad de Buenos Aires y que no son residentes (ej. Hospitales) con el fin de descontarlo de servicios que paga la ciudad a otras jurisdicciones (Ej. La disposición de residuos).

Conclusiones

La Ciudad de Buenos Aires tiene muchas condiciones como para financiar un plan de infraestructura integral. La principal estrategia para el logro de este objetivo es luna modificación de la estructura de gasto de la Ciudad de Buenos Aires. Una estrategia en la que el gasto en infraestructura deje de ser afrontado con ingresos corriente y pase a ser financiado con ingreso corriente es la más adecuada.

De esta manera los pagos de intereses por la financiación pueden ser afrontados con ingresos corrientes mientras que la amortización que, finalmente, es el pago del gasto en infraestructura sea prorrateado en los años que se espera genere beneficios la misma. El prorrateo de la amortización del capital cumple, a su vez, con la eliminación del subsidio intergeneracional.

Si la Ciudad de Buenos Aires destinara el monto de ingresos corrientes que hoy asigna al pago del gasto de capital a la constitución de una anualidad podría obtener, siguiendo un compromiso de aumento en la eficiencia fiscal, montos de aproximadamente $40000 millones.

La Ciudad de Buenos Aires tiene potencial para obtener ingresos adicionales, en partícula si esta misma estrategia se utiliza para ingresos que pueden provenir de la utilización de la infraestructura, como la circulación de vehículos, y constituir en torno a este flujo de ingresos un fideicomiso la Ciudad es capaz de obtener (con una tasa de descuento de 5%) un valor presente equivalente a 4 veces el gasto de capital incorporado el presupuesto de 2009.

Bajo estas condiciones la Ciudad debe encarar un rol más activo para obtener financiamiento tanto interno como externo. Debe tener en cuenta sus capacidades

para la generación de ingresos, como así también los aumentos de eficiencia, y ser capaz de transmitirla a los inversores.

Indice

Introducción 1

Situación Fiscal de la Ciudad de Buenos Aires..... 2

Composición de ingresos y Gastos de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires..... 5

SOSTENIBILIDAD FISCAL 13

SOSTENIBILIDAD EN EL CORTO PLAZO 15

SOSTENIBILIDAD FISCAL EN EL LARGO PLAZO 24

Regla fiscal 31

Restricciones al financiamiento en la Ciudad de Buenos Aires 32

Situación del endeudamiento de la Ciudad de Buenos Aires..... 35

Alternativas para el financiamiento de la ciudad 39

Posibles fuentes de financiamiento 39

Posibles fuentes de recursos 43

Conclusiones..... 50

Indice..... 52