

Provincia de Córdoba

Títulos ¹	Monto hasta VN\$	Vencimiento	Calificación	Perspectiva
Títulos de Deuda Clase 3	\$ 80 mil millones (ampliable hasta \$ 120 mil millones) ²	18 meses desde la Fecha de Emisión	AA-(arg)	Negativa
Títulos de Deuda Clase 4		36 meses desde la Fecha de Emisión	AA-(arg)	Negativa

1- Los Títulos se emitirán bajo el Programa de Emisión de Títulos de Deuda de la Provincia de Córdoba por hasta VN USD 350 millones o su equivalente en otras monedas creado por la Resolución del Ministerio de Economía y Gestión Pública N°50/24.

2- La moneda de emisión será en pesos, pero con un máximo de emisión conjunto de \$ 80 mil millones (ampliable hasta \$ 120 mil millones) y cada clase con términos y condiciones específicos definidos en el anexo IV.

Factores Relevantes de la Calificación

Asignación de calificación: FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO “Afiliada de Fitch Ratings” (en adelante, FIX) asignó la calificación de largo plazo ‘AA-(arg)/Perspectiva Negativa’ a los Títulos de Deuda Clase 3 y Clase 4 por hasta un monto nominal de emisión conjunto de \$ 80 mil millones (ampliable hasta \$ 120 mil millones) bajo el Programa de Emisión de Títulos por hasta VN USD 350 millones (o su equivalente en otras monedas) destinados al financiamiento de obras de infraestructura en un contexto de recursos acotados a nivel nacional. FIX había incorporado en el análisis de la Provincia de Córdoba (PC o la Provincia) la emisión por la totalidad del programa por lo que estas series no afectan las calificaciones vigentes. Se mantiene la perspectiva ‘Negativa’ exclusivamente por el carácter del sector, y no por cuestiones intrínsecas a la jurisdicción. Ambas clases serán integradas y pagaderas en pesos y contarán con garantía de recursos de Coparticipación Federal de Impuestos ante incumplimiento de la Provincia, por lo que no agrega mejora adicional a los instrumentos en cuanto a evitar el incumplimiento en tiempo y forma. La Clase 3 devengará una tasa variable con pagos trimestrales y a un plazo de 18 meses con amortización de capital al vencimiento, mientras que la Clase 4 devengará una tasa fija semestral, con capital ajustable por CER y dos cuotas de capital (25% a los 30 meses y 75% a la fecha de vencimiento).

Moderado deterioro en el margen operativo: en base a datos del primer semestre del 2024, y las perspectivas macroeconómicas asumidas por FIX para el segundo semestre del corriente año, la Calificadora estima que la PC presente un margen operativo de la Administración Pública No Financiera (APNF) superavitario y moderadamente inferior al 9,0% del 2023, aunque evidenciando una mejora en la expectativa respecto de la última revisión de FIX. Esto se debe, por un lado, a la buena administración de las erogaciones corrientes, principalmente por el esquema de indexación de la masa salarial con un mayor horizonte temporal, lo que brinda cierta previsibilidad sobre su dinámica a mediano plazo, y por otro lado al efecto positivo de la reintroducción del Impuesto a las Ganancias bajo la Ley N°27.743 (“paquete fiscal”), lo que permitiría ampliar la masa coparticipable y mejorar las transferencias automáticas desde el gobierno nacional. La Calificadora continúa manteniendo su perspectiva de una caída en el nivel de actividad para el 2024 -con un cambio de tendencia en el segundo semestre-, que, sumado a la reducción de recursos transferidos desde Nación bajo carácter no automático, se deterioran parcialmente las arcas provinciales. Al 30.06.2024, el margen operativo de la APNF de Córdoba fue de 19,2% (+6,2 p.p. interanual), cuyos gastos operativos (205%) crecieron por debajo de los ingresos operativos (229%), ambas partidas por debajo de la inflación promedio interanual del semestre (276%).

