

Provincia del Chaco

Títulos	Monto hasta VN\$	Vencimiento	Calificación	Rating Watch
Letras del Tesoro 2024*	\$ 30.000.000.000	Dic-2025**	B(arg)	Negativo

*Las letras se emitirán en pesos o su equivalente en moneda extranjera en el mercado local por hasta un monto máximo en circulación de ARS 30.000 millones autorizada por el artículo 17 de la Ley N° 3968-F y el Programa creado bajo el Decreto 141-2023 / **Las Letras podrán tener un plazo máximo de 365 desde la fecha de emisión no pudiéndose exceder el 31/12/2025. La calificación de estas se basa en información provista por el emisor a diciembre 2023. Las calificaciones no son una recomendación o sugerencia, directa o indirecta, para comprar, vender o adquirir algún título valor. El presente informe de calificación debe leerse conjuntamente con el prospecto de emisión.

Factores Relevantes de la Calificación

Calificación Programa de Letras del Tesoro 2024: FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO "Afilada de Fitch Ratings" (en adelante, FIX) asignó la calificación de corto plazo 'B(arg)' al Programa de Emisión de Letras de Tesorería 2024 por hasta un monto máximo en circulación de \$ 30.000 millones o su equivalente en moneda extranjera. Estas Letras apuntan a brindar liquidez a la Provincia del Chaco (PCH) para cubrir deficiencias estacionales de caja, como así también cierta flexibilidad financiera en un trimestre con fuertes presiones en servicios de deuda. La participación relativa de este instrumento de corto plazo sobre el total de recursos proyectados por FIX se ubicaría en niveles muy bajos del orden del 1,1%.

Rating Watch Negativo (RWN) en las calificaciones: las calificaciones vigentes de largo y corto plazo de la PCH, como así también el nuevo Programa de Letras cuentan con un RWN debido al contexto de incertidumbre sobre el cumplimiento en tiempo y forma de los vencimientos de deuda en moneda extranjera del primer trimestre de 2024. La Calificadora entiende que aumentó el riesgo de refinanciación para el corriente año por la mayor incidencia de los instrumentos indexados al tipo de cambio -principalmente el relativo al bono internacional-, al tiempo que se espera una liquidez más ajustada en sintonía con la adversidad macroeconómica. FIX continuará monitoreando la evolución y sostenibilidad de los márgenes para evaluar la solvencia de esta frente a un futuro desafiante.

Acotado nivel de liquidez: para el 2024, FIX estima que, en base a los potenciales flujos del margen operativo, el balance de capital y la cancelación de la deuda consolidada, la posición de liquidez pudiera deteriorarse de los niveles esperados al cierre del 2023. La provincia chaqueña utiliza habitualmente la emisión de un programa de Letras del Tesoro para cubrir las deficiencias estacionales de caja. En 2023 se utilizó el Programa de Letras del Tesoro por hasta \$ 8.000 millones, cuyo saldo trascendió el ejercicio con vencimiento en enero de 2024. Para el corriente año se autorizó un nuevo Programa de Letras del Tesoro por hasta \$ 30.000 millones que le seguirá dando cierta flexibilidad financiera de corto plazo a la Provincia.

Adecuado margen operativo: con datos a septiembre de 2023 y en base a las perspectivas de FIX, se estima que para 2024 la PCH presente un deterioro en el margen operativo consolidado convergiendo a la media de los últimos años. Del 2018 al 2022, el margen promedio se ubicó en 11,0%, registrando el menor guarismo en 2019 (5,6%). Las estimaciones sobre el margen del 2023 fueron corrigiéndose al alza a medida que se fueron convalidado ciertos comportamientos en variables relevantes como el cierre de las paritarias. De acuerdo con los convenios cerrados informados por las autoridades provinciales, el crecimiento en la masa salarial (que representa un 51% de los egresos operativos) fue inferior al de las estimaciones originales. Se espera que los gastos operativos crezcan 7,6 p.p. por debajo de los ingresos, a pesar de que éstos últimos se verán mercados por la reducción de las transferencias federales por coparticipación ante la reducción en el Impuesto a las Ganancias. Para el 2024, FIX estima que el margen de la Provincia será superavitario, aunque mostrando cierta merma. Esto se corresponde con la indexación del gasto corriente a la mayor

Informe Integral

Calificaciones

Largo Plazo	BB+(arg)
Corto Plazo	B(arg)

Instrumentos de deuda

TD Vto. 2026 por USD 40.444.100	BBB-(arg)
Programa de Letras de Tesorería 2023 por hasta \$ 8.000.000.000	B(arg)

Rating Watch (Observación) Negativo

Resumen Financiero

Provincia del Chaco - APNF*

	31 Dic 2022	31 Dic 2021
Ingresos Operativos (\$mill)	431.268	236.026
Deuda Consolidada (\$mill)	102.492	67.351
Balance Operativo/ Ingresos Operativos (%)	11,4	13,5
Servicio de Deuda/ Ingresos Corrientes (%)	5,2	5,7
Deuda/ Balance Corriente (x)	1,9	2,3
Balance Operativo/ Intereses Pagados (x)	6,6	5,6
Gto de Capital/ Gto Total (%)	16,1	14,6

* Administración Pública No Financiera

Criterios Relacionados

[Metodología de Calificación de Entidades Financieras, registrado ante la CNV, Marzo 2016](#)

Analistas

Analista Principal
Renzo Crosa
Analista
renzo.crosa@fixscr.com
+54 11 5235-8129

Analista Secundario
Cintia Defranceschi
Directora
cintia.defranceschi@fixscr.com
+54 11 5235 8143

Responsable del Sector
Mauro Chiarini
Senior Director
mauro.chiarini@fixscr.com

nominalidad, y recursos parcialmente afectados por la recesión económica esperada y la menor disponibilidad de ingresos coparticipables.

La Calificadora analizó un potencial escenario considerando una reversión en la actual Ley de Impuestos a las Ganancias. Bajo ese contexto, el margen operativo de la PCH se incrementaría moderadamente respecto del esperado del 2023.

Presión de las ISS: en 2023, se espera que el déficit de la Caja Previsional continúe presionando las finanzas públicas de la Provincia, aunque se estima que en el último trimestre del año la PCH pudo contener el gasto en términos reales, por lo que es esperable que la necesidad de financiamiento de la Administración Central pudiera reducirse aproximadamente al orden de 3,5% (1,2% PBG), frente a un 4,9% en 2022 (1,6% PBG). Estructuralmente, la Caja Previsional chaqueña es deficitaria crónicamente y requiere fondos del resto de la administración provincial para cubrir el desbalance. En los últimos años existe un rezago real en los recursos previsionales percibidos desde Nación, ante la falta de un nuevo convenio con la ANSES por un esquema de transferencias percibidas como anticipos desde el organismo nacional hacia las Provincias sin indexar.

Adecuado nivel de endeudamiento: según los supuestos de FIX, al cierre del ejercicio fiscal del 2023 la Calificadora estima que el nivel de apalancamiento medido en base al ingreso corriente se ubique en 24,2%, levemente por encima del cierre del 2022 y revirtiendo la tendencia descendente que se observaba desde el 2018. En términos del PBG, el stock de deuda consolidada representará el 9,1%, superando el 7,8% del año anterior. Para el 2024, incluyendo el monto total del Programa de Letras objeto de calificación se espera que el nivel de endeudamiento se mantenga en niveles muy adecuados. Al discriminar por moneda, la denominada en moneda extranjera fue incrementando su peso relativo desde el 2018 (29,7%) al 2022 (58,5%) y en base al fuerte ajuste del tipo de cambio de diciembre 2023, se espera un mayor peso hacia el 31.12.2024 evidenciando la vulnerabilidad en la estructura de los pasivos a la evolución al tipo de cambio.

