



## FIX (afiliada de Fitch) comenta sobre el dilema de los sub-soberanos ante la reestructuración Argentina de deuda

Buenos Aires, 12 de marzo de 2020

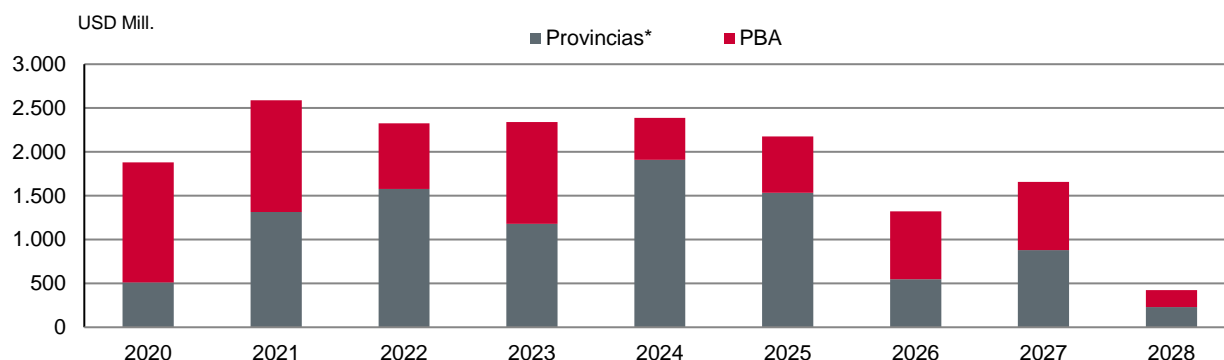
FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO “Afiliada de Fitch Ratings” –en adelante FIX o la calificadoradora– considera que los sub-soberanos (Provincias y Municipios) se enfrentan, en el marco de la reestructuración Argentina de deuda, al dilema de cumplir o incumplir sus compromisos bajo los bonos emitidos. .

FIX no observa que en términos globales haya un gran riesgo de refinanciación para el 2020 ya que no existen importantes vencimientos de capital de deuda de sub-soberanos; sin embargo, existen casos particulares de entidades muy ajustadas crediticiamente. Los vencimientos de capital para este año de los emisores monitoreados por FIX y Fitch ascienden aproximadamente a \$ 120.311 millones (equivalente a USD 1.880 millones a un tipo de cambio de \$ 64), con alta exposición cambiaria dado que el 90% es en moneda extranjera. El principal peso de la deuda provincial en 2020 está dado por la Provincia de Buenos Aires. La mayoría de las Provincias y Municipios enfrentan servicios de intereses cuyo peso dependerá de la denominación de la deuda ante la fuerte depreciación del peso en 2018 y 2019 y de la flexibilidad fiscal-financiera de cada emisor.

FIX observa que los sub-soberanos calificados enfrentan su mayor carga de vencimientos de capital en el período 2021-2025, teniendo un peso importante en el 2021 el vencimiento de deuda bullet de la Provincia de Córdoba por USD 725 millones.

### Perfil de amortizaciones de deuda en millones de USD

Provincias monitoreadas por FIX y FitchRatings



\* Provincias excluyendo a la Provincia de Buenos Aires (PBA)

Fuente: Elaboración FIX en base a información de Bloomberg, Mercado Abierto Electrónico y Provincias monitoreadas por FIX y FitchRatings

A pesar de lo expuesto, la Calificadoradora considera que desde el cierre de los mercados de créditos voluntario en 2018, las entidades enfrentan mayores restricciones para financiar los servicios de deuda o los déficits financieros acumulados. Algunos emisores debieron recurrir al mercado local a través de Programa de Letras para cubrir las necesidades estacionales de caja, aunque con elevados costos financieros. Otros con mejor reputación en el mercado lograron la reapertura de emisiones de Títulos de Deuda como el caso del Gobierno de la Ciudad de Buenos Aires, con un monto de emisión equivalente a \$ 28.847,6 millones en el 2019 y enero de 2020.

