



## Provincias, fuera de la lupa del mercado

### Resumen y conclusiones

El intenso ida y vuelta entre el presidente y algunos gobernadores que escaló en la última semana puede leerse como una suerte de redefinición general de la relación entre estas y la nación. Sin embargo, el mercado considera que el conflicto con las provincias es más político que económico, y los precios no descuentan una nueva ronda de reestructuraciones.

Las provincias mejoraron sus números fiscales en los últimos años, pero la caída de las transferencias discrecionales y el impacto de la recesión sobre la coparticipación afectarán su performance en 2024. La dependencia de los recursos nacionales y la flexibilidad del gasto serán dos puntos a seguir de cerca, donde no todas están en igual situación.

El conflicto no se contagió al resto de los activos de mercado. El tipo de cambio libre se siguió apreciando en términos reales y alcanza mínimos de los últimos 4 años mientras que los bonos soberanos en USD siguieron trepando hasta sus niveles máximos desde que fueron emitidos en sep-2020.

José M. Echagüe  
Estratega

Isaías Marini  
Analista

Melina Costanzo  
Analista

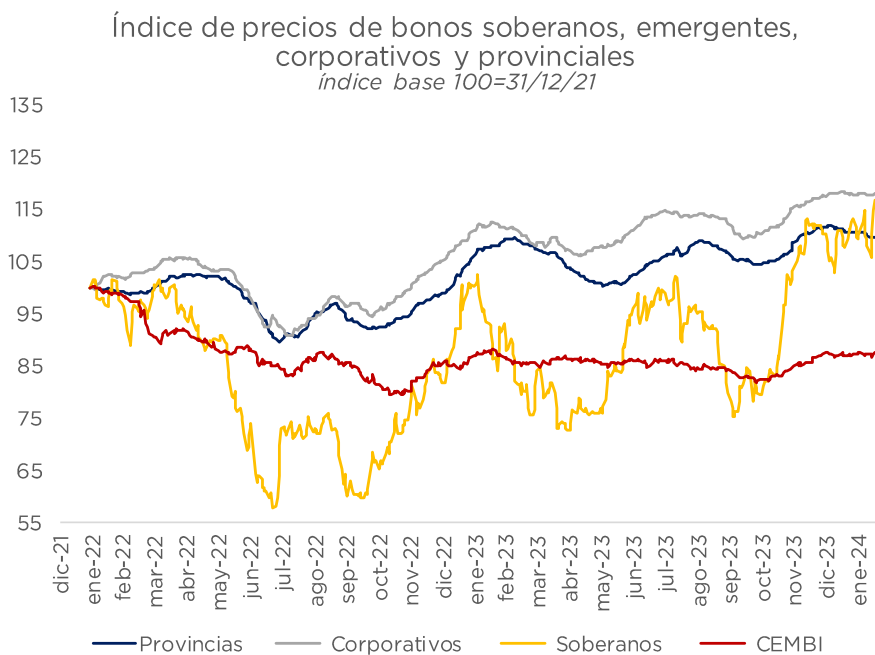
+54 11 2206 2206

Avda. Ortiz de  
Ocampo 3302  
WO Barrio Parque  
Bureaux Módulo IV  
3er Piso  
C1425DFE

## Provincias, fuera de la lupa del mercado

El intenso ida y vuelta entre el presidente y algunos gobernadores escaló en la última semana. La crisis de Chubut, el pedido de La Rioja de reestructuración de deuda y la eliminación del fondo de fortalecimiento fiscal de PBA es una suerte de redefinición general de la relación entre Nación y provincias en el actual contexto de ajuste fiscal. Con la caída de la ley Ómnibus, el Ejecutivo enfatizó que habrá un mayor ajuste sobre las provincias y eso se vio reflejado en los números fiscales de enero. Y aunque esto, junto a la recesión, impactará sobre las cuentas provinciales, el mercado considera que el conflicto con las provincias es más político que económico y los precios de mercado no descuentan una nueva ronda de reestructuraciones. En este contexto desafiante, aún encontramos valor en algunos créditos puntuales.

La redefinición de la relación nación-provincias sin dudas tiene consecuencias importantes sobre los créditos sub soberanos, pero hasta aquí el mercado parece no darle demasiada importancia. De hecho, los bonos provinciales cayeron sólo 2.1% promedio desde el viernes (con excepción de PBA que se desplomó 5.4%) y los globales 0.8%. Esto tampoco tuvo su correlato en los dólares financieros, que en el caso del CCL continuó con su tendencia bajista.