Adecuada capacidad de pago: en 2023, la Provincia enfrentó obligaciones en moneda extranjera por USD 19,9 millones (79% para la cancelación de títulos públicos provinciales), mientras que hacia el 2024 se incrementa el pago de servicios debido a que comienzan a amortizar semestralmente los TD vto. 2028. De acuerdo con perfil de vencimientos vigente, en febrero de 2024 la PCH debe afrontar el pago de USD 45,7 millones en concepto del servicio del bono internacional 2028. El fuerte salto discreto del tipo de cambio en diciembre 2023 presionó a una mayor cuantía en las obligaciones en moneda extranjera, lo que decanta en un incremento en el riesgo de refinanciación a corto y mediano plazo. La Calificadora monitoreará minuciosamente la evolución de los márgenes y las alternativas de financiamiento que pudiera contar la Provincia para garantizar el cumplimiento de sus obligaciones en tiempo y forma. Ante las restricciones que aplica el Banco Central de la República Argentina (BCRA) al acceso al Mercado Único de Cambios (MULC) para cancelar capital de pasivos en moneda extranjera, la Calificadora entiende que la PCH se encuentra amparada por haber reestructurado sus pasivos después del 31.12.2020.

Limitada autonomía financiera: la PCH estructuralmente presenta una fuerte dependencia de recursos de origen nacional en los ingresos operativos, promediando el 73% en los últimos 5 años. Esto refleja un bajo grado de libertad presupuestaria, acotando el margen de maniobra ante contingencias que requieran mayor autonomía fiscal. Esta dependencia del gobierno federal genera cierta vulnerabilidad en los recursos provinciales, que se manifiesta por ejemplo con la reciente modificación del impuesto a las Ganancias sobre personas físicas que afecta directamente a los fondos coparticipables de todos los sub-soberanos, en el marco del Decreto Nacional 473/2023 y posterior Ley N°27.725. FIX realizó una estimación del impacto y lo incorporó en el análisis, aunque también analizó una potencial reversión en la Ley del Impuesto a las Ganancias.

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 a la baja varios rangos 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 las medidas económicas del gobierno nacional luego del período electoral. Un cambio abrupto en el contexto económico implica la evaluación de sus efectos sobre la capacidad del pago del emisor.

Restricciones al MULC: FIX monitoreará las limitaciones que pudieran existir en el acceso al MULC para el pago de las deudas de la Provincia en moneda extranjera, como la Comunicación "A" 7782 que emitió el BCRA en junio 2023 el cual restringía parcialmente el acceso a comprar divisas para los vencimientos de capital. Esto sería considerado un evento y podría derivar en una acción de baja de las calificaciones.

Garantía de los TD: un cambio en la evolución de la garantía y/o un incremento en la afectación de los recursos de coparticipación con impacto negativo en los niveles de cobertura de los servicios de los títulos, podría presionar a la baja la calificación. Cambios en la calificación de la Provincia podría impactar sobre la calificación de los TD Vto. 2026 por USD 40.444.100 en la misma dirección.

Principales Factores de Calificación

Resumen: Fortalezas y Debilidades

	Marco Institucional	Deuda y Liquidez	Desempeño Presupuestal	Gestión y Administración	Economía
Estatus	Débil	Neutral	Neutral	Neutral	Débil
Tendencia	Negativa	Negativa	Estable	Estable	Estable

Nota: * conceptos analizados en el contexto Nacional y Regional
 Fuente: FIX

Fortalezas

- Adecuados y estables márgenes operativos desde el 2020, y se estima que en 2023 y 2024 se mantengan en estos niveles o levemente inferiores.
- Adecuado nivel de endeudamiento en términos de los ingresos operativos, pero con crecimiento en la composición en moneda extranjera para un emisor sin ingresos correlacionados.
- Adecuado nivel de solvencia para el pago de servicios en tiempo y forma, aunque potencial riesgo de liquidez ante los vencimientos de deuda.

Debilidades

- Mayor riesgo de refinanciación para el primer trimestre de 2024.
- Elevada rigidez presupuestaria por el lado del gasto, aunque decreciente en el período 2018/2023 por la contención real del gasto en personal.
- Limitada autonomía por el lado de los ingresos. Fuerte dependencia de la Nación.
- Débiles indicadores socio-económicos.

Marco institucional

Contexto Nacional

La Argentina tiene un sistema democrático, representativo, republicano federal, por lo cual las provincias cuentan con autonomía política y económica. En las últimas décadas se produjo una importante descentralización de las responsabilidades del gasto en los gobiernos locales con un aumento de la centralización de la Nación en cuanto a la recaudación de los ingresos. Esto impactó en mayor dependencia de las provincias de los recursos de origen nacional, tanto para el financiamiento de gastos corrientes como de capital. La falta de una reforma de la Ley de Coparticipación y la necesidad de resolver problemas coyunturales provocaron sucesivas reformas adicionales a la Ley de Coparticipación que determinaron un sistema cada vez más complejo de distribución de recursos Nación-Provincia.

Desde el 2016 se abordaron ciertos problemas estructurales en cuanto a la redistribución de recursos entre Nación y Provincias. El Acuerdo Nación-Provincias determinó la devolución gradual hasta el año 2020 de la retención del 15% de la masa coparticipable con destino al financiamiento del Sistema Nacional de Seguridad Social luego del fallo favorable que tuvieron las Provincias de Córdoba, San Luis y Santa Fe en diciembre de 2015 (en el caso de estas Provincias la devolución fue del 100%). Se determinó la posibilidad de que las provincias puedan tomar deuda con la Nación a fin de compensar la falta de devolución total de los recursos desde el primer año. A partir del 2016 pudieron recibir un crédito de libre disponibilidad otorgado por el Fondo de Garantía de Sustentabilidad (FGS), por 6% del total de la detracción del 15% y en años 2017 a 2019 por el 3%. Actualmente, los préstamos cuyo vencimiento operó fueron reestructurados en Bonos de Conversión.

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. Con el gobierno de Alberto Fernández a nivel nacional, se firmó el Consenso Fiscal 2019 que suspendió por un año la rebaja de alícuotas de Ingresos Brutos (IIBB) y sellos asumida para 2020, quedando vigentes los topes de 2019. Luego se firmaron dos Consensos Fiscales más en los años 2020 y 2021.

El Consenso Fiscal 2021, el que se encuentra vigente (excepto para la CBA, La Pampa y San Luis que no lo firmaron), establece topes en las alícuotas del impuesto a IIBB, elimina la atadura de sacar el impuesto a los sellos e impide incrementar el stock de endeudamiento denominado en moneda extranjera respecto del 31.12.2021 (exceptuando con organismos bilaterales o multilaterales de crédito). Por Ley de Responsabilidad Fiscal el crecimiento del gasto no podrá superar lo que establece el PBI nominal. Adicionalmente, impide a las provincias iniciar o continuar procesos legales relativos a la Coparticipación Federal.

El Acuerdo de Nación con el FMI en 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 para la ejecución de la obra pública en subnacionales.

En el marco de importantes necesidades financieras provinciales, el Gobierno Nacional mediante el Decreto N° 352/20 creó, en el año 2020, el Programa de Emergencia Financiera Provincial que consta de \$120.000 millones para destinar a las provincias a fin de garantizar el normal funcionamiento de las finanzas provinciales y cubrir las necesidades ocasionadas por la pandemia. Este monto se conformaba de \$ 60.000 millones que provienen de Aportes del Tesoro Nacional (ATN) canalizados por el Ministerio del Interior, y de otros \$ 60.000 millones aportados por el Fondo Fiduciario para el Desarrollo Provincial (FFDP) mediante el Ministerio de Economía.

