

6 de julio de 2023¹

Provincia de Buenos Aires 2037

Por detrás de los soberanos, BUENOS 37A (BA37D) son los bonos argentinos más operados en el mercado internacional. Es más, este bono de la Provincia de Buenos Aires tiene incluso más liquidez que muchos de los bonos soberanos. Por esta razón, la Provincia despierta mucho interés en los fondos del extranjero. La Provincia tiene tres bonos en dólares Ley Nueva York producto del último canje de deuda: BUENOS 37A, BUENOS 37B (BB37D) y BUENOS 37C (BC37D). BUENOS 37A es un bono líquido con un potente tamaño de emisión de USD 6,2 billones. En cambio, las emisiones de BUENOS 37B y BUENOS 37C son bastante menores con USD 778 y 153 millones, respectivamente. La liquidez de estos títulos también es considerablemente más acotada en relación al BUENOS 37A.

La Provincia explica cerca del 35% del PBI y concentra casi el 40% de la población del país. Sus bonos no operan exactamente como los soberanos, pero tampoco como el resto de la curva provincial. Por sus características (tamaño de emisión, estructura de pago, cupones, duration, tratamiento durante el último canje, etc.), BUENOS 37A parecería estar más cerca de los soberanos que del resto de los bonos provinciales. En este *Resumen*, repasaremos los datos fiscales y de deuda de la Provincia, algunas particularidades de las elecciones de este año y haremos un breve análisis comparativo frente a los bonos soberanos.

Resultado fiscal y deuda provincial

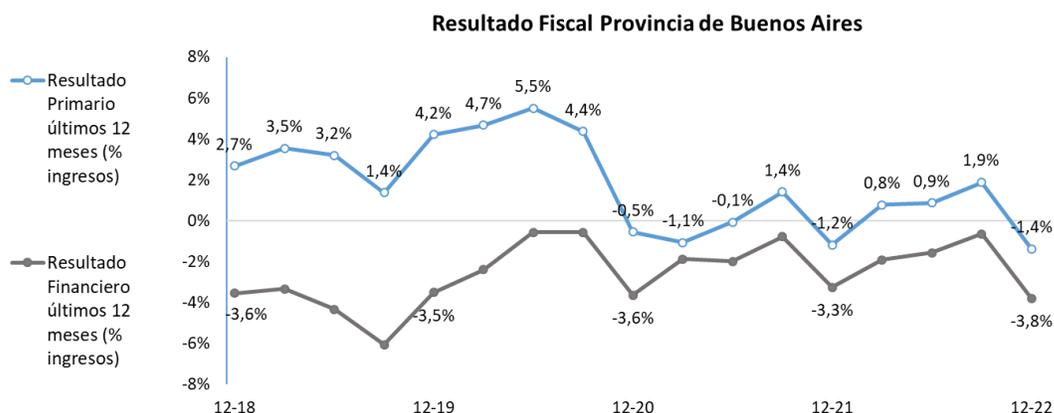
La administración de Kicillof heredó un abultado superávit fiscal primario de la administración anterior. Desde 2016 al 2019 el resultado primario provincial mejoró marcadamente, en sintonía con la Nación, luego del ajuste ineludible a partir de 2018. Sin embargo, la actual administración provincial también heredó un déficit financiero producto del peso de los intereses de la deuda y una carga de vencimientos desafiante en el corto plazo. Como veremos, el problema de la Provincia era la posibilidad de rollover más que el tamaño de la deuda en sí mismo, con mercados completamente cerrados cualquier vencimiento luce impagable.

Al asumir la administración Kicillof, la gobernación tenía dos posibilidades: la primera opción era ajustar los gastos para mostrar un mejor resultado financiero y con ello buscar la posibilidad de abrir el mercado voluntario de deuda. La segunda opción era defaultear, postergar los vencimientos y bajar los cupones para achicar la carga de intereses. Como era de esperar y siguiendo el camino de la Nación, la Provincia optó por la segunda opción. Los dirigentes políticos de la Argentina no suelen evaluar los costos reputacionales. El incumplimiento de los contratos tiene efectos de largo plazo en el costo de fondeo, los flujos de inversión y por ende el crecimiento económico. Lamentablemente, el administrador de turno en Argentina suele priorizar el corto plazo. Muy distintos son los incentivos en las empresas privadas, donde los costos reputacionales pesan y el buen rendimiento en los últimos años de los bonos corporativos argentinos es el fiel reflejo de esto.

¹ Precios al cierre del 5 de julio.