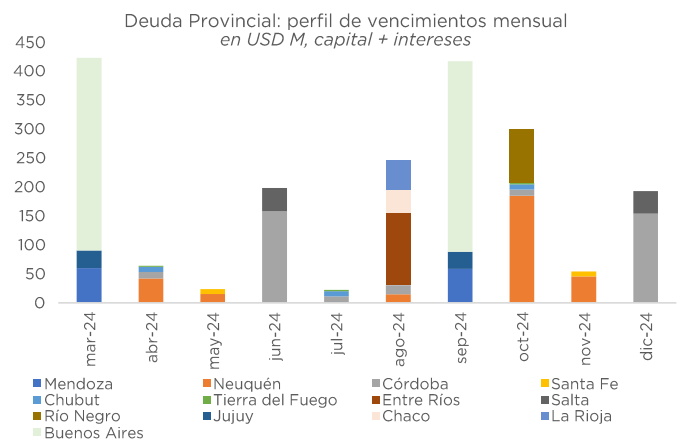
## Provincias, fuera de la lupa del mercado

El mercado ve bajas chances de que el problema crediticio escale y derive en una nueva restructuración. En primer lugar, los vencimientos provinciales en 2024 no son demasiado significativos en su conjunto. Entre capital e intereses, los vencimientos para lo que resta del año ascienden a unos 2,000 M de dólares. Considerando que muchas de las provincias tienen depósitos en dólares disponibles en el sistema, tampoco creemos que esto deba traducirse ser un problema a nivel macroeconómico.

Por otro lado, es difícil que los acreedores estén dispuestos a aceptar una nueva restructuración con condiciones de quita de valor presente o similares a las de 2020-21, y el comunicado de los tenedores de bonos de La Rioja fue claro en este sentido.

Crédito	Bonos	Pagos de Capital	Estruct. de cupón	YTM a la par	Pago en cash	NPV@ 10%
Córdoba	PDCAR25	6 s/a desde jun-23	3%-6.875%	5,9%	2,7	92,0
	PDCAR27	4 s/a desde dic-25	3%-6.99%	6,4%	1,8	87,0
	PDCAR29	4 s/a desde ago-27	3%-6.875%	6,3%	2,1	83,8
Mendoza	MENDOZ29	13 s/a desde nov-23	2.75%-5.75%	5,0%	4,2	82,6
Neuquén	Garantizado	38 trim. Desde feb-21	5.17%-8.625%	8,2%	2,5	86,9
	No Garantizado	13 s/a desde abr-24	2.5%-6.875%	5,7%	1,1	83,6
Bs. As.	PBA37A	28 s/a desde mar-23	2.5%-6.63%		11,4	84,5
Chubut	CHUBUT30	39 trim. Desde ene-21	7.24%-7.75%	8,2%	0,5	89,4
Río Negro	PRN28	9 s/a desde nov-24	2.75%-6.875%	5,8%	1	90,0
Salta	SALTA28	10 s/a desde jun-23	4%-8.75%	7,5%	3,5	95,6
Entre Ríos	ENTRIO27	12 s/a desde feb-23	5%-8.25%	7,1%	5,3	97,0
Jujuy	JUJUY27	9 s/a desde mar-23	5.25%-8.375%	7,7%	2,6	96,4
Chaco	CHACO28	9 s/a desde feb-24	3.5%-8.25%	6,4%	7,7	98,6
La Rioja	PRIO28	9 s/a desde feb-24	3.5%-8.5%	6,4%	8,5	101,9
<b>Promedio simple</b>				<b>6,7%</b>	<b>3,9</b>	<b>90,7</b>
Nación	GD29	10 s/a desde sep-25	1.0%-1.0%	1,0%	0,0	57,7
	GD30	13 s/a desde sep-24	0.125%-1.75%	0,7%	0,0	53,1
	GD35	10 s/a desde sep-21	0.125%-5%	3,6%	0,0	52,2
	GD38	22 s/a desde sep-27	0.125%-5%	4,1%	0,0	58,2
	GD41	28 s/a desde sep-28	0.125%-4.88%	3,6%	0,0	51,3
	GD46	44 s/a desde sep-25	0.125%-5%	3,7%	0,0	51,2
<b>Promedio simple</b>				<b>2,8%</b>	<b>0,0</b>	<b>53,9</b>

