

Perspectiva 2021 – Revisión 2020

Perspectiva 2021: Estable

FIX espera para el 2021 cierta estabilidad en las calificaciones de los subsoberanos de Argentina debido a que los mismos, en promedio, cuentan con mayor flexibilidad financiera gracias a las mejoras en los niveles de liquidez y alivio de los servicios de deuda para afrontar un entorno operacional que aún continúa siendo muy débil, volátil y con importantes desafíos dentro de un contexto de pandemia. Durante 2020, las calificaciones de los subsoberanos sufrieron importantes bajas producto del deterioro del contexto macroeconómico, sumado a que la mayoría de los emisores realizaron procesos de reestructuraciones de deuda en moneda y legislación extranjera, que fueron considerados como canjes forzados. En septiembre de 2019, la calificadora había cambiado la perspectiva del sector Negativa desde Estable; la calificación promedio del sector era de 'BBB+(arg)' y actualmente es de 'BBB-(arg)'.

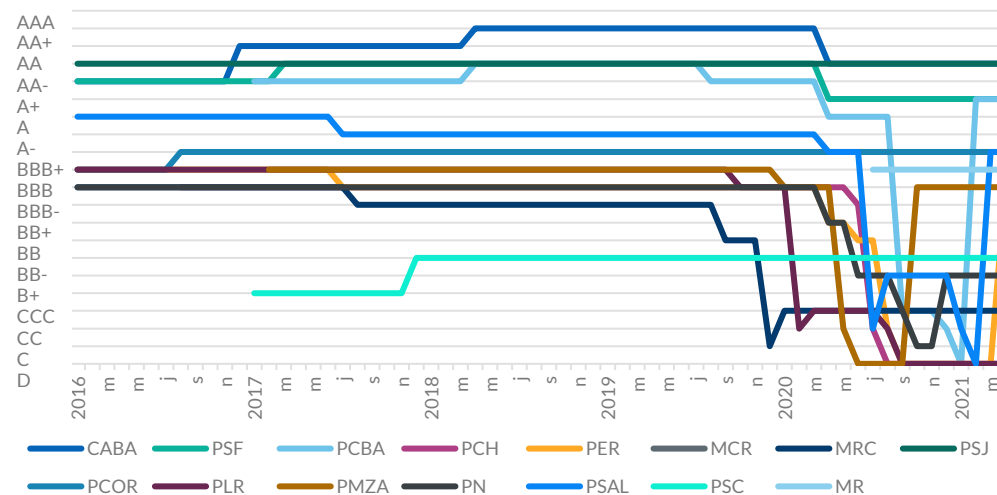
Mejoras en los resultados presupuestarios en el 2020 y esperado deterioro en 2021

El consolidado provincial muestra sensibles mejoras en sus resultados primarios y financieros con datos estimados para el cierre 2020, en un contexto de fuerte contracción de la actividad económica (-9,9%) por las medidas de contención del COVID-19 y por los procesos de reestructuración de deuda soberana y subsoberana. FIX entiende que esta situación no es sustentable en el tiempo por lo que se estima para 2021 una caída de los márgenes primario y financiero, que de continuar un mercado de deuda de corto plazo, esperamos que se incremente el riesgo de refinanciación a partir del 2023. En 2020 los ingresos registraron contracciones reales significativas, pero las jurisdicciones apelaron a una muy fuerte contención del gasto operativo y de capital, lo que sumado a cierto ahorro en el pago de intereses, permitió finalizar el ejercicio con buenos márgenes operativos y financieros. Esta estrategia fiscal, junto al acceso a fuentes de financiamiento del Gobierno Nacional creadas en el contexto de la pandemia, les permitió, en su mayoría, cerrar el ejercicio con sólidas posiciones de liquidez que, en opinión de FIX les permitirán afrontar el 2021 con mayor flexibilidad financiera en el marco de un mercado de créditos voluntario restringido, de corto plazo y con alto costo financiero.