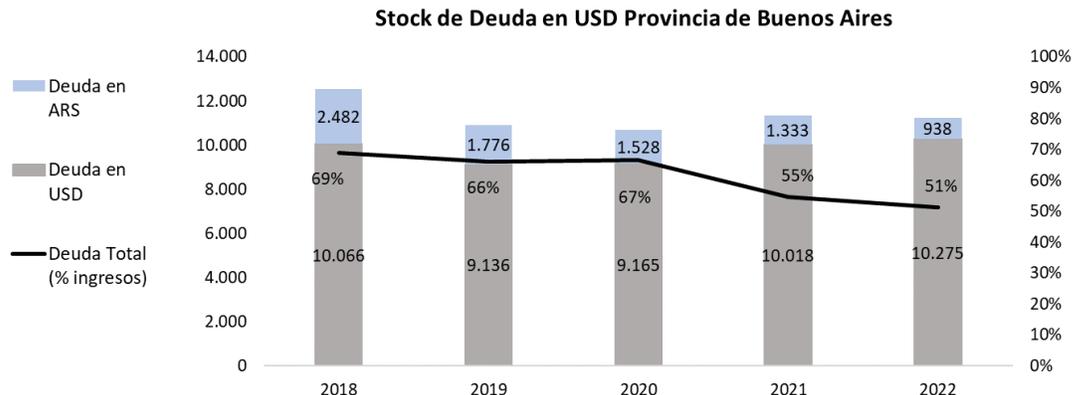
La Provincia perdió el superávit primario durante la pandemia y nunca más lo recuperó, el resultado primario desde entonces estuvo más cerca del equilibrio. Al considerar los intereses, el déficit financiero representa entre 3 y 4 puntos de los ingresos fiscales. Sintetizando, si bien el Gobierno de Kicillof no pudo mantener el superávit primario heredado, las finanzas públicas provinciales se han mantenido cerca del equilibrio. Sin embargo, los números agregados esconden un dato importante. La Provincia se benefició de la decisión del Gobierno Nacional de quitarle cerca de 2 puntos de coparticipación a la Ciudad de Buenos Aires (CABA) durante el último trimestre del 2020. Algo más de la mitad de esos fondos fueron a la Provincia de Buenos Aires. En diciembre del año pasado, la Corte Suprema falló a favor de CABA en la disputa por los fondos de coparticipación. Si bien el fallo de la Corte no afecta directamente a la Provincia, al final del día la coparticipación es un juego de suma cero. La clave, como de costumbre, estará en el signo político de la Nación y la Provincia a partir de diciembre de 2023. Más allá del régimen de coparticipación, las transferencias discrecionales de Nación a las provincias terminan siendo la variable de ajuste.

En términos comparativos, la Provincia de Buenos Aires se encuentra entre las peores provincias en términos de números fiscales. Si bien, como mencionamos, los números fiscales lucen más sanos en relación al balance fiscal del Tesoro Nacional, Buenos Aires se encuentra lejos del superávit financiero exhibido por otras provincias grandes como Córdoba, Santa Fe o CABA. Vale remarcar que a grandes rasgos hay tres grupos de provincias que emiten bonos. El primero son las grandes y muy productivas (Buenos Aires, CABA, Santa Fe, Córdoba y Mendoza), donde buena parte de los ingresos provienen de la propia recaudación provincial. El segundo grupo son las petroleras/gasíferas (Chubut, Tierra del Fuego y Neuquén), cuyos bonos tienen garantías y los ingresos fiscales se potencian con las regalías. El tercer grupo sería el resto (Entre Ríos, La Rioja, Salta, Río Negro, Chaco y Jujuy), un grupo muy heterogéneo donde la característica que comparten es la fuerte dependencia de los ingresos federales.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del DNAP y Hacienda y Finanzas de PBA.

Volvemos a Buenos Aires. En términos de endeudamiento, el peso de la deuda provincial sobre los ingresos totales es algo superior al promedio del resto de las provincias. Por otro lado, el ratio de deuda contra el PBI geográfico se ubica en torno al promedio provincial. La deuda ha caído estos años en relación a los ingresos de la Provincia. En la actualidad, ronda el 50% de los ingresos totales, cuando en 2018 llegó a explicar el 68%. Este número es algo mentiroso debido al atraso cambiario. Como se puede observar en el gráfico a continuación, la inmensa mayoría de la deuda esta denominada en moneda extranjera. Con lo cual, ante un sinceramiento del tipo de cambio real oficial, el nivel de deuda se incrementaría, tanto en relación a los ingresos como con respecto al PBI geográfico. Dicho esto, aún suponiendo una corrección del tipo de cambio real, la deuda de la Provincia seguirá por debajo del 10% del PBI geográfico. En resumen, el nivel de deuda no parece ser el problema, el gran inconveniente es la posibilidad de rollover. Perdone que seamos algo repetitivos, pero cualquier deuda luce insostenible con mercados cerrados.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del DNAP y Hacienda y Finanzas de PBA.