Por medio de la ampliación del Presupuesto Nacional 2020, el 25.08.2020, se incrementó el monto asignado para el FFDP en \$ 50.000 millones por lo que el total del Programa pasó a conformarse por un monto de \$ 170.000 millones. A través del artículo 2 del mencionado decreto, el Gobierno Nacional asignó, mediante resolución, el aporte correspondiente a cada jurisdicción en concepto de ATN del total de los \$ 60.000 millones y mediante el artículo 3 préstamos en 36 cuotas para aquellas provincias que los soliciten, con un período de gracia hasta el 31.12.2020. Durante el 2020, la PCH recibió créditos por \$ 2.500 del FFDP y \$ 2.838 millones en concepto de ATN. Sin embargo, en el 2021 no existió ningún Programa y las transferencias destinadas a las Provincias se redujeron drásticamente, lo que impactó en los niveles de liquidez.

Provincia del Chaco

De acuerdo a la Constitución de la PCH, la administración del gobierno provincial es responsabilidad del Poder Ejecutivo, cuyo titular es el Gobernador, y en caso de ausencia lo ejerce el Vice-gobernador, ambos elegidos directamente por el voto popular. Por su parte, el Poder Legislativo provincial está compuesto por una cámara de diputados

El Poder Judicial está presidido por el Superior Tribunal de Justicia, formando parte de los mismos tribunales inferiores distribuidos en seis circunscripciones judiciales. Los miembros del Superior Tribunal de Justicia y el Procurador General son designados por el Poder

Ejecutivo provincial a propuesta del Consejo de la Magistratura. Los demás miembros de la administración de justicia son designados por el Superior Tribunal de Justicia también a propuesta del Consejo de la Magistratura.

A su vez, la Provincia está subdividida políticamente en 25 departamentos, que carecen de forma de gobierno o administración autónoma y por su parte éstos se componen de municipios gobernados por un intendente elegido por voto popular. Los municipios de la Provincia reciben recursos que son distribuidos bajo los lineamientos estipulados en la Ley Provincial N°3188 y la Constitución Provincial de 1994. La Provincia distribuye a los municipios el 15,5% de los recursos provinciales recaudados bajo el impuesto de ingresos brutos e impuesto de sellos y el 15,5% de los recursos que recibe la Provincia por el régimen de coparticipación impuestos nacionales y algunos regímenes especiales de distribución automática de impuestos nacionales, como ser el impuesto al monotributo.

Deuda y liquidez

Deuda

El stock de deuda al 30.09.2023 ascendió a \$ 184.531 millones, equivalente al 21,6% de los ingresos corrientes, mostrando una suba de 1,1 p.p. interanual. Durante el 2023, la Provincia, como fuente de financiamiento, ha mantenido activa la emisión de Letras de corto plazo que pueden exceder el ejercicio. Para el 2023, FIX espera que el ratio se ubique levemente por encima del nivel que se observó a septiembre (2,6 p.p. anual), explicado principalmente por el efecto devaluatorio del mes de diciembre sobre la deuda en moneda extranjera (Ver gráfico 1). En términos del PBG, FIX estima se ubique en 9,1% frente al 7,8% del 2022.

Para 2024, de acuerdo con el escenario macroeconómico esperado de FIX y asumiendo el Programa de Letras por \$ 30.000 millones, el apalancamiento se reduciría hasta el 13,5% de los ingresos corrientes, explicado en gran medida por la amortización de los primeros vencimientos de la deuda extranjera reestructurada, como así también en parte por el incremento de los recursos fiscales motorizados por la nominalidad inflacionaria, principalmente en el primer semestre de 2024.

Al analizar retrospectivamente la evolución de la deuda chaqueña, en 2018 el apalancamiento se redujo al 29,7% por el canje de los Bonos de la Nación Argentina para el Consenso Fiscal 2017 y el repunte en 2019 se incrementó por nuevos créditos con el FFDP por \$ 4.128 millones para fortalecer la regularización de deuda del sector eléctrico argentino (cancelación de obligaciones con Cammesa), el crédito con el FGS por \$ 2.291 millones y el incremento de la deuda en moneda extranjera (+58% a/a) en línea con la evolución del tipo de cambio.

En agosto de 2020, la PCH incumplió el pago del interés por USD 11,7 millones de un Título de Deuda colocado en el mercado internacional bajo legislación extranjera en 2016 por USD 250 millones con vencimiento en agosto de 2024. A partir de allí, la Provincia inició un proceso de reestructuración de su deuda internacional que finalizó el 25.06.2021, la cual se llevó a cabo en sintonía con la realizada a nivel nacional (Ver anexo C).

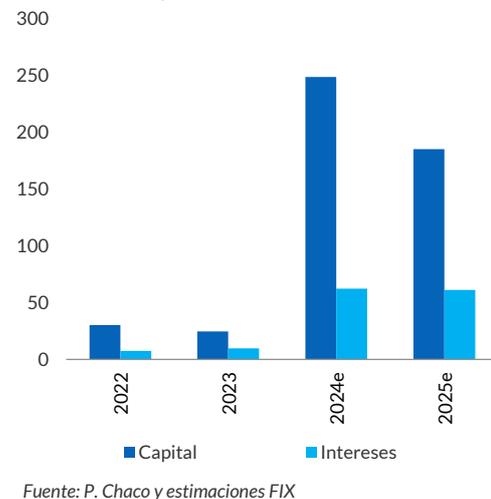
En cuanto a la composición de la deuda, al cierre de 2022 la deuda con el gobierno nacional (en pesos, y de largo plazo), considerado un acreedor amigable, fue del 28,6%. La deuda en moneda extranjera representó el 58,5% al 31.12.2022 (+9,4 p.p. interanual), siendo el TD reestructurado con vto. 2028 de ley extranjera el pasivo con mayor ponderación (45,4%). Al 30.09.2023, se registra un deterioro de la composición, representando la deuda en moneda extranjera un 64,9% sin un adecuado calce de ingresos en la misma moneda y la deuda con el gobierno nacional un 24,6%.

Dada la importante depreciación de la moneda durante el período 2018-2021 la capacidad de pago Chaco se tornó ajustada, aunque en el período 2022-2023 se observa cierto alivio por la presencia de márgenes operativos robustos y sin una importante carga de vencimientos de deuda (ver gráfico 2). FIX considera que la PCH cuenta con un problema de liquidez más que uno de solvencia, a partir de febrero de 2024 comienza a amortizar el bono internacional reestructurado que le imprime una importante carga en un contexto de alta volatilidad e incertidumbre. Si existe una generación de márgenes operativos razonables a futuro junto con una estabilidad en la evolución del tipo de cambio permitiría que Chaco presente una adecuada capacidad de pago.

Gráfico 1
Deuda Directa del Chaco
 En mil millones de pesos



Gráfico 2
Cronograma de Deuda
 En mil millones de pesos



Por último, respecto a los Títulos de Deuda (TD) 2026 que fueron calificados por FIX, los mismos cuentan con garantía de recursos de coparticipación de impuestos, cedidos a un Fideicomiso en Garantía, cuyo Fiduciario es el BBVA Francés. Si bien FIX pondera dentro de la calificación de estos títulos la garantía y la estructura de pago (el flujo cedido no pasa por la PCH, es retenido directamente por el Banco de la Nación Argentina), considera que la calidad crediticia de los instrumentos se encuentra altamente influenciada por la calidad crediticia del emisor. Para más detalle dirigirse al Anexo C.