Proyecciones y escenario 2021

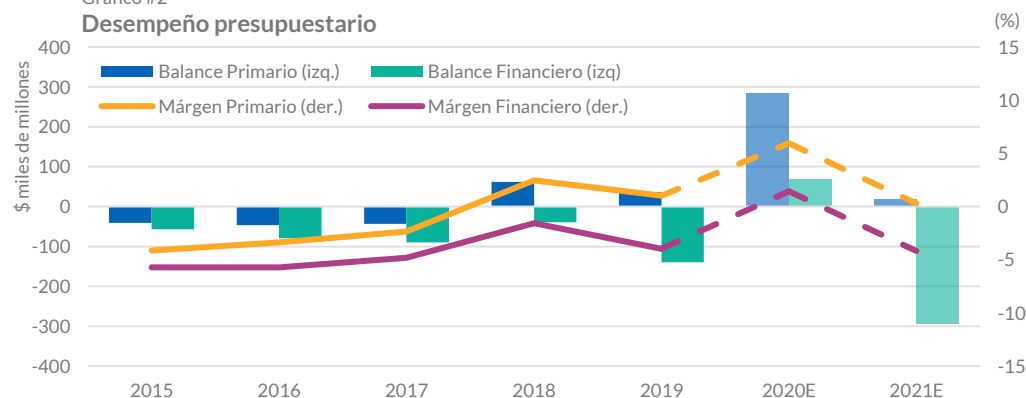
FIX prevé cierto deterioro de los resultados en 2021 (ver Gráfico 2) en el marco del contexto electoral, presiones inflacionarias, y asumiendo cierta recomposición real de los salarios de la planta activa y pasiva, luego de una fuerte contracción salarial real del orden del 7,1% en 2020 y del 17,5% en los últimos 3 años. Esto ha permitido a las jurisdicciones aumentar su flexibilidad presupuestaria

Gráfico #1
 Evolución calificaciones nacionales subsoberanos FIX



Fuente: FIX

Gráfico #2
 Desempeño presupuestario



Fuente: FIX en base a información del Ministerio de Economía de la Nación. E- Estimado

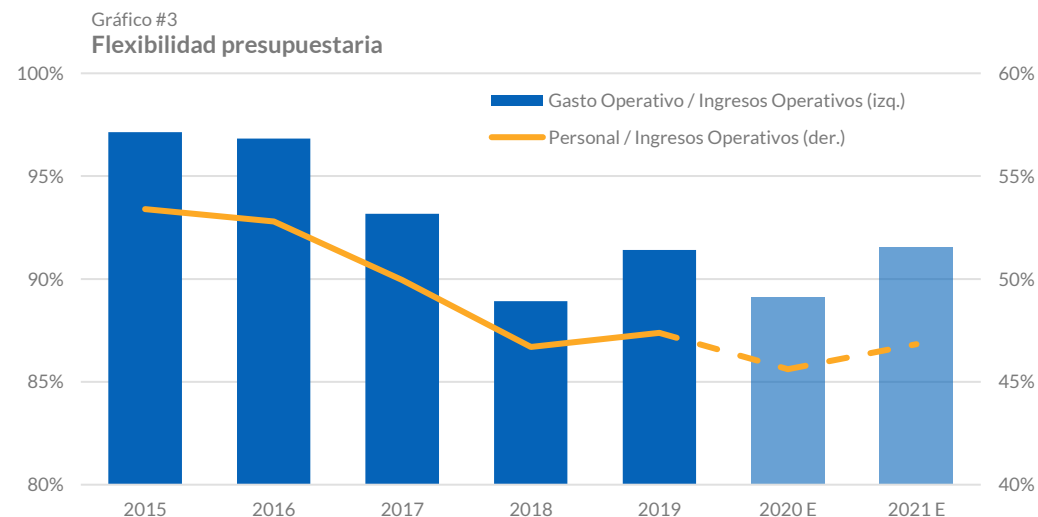
(gasto operativo / ingreso operativo) en el período 2017-2020 (ver Gráfico 3), pero se registraría cierto deterioro para 2021 debido a la recomposición salarial proyectada. La calificadora estima que los márgenes operativos serían del orden del 8,3%, desde un 10,9% en 2020 y 8,6% en 2019. En las estimaciones del 2021 FIX utilizó los siguientes supuestos: crecimiento económico del 5,4%, inflación promedio del 45,3%, una masa salarial y previsional con una recomposición real del 3%, un incremento de la inversión del 130% nominal interanual (luego de una contracción real del 19% en 2020), un tipo de cambio promedio de 102,6 \$/USD y medidas de aislamiento social limitadas en el tiempo y por regiones. El escenario planteado presenta una alta volatilidad y sensibilidad producto a que el contexto de pandemia aún resulta incierto, con restricciones que podrían afectar el nivel de actividad, los recursos tributarios y los resultados presupuestarios estimados por la calificadora. Las proyecciones están condicionadas a la decisión individual de cada provincia del nivel de recomposición salarial e inversión deseada, el traslado a tarifas los mayores costos operativos de los servicios públicos (transporte, electricidad, agua, gas) y el nivel de subsidio sobre las mismas.

