

# Finanzas Públicas Argentina

Evolución Reciente y Perspectivas 2024

## Finanzas Públicas Argentina

### Evolución Reciente y Perspectivas 2024

FIX considera que existe un importante deterioro de los márgenes operativos, con una muy baja capacidad de pago y aumento del riesgo de refinanciación para el 2024. La Calificadora preveía que a mediano plazo los márgenes de las entidades convergerían a la media histórica, pero desde 2023 se aceleró el deterioro. Los gobiernos subsoberanos se enfrentan a importantes desafíos derivados de condiciones macroeconómicas adversas, la compleja relación entre Nación y provincias que presiona aún más las fuentes de ingresos y el alto riesgo de refinanciación derivado de la presión de los servicios de deuda con importantes pagos de amortizaciones en el 2024 sumado a un esperado deterioro de los flujos operativos.

La robusta liquidez obtenida en el período de postpandemia se erosionó en el último año y fuerza a las provincias a buscar fuentes de financiación alternativas o mecanismos de administración de pasivos para poder enfrentar sus compromisos de deuda. La Calificadora no descarta la posibilidad de que existan reestructuraciones coercitivas de deuda ante un escenario adverso; aunque se deberá evaluar cada caso en forma particular.

Fuente: FIX SCR S.A.

### Informes relacionados

[Finanzas Públicas: Estadísticas Comparativas, 31 Enero, 2024](#)

[Comunicado de Prensa: Revisión Subsoberanos Argentinos, 29 Diciembre, 2023](#)

[Entidades Financieras Argentinas: Estadísticas Comparativas, 20 Marzo, 2024](#)

[Entidades Corporativas: Estadísticas Comparativas, 22 Diciembre, 2023](#)

### Analistas



**Renzo Crosa**  
 Associate  
[renzo.crosa@fixscr.com](mailto:renzo.crosa@fixscr.com)



**Cintia Defranceschi**  
 Director  
[cintia.defranceschi@fixscr.com](mailto:cintia.defranceschi@fixscr.com)



**Mauro Chiarini**  
 Senior Director  
[mauro.chiarini@fixscr.com](mailto:mauro.chiarini@fixscr.com)

### Perspectiva del sector de finanzas públicas: Negativo

FIX considera que en el 2024 la perspectiva del sector de subsoberanos en la Argentina es **negativa**. Ello se sustenta en el significativo deterioro de los márgenes operativos esperados, con una reducción de la liquidez y problemas en la capacidad de pago en muchas de las entidades calificadas por FIX, las cuales están forzadas a la búsqueda de diversos mecanismos de financiación difíciles de sostener en el mediano plazo. La Calificadora entiende que existe un problema de cobertura de servicios y riesgo de refinanciación importante en el corto plazo. Contemplando la amplia heterogeneidad entre los gobiernos subsoberanos, la sensibilidad de las calificaciones individuales dependerá de la flexibilidad financiera y el nivel de riesgo de refinanciación de cada jurisdicción en los próximos doce meses dentro de un escenario con grandes desafíos.

Gráfico #1: Rango de calificaciones



Fuente: FIX

La Argentina se enfrenta a una difícil coyuntura macroeconómica con múltiples distorsiones. Los lineamientos del nuevo gobierno nacional se focalizan en una política de estado centrada en el equilibrio fiscal. Para ello es menester un relativo incremento de la presión impositiva -eventualmente transitorio- concatenado con una reducción real del gasto público. Esta meta ocasiona cierto conflicto de intereses entre el gobierno federal y los subsoberanos.

Ante una responsabilidad descentralizada de gastos, recayendo principalmente en los gobiernos locales (salud y educación) y recursos centralizados, en gran proporción, recaudados por Nación, las provincias presentan un mayor desafío para realizar ajustes cuya estructura de gastos, en su gran mayoría, se encuentra indexada a la prociclicidad inflacionaria.

En la mayoría de las jurisdicciones se esperan márgenes operativos deficitarios producto a una mayor caída de los recursos a la esperada en los gastos. FIX estima que los ingresos provinciales estén afectados por la recesión económica y la reducción en los ingresos automáticos (coparticipación) y en los no automáticos (transferencias discrecionales o avaladas por convenios y partidas

presupuestarias) en el marco del plan de austeridad fiscal federal. La Calificadora espera una significativa contención real de las erogaciones -principalmente salarios y jubilaciones- aunque estará sujeto al grado de resiliencia social. Es relevante destacar el impacto que significó la devaluación del 81% m/m en diciembre 2023 sobre la estructura de pasivos en moneda extranjera y la intención del gobierno nacional en impedir que el tipo de cambio se aprecie en términos reales. En 2024 numerosas provincias tendrán amortizaciones de capital de los bonos reestructurados en 2021, y ante la merma en los flujos presupuestarios, el cumplimiento dependerá de la capacidad de los gobernadores para alcanzar acuerdos con el gobierno nacional y la capacidad de realizar ingenierías financieras para obtener fondos para hacer frente a los compromisos.

Durante 2023, las calificaciones de los subsoberanos se mantuvieron con perspectiva Estable, con una calificación mayormente ubicada en el rango 'BBB(arg)'. La perspectiva negativa implica que es más probable que haya bajas de calificación en el corriente año.

**Panorama macroeconómico 2024**

FIX prevé que para el 2024 la economía argentina presente una contracción en el nivel de actividad más profunda que el -1,6% registrado en 2023, lo que acumularía dos años consecutivos en caída. El 2023 se caracterizó por el significativo crecimiento en la nominalidad de la economía, explicado por la retroalimentación de una elevada inflación, el aumento en la oferta monetaria y en la velocidad de circulación del dinero denotando la caída en la demanda de dinero. A su vez, se aplicaron paliativos transitorios manteniendo ciertas anclas nominales como un menor ritmo en la devaluación del tipo de cambio respecto del nivel de precios, y la contención real en las tarifas de los servicios públicos. Ante la necesidad de alcanzar la reelección, el oficialismo exacerbó las medidas pro-electorales con implicancias significativas en el corto y mediano plazo.