En el contexto de reestructuración de la deuda a nivel nacional, los gobiernos sub-soberanos se enfrentan al dilema de cumplir o incumplir con el pago de sus deudas para buscar mejores condiciones y hasta en algunos casos forzando la renegociación ante la falta de pago en tiempo y forma. Lo anterior se refleja en los eventos recientes de las Provincias de Buenos Aires y de La Rioja de utilizar el período extensivo o “de cura” que le otorgan los prospectos para el pago de la deuda a efectos de renegociar sus deudas y lograr un alivio de liquidez.

La Provincia de Buenos Aires, luego del período de cura y ante la falta de consentimiento de los inversores, pagó el servicio de capital por USD 250 millones más los intereses devengados. La Provincia de La Rioja, se encuentra en el período de gracia de 30 días para el pago del servicio de interés de USD 14,625 millones. FIX califica públicamente a

la Provincia de La Rioja y el pasado 27.02.2020, bajó la calificación como emisor a 'CC(arg)' desde 'BBB-(arg)/Perspectiva Negativa' y la de corto plazo a 'C(arg)' desde 'A3(arg)'. El 24.01.2020, La Rioja publicó el aviso de pago del servicio de intereses de los títulos pero el 24.02.2020 informó que enfrenta limitaciones para honrar el mismo. A pesar de una liquidez restringida, FIX entiende que La Rioja cuenta con los fondos necesarios afectados para afrontar el pago y la decisión de hacer uso del período adicional obedece a la búsqueda de renegociación con los inversores. Cabe mencionar que los servicios de capital bajo este bono comienzan a partir del año 2022, en cuatro cuotas anuales y la entrada en operación de unos de los parques eólicos sería inminente.

A pesar de este contexto, algunas entidades cumplieron en tiempo y forma con sus obligaciones de deuda, durante los primeros meses del 2020, por un total de USD 286,7 millones, lo que demuestra que el uso del período de cura es una decisión de cada jurisdicción. Entre dichas provincias se destacan, la Provincia de Córdoba con dos vencimientos de intereses uno el 03.02.2020 y otro el 02.03.2020, Salta el 07.01.2020, Chubut el 26.01.2020, Córdoba el 03.02.2020, Entre Ríos el 08.02.2020, Neuquén el 12.02.2020, Chaco el 18.02.2020 y la Ciudad de Buenos Aires con un vencimiento de capital e interés el 19.02.2020.

FIX considera que el uso del período de gracia, expone a las calificaciones a la baja hasta niveles muy especulativos del rango de las 'CCC(arg)' dado que la previsibilidad del cumplimiento de honrar los compromisos es muy baja, según nuestros criterios metodológicos. La Calificadora entiende que una renegociación de la deuda inducida bajo la falta de pago habla negativamente de la voluntad de pago del emisor. En dichos casos, si se cumple con el pago de la deuda dentro del período de gracia, implica que el emisor evita el incumplimiento, la calificación subirá pero difícilmente vuelva a sus niveles originales. Ello se debe a que las calificaciones son una opinión sobre la capacidad y voluntad de pago de un emisor para cumplir con sus obligaciones en tiempo y forma. Los antecedentes sobre las políticas de deuda de la entidad impactan en la percepción de riesgo de un emisor independientemente de su posición de liquidez y solvencia y son ponderados en la calificación.

En aquellos casos que aunque se logre una reestructuración o canje de deuda en una negociación "amigable" y manteniendo el pago de los servicios de deuda al día, es probable que las calificaciones puedan bajar e incluso considerarse incumplimiento si se identifica en la reestructuración características de un canje forzoso como son, entre otros, una material pérdida de valor presente para los inversores, o que sea el único medio para evitar el incumplimiento (ver 'Metodología de Calificación de Canje Forzoso de Deuda' del 27.09.2019 disponible en [www.fixscr.com](http://www.fixscr.com)). Una vez finalizado el canje, el emisor y/o los títulos serán recalificados.