Reestructuración de pasivos en moneda extranjera

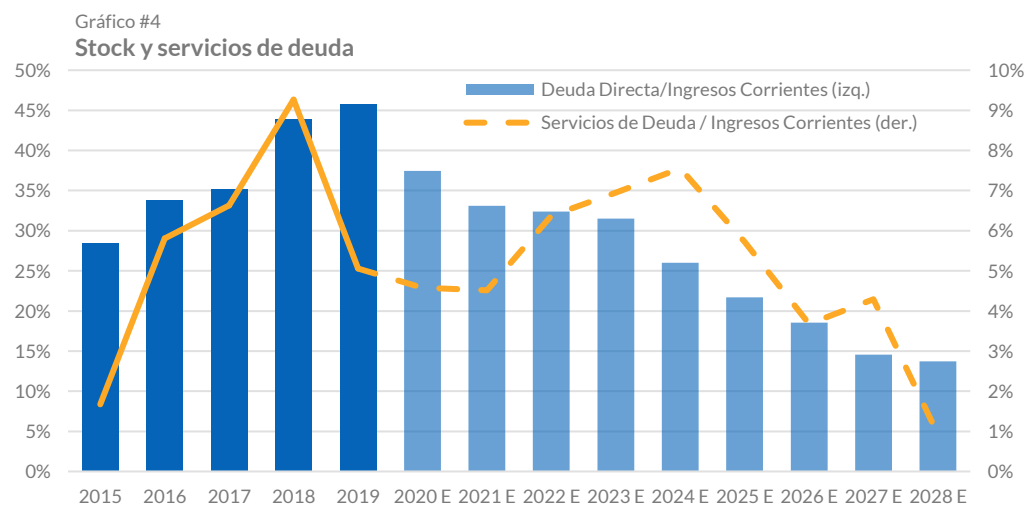
Los sub-soberanos se enfrentaron durante el 2020, en el marco de la reestructuración argentina de deuda, al dilema de cumplir o incumplir sus compromisos bajo los bonos emitidos en moneda y legislación extranjera. En casi todas las jurisdicciones la capacidad de pago se tornaba ajustada desde 2022 (cuando los bonos comenzaban amortizar capital), con excepción de la Provincia de Buenos Aires (PBA) y Córdoba, que debían afrontar altos vencimientos en 2020 y 2021; a pesar de ello, la mayoría iniciaron procesos de reestructuración de pasivos, los cuales fueron considerados forzosos por la calificadora. De las 14 jurisdicciones con bonos en moneda y legislación extranjera, solo 3 continúan cumpliendo en tiempo y forma con sus obligaciones (Ciudad Autónoma de Buenos Aires, Provincia de Santa Fe y Tierra del Fuego), 3 permanecen en incumplimiento (PBA, Provincia de La Rioja y Chaco, representando la PBA el 55% del total de este tipo de deuda del sector), y 9 reestructuraron sus pasivos (las provincias de Córdoba, Neuquén, Chubut, Mendoza, Entre Ríos, Salta, Río Negro, Jujuy y la Municipalidad de la Ciudad de Córdoba). Las reestructuraciones de deuda despejaron las obligaciones financieras hasta el 2022, lograron una moderada reducción en las tasas de interés, sin quita de capital y un reperfilamiento de los vencimientos en un período del 2023 al 2028, suavizando los vencimientos de capital (ver Gráfico 4), generando una mejora relativa de la capacidad de pago, aunque se espera cierto riesgo de refinanciamiento en el período 2023-2025 (ver Gráfico 4).