Presión del Instituto de Seguridad Social (ISS): al 30.06.2024, el 22,5% de margen consolidado de la Administración Central y los Organismos Descentralizados disminuye a un 19,2% una vez incluidas las ISS. Las reformas del 2020 permitieron reducir la presión que ejercía el déficit operativo de las ISS sobre la Administración Central y así el requerimiento de financiamiento de 6,0 p.p. pasó a 3,7 p.p. promedio de margen operativo. En el 2024 se realizaron importantes cambios en las alícuotas de las cargas sociales al sector activo de la masa salarial a fin de robustecer los ingresos de las ISS y morigerar las erogaciones del sector

Informe Integral

Calificaciones

Largo Plazo	AA-(arg)
Corto Plazo	A1+(arg)

Instrumentos de deuda

Títulos de Deuda Pública Clase 1 (CO26) por USD 300 millones*	AA-(arg)
Títulos de Deuda Clase 2 por \$ 120 mil millones*	AA-(arg)

Perspectiva Negativa
(*) para las calificaciones de largo plazo

Resumen Financiero

Provincia de Córdoba – APNF*

	31.12.2023	31.12.2022
Ingresos Operativos (\$mill)	2.476.758	1.100.375,5
Deuda Consolidada (\$mill)	1.743.582	439.578,2
Balance Operativo/ Ingresos Operativos (%)	9,0	18,7
Servicio de Deuda/ Ingresos Corrientes (%)	6,1	3,8
Deuda/ Balance Corriente (x)	3,7	1,8
Balance Operativo/ Intereses Pagados (x)	4,9	10,9
Gto de Capital/ Gto Total (%)	15,1	15,2

*Administración Pública No Financiera

Criterios Relacionados

[Metodología de Calificación de Finanzas Públicas, registrado ante la CNV, Mayo 2024](#)

Informes Relacionados

[Finanzas Públicas Argentina - Evolución Reciente y Perspectivas 2024](#)

Analistas

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

Analista Secundario
Renzo Crosa
Asociado
renzo.crosa@fixscr.com
+54 11 5235 8129

Responsable del Sector
Mauro Chiarini
Senior Director
mauro.chiarini@fixscr.com
+54 11 5235 8140

pasivo en un contexto macroeconómico adverso. FIX valora significativamente esta reforma considerando la resistencia política y social que conlleva, pero que contribuirá a sostener la salud financiera de la Provincia, en un contexto de falta de transferencias de Nación como anticipos para financiar parte del déficit de la Caja.

Muy buenos niveles de liquidez: en base al flujo estimado para el año, el balance de capital, el perfil de vencimientos vigente y las fuentes financieras presupuestadas, la Calificadora prevé que la PC sostendrá muy buenos niveles de liquidez y cubrirá un holgado ratio de 3,2x (veces) la deuda flotante del 2024. En 2023, las disponibilidades netas de FUCO fueron un 13% de los ingresos totales y cubrieron en 1,7x los pasivos corrientes. La buena posición de liquidez para el corriente año le brindaría cierto respaldo a la Provincia para el pago en tiempo y forma de todos los vencimientos de deuda que restan del 2024, encontrándose acorde a la calificación vigente.

Baja exposición a transferencias no automáticas: la provincia cordobesa mantiene adecuados niveles de autonomía operativa y una baja dependencia sobre las transferencias no automáticas de Nación. La Provincia cuenta con herramientas financieras para sortear la menor flexibilidad presupuestaria ante el retraso en la actualización de los anticipos de la caja de jubilaciones durante los últimos años y la expectativa de que la nueva gestión nacional continúe con la contracción de los giros por esta partida como ya sucedió en los meses del 2024. La sólida autonomía le permitió contrarrestar en parte las implicancias que significó la modificación del Impuesto a las Ganancias sobre personas físicas sobre los fondos coparticipables (Decreto Nacional 473/2023 y Ley N°27.725). En 2023 las transferencias corrientes no automáticas representaron un bajo 4,5% de los ingresos operativos, inferior al promedio histórico para el período 2018-2022 (5,3%), y en base al marco económico y político actual, FIX prevé que esta partida se reduzca aún más en el 2024. Asimismo, la Calificadora incorporó en sus estimaciones un potencial impacto de la actual reversión del Impuesto a las Ganancias dentro de la Ley N°27.243.