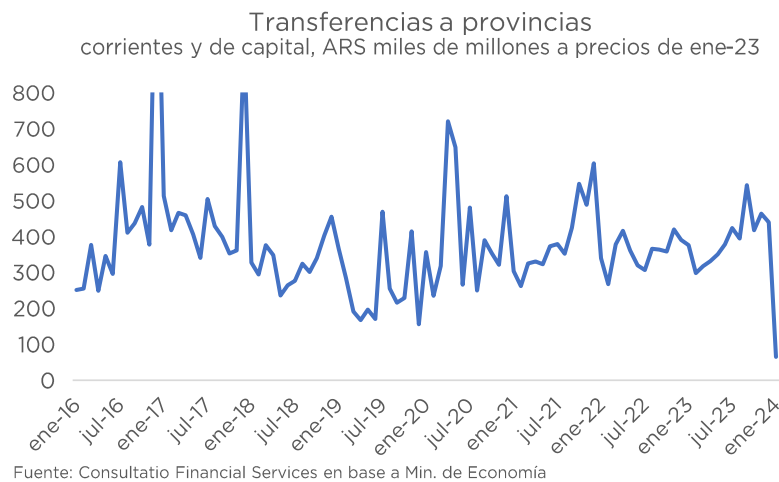
Provincias vs. Nación **+3.9pp.** **+USD3.9** **68,1%**



Tras las restructuraciones, las provincias mejoraron significativamente sus condiciones fiscales y los precios de los bonos rinden mucho menos que los soberanos: en los ojos del mercado, el crédito provincial es más seguro. En promedio, en los últimos 12 meses hasta sep-23 las provincias continuaron mostrando superávit primario, que ascendió a 1.6% del total de los ingresos de las 14 provincias que seguimos.

## Provincias, fuera de la lupa del mercado

Pero parte de estos resultados se explican por las fuertes transferencias discrecionales de gobierno nacional, que hoy se ven amenazadas. En enero, las transferencias corrientes de nación a provincias se desplomaron 72% a/a en términos reales y las transferencias de capital virtualmente desaparecieron, con una contracción real de 98.3%.

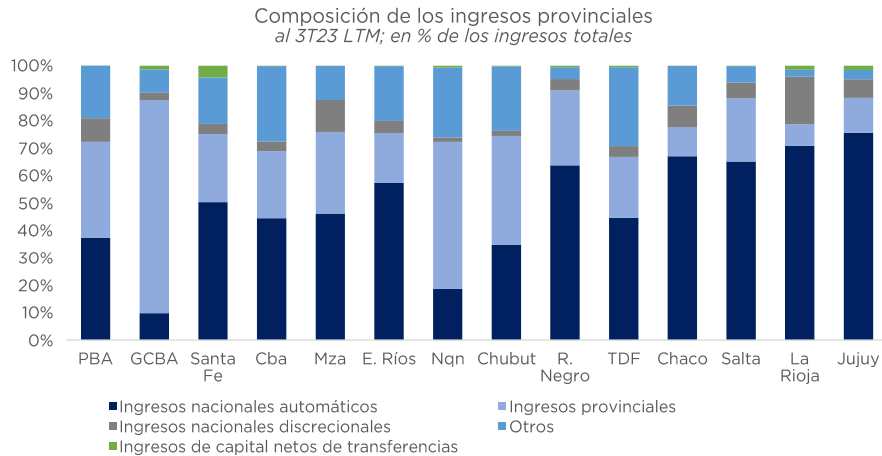


A su vez, los recursos automáticos de la coparticipación también se verán afectados, tanto por la caída de la actividad económica como por la eliminación de la cuarta categoría del impuesto a las ganancias. Los tributos sobre el comercio exterior y en especial el impuesto PAIS, que hoy sostienen los ingresos del sector Público Nacional, no se coparticipan con las provincias.

En este contexto, creemos que resulta conveniente poner especial atención en algunos aspectos de la película provincial, en particular la independencia del estado nacional y la flexibilidad del gasto.

