Deuda Provincial

Actualización del 3T22

Resumen y conclusiones

- Presentamos la actualización de nuestro Scoring de Bonos Provinciales, con los últimos datos disponibles de las cuentas provinciales al 3T22.
- En los últimos meses la deuda provincial no pudo quedar al margen de los vaivenes que tuvo la deuda soberana. Dicho esto, es muy destacable la resiliencia que mostró especialmente en el período de ajuste a la baja.
- Este comportamiento se justifica en una mejora generalizada y continua de sus métricas crediticias versus el crédito soberano.
- Nuestras recomendaciones siguen apuntando a los bonos Córdoba (PDCAR25, PDCAR27 y PDCAR29) que se mantienen firmes en nuestro ranking de créditos. Para un perfil más agresivo vemos valor en los títulos de Chaco (CHACO28), Buenos Aires (BUENOS37A) y Río Negro (PRIO28).

José M. Echagüe
Jefe de Estrategia

Melina Costanzo
Analista

+54 11 2206 2206

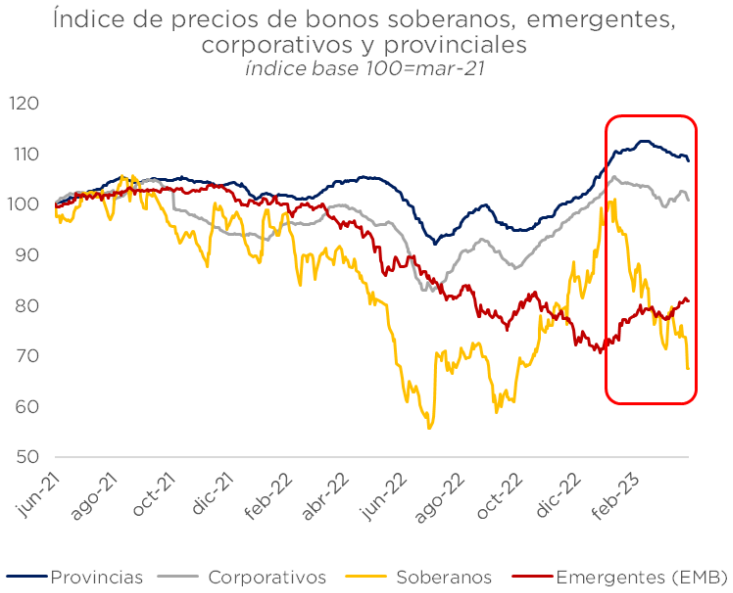
Avda. Ortiz de Ocampo 3302
WO Barrio Parque Bureaux
Módulo IV – 3er Piso
C1425DFE

Scoring de Deuda Provincial

Una película completamente distinta a la de Nación

Dentro del deterioro de los resultados económicos y financieros del sector público nacional en los últimos años, las provincias han logrado diferenciarse con una situación de sus finanzas públicas mucho más sana y consistente que la del gobierno nacional.

Los precios de mercado reflejan bastante esta diferenciación. El gráfico siguiente ilustra la evolución de un índice de bonos del total de provincias que tienen emitida deuda en USD versus sus comparables en el universo corporativo, soberano y emergente.



	Rally 30/9/22 al 1/2/23	Ajuste 1/2/23 al 21/4/23
Provinciales	12,4%	-0,6%
Corporativos	16,6%	-4,7%
Soberanos	70,1%	-30,5%
Bonos EM (EMB)	-8,1%	11,7%

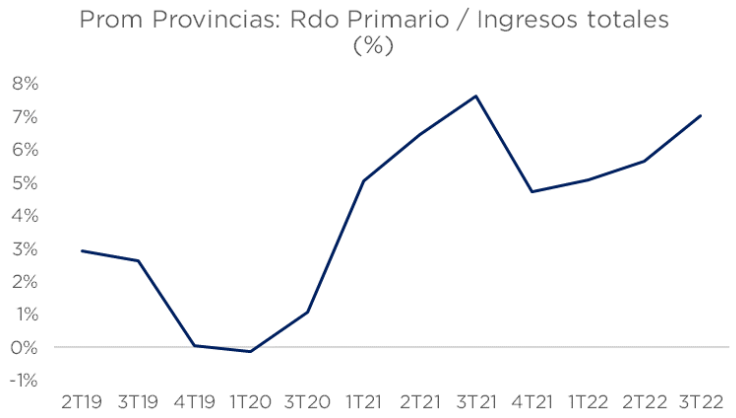
El análisis muestra que en los últimos meses los precios de la deuda soberana nacional se deterioraron de forma notable y, si bien el crédito provincial acompañó aquel desempeño, no sufrió tanto y fue más resiliente incluso, que la deuda corporativa.

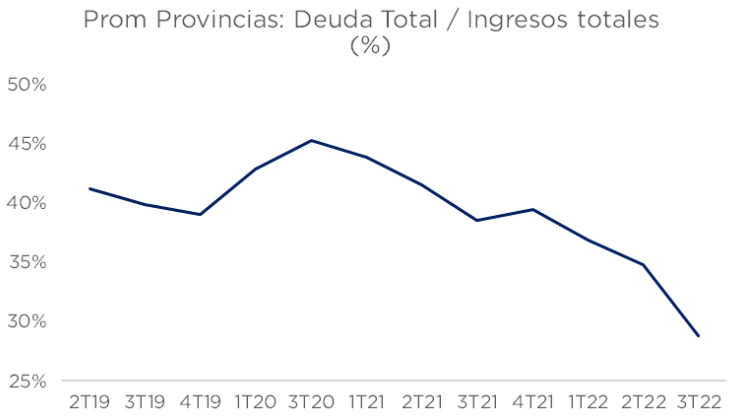
Nota: A fin de lograr un índice más representativo de la clase de activos en general y evitar que las provincias más grandes arrastren el promedio, nuestro índice de bonos provinciales se construyó ponderando con mismo peso cada uno de los subíndices de las provincias que tienen deuda de mercado en USD. Los subíndices de cada provincia se construyeron tomando en cuenta todas las emisiones en USD, ponderadas por el monto total en circulación.