Adecuado nivel de endeudamiento y capacidad de pago: para el 2024, si bien FIX estima cierto deterioro en el balance presupuestario, no prevé incertidumbre en la capacidad de pago debido a su robusta posición de liquidez, acorde a la calificación vigente de la jurisdicción. En los primeros ocho meses del 2024, la PC pagó en tiempo y forma el servicio de deuda por USD 33,6 millones relativo al TD local Vto. 2026, y el correspondiente al resto de los TD Vto. 2025, 2027 y 2029 por USD 186,3 millones. En diciembre de 2024, la Provincia deberá afrontar obligaciones por USD 151 millones en concepto de capital e intereses por los TD Vto. 2025 e intereses por los TD. Vto. 2027, y FIX prevé que cuenta con recursos suficientes para garantizar el normal cumplimiento. A su vez, en el marco de la actual calificación de los Títulos de Deuda se refleja la intención de las autoridades provinciales de avanzar en una diversificación de su portafolio de deuda, inclinándose hacia instrumentos en moneda local, y reduciendo su exposición a impactos del tipo de cambio.

Sensibilidad de la calificación

Perspectiva Negativa: la evolución de la calificación dependerá del grado de flexibilidad presupuestaria, desempeño fiscal y el riesgo de refinanciamiento con el que cuente la Provincia en un escenario macroeconómico desafiante. A pesar de que existan jurisdicciones como la Provincia de Córdoba con buenas métricas que permitan sortear potenciales contingencias, las mismas se encuentran sujetas a regulaciones del soberano.

Resumen: Fortalezas y Debilidades

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

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

Principales Factores de Calificación

Fortalezas

- Muy buenos niveles de liquidez.
- Adecuada flexibilidad presupuestaria. Planificación en el acuerdo de paritarias.
- Adecuada capacidad de pago, aunque con cierto deterioro.
- Peso económico provincial en el contexto nacional, basado en una economía diversificada.
- Experiencia en el mercado de capitales.

Debilidades

- Moderado deterioro en el margen operativo proyectado por FIX, levemente inferior al año anterior, aunque al primer semestre se observa una evolución favorable.
- Mejora en la composición de la deuda en términos de moneda, pero aún con elevada exposición cambiaria.
- Presión de la Caja Previsional sobre el desempeño operativo provincial, aunque evidencia una mejora gracias a las reformas encaradas por la Provincia.

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.

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 mencionado en el apartado anterior.

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 afectó la masa coparticipable en para el período octubre 2023-julio 2024, en el marco del Decreto Nacional 473/2023 y posterior Ley N°27.725.

Sin embargo, hubo ciertos avances en los consensos, al cierre del primer semestre del 2024, el Congreso Nacional aprobó la Ley N°27.742 denominada “Ley Bases y Punto de Partida para la Libertad de los Argentinos” (Ley Bases), y la Ley N°27.743 definida como la “Ley de Medidas Fiscales Paliativas y Relevantes” (paquete fiscal) junto a los decretos de promulgación 592/2024 y 593/2024, respectivamente. Con estas medidas, la Administración Nacional pretende motorizar la economía y alcanzar equilibrio presupuestario, al tiempo que lo más relevante para los gobiernos subsoberanos se centra en la reintroducción del Impuesto a las Ganancias dado que incrementará la masa coparticipable. FIX monitoreará el impacto que tendrá en los próximos meses en las cuentas fiscales.

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.

Desde enero de 2024 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 no tiene en operativos los fondos fiduciarios provinciales con 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.

Provincia de Córdoba

De acuerdo con la Constitución de la PC, la administración del gobierno provincial es responsabilidad del Poder Ejecutivo, cuyos titulares son el Gobernador y Vicegobernador, elegidos directamente por el voto popular. El Gobernador y el Vicegobernador de la Provincia pueden ser reelectos por otro período consecutivo de cuatro años y nuevamente, luego de un intervalo de cuatro años.

Por su parte, el Poder Legislativo provincial está compuesto por un único cuerpo con 70 miembros, veintiséis (26) de los cuales son elegidos en base a distritos geográficos y los 44 restantes por voto popular en base al porcentaje de votos emitidos a favor de cada partido político. Los miembros de la Legislatura son elegidos por períodos de cuatro años y pueden ser reelegidos. El Vicegobernador es el presidente de la Legislatura, el cual sólo tiene derecho a voto en caso de empate.

A su vez, la Provincia cuenta con 260 municipios y 167 comunas. Cada uno de ellos tiene su propio gobierno responsable de prestar los servicios básicos a nivel local, tales como servicios sanitarios, alumbrado público y mantenimiento de calles y caminos. Los municipios y las comunas financian sus actividades mediante los ingresos derivados de los servicios prestados, (tales como la recolección de residuos o inspecciones sanitarias en locales comerciales), tasas municipales y mediante fondos transferidos por la Provincia.