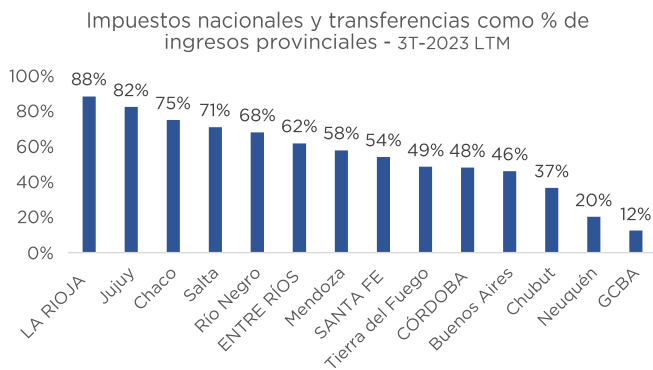
El primer punto a mirar es la composición de los ingresos. De las 14 provincias que analizamos, las transferencias discrecionales (tanto corrientes como de capital) representaron un 6% de los ingresos totales, aunque la distribución es heterogénea. En particular, La Rioja, Mendoza y Buenos Aires registraron la mayor dependencia. De hecho, si substraemos estas transferencias los superávits de Mendoza y La Rioja se convertirían en déficits. En contraste, tanto la provincia de Córdoba como la Ciudad de Buenos Aires hubieran mantenido su superávit sin las mismas.

## Provincias, fuera de la lupa del mercado

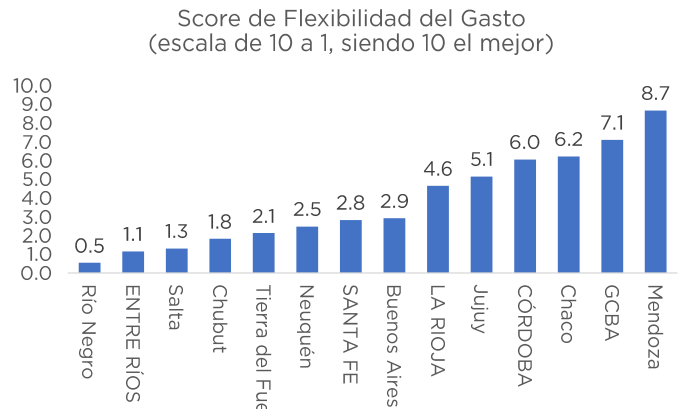


Alternativamente, para tener un panorama más completo, si observamos el total de recursos que provienen de la nación (tanto automáticos como discrecionales), La Rioja, Jujuy y Chaco son las provincias que muestran un mayor grado de dependencia. Este indicador es importante a seguir porque los recursos de la coparticipación también se verán afectados por la recesión. Neuquén, la Ciudad de Buenos Aires y Chubut se encuentran en una mejor posición relativa, al contar con una mayor proporción de recursos propios.

La flexibilidad del gasto es otro indicador de la capacidad de las provincias para enfrentar el ajuste. El peso de los salarios sobre el gasto (exc. social), el ratio de gasto de capital y la relación entre recursos propios y gasto salarial (poco flexible) son algunos indicadores que condensamos en nuestro score de flexibilidad del gasto. Bajo este parámetro, las provincias mejor posicionadas son Mendoza, la Ciudad de Buenos Aires, Chaco y Córdoba.



Fuente: Consultatio Finacial Services en base a Sec. de Hacienda



Fuente: Consultatio Finacial Services

## Provincias, fuera de la lupa del mercado

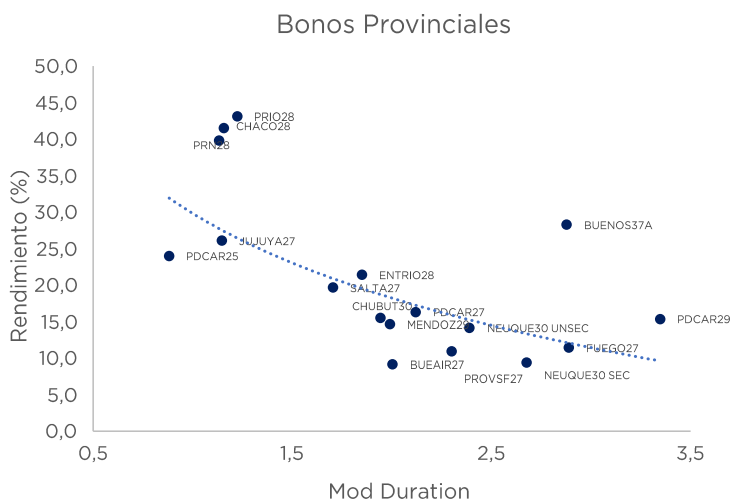
El ajuste de las transferencias del gobierno nacional y la contracción de la actividad económica pondrán presión sobre las cuentas provinciales en este año, pero aun así creemos que existe valor en algunos créditos puntuales. En nuestro scoring de deuda provincial, que incluye medidas de fundamentos (independencia, flexibilidad, entre otros) y de liquidez, la Ciudad de Buenos Aires y Córdoba continúan liderando el ranking y mantenemos una visión positiva sobre los créditos de estos distritos.