El 10.12.2023 asume una nueva administración liderada por Javier Milei quien estableció una serie de medidas en carácter de urgencia por el delicado estado de la economía, actuando mediante diferentes vías legales. Las directrices trazadas del gobierno se focalizaron en eliminar los múltiples desequilibrios, tanto fiscales, cuasifiscales como de precios relativos.

Se estableció una política fiscal contractiva en búsqueda del equilibrio presupuestario con una reducción del gasto y aumento de tributos puntuales para mejorar la recaudación. No obstante, varios puntos se esclarecerán a corto y mediano plazo cuando se defina el paquete fiscal en el Congreso. Por su parte, el Banco Central de la República Argentina (BCRA) avanzó en reducir el déficit cuasifiscal producto del significativo stock de pasivos no monetarios (10% del PIB). Para ello, se bajó la tasa de política desincentivando la tenencia de estos activos. En concomitancia, el Tesoro Nacional ofreció títulos con un mejor rendimiento con el objetivo de redireccionar los fondos y permitir cubrir el déficit fiscal. Además, se estableció que el BCRA no dará más asistencia financiera al Tesoro.

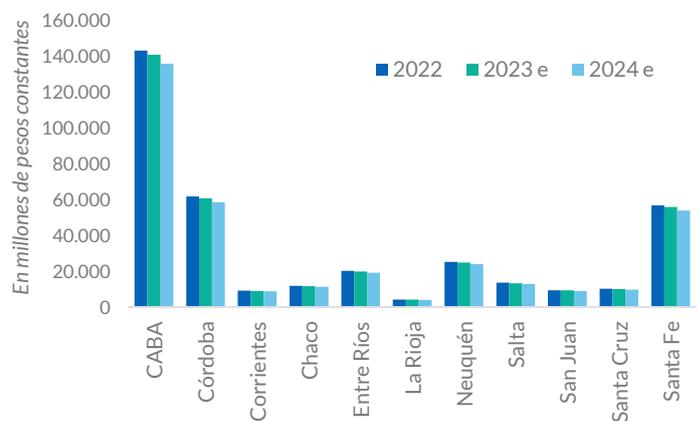
En materia cambiaria, la autoridad monetaria subió el tipo de cambio 118,3% (81% mensual) y cerró el año 2023 en \$/USD 808,5, lo que redujo la brecha cambiaria entorno al 45% promedio mensual y mejoró el incentivo a las exportaciones. Desde el inicio de la nueva gestión nacional hasta el cierre del primer trimestre del 2024, el BCRA acumuló compras netas de divisas por USD 11.406 millones. Dada la importante acumulación de deudas comerciales de importadores, el BCRA creó el Bono para la Reconstrucción de una Argentina Libre (BOPREAL), mediante la Comunicación "A" 7918, que consiste en notas en dólares con opción de rescate, a suscribir en pesos y ofrecidos como vehículos para canalizar la demanda de divisas de los importadores con deudas comerciales hasta el 12.12.2023.

La corrección del tipo de cambio derivó en un significativo incremento en los precios internos, aunque la inercia fue contenida parcialmente por la reducción en el consumo dada la profunda licuación de los saldos reales. Aún quedan pendientes la corrección en las tarifas que implicaría un efecto directo sobre el consumidor final y, en forma indirecta, mediante el encarecimiento de los costos de producción que luego se trasladaría a los bienes finales. El sinceramiento en el precio de los servicios públicos está en sintonía con el objetivo de equilibrio fiscal, dado que implicaría un menor gasto corriente bajo el carácter de subsidio.

Al cierre del primer trimestre del 2024, FIX estima que el precio de los diversos tipos de cambios se encuentra por debajo del nivel general de precios, siendo la cotización oficial (Com. "A" 3500) la de mayor atraso 28,7%. De continuar con esta dinámica se profundizará la apreciación real al mantener una importante brecha entre la evolución de los precios internos y el esquema de *crawling peg* del 2% mensual. FIX entiende que, en el corto plazo y en la etapa de la liquidación de la cosecha gruesa de la soja, será menester un mayor aumento en el precio del dólar oficial, ya sea considerando un salto discreto o una aceleración del *crawling peg*.

La Calificadora estima que a lo largo del corriente año se irán ajustando los diversos precios a diferentes velocidades,

Gráfico #2: Crecimiento PBG real



Fuente: CEPAL y FIX

alcanzando cierto equilibrio al cierre del 2024 o inicios del 2025.

El costo que implicará esta corrección será el menor poder de compra producto de la caída en el salario real que decantará en una contracción del PIB (-3,4%). FIX entiende que la principal amenaza del programa económico dependerá del grado de resiliencia social y de la capacidad de alcanzar consensos políticos entre el gobierno nacional y los gobernadores para alinear sus incentivos y avanzar hacia las reformas políticas estructurales que se quieren realizar.

Es importante remarcar el efecto estadístico que surge al presentar deflatores de precios cuya trayectoria está marcada por significativos cambios de pendiente distorsionando abruptamente el análisis. En este marco, FIX espera una desaceleración inflacionaria más acentuada en el segundo semestre del año, con ingresos y gastos que se indexarán a una inflación mensual menor, una dinámica opuesta a la observada en 2023. Bajo esta lectura, el promedio anual del deflactor (133,5%) fue inferior al observado al cierre de año 2023 (211,4%), al tiempo que para el 2024 se espera el comportamiento inverso con una inflación promedio anual (253%) superior a la interanual de diciembre 2024 (161%), lo que definirá una significativa caída real de ingresos y gastos con relación al escenario opuesto que se registró en los últimos tres años cuya dinámica inflacionaria fue intensificándose en el tiempo.