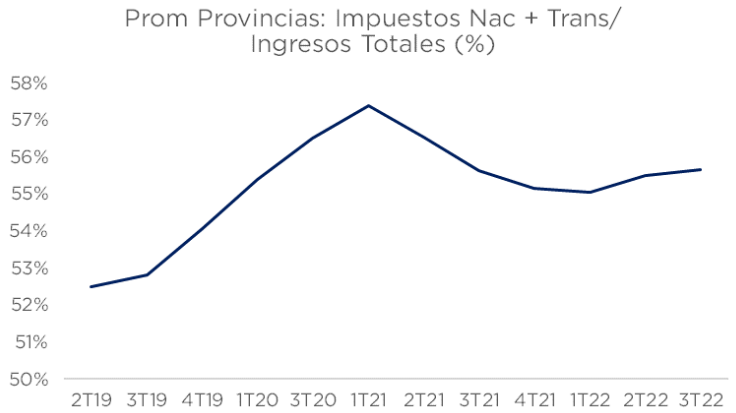
Scoring de Deuda Provincial

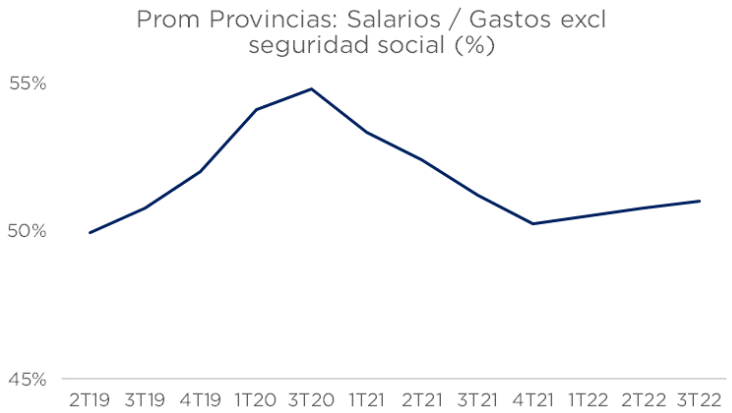
Si bien las provincias no son ajenas a la situación económica y financiera del gobierno nacional, éstas han logrado despegarse sustancialmente en lo que respecta a sus finanzas públicas.

En los gráficos siguientes puede verse la evolución promedio de las principales métricas de las provincias consideradas en nuestro ranking de créditos provinciales y, como puede advertirse, presentan resultados primarios cada vez mejores (se destacan CABA, Jujuy y La Rioja con una mejora del 4,4 puntos porcentuales promedio respecto al 2T22) y una caída notable en el nivel de endeudamiento (se destacan Buenos Aires, Jujuy y Neuquén con una caída promedio de 9,6 puntos porcentuales promedio respecto al 2T22), mientras que tanto la dependencia del Estado nacional como la flexibilidad del gasto se mantuvieron relativamente estables.



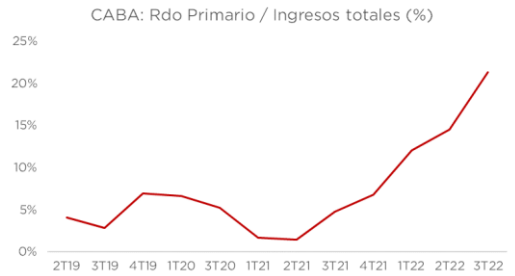


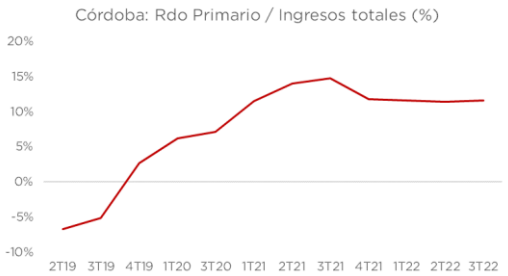


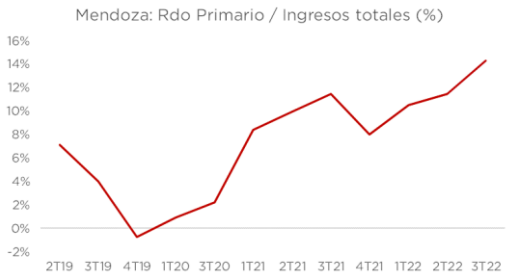


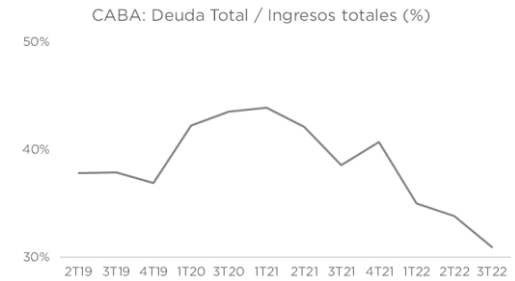
Scoring de Deuda Provincial

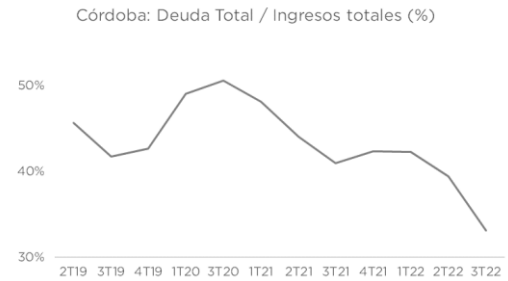
En los gráficos siguientes puede verse la evolución de las principales métricas de las provincias que lideran nuestro ranking de créditos provinciales.

