

# FIX (afiliada de Fitch Ratings) bajó a CC(arg) la calificación de la Provincia de La Rioja

22 de enero de 2024

FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO “afiliada de Fitch Ratings”, en adelante FIX o la calificador, bajó a ‘CC(arg)’ desde ‘BB-(arg)’ y a ‘C(arg)’ desde ‘B(arg)’ las calificaciones nacionales de largo y corto plazo respectivamente de la Provincia de La Rioja (PLR). La Calificadora entiende que se profundizó el riesgo de refinanciamiento para el pago del vencimiento de deuda por USD 28.824.538 que opera el 24.02.2024 del bono internacional reestructurado. FIX prevé un mayor deterioro del margen operativo para 2024 debido a una caída real de los recursos por transferencias discrecionales superior a lo esperado en la revisión anterior. A su vez, estima que la posición de liquidez de PLR empeoró sustancialmente luego de la última recomposición salarial realizada en enero 2024. Estas vulnerabilidades financieras derivaron en la búsqueda de fuentes alternativas de financiación bajo las Leyes 10.696 y 10.703, que faculta a la emisión de Bonos de Cancelación de Deuda (BOCADE) por hasta \$ 22.500 millones.

El 05.01.2024 el Poder Legislativo Provincial sancionó la Ley 10.700 que habilita al Ejecutivo a realizar modificaciones en la administración de pasivos específicamente del bono internacional que, junto a una capacidad de pago muy limitada, puede derivar en un canje forzoso de deuda o en el incumplimiento de sus compromisos. En términos relativos, otras jurisdicciones calificadas en escala local en el rango de las BB, por el momento no han presentado leyes de administración de pasivos y están buscando los medios para intentar cumplir con el próximo vencimiento de deuda.

Adicionalmente, FIX bajó a ‘CC(arg)’ desde ‘BB-(arg)’ los TD Clase I, II y III del mercado local dado que si bien no se encuentran mencionados en la Ley 10.700, tienen cláusulas de incumplimiento cruzado con los títulos internacionales. De producirse un incumplimiento, la aceleración de pagos o canje forzoso bajo títulos públicos Ley extranjera por USD 318.427.444,00 al 8,50% con vencimiento en 2028, podría declararse un evento de incumplimiento bajo los títulos locales y acelerase su pago. La Clase III a la fecha no fue emitida pero aún la Provincia cuenta con la autorización legislativa.

FIX monitoreará de cerca las medidas a tomarse por la Provincia, pudiendo derivar en nuevas bajas de la calificación, por lo que se fundamenta mantener el Rating Watch Negativo (RWN) en las calificaciones vigentes.

## FACTORES RELEVANTES DE LA CALIFICACIÓN

Aumento del riesgo de refinanciación: acorde a los supuestos macroeconómicos de FIX, la Calificadora estima un aumento significativo en el riesgo de refinanciamiento para 2024, explicado por una mayor reducción en los márgenes operativos estimados respecto a la revisión anterior, y a un insuficiente flujo generado por el Parque Eólico Arauco (PEA) y el Parque Solar para ser destinados al repago de la deuda. Los servicios de deuda del 2024-2025 representan un gran estrés financiero en un marco de deterioro presupuestario en el corto-mediano plazo. FIX prevé que el excedente de disponibilidades que resultó al cierre del 2023 en gran medida fue aplicado en la recomposición salarial otorgada a los empleados públicos en enero 2024, decantando en una vulnerable posición de liquidez. En este marco, la Calificadora entiende que la PLR no presenta una adecuada solvencia y

liquidez que garantice el pago del servicio del bono internacional reestructurado en febrero 2024.

**Alta dependencia a los Aportes del Tesoro Nacional:** el desempeño operativo de la PLR está fuertemente condicionado a los recursos de los Aportes del Tesoro Nacional (ATN), exponiéndola a altos niveles de volatilidad en sus cuentas públicas y un bajo nivel de autonomía. Si bien FIX contempló en sus proyecciones diversos escenarios en el tratamiento de esta fuente de financiamiento, en la perspectiva de la Calificadora preponderó una política más conservadora en la redirección de fondos desde el Estado Nacional en 2024, considerando un escenario más pesimista comparado con la expectativa que mantenía FIX en los meses previos. En 2023 quedó pendiente una transferencia de fondos por \$ 9.300 millones desde el gobierno nacional en concepto de ATN por partida presupuestada en referencia a la compensación de la pérdida de un punto porcentual de la coparticipación federal de impuestos en 1988, por lo que el margen esperado al 31.12.2023 sería más ajustado que el esperado en la revisión de diciembre 2023.