En virtud de la legislación provincial, los municipios y las comunas de la Provincia reciben el 20% de los impuestos recaudados por la Provincia (exclusivamente por inmobiliario e ingresos brutos) y de los ingresos por Coparticipación Federal de Impuestos. Adicionalmente, la Provincia estipula de forma anual, en instancias del presupuesto, la transferencia a los municipios del 20% del Impuesto a los Bienes Personales (Ley 24.699) y el Régimen

Simplificado Pequeños Contribuyentes (Ley 24.977). El porcentaje general de fondos transferidos por la Provincia a sus municipios y comunas y la porción de dichos fondos a ser asignados a cada municipio y comuna son determinados por Ley, y pueden ser modificados por la Legislatura. Todo concepto por compensación que recibe la Provincia en forma automática como la compensación del Consenso Fiscal 2017 y los servicios de deuda por el Bono de dicho Consenso son transferidos automáticamente a las municipalidades acorde a los porcentajes definidos en la coparticipación provincial

Deuda y liquidez

Deuda

Al 30.06.2024 la deuda consolidada de la PC ascendió a \$ 1.935.080 millones (a un tipo de cambio de cierre de \$ 912,0), equivalente a un incremento nominal de 224% interanual. Esto significó un bajo nivel de apalancamiento de 28,9% (+0,8 p.p. interanual) en términos de ingresos corrientes anualizados, lo que revierte el incremento del 2023, cuando el nivel de endeudamiento alcanzó el 62,9%. Esta significativa reducción del primer semestre del año se debió al efectivo *pass through* de la devaluación de diciembre 2023 (+81% mensual) hacia los recursos corrientes con mayor indexación al crecimiento de la nominalidad. De acuerdo con las autoridades de la Provincia, se planificó en avanzar hacia una diversificación del portafolio de deuda a mediano y largo plazo, inclinándose hacia instrumentos en moneda local a fin de reducir su exposición cambiaria.

En este contexto, la Provincia creó, mediante la Resolución del Ministerio de Economía y Gestión Pública N°50/24, el Programa de Emisión de Títulos de Deuda por hasta VN USD 350 millones o su equivalente en otras monedas. En una primera etapa, el 24 de mayo del 2024 se emitieron Títulos de Deuda Clase 2 por el monto máximo de \$ 120 mil millones, cuyo capital se ajusta por CER y devenga intereses semestrales a una tasa fija del 4,5% con vencimiento en mayo de 2027. La colocación de los TD Clase 1 fue desierta. Estos títulos fueron integrados y serán pagaderos en pesos con garantía de recursos de Coparticipación Federal de Impuestos ante incumplimiento de la Provincia, por lo que no agrega mejora adicional a los instrumentos en cuanto a evitar el incumplimiento en tiempo y forma. Los fondos fueron destinados al financiamiento de obras de infraestructura.

En una segunda etapa -bajo el mismo Programa de Títulos-, la PC realizará una emisión en septiembre 2024 por Títulos de Deuda Clase 3 emitido a tasa Badlar más un margen y/o Clase 4 ajustable por CER por hasta en conjunto \$ 80 mil millones (ampliable hasta 120 mil millones) destinados para infraestructura de acuerdo con el plan de inversiones del ejercicio 2024. Estos fondos permitirán continuar con el plan de obras de la PC ante la reducción en el financiamiento de capital desde el gobierno federal. Para más detalles de los términos y condiciones remitirse al Anexo IV.

La Calificadora estima que el flujo operativo de la Provincia en el 2024 sufra un cierto deterioro respecto de su nivel de histórico debido a la desafiante coyuntura económica y política, ejerciendo cierta incertidumbre sobre la capacidad de pago sin hacer uso de sus disponibilidades. En este sentido, FIX estima que los servicios de deuda representen más de 2,4x el flujo esperado para el año, lo que presionaría a utilizar parte de las disponibilidades de la Provincia y/o a buscar fuentes alternativas de financiamiento. Sin embargo, dada la robusta posición de liquidez de la Provincia, FIX no prevé incumplimiento por falta de fondos para el pago de las obligaciones en tiempo y forma.