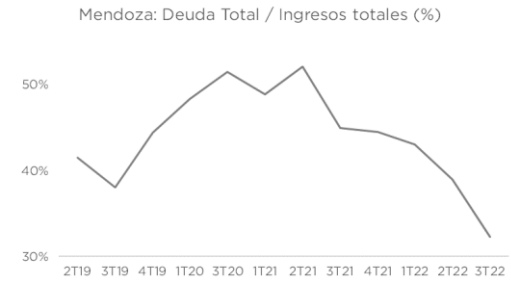


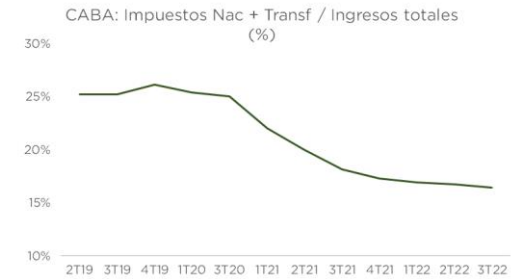


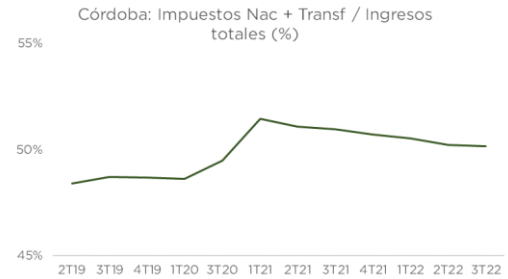


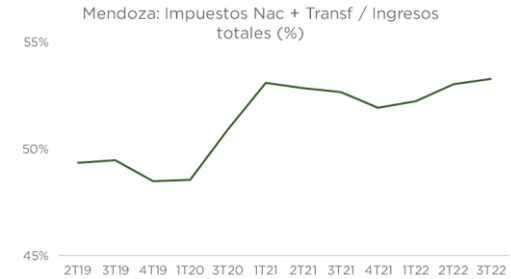


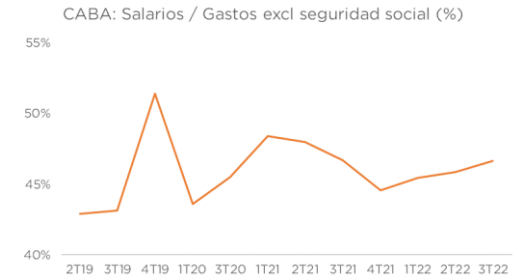


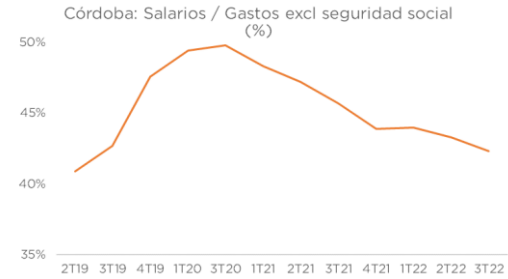


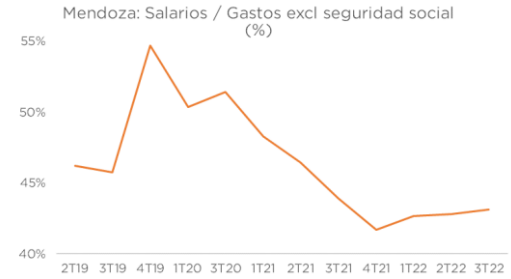












Scoring de Deuda Provincial

Análisis de créditos provinciales

Para determinar la calidad crediticia de cada provincia actualizamos nuestro *scoring* que nos permite asignarle un puntaje a la deuda provincial en base a la evaluación de un conjunto de categorías que contemplan ciertas métricas como resultado primario, nivel de deuda, composición del ingreso, entre otras.

La evaluación del score en cada categoría se ubicará siempre entre 0 y 10, donde el 0 representa el peor resultado entre todos los participantes y 10 el mejor.

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

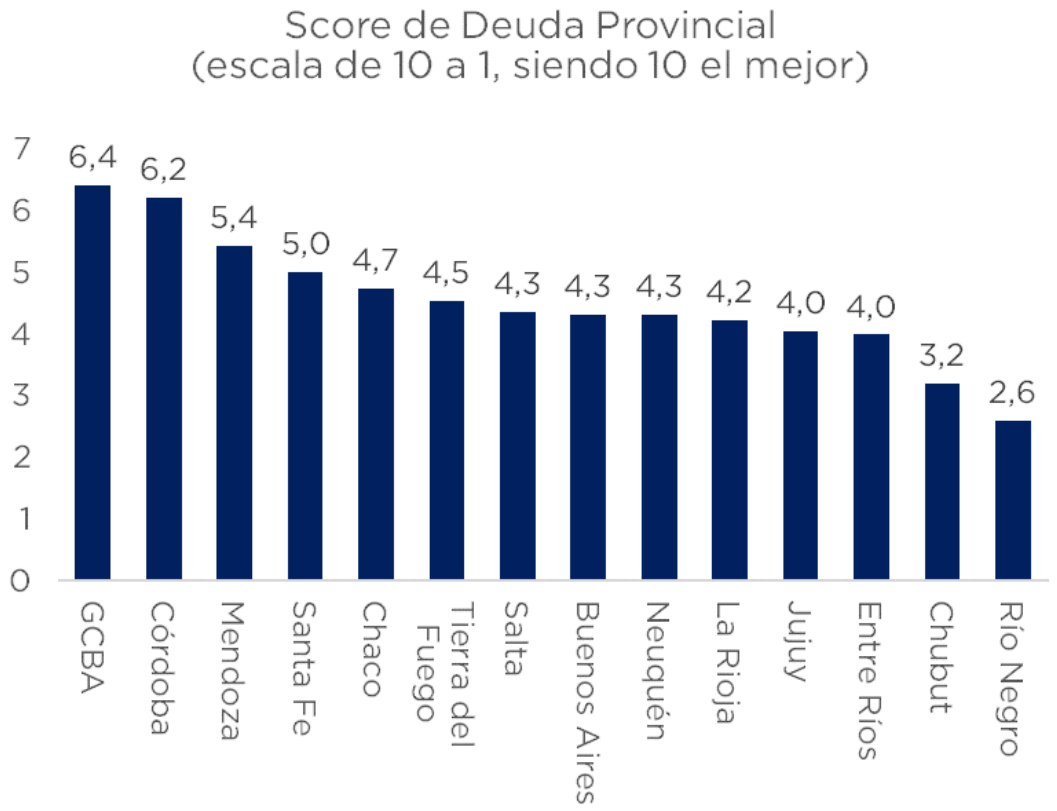
(*) El Score va de 0 a 10, siendo 0 el peor y 10 el mejor.

Nota: Los datos corresponden a los últimos 12 meses al 3T22.

Scoring de Deuda Provincial

El primer resultado que surge es el ranking por calidad crediticia. La composición del ranking apenas varió: los primeros tres puestos siguen ocupados por CABA, Córdoba y Mendoza, pero CABA trepó un puesto ganando la delantera. Por su parte Río Negro, Chubut y Entre Ríos son las que tienen peor calificación.

El liderazgo de CABA se justifica por dos frentes fundamentales: excelentes resultados fiscales (los mejores de la muestra) captados en el ítem de rentabilidad y una gran flexibilidad para ajustar las cuentas públicas a través de distintos componentes del gasto. Aun así, su mejor característica pasa por tener métricas bien equilibradas.