A su vez, el Presupuesto Nacional 2023 fue reconducido para operar en el 2024 por lo que la partida presupuestaria por este concepto queda muy rezagada en términos reales: se suponía que presupuestariamente en el 2024 se recibirían \$ 94.000 millones, pero en definitiva el monto que ingresará será por \$ 47.000 millones que fueron los estipulados para el 2023. Cabe destacar que estos recursos son distribuidos igualitariamente en doce cuotas mensuales, lo que profundiza la merma real. En el 2024 se espera un margen deficitario con una vulnerable posición de liquidez, lo que afecta la operatoria de la PLR. En este marco el 19.01.2024, se publicaron las Leyes N 10.696 y 10.703, en la que se autoriza al Ejecutivo Provincial a emitir cuasi monedas, aunque aún falta la Resolución para su instrumentación.

**Márgenes operativos muy volátiles:** FIX espera para el cierre del 2023 un deterioro en el margen respecto del 2022, aunque no de gran magnitud (11,1% frente a 13,3% de 2022), contextualizado en un marco macroeconómico de elevada inflación y merma en el nivel de actividad, aunque prevalece cierto rezago en la dinámica de los gastos operativos respecto a la evolución del nivel de los precios. La PLR, al igual que el resto de los sub-soberanos, se vio afectada por la reciente modificación del Impuesto a las Ganancias sobre personas físicas que impacta directamente en los fondos coparticipables, definida bajo el marco del Decreto Nacional 473/2023 y posterior Ley 27.725, lo que fue contemplado en las proyecciones de FIX. Esta modificación tiene un efecto pleno en el 2024, a lo que se suma la mayor incertidumbre respecto de las transferencias discrecionales, por lo que es esperable un fuerte deterioro del margen, el cual se tornaría negativo en el orden del 3,5%.

**Moderado endeudamiento y composición desfavorable:** el 20.07.2023 la Provincia emitió en el mercado local títulos de deuda por USD 55 millones, cuyo peso relativo no impacta en gran medida en el nivel de apalancamiento total. Al cierre del ejercicio, se estima que, la deuda fue equivalente al 53,0% de los ingresos corrientes esperados frente a un 39,2% del 2022. FIX considera que la capacidad de pago de la PLR se verá desafiada

por el escenario macroeconómico esperado. Al 30.09.2023, el nivel de apalancamiento fue del 40,0% de los ingresos corrientes, frente al 36,6% registrado al tercer trimestre del 2022. La Provincia cuenta actualmente con un 95,1% de la deuda consolidada denominada en moneda extranjera. Este porcentaje viene en ascenso y genera un riesgo cambiario que no podrá minimizarse sino comienza a contar con los ingresos asociados al dólar y de libre disponibilidad de parte del PEA y el Parque Solar. En el escenario actual se consideraron sólo los flujos proyectados emanados del compromiso del PEA bajo el préstamo reestructurado, luego de la reestructuración del bono internacional, que representa el 40% del servicio de deuda del año 2024.

**Ajustada posición de liquidez de la APNF:** al 30.09.2023, el incremento del gasto en masa salarial fue aproximadamente del 112,1% anual, lo que denota una fuerte contracción de la partida. Este indicador no necesariamente presenta una relación directa con el aumento neto salarial del personal público, aunque constituye un buen estimador. La Provincia mostró una posición de liquidez del orden del 4,2% de los ingresos totales y una cobertura de la deuda flotante de 0,7x (veces) y se espera un leve deterioro para el cierre del ejercicio. Cabe mencionar que en este indicador no está incluida la caja e inversiones del PEA, dado que se entiende está afectada para los proyectos desafiantes que tiene en el corto y mediano plazo.