Liquidez

Desde el año 2012, Chaco hace uso de la emisión de Letras de Tesorería de corto plazo para administrar su posición de liquidez producto de deficiencias estacionales de caja. Por Ley N°1.092-A, la Tesorería General podrá emitir Letras cuando así lo disponga el Poder Ejecutivo, hasta el monto que fije anualmente la Ley de Presupuesto de la Administración Pública Provincial, cuando el rescate de las Letras sea posterior a la finalización del ejercicio financiero. Asimismo, la Tesorería General podrá emitir Letras por hasta el monto que determine el Poder Ejecutivo por Decreto con el acuerdo general de ministros para cubrir las deficiencias estacionales de caja las cuales deberán ser reembolsadas antes de la finalización del ejercicio financiero en el que se emitan o antes de la finalización del mandato del titular del Poder Ejecutivo en el último año de su gestión.

La PCH registró durante 2019 y 2020 un significativo aumento en la liquidez explicado en gran medida por los fondos extraordinarios provenientes desde el Gobierno Nacional para paliar los efectos de la pandemia, alcanzando niveles muy por encima del promedio histórico en términos de los ingresos totales (31,9% y 16,7% respectivamente). En 2021 y 2022, la posición de liquidez de la PCH se redujo en promedio al 3,5% incluso a niveles inferiores a la media histórica del 5%. Para el 2023, si bien la calificadoradora no dispone del dato de liquidez al cierre del año, las disponibilidades estimadas se ubicarían en niveles superiores al del 2022, asumiendo una importante licuación del gasto hacia el último trimestre del año en un contexto de elevada inflación. Para el 2024, FIX estima que, en base a los potenciales flujos del margen operativo, el balance de capital y los importantes vencimientos de deuda, la posición de liquidez pudiera deteriorarse de los niveles esperados al cierre del 2023.

Por su parte, la Provincia creó el Programa de Letras 2024, que implica un 1,1% de los ingresos proyectados para el año, lo que le da flexibilidad presupuestaria ante deficiencias estacionales de caja. Durante el mes de enero de 2024 deberán cancelarse las Letras 2023 en circulación por \$ 8.000 millones.

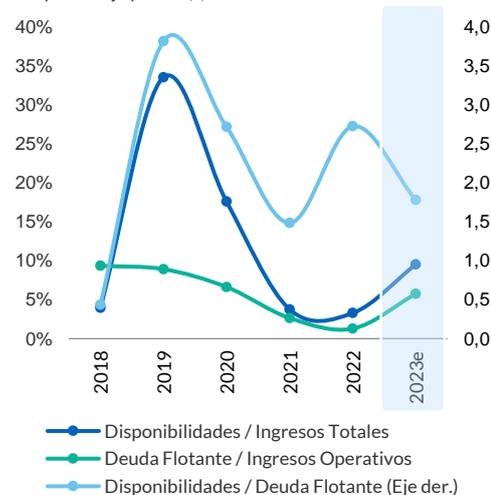
Por su parte, la deuda flotante es uno de los mecanismos de financiación tradicionales en las provincias argentinas y son utilizados con mayor intensidad en contextos donde las fuentes financieras están restringidas. Al respecto, en 2022 la deuda flotante chaqueña se mantuvo en niveles razonables, y controlables respecto de los ingresos operativos. En comparación jurisdicciones homólogas, la PCH hace muy poco uso de esta herramienta y su utilización fue reduciéndose constantemente desde el 2017.

Contingencias

La PCH es una de las provincias argentinas que no transfirió su sistema de Seguridad Social al Gobierno Nacional. En el período 2016-2022 las contribuciones de la seguridad social nunca fueron suficientes para cubrir las prestaciones a la misma, financiando este déficit con transferencias de la Administración Central, anticipos a cuenta de la ANSeS y aportes de la Obra Social Provincial.

A partir de 2016, en el marco de la ley 27.260 (Armonización de Sistemas Previsionales Provinciales), el Gobierno Nacional comenzó a armonizar las Cajas Previsionales no transferidas. Luego con el Consenso Fiscal 2017 no se exige la armonización, pero se establece un esquema de anticipos a cuenta de un Convenio Bilateral que sella el financiamiento anual definitivo. Del 2016 a 2018 se registró una ligera baja de esta presión con respecto al período 2014/2015. No obstante, estas transferencias instrumentadas en forma de anticipos fueron interrumpidas en 2019 y reanudadas a partir de 2020. De acuerdo con lo informado por las autoridades de la Provincia, en 2022 la PCH acordó con ANSeS un retroactivo por la deuda acumulada del 2017-2020 que representó el 0,9% de los ingresos operativos de la Provincia, y resta cerrar los correspondientes a 2021 y 2022. Dado que no se firmaron nuevos Convenios

Gráfico 3
Liquidez
 En porcentaje y veces (x)



Fuente: P. Chaco y estimación de FIX e-estimado

Bilaterales entre ANSES y la Provincia desde el 2019, existe un rezago real en los recursos previsionales percibidos desde Nación, dado que los mismos no han sido indexados.

El peso de la Caja Previsional en las finanzas provinciales fue incrementándose constantemente en los últimos años. El margen operativo de la PCH neto de la ISS aumentó a 16,4% en promedio de los últimos años (2018-2022), lo que determinó una absorción promedio de 5,4%, con una injerencia creciente en el último lustro. En este sentido, la financiación del déficit previsional pasó del 4,1% en 2018 al 7,3% en 2022 (Ver gráfico 6). En términos del PBG, la necesidad de financiación de la ISS creció del 0,5% en 2018 al 1,6% en 2022. En 2023, se espera que el déficit de la Caja Previsional continúe presionando las finanzas públicas de la Provincia, aunque si se confirma con datos cerrados, una importante licuación del gasto hacia el último trimestre del año en un contexto de elevada inflación es esperable que la necesidad de financiamiento de la Administración Central pudiera reducirse aproximadamente al orden de 3,5% (1,2% PBG).

Por último, la Provincia interviene en la economía mediante participaciones concretas en sociedades del estado. Actualmente, participa en empresas de distribución de energía (Secheep), y agua potable (Sameep). La situación patrimonial de estas empresas es desconocida debido a la inexistencia de balances actualizados.

Desempeño presupuestario

Para el análisis de las finanzas públicas se analizaron los ejercicios fiscales definitivos para el período 2018-2022 y proyecciones propias para el cierre de 2023 y 2024. En los Anexos I y II se exponen los datos consolidados de la Administración Pública No Financiera (APNF) a los efectos de poder comparar con otras jurisdicciones la situación real de cada Provincia.

Ingresos operativos

En los primeros nueve meses del 2023, los recursos operativos de la Provincia se incrementaron 116,6% interanual, cuando la inflación promedio acumulada del mismo período fue del 115,0%. El crecimiento se explicó tanto por la dinámica de los ingresos tributarios de fuentes federales (+115,1%) que tienen el mayor peso relativo en la estructura de ingresos (70% de los ingresos operativos), como por las transferencias corrientes discrecionales (+129,6%). Esto deja en evidencia la dependencia de Chaco a los recursos de origen nacional (RON) (Ver gráfico 4). Esto se traduce en un bajo grado de libertad presupuestaria, acotando el margen de maniobra ante contingencias que requieran mayor autonomía fiscal.

Esta dependencia del gobierno federal genera cierta vulnerabilidad en los recursos provinciales, que se manifiesta por ejemplo con la reciente modificación del impuesto a las Ganancias sobre personas físicas que afecta directamente a los fondos coparticipables de todos los sub-soberanos, en el marco del Decreto Nacional 473/2023 y posterior Ley N°27.725. FIX realizó una estimación del impacto y lo incorporó en el análisis.