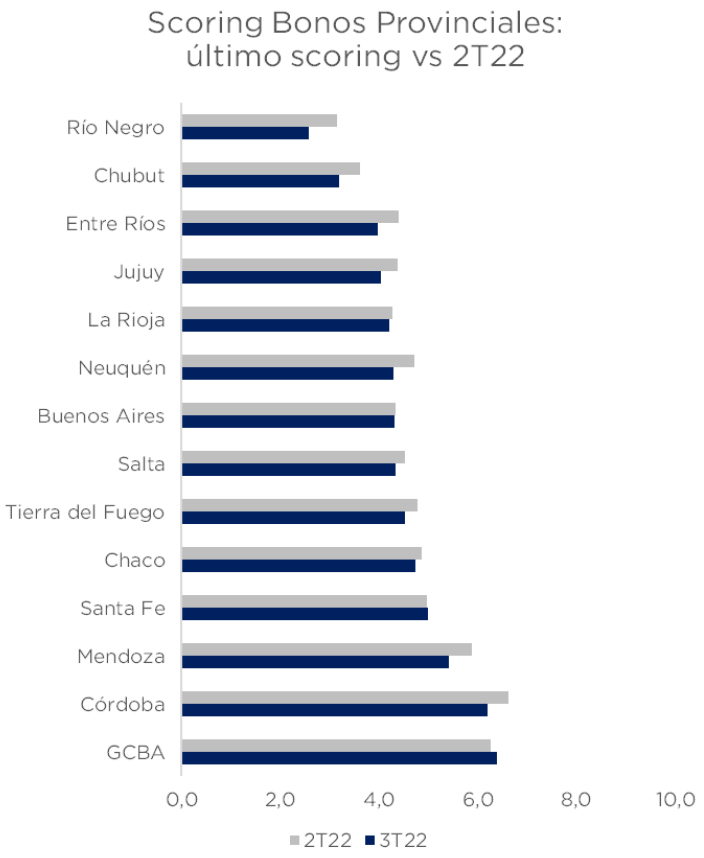


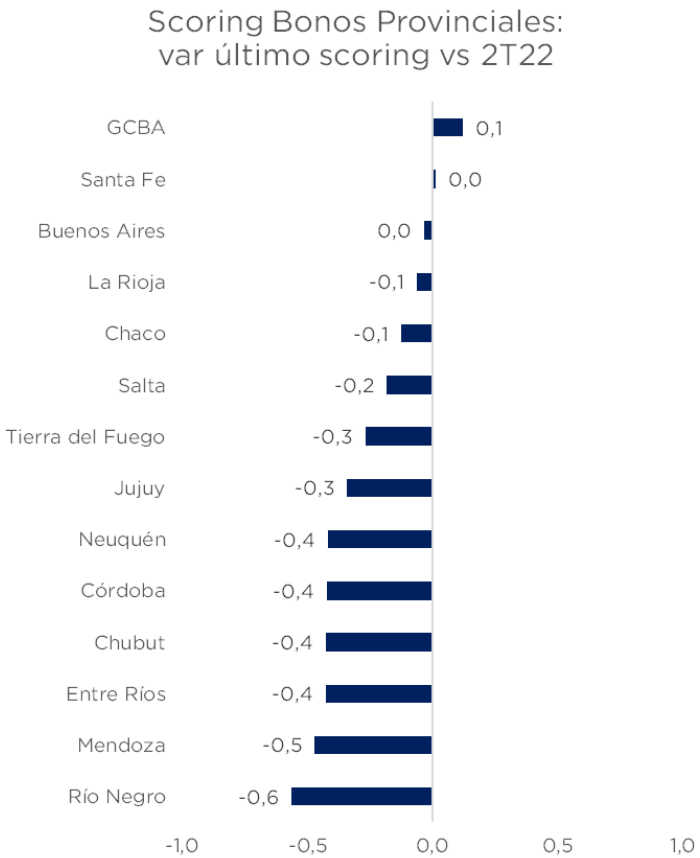
Nota: Los datos corresponden a los últimos 12 meses al 3T22.

Scoring de Deuda Provincial

Variación de Scoring vs última actualización

En términos de ranking, la foto del tercer trimestre del 2022 es muy similar a la última presentada. La caída en los scores que se evidencian este trimestre en la mayoría de las jurisdicciones está asociada a un comportamiento bastante singular: mientras que el conjunto de las provincias registra mejoras en promedio, hay una en particular (GCBA) que mejora sustancialmente más que el resto. Esto provoca que en términos relativos - que es lo que refleja el score - la mayoría haya obtenido registros peores que en la última medición.





Nota: Los datos corresponden a los últimos 12 meses al 3T22.

Scoring de Deuda Provincial

Nuestros elegidos

Cuando analizamos en conjunto la evolución de la deuda provincial, sus *fundamentals* y su valoración de mercado ganan atractivo los siguientes títulos:

YTM vs Mod Dur	Paridad vs Mod Dur	YTM vs Score	Paridad vs Score	YTM aj x score	Paridad aj x score
PRIO28	CHACO28	PDCAR25	PDCAR27	PDCAR26	CHACO28
CHACO28	PRN28	PDCAR27	PDCAR29	FUEGO27	PDCAR27
PRN28	PRIO28	PDCAR29	CHACO28	BUEAIR27	JUJUYA27
JUJUYA27	ENTRIO28	CHACO28	BUENOS37A	MENDOZ29	PDCAR25
PDCAR25	BUENOS37A	BUENOS37B	PRIO28	PROVSF27	PDCAR29

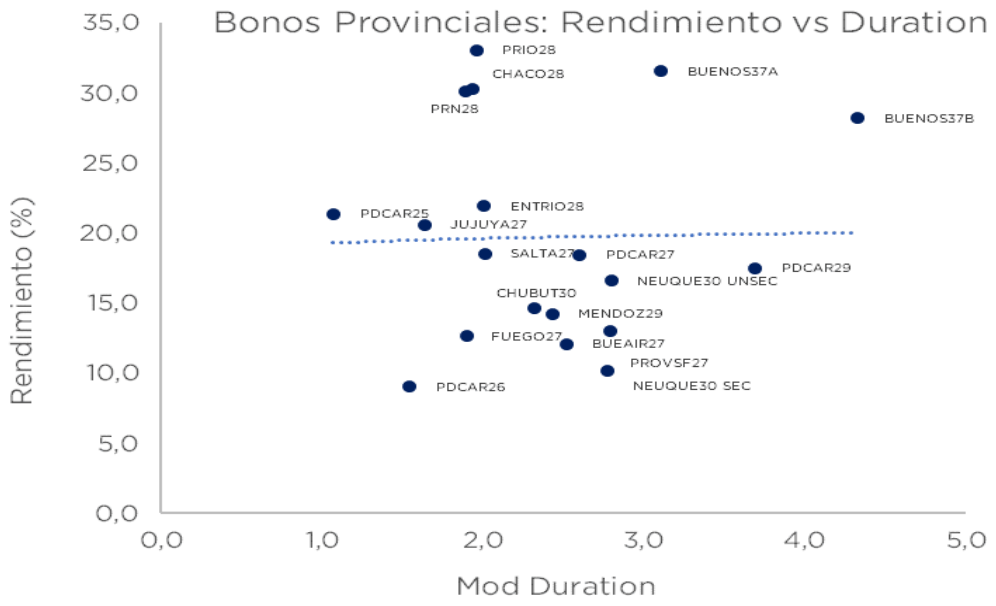
Nuestras opciones predilectas siguen siendo los créditos de Córdoba (PDCAR25, PDCAR27 y PDCAR29) que se mantiene firme en nuestro ranking de créditos. Para un perfil más agresivo nuestras recomendaciones apuntan al crédito de Chaco (CHACO28), Buenos Aires (BUENOS37A) y Río Negro (PRIO28).