Financiamiento nacional y mejora en la posición de liquidez

El mercado voluntario de deuda se contrajo aún más en un contexto de reestructuraciones de deuda, por lo que las fuentes de financiamiento y liquidez con las que contaron los subsoberanos fueron créditos con el FFDP (Fondo Fiduciario para el Desarrollo Provincial), ATN (Aportes del Tesoro Nacional) e incrementos y procesos de consolidación de la deuda flotante. Los resultados financieros



Fuente: FIX en base al información del Ministerio de Economía de la Nación. E - Estimado



Fuente: FIX en base al información del Ministerio de Economía de la Nación. E - Estimado

superavitarios, junto a fuentes financieras superiores a las aplicaciones, permitió cerrar el 2020 con sólidas posiciones de liquidez (estimadas en promedio 71% superiores nominalmente a las registradas al cierre de 2019) que permitirían afrontar el 2021 con mayor holgura financiera y menor un bajo riesgo de refinanciamiento.

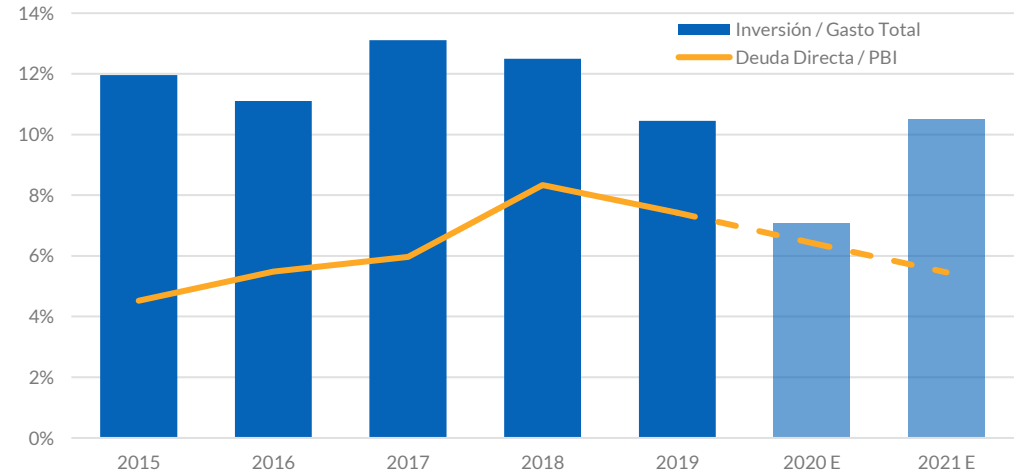
Decreciente apalancamiento y menor presión de los servicios de deuda

El nivel de apalancamiento del consolidado provincial en términos del PBI evidenció un alza en el período 2015-2018 en línea con la apertura de los mercados internacionales. Desde 2018 los mercados internacionales se cerraron para los subsoberanos, que reemplazaron sus fuentes de financiamiento con el Gobierno Nacional y el mercado local con títulos de corto plazo y en pesos o dólar link. En 2020 la deuda se mantiene en niveles del 37,4% de los ingresos corrientes y se reduciría al 33,1% en 2021 (no se consideran nuevas fuentes de financiamiento). El peso de los servicios de deuda producto de las reestructuraciones se redujo para el período 2020-2022 (ver Gráfico 4), pero registraría una tendencia creciente a partir del 2023. Considerando nuestra estimación para 2021 de una caída en los márgenes primario y financiero, de continuar un mercado de financiero de corto plazo y alto costo, esperamos que se incremente el riesgo de refinanciación luego de 2022. Actualmente el 79% del stock de deuda se encuentra en moneda extranjera, con un calce de ingresos acotado a las provincias con una porción de sus recursos en regalías, pero también expuestas al ciclo de los precios internacionales de los hidrocarburos.

Buen dinamismo de los recursos corrientes debido a la asistencia nacional en 2020

