



## Un repaso por los créditos provinciales

### Resumen y conclusiones

El deterioro de los resultados económico y financiero del sector público argentino en los últimos años es un hecho suficientemente difundido que no requiere demasiada ilustración. Sin embargo, es menos conocido cómo dentro de ese deterioro se fueron diferenciando las provincias, cuyas finanzas públicas están hoy en una situación completamente distinta a la del gobierno federal.

Si bien el promedio de provincias no es ajeno a la situación del gobierno nacional, han logrado despegarse de una manera notable debido, en gran medida, a que lograron recuperarse mucho más rápidamente de la crisis de covid a partir de ser mucho más cuidadosas en sus finanzas públicas.

En el presente reporte revisamos las principales conclusiones respecto de los fundamentos económicos de las provincias que tienen emitida deuda en USD y los contrastamos contra los precios de mercado de sus bonos.

**José M. Echagüe**  
Estratega

**Tomas Ruiz Palacios**  
Estratega de Renta Fija

**Melina Costanzo**  
Analista

**Dan Gonen**  
Analista

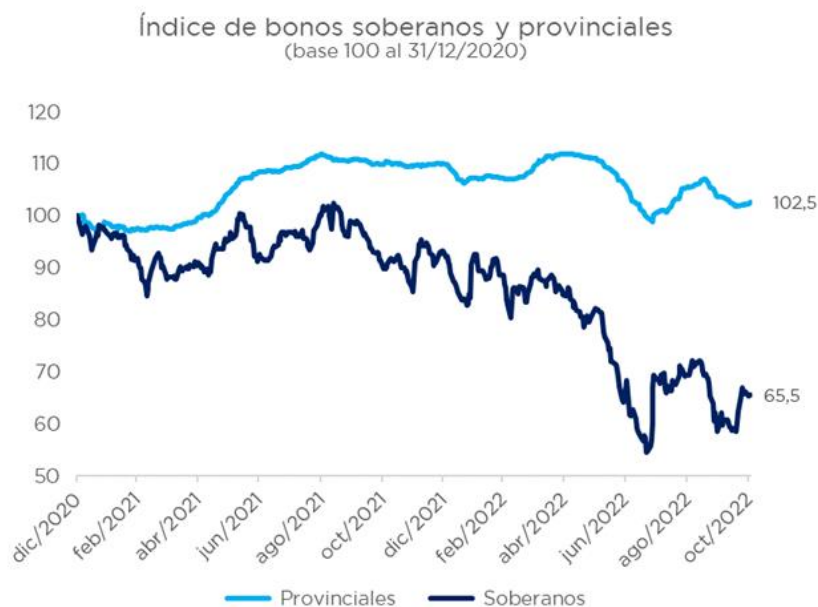
+54 11 2206 2206

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

## Un repaso por los créditos provinciales

El deterioro de los resultados económico y financiero del sector público argentino en los últimos años es un hecho suficientemente difundido que no requiere demasiada ilustración. Sin embargo, es menos conocido cómo dentro de ese deterioro se fueron diferenciando las provincias, cuyas finanzas públicas están hoy en una situación completamente distinta a la del gobierno federal.

Una forma muy inmediata de verlo es evaluando en perspectiva la evolución del precio de mercado de los bonos de cada uno. En el gráfico siguiente comparamos la evolución de un índice de bonos soberanos post reestructuración 2020 y del total de provincias que tienen emitidos deuda en USD hoy, donde en el índice de provinciales todas las provincias tienen la misma ponderación para mitigar el efecto tamaño que le impone la provincia de Buenos Aires al resto.



Fuente: Consultatio Financial Services.

Como puede advertirse, si bien el promedio de provincias no es ajeno a la situación del gobierno nacional, han logrado despegarse de una manera notable. La razón es bastante simple: a diferencia de la República cuya situación fiscal sufrió un enorme deterioro, las provincias lograron recuperarse mucho más rápidamente de la crisis de covid a partir de ser mucho más cuidadosas en sus finanzas públicas. A modo de ejemplo: del total de 14 provincias incluídas en el informe, solo una (Santa Fé) tiene resultado primario negativo y es marginal.

## Un repaso por los créditos provinciales

En el presente reporte revisamos las principales conclusiones respecto de los fundamentos económicos de las provincias que tienen emitida deuda en USD y los contrastamos contra los precios de mercado de sus bonos.