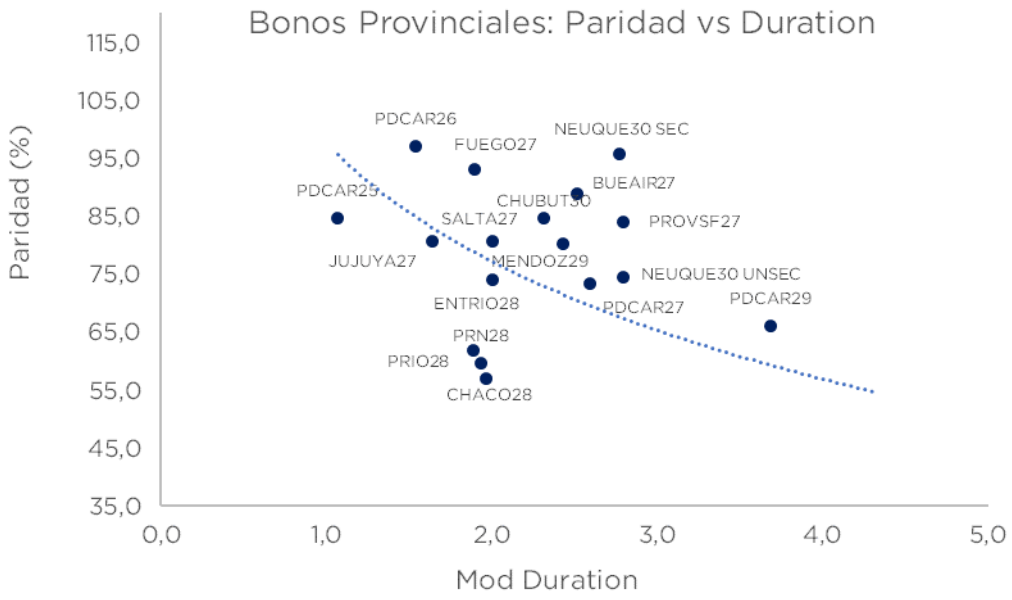
Bono	# atractivos
CHACO28	5
PDCAR25	3
PDCAR27	3
PDCAR29	3

Nota: El cuadro resume cuántas veces surgieron como atractivos los distintos bonos provinciales, según los distintos criterios utilizados.

Scoring de Deuda Provincial

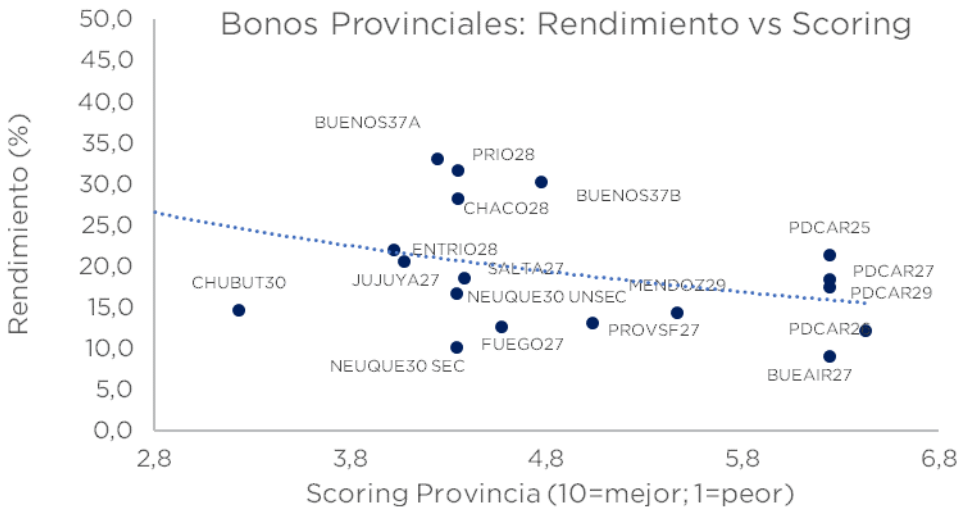
Scoring Provincial vs Datos de mercado



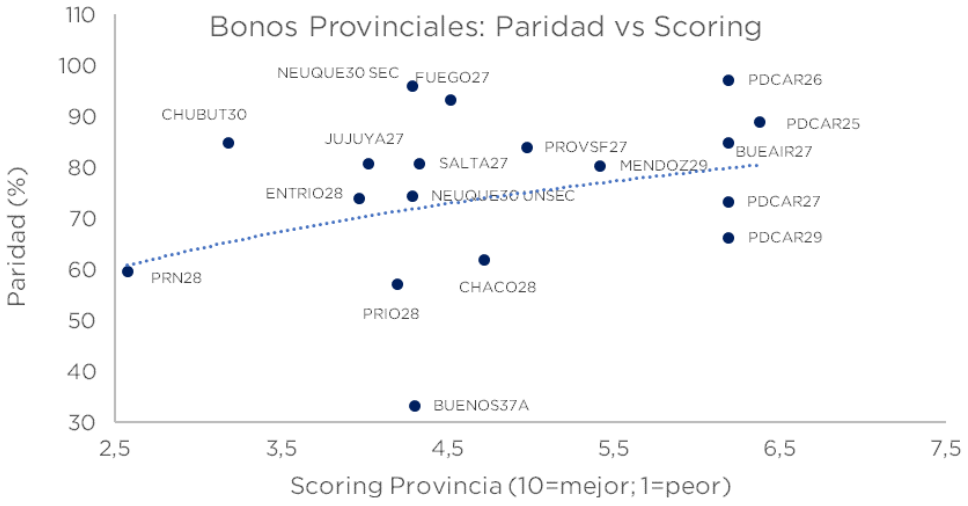


Scoring de Deuda Provincial

Los siguientes gráficos ilustran la relación entre los precios de mercado de los títulos y su puntaje según el Scoring Provincial.



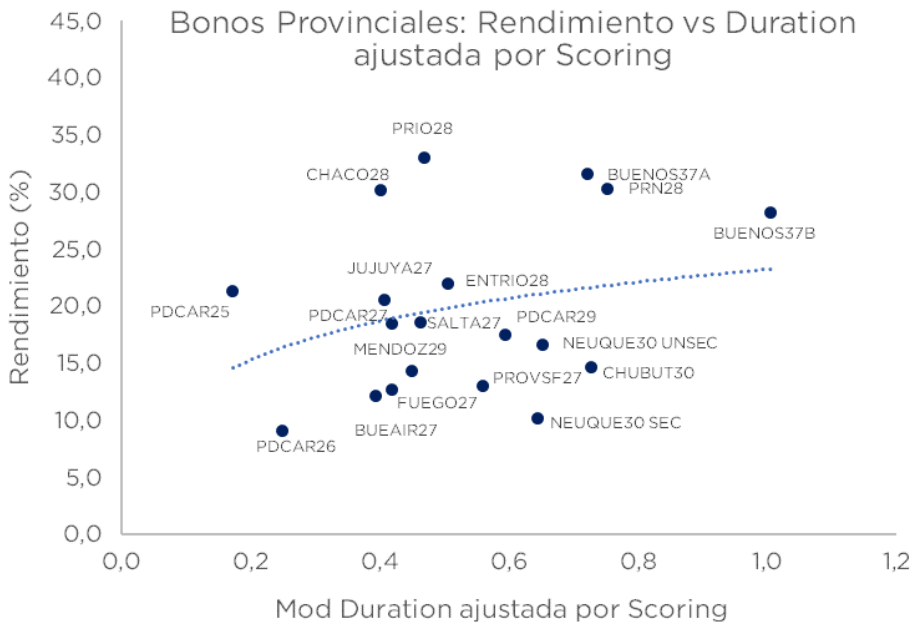
Nota: Los bonos con mejor puntaje que se encuentran por encima de la tendencia media tienen mayor atractivo.