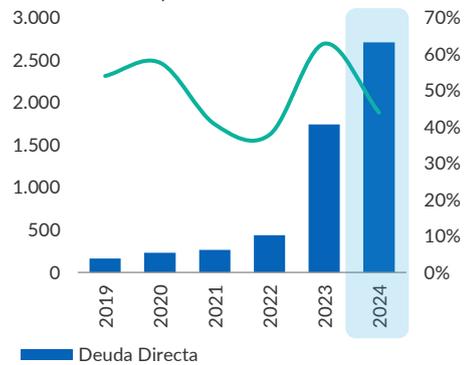
La composición del stock de deuda en moneda extranjera fue del 92,7% al 30.06.2024, reduciéndose -5,6 p.p. interanual y -6,9 p.p. respecto del cierre del 2023, lo que registra la menor participación de, al menos, los últimos cinco años. Esta disminución se debió, por un lado, a que no se realizaron nuevos endeudamientos en moneda extranjera, así como el beneficio del esquema de *crawling peg* del 2% mensual del tipo de cambio nominal que contuvo el efecto precio del stock de pasivos en moneda extranjera. Por otro lado, las emisiones de deuda en el mercado local, la efectuada mediante la Clase 2 y la que se espera en el mes de septiembre, contribuyen a que se espere que el peso relativo de la deuda en moneda extranjera continúe reduciéndose respecto de stock en moneda local.

FIX considera favorable la iniciativa de las nuevas autoridades provinciales en redistribuir la composición estructural de deuda consolidada hacia moneda local, permitiendo mitigar una de las principales debilidades de la calificación, la alta exposición al riesgo cambiario. Por

Gráfico 1

Deuda Directa

En mil millones de pesos



■ Deuda Directa
 — Deuda Directa / Ingresos Corrientes (Eje der.)
 Fuente: Provincia Córdoba y cálculos de FIX
 * Estimación de FIX incluyendo todo el crédito presupuestado.

acreedor, el 27,5% del total de la deuda en moneda extranjera está contraída con Organismos Multilaterales de Crédito con condiciones muy favorables en cuanto a tasas y plazos (préstamos con destino a obra pública), mientras que el resto corresponde a las emisiones de deuda que realizó la PC en el mercado de capitales.

En el año 2021, la Provincia concretó la reestructuración de los Títulos de Deuda (TD) en moneda y legislación extranjera (PDCAR 2021, PDCAR 2027 y PDCAR 2024) mediante un esquema de bonos con amortizaciones periódicas con el objetivo de suavizar el perfil de vencimientos (ver Gráfico 2 y Anexo III). Con una aceptación del 96,3% del valor nominal de los PDCAR 2021/24/27 en circulación y, al lograr una aceptación superior al 75%, estas modificaciones fueron concluyentes y vinculantes para todos los tenedores.

Liquidez

En los últimos años, la provincia cordobesa ha administrado correctamente los recursos excedentes producto de los márgenes superavitarios, permitiendo alcanzar una sólida posición de liquidez. En 2023, las disponibilidades netas de FUCO representaron un 13% respecto a los ingresos totales, contemplando la posición en inversiones. Este resultado superó al 9,5% promedio del 2018-2022. Al segundo trimestre del 2024, la PC mostró un sólido balance de su posición de liquidez explicado en gran medida por la buena administración de su portafolio de inversiones financieras. Para el cierre del corriente año, en base a la posición de liquidez observada al 30.06.2024, sumado al flujo operativo esperado, el balance de capital, el perfil de vencimiento vigente y las fuentes de financiamiento disponibles, la Calificadora proyecta que la posición de liquidez de la Provincia se mantendrá en niveles muy sólidos, por encima de la media del último lustro.

La Provincia puede cubrir déficits transitorios del tesoro provincial, a través de la utilización del FUCO, que le permite hacer uso de parte de las disponibilidades de caja sin costo financiero. La PC se encuentra autorizada a utilizar las existencias de caja de todas las jurisdicciones y entidades del sector público provincial no financiero hasta un 100%. Al 31.12.2023 la utilización de esta fue equivalente al 5,4% de los ingresos totales.

De acuerdo con el Presupuesto 2024, Córdoba tiene la posibilidad de emitir Letras por hasta \$ 150 mil millones, lo que le otorga mayor flexibilidad financiera en el corto plazo ante desequilibrios estacionales de caja, aunque según las autoridades de la Provincia no prevén hacer uso de esta herramienta.