### Entendiendo la metodología del *Scoring*

Para evaluar los fundamentos económicos de las provincias elaboramos un scoring con distintas métricas que permitan evaluar su calidad crediticia. El score contempla la evaluación de un conjunto de 36 indicadores agrupados en 7 categorías evaluadas, cuyos resultados pueden verse en la tabla siguiente:

#### Scoring de deuda provincial por categoría

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	5,9	3,8	5,2	4,3	6,5	4,3	4,0	4,3	5,7	5,0	3,6	5,0	5,2	4,9
10,0%	Características generales	4,5	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	7,0	2,2	6,3	2,4	5,6	0,9	5,3	8,0	7,1	2,6	2,3	2,0	3,7	2,4
20,0%	Rentabilidad	8,4	1,9	4,0	7,3	9,8	6,4	7,6	0,2	8,0	5,3	1,8	5,7	1,3	2,9
20,0%	Deuda	5,9	4,1	6,0	2,5	4,8	6,0	2,0	4,9	4,7	4,3	4,8	6,0	8,0	7,1
12,5%	Composición del ingreso	6,4	4,0	2,4	6,7	4,2	3,6	0,4	2,2	4,3	8,1	2,8	2,1	3,7	5,2
12,5%	Ratios operativos	6,8	4,6	5,9	4,9	6,2	3,3	5,9	7,6	6,8	5,8	6,3	6,4	4,4	6,0
12,5%	Cobertura y liquidez	0,3	4	8,5	2,4	9,2	3,8	3,6	5,7	4,5	5,2	4,8	7,7	10,0	7,2
100,0%	Score de Deuda Provincial	6,1	4,4	5,0	4,3	6,7	4,5	4,1	4,0	5,8	5,2	3,5	4,9	5,1	4,7
90%	Score de Fundamentos	5,9	3,8	5,2	4,3	6,5	4,3	4,0	4,3	5,7	5,0	3,6	5,0	5,2	4,9
10%	Score de Liquidez	8	10	3	4	9	6	5	2	7	7	2	4	5	3
	RANKING	2	10	6	11	1	9	12	13	3	4	14	7	5	8

\* El Score va de 0 a 10, siendo 10 el mejor y 0 el peor.

La evaluación del score en cada categoría se ubicará siempre entre 0 y 10 donde el 0 representa el peor indicador entre todos los participantes y 10 el mejor. Los resultados por categoría que vemos en la tabla resultan a su vez del promedio de otro conjunto de indicadores más específicos. Por esta razón, no necesariamente veremos siempre un “10” o un “0” en el resumen por categoría. Aclarada la metodología, se interpreta fácilmente que el score es siempre una evaluación relativa entre la muestra de provincias que componen el grupo.

## Un repaso por los créditos provinciales

---

Las categorías son las siguientes:

1. Características generales: a través de indicadores como partido político, % de población, % de participación en la coparticipación, población) básicamente tratamos de evaluar peso político del distrito y cercanía al poder ejecutivo, dado que en una situación de stress, es quien actúa como prestamista de ultima instancia.
  2. Flexibilidad: en esta categoría evaluamos la flexibilidad para ajustar las cuentas públicas a través de la composición de distintos componentes del gasto (salarios, gastos de capital, etc).
  3. Rentabilidad: en esta categoría incluimos los indicadores clásicos de resultado primario y financiero en relación a los ingresos totales de la provincia.
  4. Deuda: la carga de la deuda la evaluamos de distintas maneras: en relación al ingreso total y en relación al PBI de cada distrito. Adicionalmente evaluamos también la composición de la deuda, donde analizamos la proporción de la misma que está contraída por el gobierno nacional.
  5. Composición de ingresos: en este ítem evaluamos la estabilidad de los ingresos: los indicadores principales son la proporción de impuestos nacionales, contribuciones de la seguridad social, transferencias corrientes y regalías sobre el total de ingresos de la provincia.
  6. Ratios operativos: en este ítem medimos también la rigidez que tiene la estructura de gastos, incluyendo salarios, intereses, transferencias y resultado de la seguridad social sobre ingresos totales.
  7. Ratios de cobertura: en esta categoría medimos gasto de capital / intereses e intereses sobre gastos totales excluyendo aquellos de la seguridad social.
-