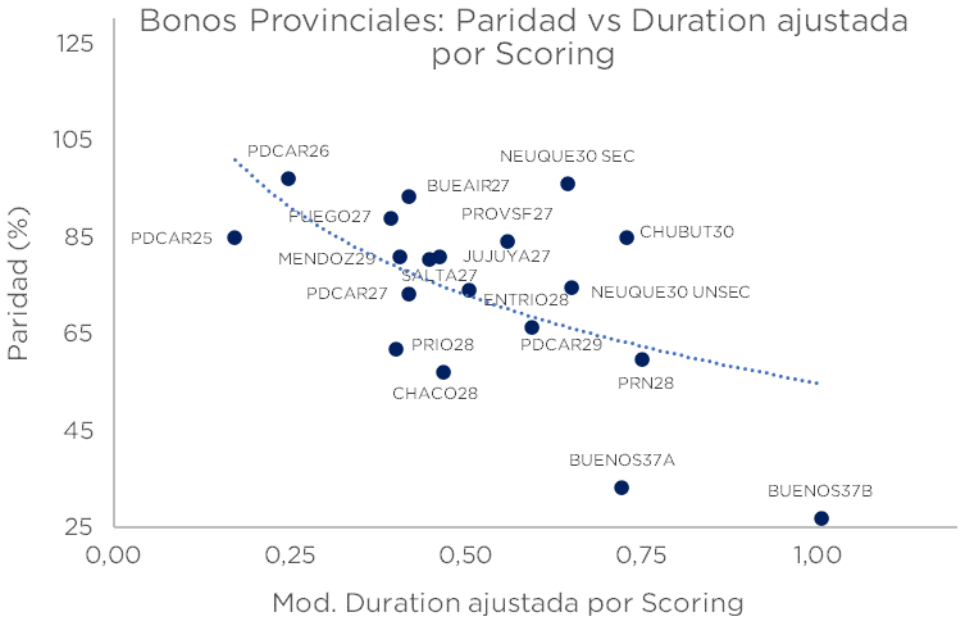
Nota: Los bonos con mejor puntaje que se encuentran por debajo de la tendencia media tienen mayor atractivo.

Scoring de Deuda Provincial

Los siguientes gráficos ilustran la relación entre la valoración de los títulos y su duración modificada ajustada por Scoring Provincial (es una métrica que incorpora ambas).



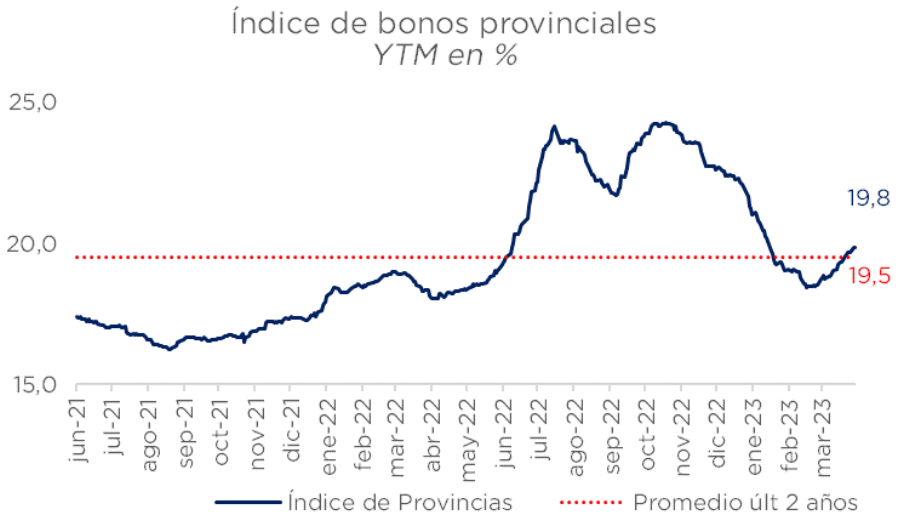
Nota: Los bonos por encima de la tendencia media tienen mayor atractivo.



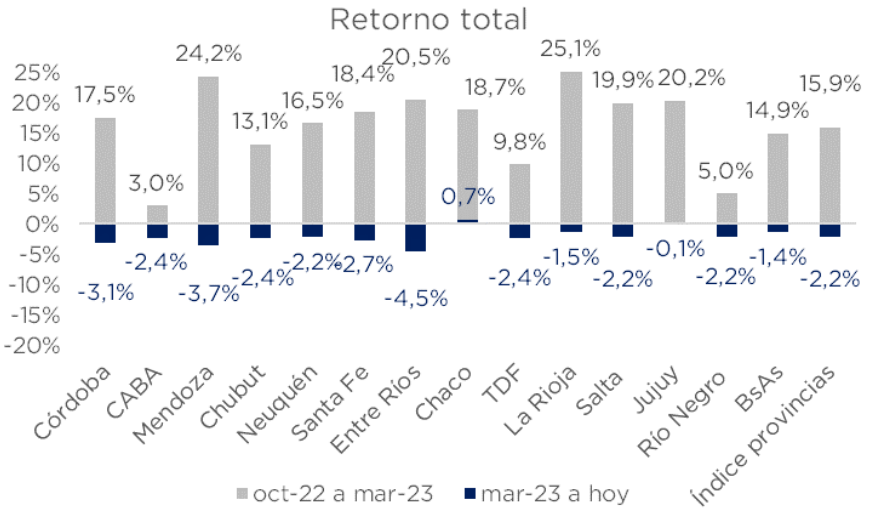
Nota: Los bonos por debajo de la tendencia media tienen mayor atractivo.

Scoring de Deuda Provincial

En el gráfico siguiente ilustramos la evolución del nivel de rendimiento promedio de la deuda provincial. Si bien el mercado ha logrado diferenciar el crédito provincial del soberano, es claro que el precio del *asset class* tiene un componente alto del "efecto código postal" y acompaña al desempeño que tuvo la deuda soberana nacional.