Ponderación	Categoría	GCBA	Buenos Aires	Chaco	Chubut	CÓRDOBA	ENTRE RÍOS	Jujuy	LA RIOJA	Mendoza	Neuquén	Río Negro	Salta	SANTA FE	Tierra del Fuego
100.0%	Score de Fundamentos	6.9	3.4	4.3	3.6	6.0	3.7	3.9	4.7	5.6	4.6	2.6	4.0	5.4	4.3
10.0%	Características generales	4.8	7.5	3.2	3.1	4.0	3.7	2.2	3.1	2.8	3.2	2.7	3.4	5.7	3.0
12.5%	Flexibilidad	7.1	2.9	6.2	1.8	6.0	1.1	5.1	4.6	8.7	2.5	0.5	1.3	2.8	2.1
20.0%	Rentabilidad	10.0	0.5	0.7	5.7	6.8	2.1	4.2	4.9	5.8	3.8	2.7	3.0	3.7	1.9
20.0%	Deuda	6.5	3.5	6.1	1.8	4.7	5.9	2.0	4.9	5.0	4.9	4.6	6.4	8.0	6.7
12.5%	Composición del ingreso	7.1	3.9	2.0	6.0	4.6	3.3	0.6	1.9	4.4	7.7	2.3	2.0	3.9	5.0
12.5%	Ratios operativos	7.5	4.5	5.9	4.7	6.6	3.7	6.8	6.9	7.0	5.7	4.2	5.9	5.2	5.7
12.5%	Cobertura y liquidez	4	4	7	2	9	6	7	6	5	5	0	5	8	6
100.0%	Score de Bonos	7.0	4.1	4.2	3.6	6.3	4.0	4.0	4.4	5.7	4.9	2.6	4.0	5.3	4.2
90%	Score de Fundamentos	6.9	3.4	4.3	3.6	6.0	3.7	3.9	4.7	5.6	4.6	2.6	4.0	5.4	4.3
10%	Score de Liquidez	8	10	3	4	9	6	5	2	7	7	2	4	5	3
	RANKING	1	9	7	13	2	12	11	6	3	5	14	10	4	8

\* El Score va de 1 a 10, siendo 10 el mejor y 1 el peor.

La fortaleza del crédito de la Ciudad de Buenos Aires se refleja en los precios de mercado. El bono BUEAIR27 de la Ciudad de Buenos Aires apenas se contrajo 0.6% en la última semana y 2.7% en lo que va del año. Por otro lado, los bonos de la provincia de Córdoba también mostraron una caída menor a la media en la última semana (-1.5% en promedio) aunque en lo que va del año cayeron 8.3%. Considerando que esta provincia está segunda en nuestro ranking y que sus métricas de independencia del estado nacional y de flexibilidad del gasto son relativamente buenas, creemos que en estos precios existe valor, particularmente para los bonos PDCAR27 y el PDCAR29.

Créditos provinciales  
Retorno al 29/2



	1 semana	30d	YTD	1 año
Córdoba	-1.5%	-4.4%	-8.3%	-1.4%
CABA	-0.6%	-1.3%	-2.7%	2.0%
Mendoza	-2.3%	-3.7%	-6.7%	-3.9%
Chubut	-2.3%	-1.8%	-1.3%	-5.4%
Neuquén	-3.7%	-4.9%	-7.5%	-1.2%
Santa Fe	-1.6%	-2.6%	-1.9%	2.3%
Entre Ríos	-1.4%	-2.3%	-2.4%	-2.9%
Chaco	-1.6%	-0.3%	-0.5%	2.7%
TDF	-0.9%	-2.6%	-2.7%	-6.3%
La Rioja	-3.4%	-6.3%	-5.9%	-1.9%
Salta	-2.0%	-4.3%	-5.8%	-1.4%
Jujuy	-1.0%	-1.0%	-1.8%	-1.7%
Río Negro	-1.2%	-2.0%	-2.9%	-4.5%
Bs As	-5.4%	-0.6%	2.2%	1.5%
Promedio	-2.1%	-2.7%	-3.4%	-1.6%