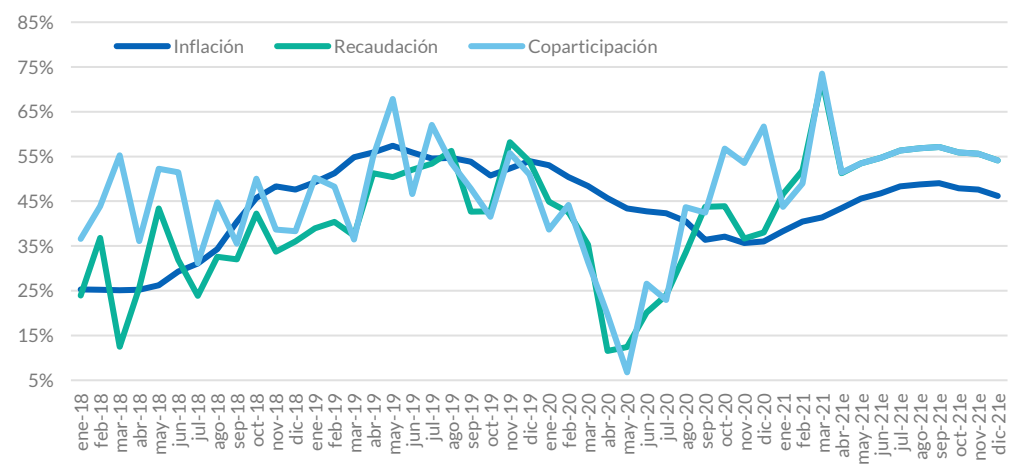
Los recursos corrientes de los subsoberanos registraron una contracción real de 4,7% interanual en el contexto de una fuerte recesión de la actividad económica del 9,9% (ver Gráfico 6). El comportamiento de las recaudaciones tuvo diferentes dinámicas: los recursos propios se redujeron un fuerte 15,1% real y los recursos de origen federal crecieron al 3,8%. La baja dinámica en los recursos propios se explica por la fuerte contracción en la actividad, y por el precio de los commodities que perjudicó a aquellas provincias con ingresos vinculados a los hidrocarburos. Asimismo, los recursos de origen federal automáticos, decrecieron un 3,7% real, no obstante fueron fuertemente contrarrestados por las transferencias discrecionales vía ATN con una expansión del 97,5% real, lo que permitió que los recursos de origen federal terminaran con una expansión del 3,8%. En el último trimestre de 2020 y primero del 2021 se consolidó una fuerte mejora real en la coparticipación (en promedio del 13,2% real desde oct-20 a mar-21), por el comportamiento de los recursos coparticipables, fundamentalmente el IVA, Ganancias, Impuesto al Cheque y Bienes Personales. FIX espera que no se sostenga este ritmo de incremento real de la coparticipación federal del último semestre, y estima que para el 2021 se moderaría al 6,7%. En el caso de las transferencias discrecionales FIX espera se registre una contracción del 63,4% real debido a que se discontinuarían las asistencias discrecionales vía ATN para paliar los efectos negativos de la pandemia. No obstante, se analizará la evolución de la recaudación nacional, la coparticipación y las

Gráfico #5
Endeudamiento e inversión



Fuente: FIX en base al información del Ministerio de Economía de la Nación. E - Estimado

Gráfico #6
Evolución recaudación, coparticipación e inflación



Fuente: Ministerio de Economía y cálculos de FIX. e-estimado

transferencias discrecionales dado que un mejor comportamiento sostenido en el tiempo determinaría un mejor resultado que el proyectado actualmente.

Mayor peso del financiamiento de la seguridad social

Los crónicos déficits de las cajas de jubilaciones provinciales no transferidas presionan crecientemente sobre los márgenes operativos. Desde 2016, Nación comenzó a realizar transferencias para financiar parte de estos déficits, sin embargo, FIX observa una presión creciente sobre los márgenes operativos. Mientras que en 2016 el sostenimiento de las cajas consumía 2,3 puntos porcentuales del margen operativo, este ratio se incrementó ininterrumpidamente hasta 4,8 puntos en 2020 y se elevaría a 4,9 en 2021. Las transferencias comprometidas se realizan mensualmente a modo de anticipos a cuenta de un Convenio Bilateral que fija el financiamiento total. FIX registra pocos avances en la firma de los Convenios Bilaterales, escasa previsibilidad en los anticipos y riesgo presupuestario, dado que se negocia anualmente el nivel de asistencia nacional. Adicionalmente se observa escasos avances en reformas estructurales que permitan morigerar este déficit en el mediano y largo plazo.