### Marco regulatorio

El marco regulatorio en donde operan los subsoberanos y Nación es muy frágil y volátil ante la gran cantidad de cambios que ha sufrido en los últimos años. Esto marca un contexto de incertidumbre y falta de previsibilidad para la toma de decisiones y proyección de políticas económicas de los entes provinciales. Los importantes desafíos macro-fiscales y financieros del soberano imponen una reducción de las transferencias corrientes discrecionales o impuestas por partidas presupuestarias hacia las provincias bajo convenios o legislación específica, como así también las destinadas a la obra pública, lo cual pone de manifiesto la fragilidad de las cuentas públicas de gran parte de los subsoberanos. En este contexto queda en evidencia el gran problema estructural de las provincias en cuanto a la asimetría de generación de recursos y las responsabilidades del gasto.

A la esperada disminución de las transferencias no automáticas se le adiciona la caída real de recursos de coparticipación por el fuerte deterioro del nivel de actividad y el impacto de la modificación del impuesto a las Ganancias sobre personas físicas que afecta, en el marco del Decreto Nacional 473/2023 y posterior Ley N°27.725. FIX monitoreará los avances que pudieran existir sobre posibles cambios sobre este impuesto, pero a los efectos del análisis, las proyecciones fueron estimadas con la caída de estos recursos que significan para las provincias aproximadamente un 2,1% de los ingresos corrientes en el 2024.

Respecto a la Coparticipación Federal de Impuestos, continúa la disputa entre CABA y la Nación por la restitución del coeficiente de coparticipación que fue incrementado por el gobierno nacional

de Mauricio Macri, en enero de 2016, de 1,40% a 3,75% (luego reducido al 3,50% en abril de 2018) con el objeto de compensar los gastos por la transferencia de la seguridad a la Ciudad en las materias no federales, sin afectar la reducción en la percepción de las veintitrés provincias, ya que el artículo 8° de la Ley de Coparticipación establece que la Nación entregará de la parte que le corresponde (un 42,34% de lo recaudado) un porcentaje a la CABA y Tierra del Fuego. Esta baja del coeficiente se estableció en el Decreto 735/2020 bajo la presidencia de Alberto Fernández, donde quedó delineado que la financiación del sistema de seguridad iría por transferencias corrientes. Al mismo tiempo en este marco, se creó el Fondo para el Fortalecimiento Fiscal de la Provincia de Buenos Aires (PBA) y se le asignó el 1,18% del monto total recaudado por los gravámenes establecidos en el artículo 2° de la Ley de Coparticipación. A partir de enero de 2024, con el gobierno de Javier Milei, este Fondo quedó sin efecto al igual que no se resolvió la situación de la CABA. FIX en sus proyecciones asume estas condiciones más allá de que se estén cursando procedimientos legales.

Con relación a las partidas de distribución no automática pero avaladas en un convenio con partida presupuestaria, se encuentra en discusión gran parte de estas transferencias. Por ejemplo, el Fondo de Incentivo Docente (FONID) que quedó sin efecto a partir de enero de 2024 donde no se prorrogó su vigencia. Este fondo fue creado en 1998 con el objeto de reforzar el salario de los docentes de todo el país a través de transferencias de recursos adicionales por el lapso de cinco años, pero gracias a distintas modificaciones y prórrogas se mantuvo la partida de recursos presupuestaria bajo este concepto hasta diciembre de 2023. Los subsoberanos deberán incurrir en mayores gastos para cubrir parte del costo en personal docente en caso de querer mantener un mínimo del nivel de salarios.

Adicionalmente, ya desde octubre del 2023 las provincias que no transfirieron sus Cajas de Seguridad Social a la Nación no están percibiendo anticipos para financiar parte del déficit, que, si bien no estaban actualizados con la inflación de los últimos años dado que los últimos Convenios Bilaterales firmados fueron en el 2019, apaleaban en cierto nivel el peso sobre las cuentas fiscales.

Por su parte, el Ejecutivo Nacional anunció la intención de eliminar los fondos fiduciarios provinciales que tienen fines específicos, actualmente se encuentran en evaluación y podrían ser menores ingresos para las provincias. Ya el Fondo Fiduciario para el Desarrollo Provincial (FFDP) cuyo objetivo es dar apoyo y promover el desarrollo de las provincias, no dio nuevos préstamos y en gran parte no brindó el *rollover* de los existentes, un mecanismo muy habitual que le daba fuentes de financiación alternativa y por lo que se consideraba al gobierno nacional como acreedor amigable

Existen muchos temas a monitorear y una gran incertidumbre en el marco regulatorio, dado que tiene un impacto directo en las finanzas públicas provinciales que en su mayoría son dependientes de los recursos de origen nacional, tanto para financiamiento de

gastos corrientes y de capital como para la emisión y refinanciación de deuda.

En la mayoría de los casos, los cambios estructurales requieren un consenso político de las distintas fuerzas políticas y dada la cantidad de reformas en las que se quiere avanzar, es el objetivo del gobierno nacional aprovechar esta oportunidad. Por ello, la intención de lograr el llamado Pacto de Mayo, acuerdo entre Nación y provincias, para el cual se van a sentar las bases en una Ley que actualmente se encuentra en plena negociación. El último Consenso Fiscal aprobado por el Congreso Nacional y que se encuentra vigente es el del 2021 (excepto para la CABA, La Pampa y San Luis que no lo firmaron).

Por último, los subsoberanos ya no tienen restricciones para acceder al mercado único y libre de cambios (MULC), que había extendido el BCRA al sector público. Ya no cuentan con trabas operativas para poder cumplir con sus servicios de deudas en moneda extranjera, aunque si se presenta la viabilidad en la capacidad de pago de cada una de las entidades.