Estructura económica dependiente de la administración pública: la PLR presenta una economía con una actividad de bajo valor agregado y una importante participación del empleo público, lo que condiciona aún más la limitada autonomía financiera de la Provincia. FIX opina es necesario que al esfuerzo del sector público se le complemente una actividad privada más dinámica y de mayor valor agregado.

## SENSIBILIDAD DE LAS CALIFICACIONES

Rating Watch Negativo: en caso de que no se obtengan las fuentes de financiamiento para poder cumplir con el servicio de deuda del bono internacional de febrero de 2024 o se inicie un proceso de reestructuración que pueda ser considerado forzoso, FIX podría accionar nuevamente a la baja de las calificaciones vigentes de la Provincia.

Contexto económico: la calificación del emisor dependerá de la evolución de la flexibilidad fiscal, financiera y sostenibilidad de la deuda en un contexto económico de muy alta inflación con contracción económica, restricciones cambiarias, deterioro en los indicadores sociales y elevada incertidumbre respecto de medidas económicas del gobierno nacional luego del período electoral.

Emisor	Acción de calificación	Calificación actual	Calificación anterior
<b>PROVINCIA DE LA RIOJA</b>			
Emisor corto plazo	Baja	C(arg)/RWN	B(arg)/RWN
Emisor largo plazo	Baja	CC(arg)/RWN	BB-(arg)/RWN
Títulos de Deuda Clase I por VN USD 6.000.000	Baja	CC(arg)/RWN	BB-(arg)/RWN
Títulos de Deuda Clase II por VN USD 49.005.344	Baja	CC(arg)/RWN	BB-(arg)/RWN
Títulos de Deuda Clase III por hasta VN USD 100.000.000	Baja	CC(arg)/RWN	BB-(arg)/RWN
<i>RWN – Rating Watch Negativo</i>			

## Detalle del título y calificaciones:

**Contactos:**

**Analista Principal**

Mateo López Vicchi

Analista

mateo.lopezvicchi@fixscr.com

+54 11 5235-8114

**Analista Secundario**

Cintia Defranceschi

Directora

cintia.defranceschi@fixscr.com

+54 11 5235-8143

**Otros Contactos:**

Renzo Crosa

+54 11 5235-8129

renzo.crosa@fixscr.com

Mauro Chiarini

+54 11 5235-8140

mauro.chiarini@fixscr.com

**Relación con los Medios**

Diego Elespe

Head Comercial y de Desarrollo de Negocios

+5411 5235-8100/10

INFORMES RELACIONADOS Y METODOLOGÍA APLICABLE

FIX utilizó el Manual de Calificación de Finanzas Públicas presentado ante la *Comisión Nacional de Valores* (disponible en [www.cnv.gob.ar](http://www.cnv.gob.ar)).

Los informes correspondientes se encuentran disponible en nuestra web [www.fixscr.com](http://www.fixscr.com)

Las clasificaciones incluidas en este informe fueron solicitadas por el emisor o en su nombre y, por lo tanto FIX SCR S.A. (Afiliada de Fitch Ratings) –en adelante la calificador- ha recibido honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación.

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO (Afiliada de Fitch Ratings), EN ADELANTE TAMBIEN DENOMINADA “FIX”, ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [HTTP://WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com). LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FIX SCR S.A., Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERÉS, BARRERAS PARA LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FIX SCR S.A. PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES SOBRE LAS CUALES EL ANALISTA LIDER ESTÁ BASADO EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FIX SCR S.A.

La reproducción o distribución total o parcial de este informe por terceros está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, FIX SCR S.A. se basa en información fáctica que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que FIX SCR S.A. considera creíbles. FIX SCR S.A. lleva a cabo una investigación razonable de la información fáctica sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que FIX SCR S.A. lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga, variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independientes y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de FIX SCR S.A. deben entender que ni una investigación mayor de hechos, ni la verificación por terceros, puede asegurar que toda la información en la que FIX SCR S.A. se basa en relación con una calificación será exacta y completa. El emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a FIX SCR S.A. y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, FIX SCR S.A. debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes, con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos que pueden suceder y que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una calificación.

La información contenida en este informe, recibida del emisor”, se proporciona sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de FIX SCR S.A. es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que FIX SCR S.A. evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de FIX SCR S.A. y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados a riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente, como son riesgos de precio o de mercado. FIX SCR S