Marco regulatorio

El marco regulatorio continua siendo muy débil y volátil debido a los importantes desafíos macrofiscales y financieros del soberano que podrían determinar cambios regulatorios respecto de los subsoberanos y dentro de un contexto electoral y de pandemia. En diciembre de 2020, se firmó el Consenso Fiscal 2020 (excepto la CBA y San Luis) que postergó por un nuevo ejercicio la reducción de alícuotas de IIBB y sellos, e impide incrementar el stock de endeudamiento denominado en moneda extranjera respecto del 31/12/2020, aunque a la fecha no está aprobado por Ley del Congreso Nacional. Desde el 2016 se abordaron ciertas problemáticas estructurales del contexto regulatorio donde opera el reparto de los recursos Nación a Provincias, aunque sigue sin resolución la reforma de la Ley de Coparticipación. En 2017 la firma del Consenso Fiscal estableció los lineamientos principales para armonizar las estructuras tributarias de las distintas jurisdicciones, eliminar distorsiones históricas en la redistribución de recursos y adoptar medidas para el saneamiento de las cuentas fiscales con la aprobación de una nueva Ley de Responsabilidad Fiscal. El Acuerdo de Nación con el FMI en el 2018, determinó menores transferencias corrientes discrecionales y de capital desde la Nación a los sub-soberanos, la delegación de responsabilidades sobre subsidios al transporte terrestre y tarifas eléctricas diferenciales, y la eliminación del Fondo Federal Solidario que financiaba la ejecución de la obra pública

Informes relacionados

[El Dilema de los Sub-Soberanos Ante la Reestructuración Argentina de Deuda, Marzo 2020](#)

[Impacto del COVID-19 en los Sub-soberanos, Abril 2020](#)

[Perspectiva Sector de Sub-soberanos, Septiembre 2019](#)

Finanzas Públicas de Subnacionales

Equipo analítico

Mauro Chiarini

+54 11 5235-8140

mauro.chiarini@fixscr.com

Cintia Defranceschi

+54 11 5235-8143

cintia.defranceschi@fixscr.com

Diego Estrada

+54 11 5235-8126

diego.estrada@fixscr.com

Soledad Reija

+54 11 5235-8124

soledad.reija@fixscr.com

Informes y calificaciones vigentes

Entidad	Escala Local	
	Largo Plazo	Corto Plazo
Ciudad Autónoma de Buenos Aires	AA(arg) / RWN	A1+(arg) / RWN
Municipalidad de Comodoro Rivadavia	BBB+(arg) / PN	N.A.
Municipalidad de Río Cuarto	CCC(arg)	C(arg)
Provincia de San Juan	AA(arg) / PN	A1+(arg)
Provincia de Córdoba	A+(arg) / PN	A1(arg)
Provincia de Corrientes	BBB+(arg) / PN	A2(arg)
Provincia de Entre Ríos	BBB-(arg) / PN	A3(arg)
Provincia de La Rioja	D(arg)	D(arg)
Provincia de Mendoza	BBB-(arg) / PN	A3(arg)
Provincia de Neuquén	B(arg) / PN	B(arg)
Provincia de Salta	BBB+(arg) / PN	A3(arg)
Provincia de Santa Cruz	B+(arg) / PN	N.A.
Provincia de Santa Fe	A+(arg) / RWN	A1(arg) / RWN
Provincia de Chaco	D(arg)	D(arg)
Municipalidad de Rosario	BBB(arg) / PN	A3(arg)

PN: *Perspectiva Negativa*
 RWN: *Rating Watch Negativo*
 N.A. : *No Aplica*

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.

Este informe no debe considerarse una publicidad, propaganda, difusión o recomendación de la entidad para adquirir, vender o negociar valores negociables o del instrumento objeto de la calificación.

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 ser riesgo de precio o de mercado, FIX SCR S.A. no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de FIX SCR S.A. son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de FIX SCR S.A. estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactados. Un informe con una calificación de FIX SCR S.A. no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de FIX SCR S.A. FIX SCR S.A. no proporciona asesoramiento de inversión de ningún tipo.

Las calificaciones representan una opinión y no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. FIX SCR S.A. recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD 1.000 a USD 200.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, FIX SCR S.A. calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD 1.000 y USD 200.000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o diseminación de una calificación de FIX SCR S.A. no constituye el consentimiento de FIX SCR S.A. a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de cualquier jurisdicción, incluyendo, no de modo excluyente, las leyes del mercado de títulos y valores de Estados Unidos de América y la "Financial Services and Markets Act of 2000" del Reino Unido. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y distribución electrónica, los informes de FIX SCR S.A. pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.