**Márgenes presupuestarios en 2023 inferiores a la media histórica y se esperan más acotados en 2024**

Conforme a los datos observados al tercer trimestre del 2023 y a las estimaciones de FIX, el margen operativo consolidado de los gobiernos subsoberanos (provincias y municipios) del 2023 sería de 2,4%, ubicándose por debajo del 8,1% promedio de los cinco años previos (ver gráfico 3). Este resultado se debe a que las erogaciones fiscales aumentaron 19,8 p.p. por encima de los recursos. Si bien los primeros crecieron relativamente en línea con la inflación mensual -aunque con cierto rezago temporal-, los segundos presentaron una significativa contracción en el último trimestre del año producto de la merma en el nivel de actividad y la reducción discreta de los ingresos coparticipables por la modificación del Impuesto a las Ganancias. Al comparar con el nivel de precios promedio ambas partidas presentan crecimientos reales de 9,9% y 1,5% respectivamente contemplando el efecto estadístico que existe al observar grandes diferencias entre la

inflación promedio anual (133,4%) y la interanual al cierre del ejercicio (211,4%). Para el 2024, la Calificadora estima que los márgenes operativos se presenten levemente superavitarios y más acotados a los del 2023. Este resultado se fundamenta en que los recursos caerán en 6,2 p.p. más que los gastos, dado que los ingresos de las jurisdicciones evolucionarán en sintonía a la prociclicidad inflacionaria, mermado por la caída del nivel de actividad, los menores ingresos coparticipables producto del cambio en el Impuesto a las Ganancias y menores transferencias no automáticas por parte de la Nación. FIX espera que la masa salarial -principal componente dentro de las erogaciones corrientes- observen una significativa contención luego de acumular un crecimiento acumulado de 18,6 p.p. en términos reales en los últimos tres años. En este sentido, las jurisdicciones provinciales mostraron cierta alineación con lo esperado por el gobierno nacional. Asimismo, se prevé que los gastos vinculados a las prestaciones de la seguridad social de las cajas previsionales provinciales evolucionen en sintonía con las paritarias, denotando una considerable merma real. Es relevante remarcar que este resultado contempla la marcada heterogeneidad entre las jurisdicciones y se encuentra sujeta a potenciales acuerdos políticos entre el soberano y los gobernadores.

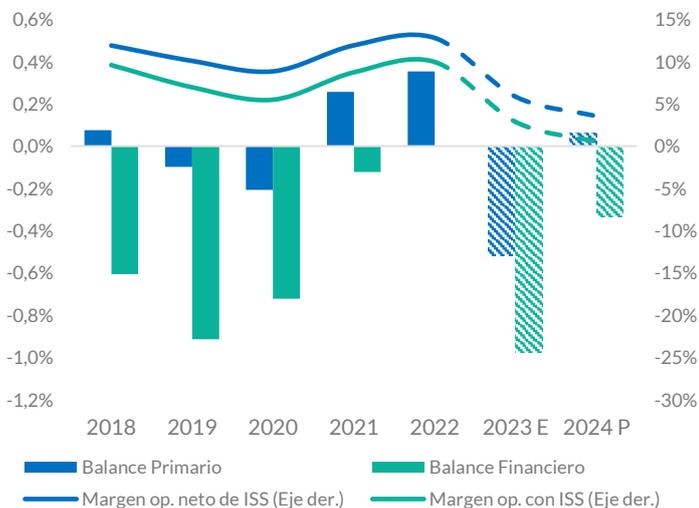
Sin embargo, las diversas definiciones políticas que pueden surgir entre el gobierno nacional y los subsoberanos determinaran diferentes contextos respecto a la dinámica de los recursos fiscales de los gobiernos locales decantando en múltiples escenarios de flujos operativos. La Calificadora realizó diversos análisis bajo las potenciales resoluciones, principalmente una eventual reintroducción del Impuesto a las Ganancias denotando mejoras en el ahorro operativo, aunque el riesgo de refinanciamiento se sostendría en ratios elevados.

En cuanto al balance de capital, la Calificadora espera que tanto los ingresos como los gastos evidencien una significativa contracción real producto de las menores financiaciones del gobierno federal en el marco del programa de austeridad fiscal. FIX entiende que únicamente continuarán aquellas obras financiadas por organismos internacionales.

**Moderado apalancamiento y muy ajustada solvencia, aunque con cierta heterogeneidad entre provincias**

Al 30.09.2023 el stock de deuda consolidado de los gobiernos subnacionales contabilizó \$ 7.961,5 mil millones, equivalente al 4,5% del PIB y 30% de los ingresos corrientes. FIX estima que al cierre del 2023 se ubique en 7,4% y 42,2% respectivamente (ver gráfico 4). Buenos Aires fue la provincia con mayor peso relativo en el stock de deuda, alcanzando el 50%, seguido por Córdoba con 10%, y CABA con 8%. Al distinguir por tipo de acreedor, el 74% correspondió a títulos públicos emitidos en el mercado voluntario de deuda; seguido por pasivos con Organismos Internacionales (17%), y con el Gobierno Nacional y Fondos fiduciarios (5%). En cuanto a la composición por moneda, el 90% se encuentra denominado en moneda extranjera, mientras que el 10% restante en moneda local, en sintonía con los valores históricos. El 71% de

Gráfico #3: Desempeño presupuestario



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

las obligaciones en moneda extranjera se concentra en tres provincias, PBA (54,5%), Córdoba (10%) y CABA (8%).

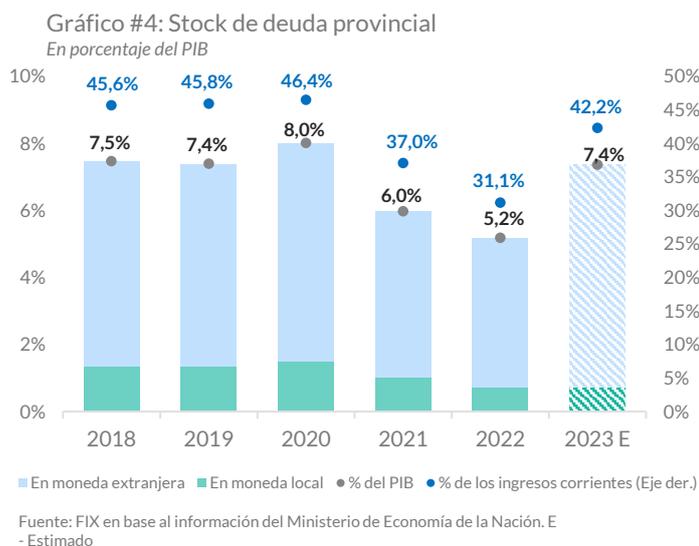
Por su parte, los subsoberanos vinculados a los ingresos por regalías hidrocarburíferas mejoraron su posición en cuanto al calce cambiario en la estructura de sus pasivos, explicado por el mayor impulso desde el Gobierno Nacional al desarrollo del sector energético, así como los mayores incentivos producto de la mejora en el precio efectivo del sector al mantenerse un elevado precio internacional de la energía (rondando los USD 82,3 el petróleo Brent y USD 2,7 el gas Henry Hub) así como la corrección cambiaria a nivel interno.