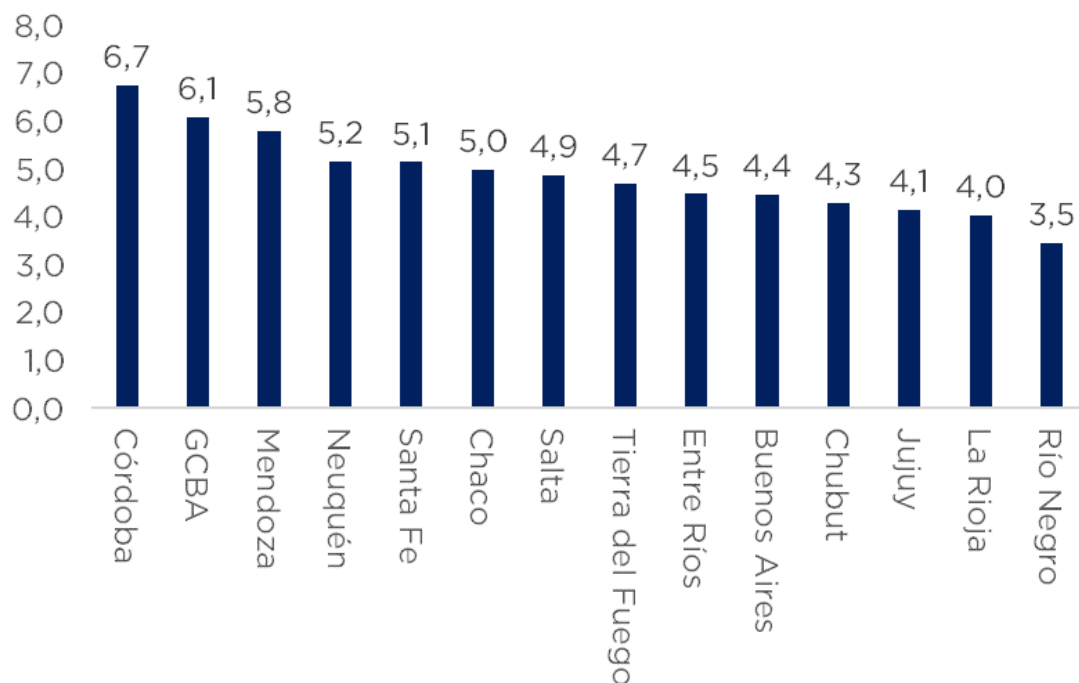
## Un repaso por los créditos provinciales

El score total se completa con una evaluación de la liquidez que tienen los bonos en el mercado secundario, que es ponderado con un 10% de importancia respecto del resto de los indicadores agrupados en la categoría de “fundamentals”.

### Interpretando los resultados

El primer resultado que surge es el ranking por calidad crediticia donde Córdoba, Ciudad de Buenos Aires y Mendoza ocupan el podio de las mejores y Chubut, Jujuy y La Rioja son las que tienen peor calificación.

Score de Deuda Provincial  
(escala de 10 a 0, siendo 10 el mejor)