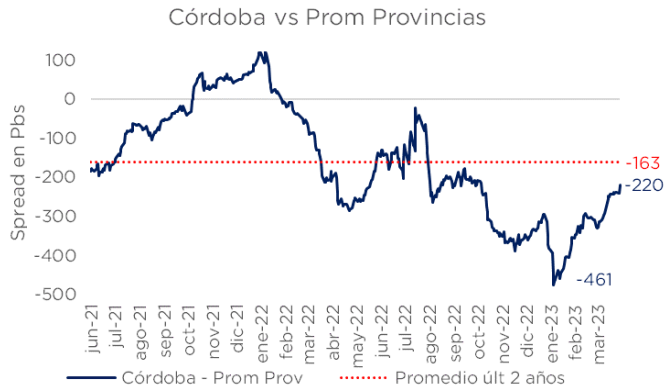
El análisis del desempeño reciente muestra que, con excepción de Córdoba y Mendoza (créditos de mejor calidad dentro del conjunto), los títulos provinciales que más subieron fueron aquellos que estaban más rezagados o baratos, algo que típicamente sucede cuando se produce una suba. De la misma manera, en el último mes los títulos que más sufrieron fueron los que habían evidenciado una recuperación mayor de su precio.

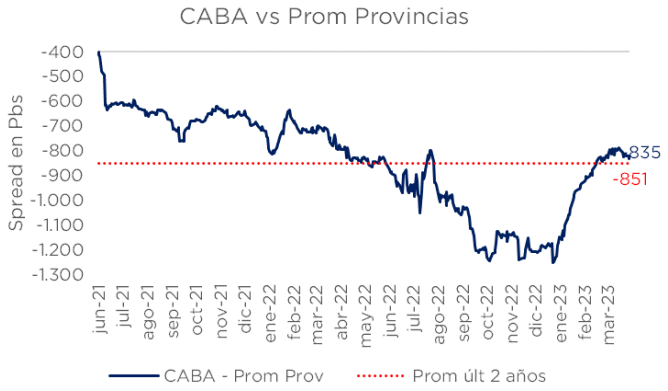


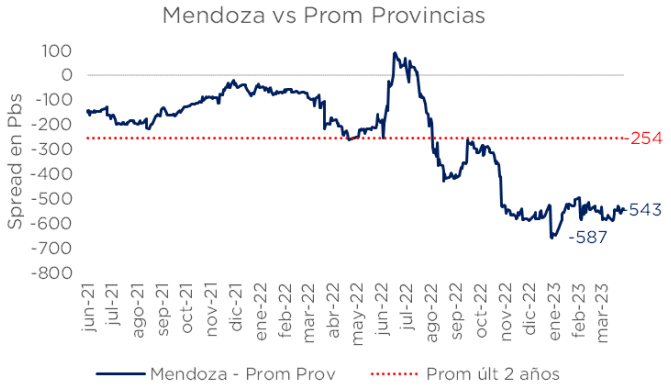
Scoring de Deuda Provincial

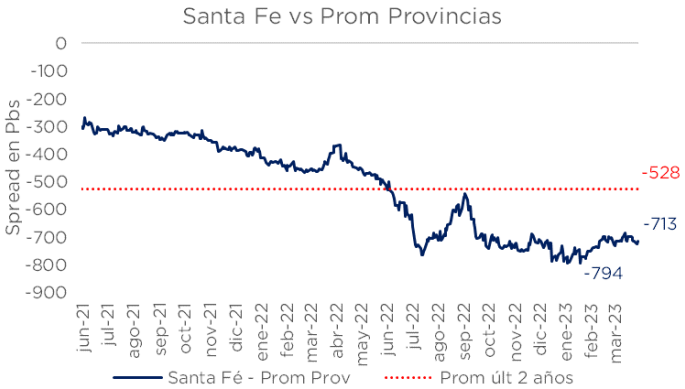
Los siguientes gráficos muestran los valores relativos de algunos de los títulos provinciales incluidos en el informe.

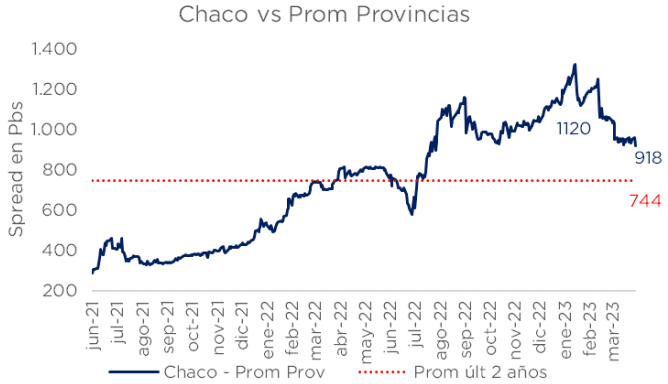
En el último reporte habíamos dicho que algunos de los títulos con mejor calidad crediticia – Mendoza, Córdoba, CABA y Santa Fe - se habían encarecido (aunque seguían teniendo valor al compararlos con el promedio), pero desde entonces devolvieron algo de sus ganancias y lucen aun más atractivos. Por su parte, Chaco sigue barato versus el conjunto.