La fuerte devaluación de diciembre 2023 evidenció un significativo incremento en el peso de la deuda vinculada a la evolución del tipo de cambio aumentando el stock de deuda consolidada y la presión de los servicios de deuda. A partir del 2024, los gobiernos subsoberanos presentan significativos incrementos en el pago de

En el primer trimestre del 2024, cuatro provincias debieron afrontar servicios de deuda en moneda extranjera. En los casos de Chaco y Entre ríos, ambas jurisdicciones cancelaron sus obligaciones en tiempo y forma gracias a adelantos de ingresos por coparticipación en el primer caso y con el banco provincial para el segundo caso. En ambos casos, se lograron financiaci3nes de muy corto plazo que afectan las restricciones de liquidez. Por su parte, la PBA canceló sus obligaciones con recursos propios, al tiempo que la Provincia de La Rioja (PLR) incumplió el pago del servicio de su bono internacional por USD 38,4 millones, por lo que FIX bajó la calificaci3n del emisor a 'D(arg)' desde 'C(arg)'. Durante el período de cura de 30 días en el pago de intereses, abonó el servicio de intereses por USD 11,6 millones, aunque se mantiene el incumplimiento ante la falta de pago de la deuda de capital bajo las condiciones originales (USD 26,8 millones).

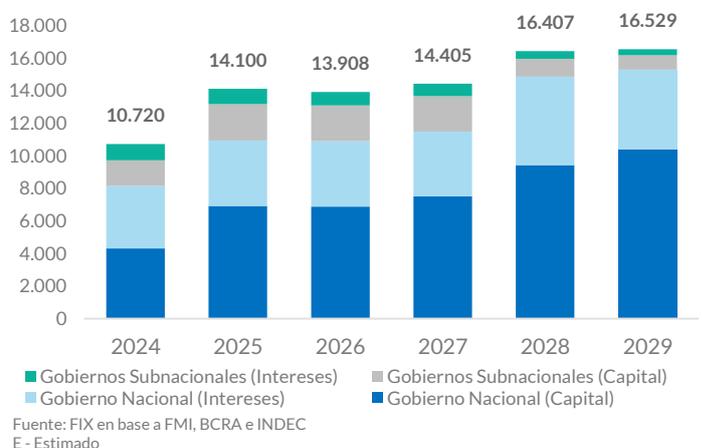
### Financiamiento nacional y reducci3n en la posici3n de liquidez

El mercado voluntario de deuda local se profundizó en los últimos dos años luego de la depresi3n observada en el período de pandemia (2020/21), por lo que las fuentes de financiamiento y liquidez con las que habían contado los subsoberanos -créditos con el FFDP, y procesos de consolidaci3n de la deuda flotante- se redujeron en términos de participaci3n, y se incrementaron las líneas de crédito con organismos internacionales al tiempo que se mantuvieron las sucesivas refinanciaci3nes con el Gobierno Nacional por los pasivos con el Fondo de Garantía de Sustentabilidad (FGS), contraídas en el marco de la devoluci3n del 15% de la coparticipaci3n Federal de Impuestos. Las provincias en términos consolidados contaban con buena posici3n de liquidez, gracias a los márgenes extraordinarios que obtuvieron desde mediados del segundo semestre de 2020 hasta el 2022. FIX entendía que la situaci3n era excepcional y que los márgenes iban a empezar a converger a indicadores históricos, pero ese proceso se aceleró, ya registrándose en el 2023 un deterioro anticipado.



intereses y capital, con riesgo de financiaci3n en el bienio 2024-2025. En concreto, para el corriente año, de acuerdo con el perfil de los servicios de deuda de las provincias, los vencimientos equivalen a 5,0% del PIB (USD 2.566 M) y 6,5% en 2025 (USD 3.168 M). En base a la perspectiva macroeconómica de la Calificadora, se espera que exista una elevada incertidumbre para que los pagos se realicen en tiempo y forma debido a la ajustada posici3n de liquidez en la mayoría de las jurisdicciones, al acotado flujo estimado que pueden generar en el año y las rispideces políticas con el poder ejecutivo nacional. Esto presionará a las provincias a realizar ingenierías financieras y acuerdos políticos con el gobierno nacional para obtener fondos o, también, podría motivar a buscar mecanismos de reestructuraciones de deuda. FIX, en este último caso, evaluará si se materializan canjes forzosos o no. La Calificadora entiende que las condiciones de solvencia empeoraron sustancialmente, así como un importante aumento en el riesgo de refinanciaci3n.

**Gráfico #5: Vencimientos en moneda extranjera del gobierno nacional y subsoberanos**



En 2023 las provincias para cubrir sus necesidades financieras utilizaron sus posiciones de liquidez, desarmando inversiones y/o utilizando las disponibilidades en moneda local y extranjera. Por un lado, varios gobiernos locales comenzaron a amortizar capital de los bonos internacionales -beneficiados parcialmente por el atraso cambiario- pero con cierta dificultad ante la normativa<sup>1</sup> del BCRA que restringía el libre acceso al MLC para adquirir las divisas, lo que presionó a las jurisdicciones a utilizar parte de sus disponibilidades en moneda extranjera. A su vez, las provincias se encontraban condicionadas por el comportamiento habitual del gasto público en los contextos electorales.