Para el cierre del 2023, FIX estima que los recursos provinciales crezcan en sintonía con el crecimiento de la nominalidad, aún por encima de la inflación promedio del año proyectada. Los recursos provenientes por coparticipación se verán reducidos por el cambio normativo, al tiempo que se espera cierto rezago en las transferencias corrientes desde el Gobierno Nacional en el marco de la austeridad fiscal por la transición política de gobierno. Para el 2024, FIX espera un contexto de retracción en el nivel de actividad, con políticas fiscales y monetarias contractivas con la finalidad de alcanzar cierta estabilidad macroeconómica hacia fines del año. Los recursos de los sub-soberanos se encontrarán sujetos a las eventuales medidas de austeridad fiscal desde el gobierno nacional, principalmente las relativas a transferencias corrientes y de capital exponiendo la vulnerabilidad de las provincias más dependientes de fuentes federales.

Gastos operativos

En el 2022, bajo un contexto de aceleración inflacionaria los gastos operativos de la APNF se expandieron 87,2% a/a, lo que significó una reducción en términos reales al crecer 7,6 p.p. por debajo de la inflación acumulada del 94,8% a/a. Al desagregar los gastos operativos, el de mayor preponderancia -con un peso relativo del 50,8% en 2022- es la masa salarial que aumentó 92,0% a/a y acumula cinco años consecutivos de disminuciones en términos reales.

Tabla 1: Ingresos Operativos - APNF
(millones de pesos corrientes)

	2022	2021
- Ingresos Brutos	37.971	20.122
- Inmobiliario	151	149
- Sellos	4.817	2.716
- Otros tributos provinciales	6.708	4.196
Tributarios provinciales	49.647	27.183
No tributarios	3.913	2.240
Contribuciones a la Seguridad Social	51.386	27.658
Tributarios nacionales	303.251	164.173
Transferencias corrientes	23.057	14.772
Total ingresos operativos^a	431.268	236.026

a - no incluye ingresos por rentas de la propiedad (intereses cobrados)
Fuentes: Provincia del Chaco y cálculos de FIX

Gráfico 4
Ingresos Operativos
En millones de pesos constantes de 2018



Fuente: P. Chaco y estimación de FIX e-estimado

Por su parte, las erogaciones relacionadas con las Prestaciones a la Seguridad Social crecieron 91,5% a/a y si bien fue menor al crecimiento de los precios, en el bienio 2020-2021 habían registrado crecimiento real. Respecto a las transferencias, las mismas se incrementaron un 87,5% a/a tanto aquellas realizadas al sector público principalmente en carácter de coparticipación a los municipios, como al sector privado en gran medida por subsidios –al transporte mayormente.

Al 30.09.2023, los gastos operativos totalizaron \$ 566.620 millones, equivalente a un aumento nominal del 130,1% a/a, superando a la inflación promedio acumulada del mismo período (115%). Este comportamiento se explicó principalmente por el incremento de la masa salarial (128,0%) y de las Prestaciones a la Seguridad Social (131,9%). Para el 2023, la Calificadora entendía que los gastos operativos debían evolucionar en sintonía con el crecimiento de la nominalidad macroeconómica, y levemente por debajo de la inflación, pero la aceleración inflacionaria principalmente del último trimestre hará que exista una importante licuación del gasto. De acuerdo con los convenios cerrados informados por las autoridades provinciales, el crecimiento en la masa salarial (que representa un 51% de los egresos operativos) fue inferior al de las estimaciones originales.

Para el 2024, bajo el escenario recesivo que espera FIX, las correcciones en los precios relativos ejercerán una presión hacia una mayor nominalidad, lo que se estima que el ancla nominal de la economía será la austeridad fiscal tanto desde el gobierno federal como de los sub-soberanos, por lo que es esperable cierta contención real de las erogaciones corrientes.

Ahorro operativo e inversión pública

Desde 2018 PCH registró mejoras en el margen operativo consolidado (ahorro operativo en términos de los ingresos operativos), siendo en promedio del 11,0% contra 3,6% en los tres años previos. En el 2022, el margen fue de 11,4%, reduciéndose 2,1 p.p. interanual, pero en sintonía con la media del último lustro. FIX estima que en 2023 pudiera mejorar, más allá de la reducción de los ingresos por la modificación de la Ley de Impuestos a las Ganancias, dada la licuación por el lado del gasto principalmente hacia el último trimestre.

Al excluir el peso relativo de la Caja Previsional, el ahorro operativo en términos de los ingresos operativos hubiese ascendido a 16,3% en 2022, lo que evidencia una absorción de 4,9 p.p. por parte de las ISS. Esta necesidad de financiamiento fue la más elevada de los últimos cinco años, y comenzó a incrementarse constantemente desde el 2019 producto de la falta de actualización de los Convenios Bilaterales, cuyos montos han ido licuándose y exponiendo a la Administración Central del Chaco a solventar ese desequilibrio (Ver gráfico 6).

Las mejoras presupuestarias registradas en 2021 y 2022, permitieron financiar parcialmente una expansión en la obra pública, decantando en acotados resultados financieros. La buena dinámica del balance operativo en 2021-22 (4,3% y 3,7% del PBG, respectivamente), permitió dotar de recursos a la PCH para el crecimiento de la inversión pública, la cual se incrementó en 3,2% y 4,0% en términos del PBG, superando el promedio del 2,0% para el período 2017-2020.

Si bien parte de la inversión pública de la Provincia fue financiada con fondos nacionales, la absorción de márgenes operativos determinó que el resultado financiero consolidado de la APNF fuera de 0,7% y 0,2% con relación al PBG, respectivamente. Para el 2023, FIX estima que la inversión pública convergerá a la media histórica, por un lado, principalmente por

Tabla 2: Gastos Operativos - APNF
(millones de pesos corrientes)

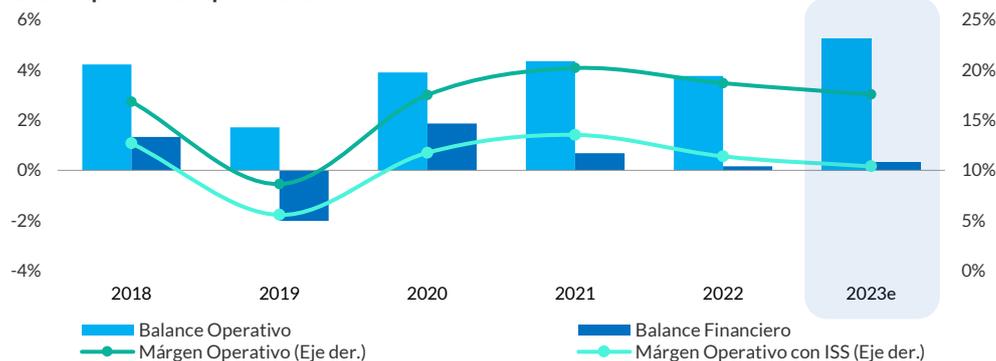
	2022	2021
- Personal	193.994	101.036
- Bs y Ss no personales	25.045	16.853
- Prestaciones a la Seguridad Social	71.440	37.312
- Transferencias corrientes	91.690	48.913
Total gastos operativos^a	382.169	204.114

a - no incluye intereses pagados;
Fuentes: Provincia del Chaco y cálculos de FIX

Gráfico 5
Gastos Operativos
En millones de pesos constantes de 2018



Gráfico 6
Desempeño Presupuestario



menores recursos discrecionales desde el Gobierno Nacional. No obstante, el balance operativo se mantendrá en buenos niveles, cercano al promedio del último lustro lo que determinará resultado financiero razonable. Para el 2024, un esperado deterioro del balance operativo en conjunto con un mayor peso de la carga de intereses afectará los márgenes de ejecución de obra pública, lo cual puede agudizarse si se suman las potenciales restricciones del lado de Nación,

Gestión y administración

El 09.12.2023 el Arq. Leandro Zdero asumió como nuevo Gobernador de la Provincia del Chaco, habiendo ganado con el 46,13% de los sufragios. Zdero pertenece al partido de Juntos por el Cambio y fue electo para gobernar la Provincia durante el período 2023-2027. Anteriormente, el actual Gobernador fue diputado provincial en el período 2017-2021 y Jefe de Gabinete de la Municipalidad de Resistencia.