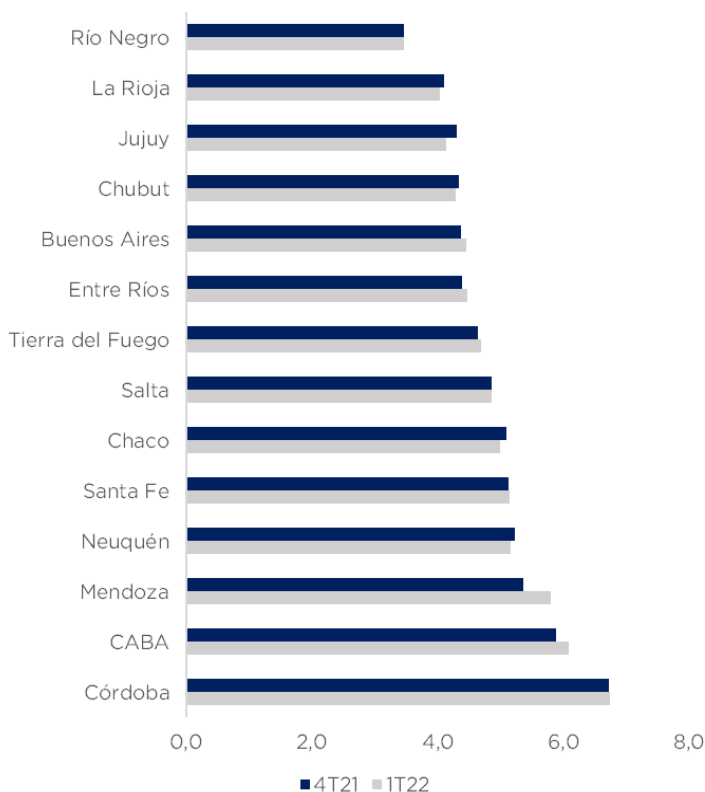
El liderazgo de Córdoba se asienta sobre 2 pilares fundamentales: los mejores resultados fiscales (rentabilidad) y una excelente situación cobertura. Para el caso de Ciudad Autónoma de Buenos Aires, los resultados fiscales son buenos, pero su mejor atributo es la flexibilidad de gasto y autonomía en la fuente de sus ingresos (baja dependencia del gobierno nacional). Por último, en el caso de Mendoza es interesante porque no se destaca especialmente en

## Un repaso por los créditos provinciales

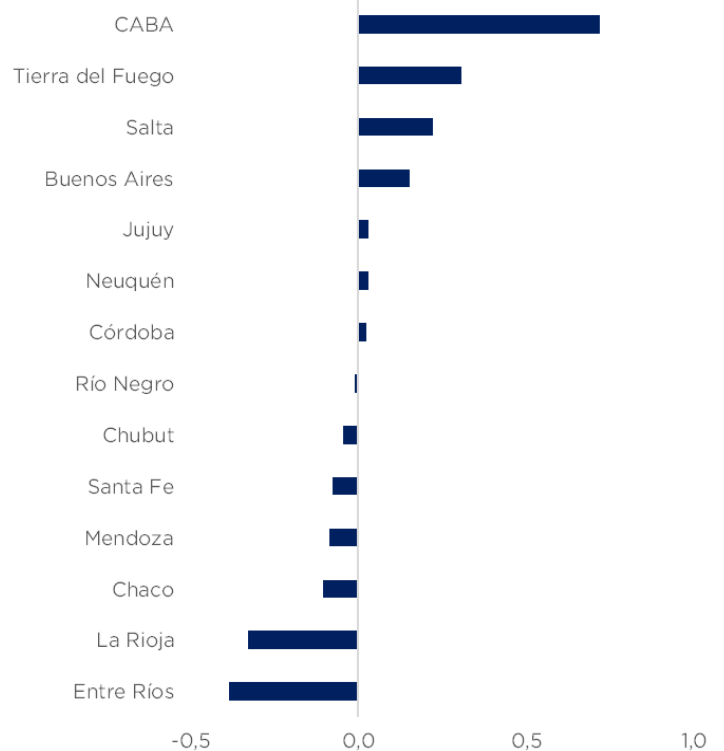
ninguna categoría (tiene muy buenos números fiscales, pero no son los mejores) pero el resto de sus métricas son muy equilibradas. Su principal contra es la “lejanía” política del gobierno nacional.

La foto del primer trimestre del año (1T-22, última información disponible) es bastante similar a la última presentada en términos de ranking, destacándose las mejoras de CABA, Tierra del Fuego y Salta y el deterioro de Entre Ríos y la Rioja. El detalle de todos los cambios desde la última evaluación puede verse en el siguiente gráfico:

Scoring Bonos Provinciales:  
último scoring vs 4T21



Scoring Bonos Provinciales:  
Var. últ scoring vs. 4T21

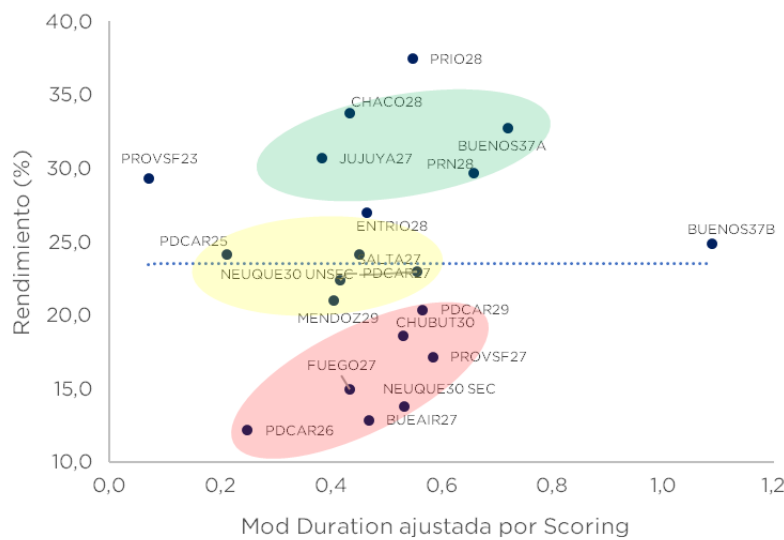


# Un repaso por los créditos provinciales

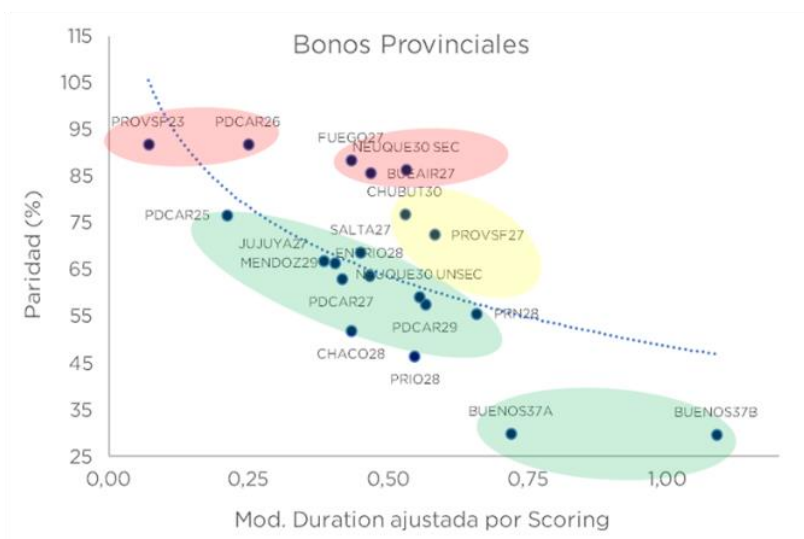
## Cruzando scoring con precios

Por último, cruzamos la evaluación de nuestro scoring con los precios de mercado de los títulos. Las dos fuentes de riesgo de un bono son su calidad crediticia y su duración (sensibilidad a movimientos de la tasa de interés). Para poder evaluar ambos ítems, mapeamos el rendimiento y las paridades de cada uno contra un índice compuesto de duración ajustada por scoring. Los resultados pueden verse a continuación:

**Bonos provinciales: Curva de rendimientos aj x score**



**Bonos provinciales: Curva de paridades aj x score**



## Un repaso por los créditos provinciales

---

Cuando analizamos en conjunto la evolución de la deuda provincial, sus *fundamentals* y su valoración de mercado surgen claro algunas conclusiones:

- Las reestructuraciones que realizaron las provincias en 2020 y 2021 incluyeron términos mucho más favorables para el inversor y cupones más altos en la mayoría de los casos, lo que permite que sus rendimientos corrientes sean más atractivos que los del soberano y, de esta manera, más defensivos;
- El mercado ha logrado diferenciar muy bien el crédito provincial vs el soberano, favoreciendo la disciplina fiscal de las provincias;
- Logrado ese desacople por parte de las provincias, el nivel de rendimiento actual de los bonos tiene un componente altísimo del “efecto código postal”: los mismos créditos en otro país con un soberano teniendo niveles de rendimiento más razonables podrían tener un nivel de rendimiento significativamente más bajo;
- Con estas métricas crediticias, los principales riesgos de la deuda en USD provincial son las eventuales restricciones que le imponga el BCRA para poder atender a sus pagos en el futuro antes que su capacidad de generar recursos para fondarlos;
- Dentro de las provincias, se reproduce esa misma diferenciación que hay con el soberano: sobrecastigo para a las que tienen peores números fiscales y un premio para las mejores.



**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.