Para el corriente año, las provincias afrontarán importantes necesidades financieras, con un ahorro acotado y obligaciones de deuda significativas con relación a los ingresos corrientes. En este contexto, FIX estima que, de acuerdo con los objetivos delineados por gobierno nacional, los resultados financieros, y las dificultades para acceder a fuentes financieras sin contemplar a Nación, los gobiernos locales optarán por financiarse con instrumentos de corto plazo y/o con el gobierno federal dependiendo de los acuerdos con cada gobernador. No obstante, esto mantendrá el problema de liquidez dado que las alternativas de financiación que se presentan son de muy corto plazo. Incluso no se descarta que se pudieran iniciar procesos de reestructuraciones de deuda coercitivos.

Independientemente a la débil solvencia de las provincias, la Calificadora ante el auspicioso incremento de las reservas netas, no prevé nuevas restricciones en el acceso al mercado de cambios para hacer frente a los pagos en moneda extranjera.

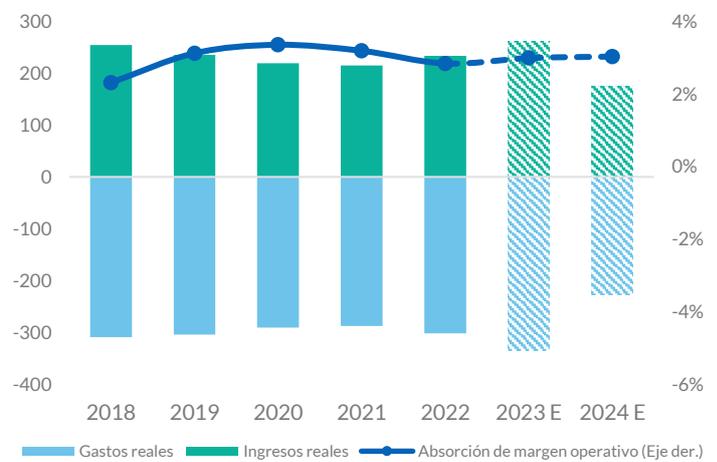
Por otro lado, frente a la postura del gobierno nacional en ir reduciendo la oferta monetaria a corto y mediano plazo, FIX prevé que las futuras colocaciones de los instrumentos de deuda se ajusten por Badlar en lugar de indexaciones atadas a la inflación o tipo de cambio, lo que brindaría cierta mejora para los emisores al disminuir el costo de cancelación de sus obligaciones futuras.

### **Elevada presión de las Instituciones de la Seguridad Social (ISS)**

Los crónicos déficits de las ISS ejercen significativas presiones sobre las finanzas provinciales, siendo una característica común en todas las jurisdicciones que mantienen sus cajas previsionales.

En base al actual panorama político, el programa de austeridad fiscal del gobierno nacional en la búsqueda del equilibrio fiscal y las perspectivas de la Calificadora, no se prevén avances en los Convenios Bilaterales en el corto plazo, con una baja previsibilidad en los anticipos y mayor presión presupuestaria en las provincias. La asistencia financiera con el gobierno nacional se negocia anualmente y el desembolso de anticipos a cuenta en el año no tiene regularidad ni previsibilidad. Adicionalmente no se observan avances concretos sobre reformas estructurales que permitan morigerar este déficit en el mediano y largo plazo.

**Gráfico #6: Ingresos y Gastos de las ISS**  
En mil millones de pesos constantes



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

Desde el año 2006 el Gobierno Federal, tenía la obligación de cubrir el desfinanciamiento de aquellas cajas previsionales que no fueron transferidas a su órbita, aunque tal compromiso se cumplió parcialmente. A partir del 2017, en el marco del Consenso Fiscal, Nación inició un esquema de transferencias percibidas como anticipos desde la ANSES hacia la mayoría de las jurisdicciones subsoberanas sin ningún tipo de indexación automática. Estas transferencias se dan a la espera de la convalidación del déficit con un Convenio Bilateral de Financiamiento entre la ANSES y cada provincia. Asimismo, este acuerdo determina las transferencias que se realizan en los subsiguientes años, hasta que haya un nuevo Convenio Bilateral. Actualmente ante la demora de las firmas de estos Convenios (últimos en el año 2019) generan un agravamiento del desfinanciamiento de la Caja por parte de Nación implicando un deterioro en las finanzas públicas provinciales en términos reales, alcanzando a cubrir en los últimos años entre un 20% y un 50% del déficit anual. La absorción de márgenes operativos promedió el 3,0% desde 2018 al 2022 y para el 2023 se estima que el requerimiento de financiación fue de 3,0 p.p. del margen obtenido de la administración central. Se prevé esta situación se profundice ante la falta de envío de los anticipos desde el mes de octubre de 2023. Para las proyecciones se asumió que durante el 2024 no se percibirá ningún ingreso bajo este concepto.

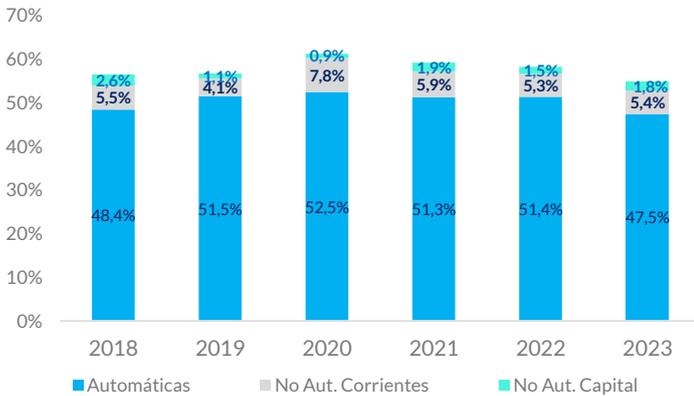
### **Sensibilidad provincial a los recursos de origen nacional**

Las provincias tienen una alta dependencia de los recursos de origen nacional, algunas son mucho más sensibles que otras, dependiendo su autonomía de ingresos locales. Según los datos del Ministerio de Hacienda de la Nación, en 2023 las transferencias no automáticas (base caja) del gobierno nacional hacia las provincias fueron \$ 2.481 millones, equivalente al 7,1% de los ingresos totales del consolidado provincial (1,3% del PIB). Al desagregar entre corrientes y de capital, las primeras representaron 4,7 p.p. (0,9% del PIB), mientras que las segundas 2,4 p.p. (0,44% del PIB). Al comparar con los últimos años, estos recursos han reducido su

<sup>1</sup> Comunicación 7782 <https://www.bcra.gov.ar/Pdfs/comytexord/A7782.pdf>

participación en los ingresos totales de las provincias desde el 8,8% (1,53% del PIB) en 2020.