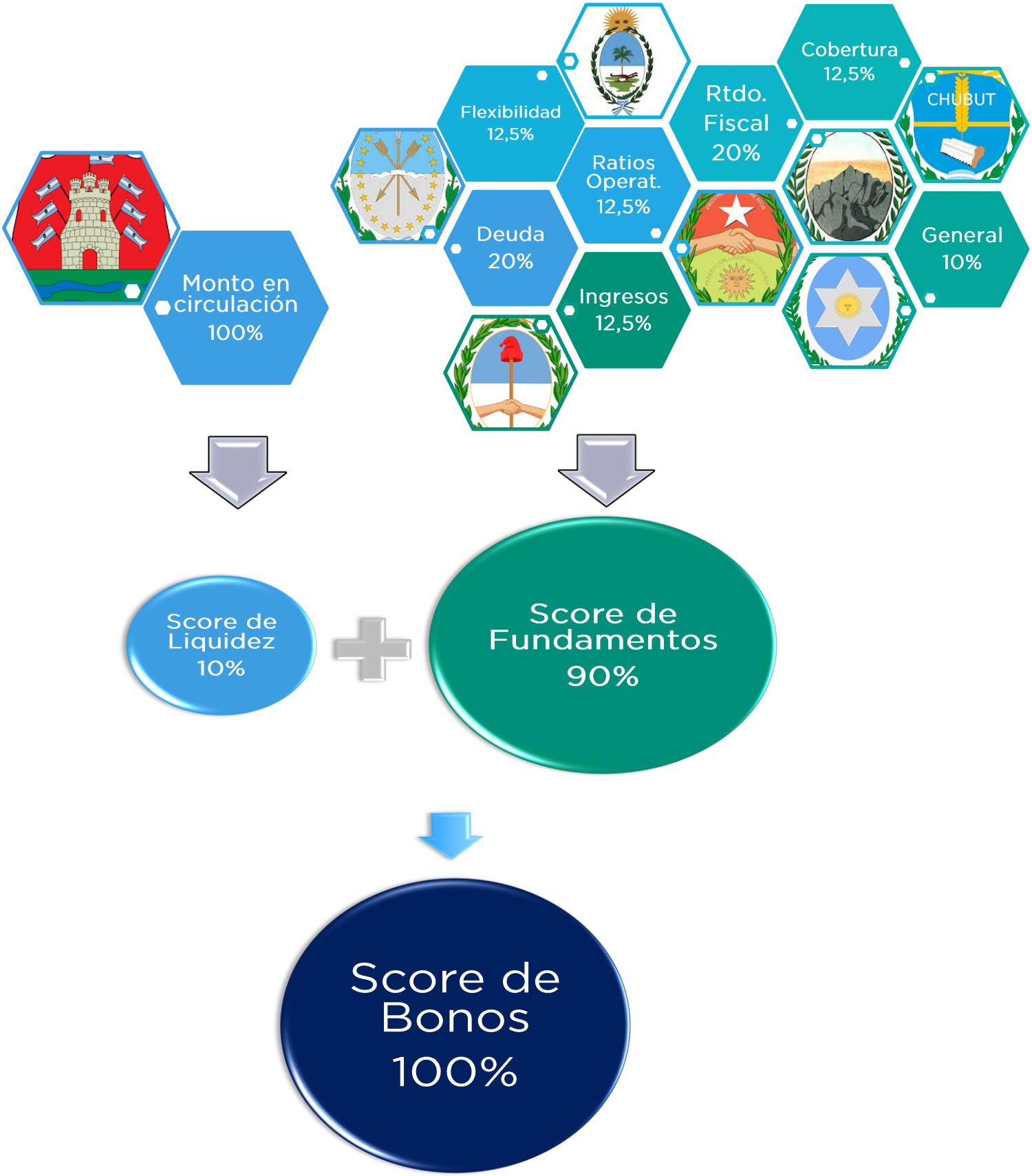




Scoring de Deuda Provincial

		Precio clean	Interés corrido	Precio dirty	Paridad Capital	Paridad c int	VR	Cupón	Prox Cupón	Mod Dur	Vida prom	YTM	Spread en bps	Vencimiento	Denominacion mínima
	Curva USD - Provincial														
Córdoba	Córdoba 2025	84,29	2,60	86,89	84,3%	84,7%	1,00	6,88	10/6/2023	1,07	1,37	21,33	-4753	10/12/2025	150.000
	Córdoba 2026	45,49	0,83	46,32	97,1%	97,1%	0,47	7,13	27/4/2023	1,54	1,72	9,01	466	27/10/2026	1.000
	Cordoba 2027	72,53	2,82	75,35	72,5%	73,3%	1,00	6,99	1/6/2023	2,60	3,34	18,40	-2467	1/6/2027	150.000
	Córdoba 2029	65,62	1,62	67,24	65,6%	66,2%	1,00	6,88	1/8/2023	3,68	5,01	17,47	-1545	1/2/2029	150.000
CABA	CABA 2027	88,57	3,02	91,59	88,6%	88,9%	1,00	7,50	1/6/2023	2,52	3,10	12,07	-3191	1/6/2027	200.000
Mendoza	Mendoza 2029	80,16	0,59	74,58	80,2%	80,3%	0,92	5,75	19/9/2023	2,43	3,15	14,23	-3075	19/3/2029	1.000
Chubut	Chubut 2030	84,75	0,00	69,27	84,8%	84,8%	0,82	7,75	26/7/2023	2,32	2,92	14,60	-3178	26/7/2030	150.000
Neuquén	Neuquen 2.5 2030	73,58	3,29	76,88	73,6%	74,4%	1,00	6,63	27/4/2023	2,80	4,00	16,58	-2435	27/4/2030	1
	Neuquen 5.17 2030	95,75	1,77	79,28	95,8%	95,8%	0,81	8,63	12/5/2023	2,77	3,54	10,14	-3106	12/5/2030	150.000
Santa Fe	Santa Fe 2027	83,38	3,35	86,74	83,4%	83,9%	1,00	6,90	1/5/2023	2,79	3,51	13,00	-2796	1/11/2027	150.000
Entre Ríos	Entre Ríos 2028	73,52	1,76	71,60	73,5%	74,0%	0,95	8,10	8/8/2023	2,01	2,89	21,91	-2864	8/8/2028	1
Chaco	Chaco 2028	61,38	1,23	62,61	61,4%	61,8%	1,00	6,50	18/8/2023	1,89	2,81	30,10	-2216	18/2/2028	150.000
T del Fuego	T del Fuego 2027	93,13	0,22	51,44	93,1%	93,2%	0,55	8,95	17/7/2023	1,90	2,24	12,63	-3957	17/4/2027	1.000
La Rioja	La Rioja 2028	56,50	1,12	57,62	56,5%	57,0%	1,00	6,50	24/8/2023	1,96	2,97	33,00	-1817	24/2/2028	1
Salta	Salta 2027	80,05	3,42	83,47	80,0%	80,7%	1,00	8,50	1/6/2023	2,01	2,74	18,52	-3201	1/12/2027	1
Jujuy	Jujuy 2027	80,61	0,84	72,49	80,6%	80,8%	0,89	8,38	20/9/2023	1,64	2,15	20,55	-3587	20/3/2027	150.000
Río Negro	Río Negro 2028	59,29	0,85	60,13	59,3%	59,6%	1,00	6,63	10/9/2023	1,94	2,88	30,28	-2131	10/3/2028	1.000
PBA	PBA 2037 B	26,25	0,69	26,94	26,3%	26,8%	1,00	4,50	1/9/2023	4,33	10,44	28,15	-10	1/9/2037	150.000
	PBA 2037 A	32,69	0,80	33,50	32,7%	33,2%	1,00	5,25	1/9/2023	3,11	8,48	31,53	-635	1/9/2037	1.000

Metodología



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 Investment S.A. es un Agente de Liquidación y Compensación - Propio registrado bajo la matrícula n° [351], Agente de Colocación y Distribución de FCI registrado bajo la matrícula n° [18] y Agente de Colocación y Distribución Integral de FCI registrado bajo la matrícula n° [47], todos ellos de la CNV. Consultatio Asset Management Gerente de Fondos Comunes de Inversión S.A. es un Agente de Administración de Productos de Inversión Colectiva registrado bajo la matrícula n° 13 de la CNV.

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 cuotapartes 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 d e 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 deasumir, 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 cuotapartes o al otorgamiento de liquidez a tal fin.