La capacidad de un emisor de reestructurar su deuda estará dada por: i) las leyes que gobiernan a la emisión (ley local o extranjera); ii) los términos y condiciones de la emisión; iii) si es una emisión directa del sub-soberano o fue realizada por un fideicomiso financiero (caso Chubut); iv) si posee una garantía y si esta garantía se activa ante incumplimiento del emisor o si es en garantía y pago; y v) los términos y condiciones de los nuevos títulos. Un análisis de las reestructuraciones que ocurrieron puede leerse en "To Default or Not to Default? A Choice for Subnational Governments" del 6 de septiembre de 2002 disponible en [www.fixscr.com](http://www.fixscr.com).

## **Situación y expectativas para 2020**

En términos fiscales, existen importantes desafíos para el año 2020, dado que el gasto de los entes sub-nacionales continúa enfrentando presiones por la inflación (53,8% en 2019) y la fuerte depreciación de la moneda, a lo que se suma una baja dinámica de ingresos operativos por la recesión económica (caída del 11% en términos reales durante 2019). Los ingresos federales transferidos automáticamente (Coparticipación de Impuestos), que en promedio representan un importante peso en la estructura de ingresos (aproximadamente 40% a septiembre de 2019), también cayeron un 1,7% en términos reales en 2019 y alrededor del 10% en enero de 2020, pese al incremento del 3% dado por el Acuerdo Nación Provincias del año 2016. El actual contexto económico mundial agrava la situación de aquellas jurisdicciones con mayor concentración de sus ingresos propios relacionados a la producción y/o extracción de commodities dada la fuerte evolución negativa de los precios internacionales y una menor expectativa de actividad económica global. FIX evaluará el nivel de intervención del Gobierno Nacional en estos mercados para evitar una caída interna en la actividad económica, con fuerte impacto en las variables sociales, y de los niveles de recaudación provincial.

El nuevo gobierno nacional, además de la renegociación de la deuda, aún debe determinar las pautas de política fiscal y analizar la continuidad de los acuerdos Provincia-Nación anteriores. Por ejemplo, algunas disposiciones del Consenso Fiscal 2017 y 2018 fueron suspendidas por la Ley de Emergencia Nacional como ser la baja de impuestos provinciales. La incertidumbre en el tratamiento del Presupuesto Nacional 2020, en la asistencia financiera nacional y sobre la financiación de los déficits previsionales provinciales por parte de la Nación impone un contexto de vulnerabilidad en el sector que deberá ser monitoreado.

Lo anterior se refleja en la perspectiva Negativa asignada por FIX al sector de sub-soberanos en Argentina de acuerdo a lo mencionados en el comunicado de prensa de 'Perspectiva del sector de sub-soberanos' publicado por FIX el 17.09.2019. FIX califica en escala local a 14 emisores sub-soberanos argentinos en forma pública y algunos en forma privada y entiende que el sector opera en un entorno operativo negativo.

La evolución de las calificaciones individuales dependerá no sólo de los impactos específicos del contexto económico sobre su endeudamiento, compromisos, flexibilidad financiera, capacidad de control del gasto y las características propias de su economía, sino también de la voluntad de pago en un contexto de renegociaciones de deuda.

Contactos:

Cintia Defranceschi

+54 11 5235-8143

[cintia.defranceschi@fixscr.com](mailto:cintia.defranceschi@fixscr.com)

Mauro Chiarini

+54 11 5235-8140

[mauro.chiarini@fixscr.com](mailto:mauro.chiarini@fixscr.com)

Relación con los medios: Diego Elespe – Buenos Aires – +54 11 5235 8100 – [diego.elespe@fixscr.com](mailto:diego.elespe@fixscr.com)

Las calificaciones antes señaladas fueron solicitadas por el emisor, o en su nombre, y por lo tanto, FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO (afiliada de Fitch Ratings) ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación.

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FIX SCR S.A. 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.