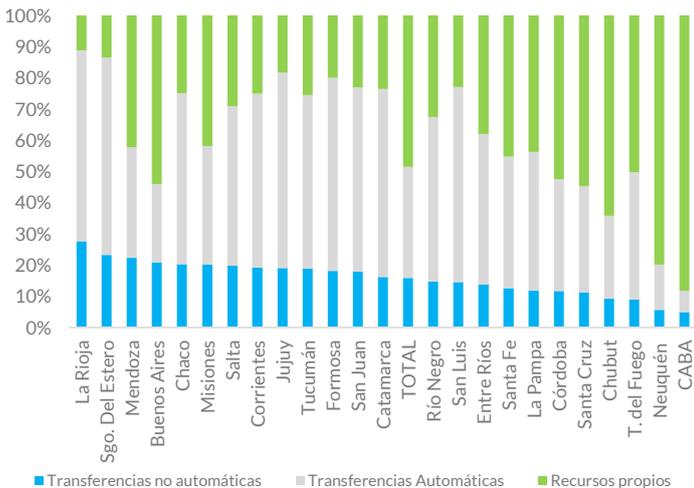
Gráfico #7: Transferencias automáticas y no automáticas a provincias. Acum. al 3T-2023  
 En porcentaje de los ingresos totales



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

En un análisis discriminando por provincias (ver gráfico 8), existe una marcada disparidad en el grado de dependencia de recursos federales resaltando, por ejemplo, el bajo peso que tienen las transferencias no automáticas (discrecionales) en la CBA (4,8% de los ingresos totales), frente al 25,0% en la PLR. Particularmente, en La Rioja la mayoría de estas transferencias discrecionales ingresan en concepto de Aportes del Tesoro Nacional (ATN) por partida presupuestada como compensación de la pérdida de un punto porcentual de la coparticipación federal en 1988.

Gráfico #8: Autonomía fiscal. Acum al 3T-2023  
 En porcentaje de los ingresos totales



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

Por su parte, los recursos automáticos representaron cerca del 40% de los ingresos totales consolidados de las provincias y el 90% de los fondos girados por el gobierno federal. Estos se encuentran definidos en su mayoría por la Ley de Coparticipación Provincial

(Ley N°23.548) en base a un coeficiente establecido. En 2023, estas fuentes representaron el 82,5% de los recursos automáticos, seguido de la asignación específica para financiar al sector educativo con el 11,5%, mientras que con el 6,0% tributos con fines específicos destacándose los Impuestos de Bienes Personales y Combustibles Líquidos.

Al analizar las transferencias automáticas, se ve la importancia de la PBA. Hasta el cierre del 2017 existía un problema estructural, la PBA aportaba aproximadamente el 37% de los ingresos fiscales de Nación y por el sistema de redistribución de la coparticipación recibía automáticamente solo el 17% y ciertas transferencias discrecionales adicionales como forma de compensación al monto fijo que existía por el Fondo del Conurbano. Estas transferencias englobadas ascendieron a \$ 26.319 millones durante 2016 y \$ 40.000 millones en 2017. Con el Consenso Fiscal 2017, se logró brindar un marco legal, institucional, automaticidad y criterios de actualización a las transferencias directas a la PBA, lo que le permite incrementar su participación en la distribución automática de la coparticipación, en desmedro de las no automáticas.

Las provincias presentan fuertes heterogeneidades respecto al origen de sus recursos, con diferentes grados de dependencia de fondos federales tanto de transferencias automáticas como no automáticas. Para el 2024, contemplando que no se reintroduce el impuesto a las ganancias, y la continuidad en el programa de austeridad fiscal nacional, las jurisdicciones locales presentarán una significativa merma en sus recursos, con mayor implicancia sobre aquellas provincias de elevada dependencia fiscal lo que dependerá del grado de resiliencia social de la región a la austeridad provincial y al poder de negociación política del gobernador con el gobierno nacional para obtener recursos.

### ESG y finanzas sostenibles

En los últimos años se han incrementado las jurisdicciones subnacionales, tanto provincias como municipios, que accedieron al mercado de capitales con bonos temáticos vinculados a las finanzas sostenibles. Los emisores subnacionales siguen siendo la minoría respecto de los emisores privados, se debe tener en cuenta que considerando el tipo de rol fundamental del Estado, los productos con que podrían acceder al mercado de capitales para captar fondos específicos pueden ser muy variados, como ser; i) luminaria a través del cambio a tecnología LED; ii) mejoras en la recolección, tratamiento, reciclado y deposición de residuos; iii) extensión del sistema de agua potable; iv) sistemas pluviales; v) cloacas y plantas de tratamiento de aguas negras; vi) sistema de educación y salud; vii) infraestructura de transporte y conectividad; viii) conexiones a redes de gas y electricidad; ix) urbanización y viviendas sociales, entre otros.

FIX estima un incremento de este tipo de fondeo ya que algunas jurisdicciones podrían establecer fideicomisos financieros con asignaciones específicas de tasas o recursos para llevar adelante las obras de infraestructura que quedaron sin financiamiento.

El gobierno nacional ha indicado que su plan de financiamiento de las obras públicas sería algún tipo de esquema de financiamiento

privado, pero sin dar mayores detalles aún de cómo lo estructurará.

Las metodologías e informes de ESG & Finanzas Sostenibles se encuentran disponibles en [www.fixscr.com/esg](http://www.fixscr.com/esg).