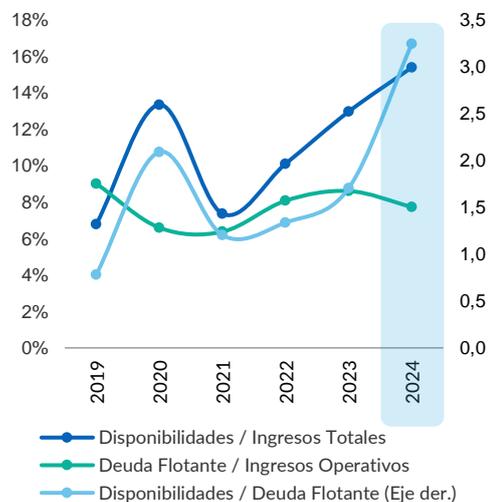
Respecto a los niveles de deuda flotante, al segundo trimestre del 2024 los mismos representaron el 4,8% de los ingresos operativos, reduciéndose -0,6 p.p. interanual, al tiempo que, en términos de días de rotación del gasto primario, los pasivos corrientes significaron 20 días, un día menos que en el mismo período del año pasado. Para el cierre del 2024, FIX prevé que la deuda flotante se ubique en 7,7% de los ingresos operativos y 28 días del gasto primario, ambos indicadores en línea con el promedio del último lustro. Por su parte, el indicador de disponibilidades en relación con los pasivos corrientes mostró una buena cobertura de 1,1x, reduciéndose respecto del 1,6x del mismo período del 2023.

Contingencias

El Banco de Córdoba es la entidad oficial de la Provincia y su agente financiero. La Provincia es propietaria del 99,3% y garantiza sus pasivos. En los últimos años el banco demostró un buen desempeño, siendo una entidad rentable, con buenos ratios de solvencia y liquidez, por lo cual, si bien se constituye como una contingencia directa para la Provincia, la misma no presenta riesgos considerables. La Provincia garantiza los depósitos que no están asegurados por SEDESA, pero no hay registro o estimación de los montos que podrían acarrear esta contingencia. Adicionalmente, Córdoba cuenta con participación accionaria en varias empresas públicas. EPEC es la empresa de electricidad, que actualmente no tiene deuda con la Provincia y se encuentra operando correctamente sin generar una contingencia de relevancia para la misma.

Al igual que otras provincias argentinas, la PC no transfirió la caja de jubilaciones y pensiones a la Nación. La caja presenta un déficit estructural y desde el año 2006 el Gobierno Federal, que tenía la obligación de cubrir el desfinanciamiento de aquellas cajas previsionales que no fueron transferidas a su órbita, no estaba cumpliendo con dicho compromiso. El 26.10.2016, la Provincia suscribió una serie de convenios con ANSES y con el Ministerio de Hacienda y Finanzas Públicas de la Nación, mediante los cuales, el Estado Nacional asumió el

Gráfico 2
Liquidez
 En porcentaje y veces (x)



Fuente: P. de Córdoba y estimación de FIX

compromiso de contribuir al financiamiento del régimen previsional de la Provincia, y reconoció deudas por un total de \$ 5.029 millones hasta el 2016.

A partir del 2017, en el marco del Consenso Fiscal, Nación comenzó a girar a la Provincia anticipos a cuenta de una convalidación final del déficit en la firma de un Convenio Bilateral de Financiamiento entre la ANSES y la PC. Con la firma del último Convenio en 2019, se reconoció que el déficit 2019 a financiar por el ANSES ascendió a \$ 12.863 millones, equivalente al 72,6% del déficit registrado. Esta firma determinó las transferencias que realizaron en los subsiguientes años, dado que debe firmarse un nuevo Convenio Bilateral (pendientes los del 2020, 2021 y 2022). Por lo que ANSES transfirió Córdoba durante el período 2020-2023 un monto de \$ 1.072 millones mensuales sin ser actualizados. Esto generó un desfinanciamiento de la Caja por parte de Nación, y a fines del 2023 el financiamiento del déficit estuvo cercado al 30%. Durante el 2024 no hubo giros de Nación bajo este concepto, lo que agravó aún más la situación.

FIX entiende que hay riesgo presupuestario en la asignación de este financiamiento, las partidas se negocian anualmente en la Ley de Presupuesto Nacional. FIX espera que la reforma previsional provincial sancionada en el 2020 (Ley N°10.694) acote a futuro el deterioro financiero estructural producido por el sistema previsional, se espera una reducción del 20% de la tasa de crecimiento promedio anual real del gasto previsional para el período 2020-2050 (del 3% al 2,4%).