Sistema electoral, riesgo político y encuestas

El sistema electoral de la Provincia de Buenos Aires difiere a la Nación. A nivel nacional hay segunda vuelta electoral si ninguna fórmula obtiene más del 45% de los votos positivos, o más del 40% de los votos con una diferencia de 10 puntos con respecto a la segunda fórmula. En la Provincia no hay ballotage, con lo cual, el candidato que quede en primer lugar en la elección de octubre será el próximo Gobernador. Por lo tanto, el oficialismo provincial (Unión por la Patria) parece tener mejores chances de conseguir la reelección que el oficialismo nacional. Las encuestas en la Provincia muestran por el momento una elección muy pareja. Las elecciones de la Provincia son el mismo día que las nacionales, por consiguiente, el corte de boleta en la provincia y el resultado de Milei a nivel presidencial serán determinantes claves en el resultado provincial. Las buenas chances de Kicillof a seguir en la Gobernación son un factor importante para el mercado de renta fija.

Intención de voto últimas encuestas Provincia de Buenos Aires

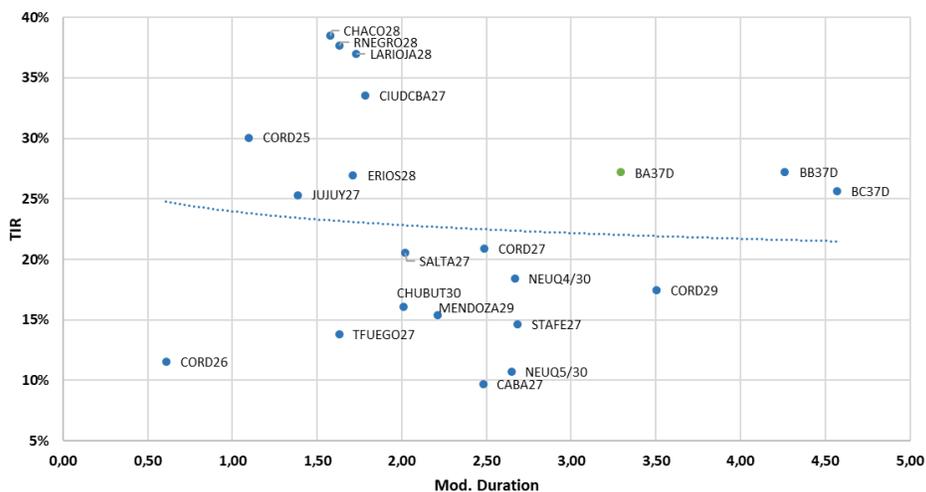
Fecha	Consultora	Unión por la Patria	Juntos por el Cambio
27-30 de Junio 2023	Circuitos	27,4%	30,6%
28 de Junio 2023	Proyección Consultores	37,3%	32,2%
2-5 de Junio 2023	Consultora Tendencias	27,9%	27,3%
1-5 de Junio 2023	Federico Gonzáles & Asociados	29,1%	29,4%
		29,1%	28,7%
2-7 de Mayo 2023	Analía del Franco Consultores	29,0%	29,4%
		37,6%	28,6%
3-6 de Mayo 2023	Federico Gonzáles & Asociados	28,5%	27,3%
12-14 de Abril 2023	Circuitos	29,7%	44,3%
	Promedio simple	30,6%	30,9%

Fuente: Elaboración propia en base a datos de diarios locales.