### Temas a monitorear

FIX estima que a corto plazo las finanzas públicas podrían estar expuesta a los siguientes riesgos:

- i. **Grado de resiliencia social.** El interrogante central será determinar cuál es el nivel al cual la sociedad estará dispuesta a mantener, entre otras cuestiones, un atraso real en la masa salarial y las prestaciones sociales.
- ii. **Tipo de cambio.** La devaluación discreta del 81% promedio mensual en diciembre 2023 permitió alinear transitoriamente el precio del tipo de cambio al del nivel de la economía. No obstante, el esquema de *crawling peg* del 2,0% mensual planteado posteriormente, evidenció una apreciación real. De acuerdo con las estimaciones de FIX, el tipo de cambio se encuentra atrasado 28,7% al cierre del 1T-2024, y en menor magnitud las cotizaciones alternativas. La Calificadora estima que es menester una nueva corrección cambiaria en el corto/mediano plazo, ya sea de manera discreta o continua, para mejorar los incentivos a seguir incrementando las reservas netas y alcanzar el equilibrio de los precios relativos hacia el cierre del año. Este comportamiento afectará la recaudación, la estructura de pasivos en moneda extranjera y brindará mejoras en aquellas jurisdicciones con ingresos por regalías dado que tendrán un precio efectivo alineado con los valores internacionales.
- iii. **Riesgo del marco regulatorio y/o decisiones unilaterales.** Cualquier cambio que modifique las reglas de juego establecidas entre la relación de Nación y las provincias puede afectar el desarrollo fiscal y financiero de las mismas, así como también cualquier hecho que deteriore la seguridad jurídica y afecte las expectativas de los agentes económicos. En este último punto se cuenta con el antecedente del caso de CABA y el Gobierno Nacional con relación a la normativa que regula el coeficiente de coparticipación y el financiamiento de la seguridad.

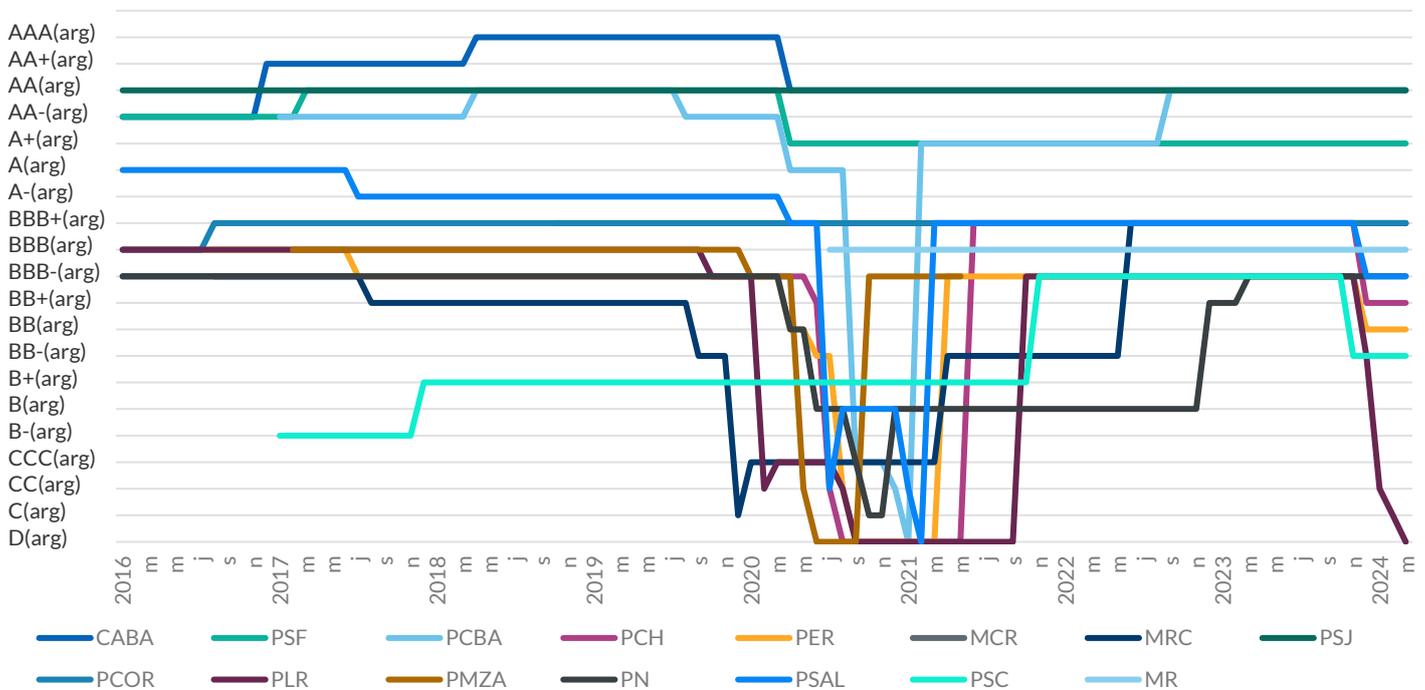
## Listado de calificaciones

Emisor	Largo plazo	Corto plazo
Ciudad de Buenos Aires	AA(arg)/Estable	A1+(arg)
Provincia del Chaco	BB+(arg)/RWN	B(arg)/RWN
Provincia de Córdoba	AA(arg)/Estable	A1+(arg)
Provincia de Corrientes	BBB+(arg)/Estable	A2(arg)
Provincia de Entre Ríos	BB(arg)/RWN	B(arg)/RWN
Provincia de La Rioja	D(arg)	D(arg)
Provincia del Neuquén	BBB-(arg)/Estable	A3(arg)
Provincia de Salta	BBB-(arg)/Negativa	A3(arg)
Provincia de San Juan	AA(arg)/Estable	A1+(arg)
Provincia de Santa Cruz	BB-(arg)/Estable	N/A
Provincia de Santa Fe	A+(arg)/Estable	A1(arg)
Municipalidad de Comodoro Rivadavia	BBB+(arg)/Estable	N/A
Municipalidad de Río Cuarto	BBB+(arg)/Estable	A2(arg)
Municipalidad de Rosario	BBB(arg)/Estable	A3(arg)

RWN - Rating Watch Negativo  
 Fuente: FIX

## Evolución de las calificaciones

Grafico #10  
 Evolución calificaciones nacionales subsoberanos de FIX



Fuente: FIX

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.