La reforma implementó varios cambios con el objetivo de estabilizar el déficit de la Caja. Los principales fueron: a) el haber inicial de las jubilaciones se calcula sobre el promedio actualizado de los últimos 10 años de actividad (previamente 4), b) el haber inicial de las pensiones es del 70% (anteriormente del 75% y 100% en el primer año), c) el haber previsional se determina como el 82% del promedio actualizado de las últimas 120 remuneraciones mensuales netas del aporte personal provincial (previamente era del 82% del promedio actualizado de las últimas 48 remuneraciones mensuales netas del aporte personal del régimen general nacional), con la excepción de algunos sectores, d) los haberes de pasivos se actualizan al mes subsiguiente al ingreso de los mayores aportes y contribuciones producto del incremento salarial otorgado a los activos, e) implementación de un aporte solidario de hasta el 20% sobre la sumatoria de ingresos para quienes reciban más de un beneficio previsional o reciban otro ingreso remunerado, cuando dicha sumatoria supere las 6 jubilaciones mínimas y, f) aumento de la edad jubilatoria del Régimen de Magistrados desde 60 a los 65 años. Estas reformas permitieron reducir la presión que ejercía el déficit operativo de las ISS sobre la Administración Central y así el requerimiento de financiamiento de 6,0 p.p. pasó a 3,7 p.p promedio de margen operativo.

En el 2024, la nueva administración provincial realizó importantes cambios en las alícuotas de las cargas sociales al sector activo de la masa salarial a fin de robustecer los ingresos de las ISS y morigerar las erogaciones del sector pasivo en un contexto macroeconómico adverso. FIX valora significativamente esta reforma considerando la resistencia política y social que conlleva, pero que contribuirá a sostener la salud financiera de la Provincia, en un contexto de falta de transferencias de Nación como anticipos para financiar parte del déficit de la Caja.

Desempeño presupuestario

Para el análisis de las finanzas públicas se analizaron los ejercicios fiscales definitivos para el período 2019-2023, primer semestre de 2024, Presupuesto 2024, proyecciones propias para el cierre de 2024 y expectativas para el 2025. En los Anexos II y III se exponen los datos consolidados de la Administración Pública No Financiera (APNF) a efectos de evitar subestimar organismos públicos que pudieran ser una potencial contingencia para las finanzas públicas provinciales.

Ingresos operativos

Luego del 2020, la PC evidenció un moderado crecimiento real en los ingresos alcanzando un incremento acumulado de 9,2% en el bienio 2021/22. Este comportamiento se explicó por el importante crecimiento de la nominalidad macroeconómica impulsando la recaudación de fuentes indexadas a la prociclicidad inflacionaria, sumado al aumento de las transferencias corrientes desde el Gobierno Federal junto al acceso a fuentes de financiamiento más laxas para paliar los efectos de la pandemia, y por el repunte en el nivel de actividad post pandemia (ver gráfico 3).

Tabla 1: Ingresos Operativos

(millones de pesos corrientes)

	2T-2024	2T-2023
- Ingresos Brutos	689.034	203.548
- Inmobiliario	77.948	23.027
- Automotores	35.259	10.416
- Otros	80.271	23.713
Tributarios provinciales	882.512	260.704
No tributarios	196.668	39.338
Venta de Bs y Servicios	3.285	1.187
Rentas de la propiedad	273.311	129.267
Contribuciones Seguridad Social	425.528	139.531
Tributarios nacionales	1.524.348	457.184
Transferencias ctes	38.596	36.458
Ingresos operativos^a	3.070.936	934.401

^a - no incluye ingresos por rentas de la propiedad

Fuentes: P. de Córdoba y cálculos de FIX

En 2023, la economía se caracterizó por el significativo incremento en la aceleración de la inflación y del consecuente crecimiento de la nominalidad, al tiempo que el contexto electoral definió un elevado estrés en el arco político con relevantes repercusiones en las finanzas nacionales y de los subsoberanos. En este marco, los recursos operativos de la Provincia se incrementaron 125% anual, cuando la inflación promedio anual fue del 133%, lo que reflejó una merma real de -3,6 p.p. anual. Este comportamiento respondió al crecimiento de los ingresos propios (129%) que fueron morigerados por la menor suba de los provenientes de fuentes federales -coparticipación más transferencias corrientes- que crecieron 122%. Por otro lado, es relevante destacar el peso relativo que tuvieron las Rentas de la Propiedad al representar el 10,6% de los ingresos totales duplicando la participación que registró en 2022, producto de las elevadas tasas de interés. Metodológicamente, FIX no contempla estos ingresos como parte del flujo operativo porque los define como de carácter extraordinario, ajeno a la evolución natural de los recursos de la Provincia.