Perfil socioeconómico

Población

Según el Censo 2022, la PCH registraba una población de 1.142.963 habitantes, equivalente al 2,5% de la población nacional. El crecimiento demográfico del Chaco respecto al Censo 2010 fue del 8,3%, por debajo del 14,8% a nivel nacional.

Economía

De acuerdo con el Instituto Provincial de Estadísticas y Ciencias de Datos de la Provincia de Chaco, con datos provisorios al segundo trimestre del 2023 el Producto Bruto Geográfico se contrajo -5,6% interanual, y acumula el tercer trimestre consecutivo en baja. En términos desestacionalizados, el PBG se cayó -2,33% trimestral y revierte la suba registrada en el trimestre anterior. Por sector, la actividad del sector agropecuario fue el que lideró las caídas interanuales (-44,07%) e incidiendo en -6,08 p.p. en el nivel de actividad. Por su parte, la Construcción fue el rubro con mayor contribución positiva al crecimiento, equivalente a 2,06 p.p. y creciendo 21,86% a/a.

Estructuralmente, la Provincia chaqueña representa en promedio el 1,6% del PIB.

Históricamente la PCH fue líder en la producción de algodón, representado aproximadamente el 60% de la producción nacional de este cultivo. Sin embargo, al igual que en todas las provincias agropecuarias argentinas, el cultivo de soja adquirió enorme importancia en la última década, siendo hoy el principal producto de la PCH.

Desempleo y pobreza

El crecimiento de la economía chaqueña se tradujo en mejoras en el mercado laboral. De acuerdo con los datos del Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social a octubre 2023, se contabilizaron 78.197 asalariados privados, manteniéndose sin cambios respecto del nivel de octubre 2022 y representando 1,23% del total nacional.

En cuanto a la tasa de desempleo con datos del INDEC al tercer trimestre de 2023, la misma fue del 4,1% para la región del Gran Resistencia versus el 5,7% para el consolidado de aglomerados urbanos. Por otro lado, la tasa de empleo fue del 40,5% inferior respecto del 45,5% para el consolidado de aglomerados urbanos.

Por último, la pobreza para la región del Gran Resistencia alcanzó al 60,2% de las personas, mientras que la indigencia se representó el 18,8% de los individuos al primer semestre de 2023, contra un consolidado de la zona noroeste del 42,0% y 10,6% y a nivel nacional del 40,1% y 9,3% respectivamente.

Gráfico 7

Ahorro e Inversión

En Porcentaje del PBG



e - estimados por FIX

Fuente: P. Chaco y cálculos de FIX

ANEXO A

Provincia del Chaco

Consolidado Administración Pública No Financiera

\$ Millones	2018	2019	2020	2021	2022	IIIT 2022	IIIT 2023
Impuestos (incluye Coparticipación de Impuestos)	57.318	82.738	117.449	191.357	352.898	237.796	510.014
Otras transferencias Corrientes recibidas	6.664	7.178	10.750	14.772	23.057	15.520	35.637
Regalías, tasas, derechos, otros ing. no tributarios	6.396	774	1.347	2.240	3.927	2.647	4.664
Contribuciones a la seguridad social	10.230	14.084	18.964	27.658	51.386	33.410	76.577
Ingresos Operativos	80.608	104.774	148.510	236.026	431.268	289.374	626.892
Gastos operativos	-70.391	-98.942	-131.070	-204.114	-382.169	-246.247	-566.620
Balance Operativo	10.218	5.832	17.441	31.912	49.099	43.127	60.273
Intereses cobrados	157	728	960	2.368	12.555	8.596	13.720
Intereses pagados	-3.142	-6.493	-4.244	-5.701	-7.406	-5.956	-14.995
Balance Corriente	7.232	68	14.156	28.579	54.248	45.767	58.999
Ingresos de capital	2.505	871	2.698	8.634	16.782	12.811	21.920
Gasto de capital	-6.514	-7.777	-8.486	-32.248	-68.952	-38.952	-143.147
Balance de capital	-4.009	-6.906	-5.788	-23.614	-52.170	-26.141	-121.226
Balance Financiero	3.223	-6.838	8.368	4.965	2.078	19.659	-62.228
Nueva deuda	10.238	13.368	11.817	7.481	26.163	3.531	78.521
Amortización de deuda	-5.564	-3.196	-2.667	-7.870	-15.801	-26.167	-10.898
<i>Endeudamiento neto: aumento, (disminución)</i>	<i>4.673</i>	<i>10.172</i>	<i>9.150</i>	<i>-389</i>	<i>10.361</i>	<i>-22.636</i>	<i>67.623</i>
Resultado Final	7.896	3.334	17.518	4.577	12.440	-2.977	5.395
DEUDA							
Corto Plazo	11.959	20.604	29.772	34.299	38.885	32.364	56.320
Largo Plazo	12.019	18.413	24.773	33.052	63.608	49.056	128.211
Deuda Directa	23.978	39.016	54.545	67.351	102.492	81.420	184.531
+ Deuda cuasi directa	-	-	-	-	-	-	-
Riesgo Directo	23.978	39.016	54.545	67.351	102.492	81.420	184.531
- Liquidez ^a	3.279	35.680	26.767	9.285	21.432	n.d.	17.338
Riesgo Directo Neto	20.699	3.336	27.777	58.066	81.060	81.420	167.193
Garantías y otras deudas contingentes	-	-	-	-	-	-	-
Deuda neta indirecta (entes públicos exc. garantías)	-	-	-	-	-	-	-
Riesgo Final Neto	20.699	3.336	27.777	58.066	81.060	81.420	167.193
Datos sobre Riesgo Directo							
% moneda extranjera	49%	47%	44%	49%	58%	56%	65%
% no bancaria	44%	45%	45%	45%	50%	51%	55%
% tasa de interés fija	82%	84%	82%	79%	78%	80%	79%

a- se reprocesaron los datos de la serie, asumiendo disponibilidades sin incluir los fondos de terceros más inversiones a corto plazo.

Fuente: Elaboración FIX sobre la base de la información proporcionada por la Provincia del Chaco.