BA37D vs Soberanos

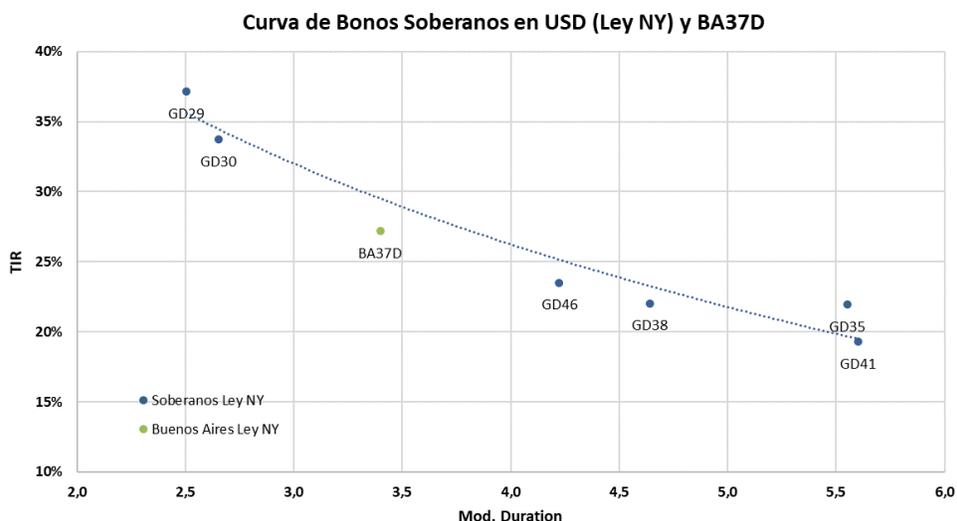
La curva provincial de rendimientos contra duration muestra muchas disparidades, no solamente por el riesgo de crédito de las diferentes provincias sino también por el efecto paridad. La parte corta de la curva muestra rendimientos muy altos debido al efecto convergencia a vencimiento. En los bonos cortos la baja paridad incrementa fuertemente la TIR. Muchas veces esto trae lecturas confusas. Recuerde que la TIR supone que los bonos se pagan en tiempo y forma, supuesto algo fuerte para los bonos provinciales y soberanos argentinos. Hecha esta aclaración, los bonos de Buenos Aires parecen bastante atractivos dentro de la curva provincial. No sólo por su rendimiento, sino también por su paridad. La baja paridad es un fuerte atractivo. Dada la facilidad del país para incumplir contratos, la menor paridad es buena cobertura ante eventuales incumplimientos. La buena salud fiscal que las provincias gozan en la actualidad, probablemente se vea amenazada el próximo año. Parte del gran ajuste fiscal que la Nación debe enfrentar lo deberá compartir con las provincias. Si bien el régimen de coparticipación federal es casi imposible de modificarse, la Nación tiene otros mecanismos para compartir el ajuste como lo son las transferencias discrecionales. Creemos que acá habrá bastante conflicto entre la Nación y las provincias.

Curva de Bonos Provinciales en USD (Ley NY)



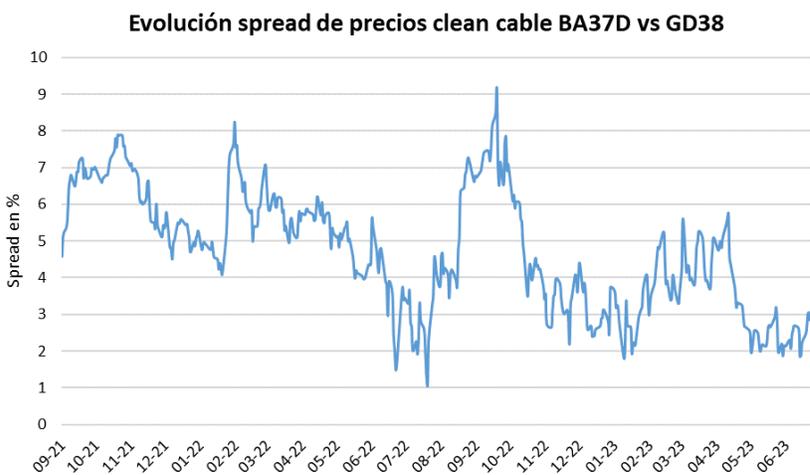
Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bloomberg.

Como mencionamos, los bonos de la Provincia de Buenos Aires se asimilan más a los soberanos que al resto de las provincias por varios motivos: estructura de amortización, cupones, plazos, tamaño de emisión y condiciones del ultimo canje. Como se puede ver a continuación, BUENOS 37A opera muy cerca de la curva soberana. Para facilitar el análisis, nos centraremos en la comparación con el ARGENT 38 (GD38) que tiene el flujo de fondos más parecido. Las conclusiones pueden extrapolarse al resto de la curva soberana Ley NY.