Fuente: Consultatio Financial Services en base a precios de mercado

**INSTITUCIONALES & PARTNERS**

**Ingrid Epp**  
iepp@consultatioinvestments.com

**INSTITUCIONALES**

**Martín Deluca**  
mdeluca@consultatioinvestments.com

**ATENCIÓN BANCA PRIVADA**

**Hernan Rodríguez**  
hrodriguez@consultatioinvestments.com

**ATENCIÓN MINORISTA**

**Adriana Caceres**  
asesores@consultatioinvestments.com

**ESTRATEGIA**

**José Echagüe**  
jechague@consultatioinvestments.com

**APERTURA DE CUENTA**

apertura@consultatioinvestments.com

## Nota de responsabilidad

El presente documento es propiedad de Consultatio Investment S.A. y Consultatio Asset Management Gerente de Fondos Comunes de Inversión S.A. (ambas en conjunto, "Consultatio"), no pudiendo su contenido ser modificado, transmitido, copiado, y/o distribuido sin el consentimiento expreso de Consultatio. El presente tiene un fin exclusivamente informativo y se ha basado en información proveniente de fuentes públicas, siendo que Consultatio no ha verificado su veracidad, integridad y/o exactitud, ni ha sometido la misma a un proceso de auditoría. Consecuentemente, Consultatio no efectúa declaración alguna, ni otorga garantía alguna, sobre la veracidad, integridad y/o exactitud de la información sobre la cual se basa este informe. Todas las opiniones y estimaciones aquí expresadas están sujetas a cambio sin previo aviso.

El presente no constituye asesoramiento en inversiones ni una invitación a operar con valores negociables a través de Consultatio. Cualquier persona interesada en analizar y, en su caso, operar los valores negociables aquí descriptos, deberá consultar la información contenida en sus documentos de emisión. La información aquí inserta ha sido confeccionada exclusivamente para la República Argentina, no debiendo interpretarse destinado a cualquier otra jurisdicción o territorio. Se advierte que parte de la información del presente documento está constituida por estimaciones futuras. Debido a riesgos e incertidumbres, los resultados reales o el desempeño de los valores negociables podrían diferir significativamente de lo expresado en las estimaciones futuras. La información aquí contenida está sujeta a cambios y modificaciones y no puede ser considerada definitiva por aquellas personas que tomen conocimiento de ella. El receptor deberá basarse exclusivamente en su propia investigación, evaluación y juicio independiente para tomar una decisión relativa a la inversión en valores negociables.

Consultatio Investments S.A es Agente de Colocación y Distribución de Fondos Comunes de Inversión Matrícula N° 18 Disposición N° 3190 de fecha 23-12-2016 , Agente de Liquidación y Compensación Integral Matrícula N° 351 Resolución N° 19996 de fecha 23-01-2019 y Agente de Colocación y Distribución Integral de Fondos Comunes de Inversión Matrícula N° 47 Disposición N° 3321 de fecha 29-05-2017 , en todos los casos de la CNV. Los rendimientos pasados manifestados por valores negociables son un indicador y no implican, bajo ningún concepto, promesas de rendimientos futuros.

Los rendimientos pasados manifestados por valores negociables son un indicador y no implican, bajo ningún concepto, promesas de rendimientos futuros. En particular ha de tenerse presente que las inversiones en cuotas partes de fondos comunes de inversión no constituyen depósitos en el agente de custodia de tales fondos a los fines de la Ley de Entidades Financieras ni cuentan con ninguna de las garantías que tales depósitos a la vista o a plazo puedan gozar de acuerdo a la legislación y reglamentación aplicables en materia de depósitos en entidades financieras. Asimismo el agente de custodia los fondos comunes de inversión se encuentra impedido por normas del Banco Central de la República Argentina de asumir, tácita o expresamente, compromiso alguno en cuanto al mantenimiento, en cualquier momento, del valor del capital invertido, al rendimiento, al valor de rescate de las cuotas partes o al otorgamiento de liquidez a tal fin.