ANEXO B

Provincia del Chaco

Consolidado Administración Pública No Financiera

	2018	2019	2020	2021	2022	IIIT 2022	IIIT 2023
Ratios de Desempeño Presupuestario							
Balance operativo/Ingresos operativos (%)	12,7%	5,6%	11,7%	13,5%	11,4%	14,9%	9,6%
Balance corriente/Ingresos Corrientes (%)	9,0%	0,1%	9,5%	12,0%	12,2%	15,4%	9,2%
Balance financiero/Ingresos totales (%)	3,9%	-6,4%	5,5%	2,0%	0,5%	6,3%	-9,4%
Resultado final/Ingresos totales (%)	9,5%	3,1%	11,5%	1,9%	2,7%	-1,0%	0,8%
Balance Financiero/PBG (%)	1,3%	-2,0%	1,9%	0,7%	0,2%	1,5%	-2,2%
Crecimiento de ingresos operativos (variación % anual)	42,1%	30,0%	41,7%	58,9%	82,7%	-	116,6%
Crecimiento de gasto operativo (variación % anual)	24,5%	40,6%	32,5%	55,7%	87,2%	-	130,1%
Crecimiento de balance corriente (variación % anual)	-791,8%	-99,1%	20.862,2	101,9%	89,8%	-	28,9%
Ratios de Deuda							
Crecimiento de deuda directa (variación % anual)	29,1%	62,7%	39,8%	23,5%	52,2%	-	126,6%
Intereses pagados/Ingresos operativos (%)	3,9%	6,2%	2,9%	2,4%	1,7%	2,1%	2,4%
Balance operativo/Intereses pagados (x)	3,3	0,9	4,1	5,6	6,6	7,2	4,0
Servicios de deuda directa/Ingresos corrientes (%)	10,8%	9,2%	4,6%	5,7%	5,2%	10,8%	4,0%
Servicios de deuda directa/Balance operativo (%)	85,2%	166,1%	39,6%	42,5%	47,3%	74,5%	43,0%
Deuda Directa/Ingresos operativos (%)	29,7%	37,0%	36,5%	28,3%	23,1%	21,1%	22,1%
Riesgo Directo/Ingresos corrientes (%)	29,7%	37,0%	36,5%	28,3%	23,1%	20,5%	21,6%
Deuda directa/Balance corriente (x)	3,3	577,8	3,9	2,4	1,9	1,3	2,3
Riesgo directo/Balance corrientes (x)	3,3	577,8	3,9	2,4	1,9	1,3	2,3
Riesgo final neta/Ingresos corrientes (%)	25,6%	3,2%	18,6%	24,4%	18,3%	20,5%	19,6%
Deuda directa/PBG (%)	9,9%	11,5%	12,2%	9,2%	7,7%	6,2%	6,6%
Deuda directa per cápita (\$)	20.312	32.715	45.282	55.376	83.481	66.317	148.937
Ratio de Ingresos							
Impuestos/Ingresos operativos (%)	71,1%	79,0%	79,1%	81,1%	81,8%	82,2%	81,4%
Impuestos locales/Ingresos operativos (%)	15,5%	13,4%	13,6%	14,2%	14,1%	14,2%	14,0%
Transferencias corrientes/Ingresos operativos (%)	8,3%	6,9%	7,2%	6,3%	5,3%	5,4%	5,7%
Ingresos operativos/Ingresos totales ^b (%)	96,8%	98,5%	97,6%	95,5%	93,6%	93,1%	94,6%
Ingresos totales ^b per cápita (\$)	70.539	89.193	126.329	203.107	375.166	337.512	712.982
Ratios de Gasto							
Gasto en personal/Gasto operativo (%)	53,2%	51,2%	52,4%	49,5%	50,8%	50,7%	50,2%
Transferencias Corrientes realizadas/Gasto operativo (%)	40,2%	41,7%	40,8%	42,2%	42,7%	42,9%	43,7%
Gasto de capital/Gasto total ^c (%)	8,0%	6,8%	5,9%	13,2%	14,9%	13,1%	19,7%
Gasto de capital/PBG (%)	2,7%	2,3%	1,9%	4,4%	5,2%	3,0%	5,1%
Gasto total per cápita (\$)	72.522	97.607	121.595	205.495	386.343	344.615	791.676
Financiamiento de Gasto de Capital							
Balance corriente/Gasto de capital (%)	111,0%	0,9%	166,8%	88,6%	78,7%	117,5%	41,2%
Ingresos de capital/Gasto de capital (%)	38,5%	11,2%	31,8%	26,8%	-24,3%	32,9%	15,3%
Endeudamiento neto/Gasto de capital (%)	71,7%	130,8%	107,8%	-1,2%	-15,0%	-58,1%	47,2%

n.a. no aplica / n.d. no disponible. a incluye intereses cobrados. b excluye nueva deuda. c incluye amortizaciones de deuda.

Fuente: Elaboración FIX sobre la base de la información proporcionada por la Provincia del Chaco.

Nota: las tablas fueron expuestas por el consolidado de la Administración Pública No Financiera, a diferencia de los anteriores informes donde solo se exponía Administración Central y Organismos Descentralizados.

Anexo C. Instrumentos de Deuda

A. Títulos de Deuda Vto. 2026 (TD Vto. 2026)

Monto: USD 40.444.100.

Vencimiento: 4/12/2026.

Moneda de pago: dólares o, en caso de evento cambiario, pesos al tipo de cambio vigente el día hábil anterior a la fecha de pago.

Rango: obligaciones garantizadas, directas e incondicionales de la PCH.

Colateral: recursos provenientes de la coparticipación federal de impuestos por hasta el monto total de los servicios de deuda, comisiones y gastos.

Servicios de Deuda: 80 cuotas trimestrales y consecutivas sobre el importe reestructurado, más los intereses devengados y capitalizados durante Nov. 06-Feb.07, a partir del 04.03.2007. Las primeras 30 cuotas son equivalentes al 2,5% del monto y los 50 restantes al 0,5%. La tasa de interés es 4% anual sobre el saldo de capital adeudado, pagaderos en forma trimestral.

Garantía: coparticipación federal de impuestos cedida al fideicomiso en garantía, cuyo fiduciario es el BBVA Banco Francés. El fiduciario, retiene mensualmente un tercio de la cuota trimestral de capital, interés y gastos, a un tipo de cambio estimado. Al existir un descalce de moneda, el ajuste final de la recolección de los fondos se realiza sobre el último mes del trimestre. La cesión instrumentada estará en vigencia hasta que la PCH cumpla en su totalidad con todas y cada una de las obligaciones garantizadas.

Fondo de Reserva: equivalente a un servicio de capital e interés.

Seguimiento: a la fecha del presente informe se han abonado los servicios de amortización y renta de acuerdo con los términos y condiciones estipulados.

A partir de la fecha de pago de septiembre de 2014, el peso de esta deuda sobre la coparticipación es aún menor al ya bajo nivel de un 0,4%, dado que las cuotas de amortización se redujeron a un 0,5% desde un 2,5% del monto original capitalizado según los términos y condiciones de la reestructuración. Es una deuda que dado el atraso cambiario y los elevados ratios de cobertura, cada vez se licua más.

El 1 de marzo de 2011 se aprobó en Asamblea de Tenedores una adenda que fue suscripta al Contrato del Fideicomiso en Garantía el 6 de mayo de 2011 mediante la cual el Fiduciario estaba autorizado pagar los servicios venideros en pesos, al tipo de cambio vigente del día hábil anterior, en caso de un evento cambiario. Por ello FIX entendió que, bajo el escenario de restricciones cambiarias de los últimos años, el pago en pesos al tipo de cambio de referencia no implicó un incumplimiento bajo los términos y condiciones de los Títulos 2026. A la fecha, luego de efectuar el último pago el 4.12.2023, el valor residual del Título de deuda es de USD 2.451.111,91.