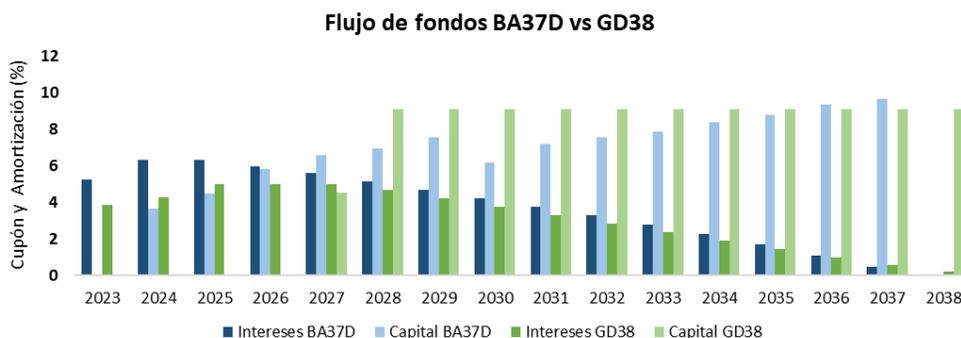
Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bloomberg.

El primer punto es la dinámica de precio. El gráfico a continuación muestra el spread entre BUENOS 37A y el ARGENT 38. El spread se encuentra muy cerca de los mínimos, BUENOS 37A luce barato frente al soberano en relación a los últimos meses. Desde mediados de abril, los soberanos han mostrado una mejor performance.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bloomberg.

BUENOS 37A paga mayores cupones en relación al ARGENT 38. El cupón anual provincial es de 6.375% para 2024 y 6.625% a partir del 2025. En caso del ARGENT 38, el cupón anual es de 4.25% para 2024 y 5% a partir del 2025. Además, BUENOS 37A comienza a amortizar a partir de 2024 mientras que el ARGENT 38 comienza a amortizar recién el 2027. Como se puede ver en el siguiente flujo de fondos acumulado, los flujos totales son considerablemente mayores en el bono de la Provincia.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bloomberg.

Como sabemos, no todos los bonos responden de igual forma ante una caída en los rendimientos exigidos por el mercado, básicamente cada bono tiene una sensibilidad diferente a los movimientos en los rendimientos (modified duration). En el cuadro a continuación, detallamos que pasaría con las cotizaciones de los bonos ante cambios en el riesgo percibido por el mercado (TIR). En un eventual escenario de caída del riesgo país, la suba potencial en el BUENOS 37A luce más atractiva que en el ARGENT 38. BUENOS 37A es un buen bono para aquellos que quieran posicionarse frente al escenario de normalización macroeconómica del país.

Simulación de precios tras cambios de TIR

	BA37D	GD38
Precio Actual	41,15	38,89
TIR actual	28,6%	22,6%
TIR	22%	50,73
	20%	54,47
	18%	59,00
	16%	64,03

Simulación de rendimientos obtenidos tras cambios de TIR

	BA37D	GD38
TIR	22%	2%
	20%	12%
	18%	22%
	16%	35%

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bloomberg.

En resumen, los spreads actuales entre los BUENOS 37A y los soberanos Ley NY se encuentran cerca de los mínimos, dando un buen punto de entrada en el bono provincial. Tomando como ejemplo el ARGENT 38, el flujo de fondos de cada bono debería traducirse en una mayor diferencia de precio. Parecen muy atractivos los BUENOS 37A. A nuestro juicio, la compresión del spread se explica por las elecciones, claramente Kicillof es más competitivo que Massa a nivel nacional. Una potencial relación tensa entre un futuro gobierno Kicillof en la Provincia con Cambiemos en la Nación podría explicar parte del recorte en el spread. Sin embargo, aun en este escenario, no vemos una disociación entre la Nación y la Provincia en cuanto a una potencial reestructuración. En otras palabras, si Nación abre el mercado voluntario pensamos que la Provincia también conseguiría acceso. Si Nación reestructura su deuda, la Provincia seguramente también tendrá que reestructurar. Por otro lado, BUENOS 37A tiene un atractivo extra en el caso de que Cambiemos logre imponerse en la Provincia de Buenos Aires.

En general vemos a los provinciales caros frente al soberano. Creemos que la buena salud fiscal de las provincias se verá amenazada el año próximo. Parte del gran ajuste fiscal que la Nación debe enfrentar lo deberá compartir con las provincias. Dentro los provinciales, sin dudas nuestro preferido es el BUENOS 37A.

Buen fin de semana.

juan@cucchiara.com.ar
manuel@cucchiara.com.ar
ian@cucchiara.com.ar
tomasmangino@cucchiara.com.ar