B. Títulos de Deuda vigentes post reestructuración

Instrumento	Monto	Emisión	Vto.	Saldo (31/12/2023)	Tasa	Amortización	Ley
Títulos de Deuda 2028 (Ex Título vto. 2024)	USD 262,7 millones	Jun 2021	Feb 2028	USD 262,7 millones	Tasa Fija: Pagos Trimestrales 3,5% n.a. hasta feb 2022 (no incluido), 4,75% n.a. hasta feb 2023 (no incluido), 6,5% n.a. hasta ago 2023 y 8,25% n.a. hasta su vencimiento	9 cuotas semestrales (11,11% del capital) desde 18/02/2024	N.Y
Títulos de Deuda Vto. 2026 garantizados con coparticipación.	USD 40,4 millones	Nov 2006	Dic 2026	USD 2,4 millones	Fija del 4% /Pagos trimestrales	80 cuotas trimestrales desde Marzo 2007	Arg

Anexo D. Dictamen de calificación

El Consejo de Calificación de FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO “Afiliada de Fitch Ratings” - Reg. CNV N°9, reunido el día **9 de enero de 2024**, asignó la calificación de corto plazo ‘B(arg)’ al Programa de Emisión de Letras de Tesorería 2024 por hasta un monto máximo en circulación de \$ 30.000 millones o su equivalente en moneda extranjera. Estas Letras apuntan a brindar liquidez a la Provincia del Chaco (PCH) para cubrir deficiencias estacionales de caja, como así también cierta flexibilidad financiera en un trimestre con fuertes presiones en servicios de deuda. La participación relativa de este instrumento de corto plazo sobre el total de recursos proyectados por FIX se ubicaría en niveles muy bajos del orden del 1,1%. Asimismo, FIX confirmó el resto de las calificaciones vigentes y mantuvo el Rating Watch Negativo (RWN) en todas las calificaciones.

El RWN refleja el contexto de incertidumbre sobre el cumplimiento en tiempo y forma de los vencimientos de deuda en moneda extranjera del primer trimestre de 2024. La Calificadora entiende que aumentó el riesgo de refinanciación para el corriente año por la mayor incidencia de los instrumentos indexados al tipo de cambio -principalmente el relativo al bono internacional-, al tiempo que se espera una liquidez más ajustada en sintonía con la adversidad macroeconómica. FIX continuará monitoreando la evolución y sostenibilidad de los márgenes para evaluar la solvencia de esta frente a un futuro desafiante.

A continuación se detallan las acciones de calificación:

Concepto / Título	Calificación Actual	Rating Watch Actual	Calificación Anterior	Rating Watch Anterior
Emisor de Largo Plazo	BB+(arg)	Negativo	BB+(arg)	Negativo
Emisor de Corto Plazo	B(arg)	Negativo	B(arg)	Negativo
Títulos de Deuda Vto. 2026 por USD 40.444.100	BBB-(arg)	Negativo	BBB-(arg)	Negativo
Programa de Emisión de Letras de Tesorería 2023 (Ley 3744-F) por hasta VN\$ 8.000.000.000*	B(arg)	Negativo	B(arg)	Negativo
Programa de Emisión de Letras de Tesorería 2024 (Ley 3968-F) por hasta VN\$ 30.000.000.000**	B(arg)	Negativo	N.A.	N.A.

* Las Letras se emitirán en pesos en el mercado local por hasta un monto máximo en circulación de ARP 8.000 millones o su equivalente en moneda extranjera autorizada por la 3744-F / Plazo máximo de hasta 365 días, contados a partir de la fecha de su emisión no pudiendo trascender el 31/12/2024.

**Las letras se emitirán en pesos o su equivalente en moneda extranjera en el mercado local por hasta un monto máximo en circulación de ARS 30.000 millones autorizada por el artículo 17 de la Ley N° 3968-F y el Programa creado bajo el Decreto 141-2023 / / Plazo máximo de hasta 365 días, contados a partir de la fecha de su emisión no pudiendo trascender el 31/12/2025.

Categoría BB(arg): "BB" nacional implica riesgo crediticio relativamente vulnerable respecto a otros emisores o emisiones del país. Dentro del contexto del país, el pago de estas obligaciones financieras implica cierto grado de incertidumbre y la capacidad de pago en tiempo y forma es más vulnerable al desarrollo de cambios económicos adversos.

Categoría B(arg) (corto plazo): "B" nacional implica un riesgo crediticio significativamente más vulnerable respecto de otros emisores del país. Los compromisos financieros actualmente se están cumpliendo, pero existe un margen limitado de seguridad y la capacidad de continuar con el pago en tiempo y forma depende del desarrollo favorable y sostenido del entorno económico y de negocios.

Categoría BBB(arg): "BBB" nacional implica una adecuada calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país. Sin embargo, cambios en las circunstancias o condiciones económicas tienen una mayor probabilidad de afectar la capacidad de pago en tiempo y forma que para obligaciones financieras calificadas con categorías superiores.

Nota: Los signos "+" o "-" son añadidos a una calificación nacional para mostrar una mayor o menor importancia relativa dentro de la correspondiente categoría, y no alteran la definición de la categoría a la cual se los añade. Una calificación se coloca bajo Rating Watch para advertir a los inversores que existe una razonable probabilidad de cambio en la calificación asignada y la probable dirección de ese cambio. El Rating Watch se designa como "Negativo" en caso de una potencial baja. La Perspectiva de una calificación indica la posible dirección en que se podría mover una calificación dentro de un período de uno a dos años. Una perspectiva negativa o positiva no implica que un cambio de calificación sea inevitable. Del mismo modo,

una calificación con perspectiva estable puede ser cambiada antes de que la perspectiva se modifique a positiva o negativa si existen elementos que lo justifiquen.

Fuentes de Información: las presentes calificaciones se realizaron en base a la siguiente información cuantitativa y cualitativa:

- Cuentas de Inversión y stock de deuda para el período 2018-2022 de carácter público y datos trimestrales al 3T-2023.
- Avance de Presupuesto 2024.
- Información de los pagos a los bonos disponible en www.bolsar.com
- Estadísticas sobre indicadores socioeconómicos disponibles en Ministerio de Planificación, Economía e Infraestructura (chaco.gov.ar) y en www.indec.gov.ar
- Marco regulatorio del Programa de Letras 2024.

Dicha información resulta adecuada y suficiente para fundamentar la calificación otorgada.

Determinación de las calificaciones: Metodología de calificación Finanzas Públicas registrado ante la Comisión Nacional de Valores (disponible en www.fixscr.com o en www.cnv.gob.ar).

Informes relacionados

- Provincia del Chaco (Dic. 27, 2023).
- Argentina – Comentarios Sectoriales (Dic. 4, 2023).
- Comunicado de Prensa FIX sobre la Comunicación “A” 7782 BCRA y sus efectos sobre los sub soberanos de Argentina (Jun. 8, 2023).
- Perspectiva del sector de sub-soberanos (Abr. 3, 2023).

Disponibles en nuestra página web: www.fixscr.com

Las calificaciones incluidas en este informe 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) – en adelante FIX SCR S.A. o la calificadoras-, ha recibido 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: 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. LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FIX S.A. Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERÉS, BARRERAS A 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 S.A. PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES, PARA LOS CUALES EL ANALISTA LIDER SE BASA 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 calificación.

La reproducción o distribución total o parcial de este informe por terceros está prohibida, salvo con permiso. Todos sus 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 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 independiente 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. en el momento de realizar una calificación crediticia será exacta y completa. El emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a FIX 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 confirmó 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 sólo incorpora los riesgos derivados del crédito. En caso de incorporación de otro tipo de riesgos, como ser riesgos de precio o de mercado, se hará mención específica de los mismos. FIX SCR S.A. no está comprometida 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 el mismo 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. no proporciona asesoramiento de inversión de ningún tipo.

Las calificaciones representan una opinión y 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. 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 en calidad de "experto" en cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de títulos y valores de cualquier jurisdicción, incluyendo, pero no excluyente, las leyes del mercado de Estados Unidos y la "Financial Services and Markets Act of 2000" del Reino Unido. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y su 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.