Al segundo trimestre del 2024, los ingresos operativos crecieron 228,7% interanual, traccionado por los de origen provincial que aumentaron 212,5% a/a mientras que los RON lo hicieron 216,6% a/a. Los recursos propios representaron el 52,7% de los recursos totales. La alícuota media de IIBB se mantuvo estable (impuesto con mayor participación en la estructura de ingresos locales), luego de la adecuación que se realizó por el Consenso Fiscal desde el 3,42% en 2017 al 2,70% en 2023. La PC creó un fondo (con afectación específica al financiamiento del déficit de la Caja de Jubilaciones) que se financia mediante la aplicación a las entidades financieras de una sobretasa del 28,57% sobre los IIBB a la intermediación financiera, lo cual equivale a una alícuota efectiva del 9% (aplica a la alícuota base del 7%).

En cuanto a los RON, estructuralmente el 90% corresponde a ingresos de carácter automático -principalmente los provenientes por coparticipación- que se encuentran respaldados por Ley, mientras que el 10% restante responden a los no automáticos que se encuentran sujetos a cierta discrecionalidad del soberano. La baja participación de las transferencias no automáticas en la estructura de ingresos de la Provincia le otorga cierta previsibilidad al reducir potenciales contingencias ante cambios del gobierno federal que disminuyan estas partidas. Se destacó en mayo 2024, un aumento significativo en los recursos automáticos debido al incremento extraordinario de la masa coparticipable por la recaudación del Impuesto a las Ganancias a las empresas, particularmente las entidades financieras cuyo patrimonio se encontraba en gran medida vinculado al dólar, y se elevó sustancialmente con la devaluación 81% mensual de diciembre 2023.

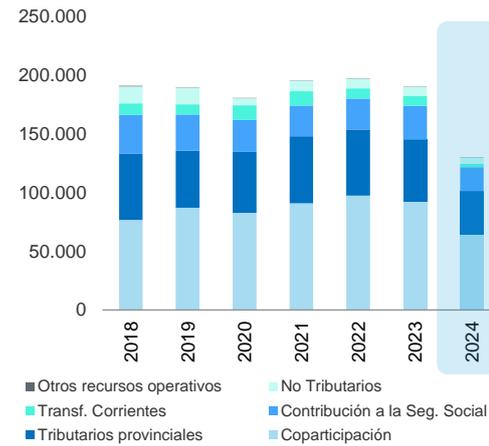
Lo anterior le permitió contrarrestar en parte la contingencia que significó la modificación del Impuesto a las Ganancias (Decreto Nacional 473/2023 y Ley N°27.725) en octubre 2023 que impactó directamente en los fondos coparticipables. No obstante, para el corriente año FIX incorporó en sus estimaciones la reintroducción de dicho Impuesto bajo la Ley N°27.743 ("paquete fiscal"), lo que permitirá mejorar las transferencias automáticas desde el gobierno nacional en la segunda mitad del año. En 2023, las transferencias corrientes no automáticas representaron un bajo 4,5% de los ingresos operativos, inferior al promedio histórico para el período 2018-2022 (5,3%), y en base al marco económico y político actual, la Calificadora prevé que esta partida se reduzca aún más en el 2024.

Gastos operativos

Las erogaciones operativas reales de la PC mantienen un sendero decreciente desde el 2018 al 2022, marcando reducción acumulada de 13,5%. En 2023, se revirtió la tendencia al crecer 7,9% anual. El principal componente del crecimiento, dado su peso relativo, estuvo dado por el gasto en personal (+11,3%) y acumuló el segundo año en alza real luego de tres años de contención bajo el marco de un año electoral. Para el 2024, se espera una significativa contracción real con un crecimiento nominal de las erogaciones operativas entorno al 132% relativamente en línea con la dinámica mensual de los precios de la economía, aunque se ubicará ampliamente por debajo de la inflación promedio anual proyectada por la Calificadora tal como se observa en el gráfico 4. Por lo que, si bien se espera una desaceleración en el crecimiento de los gastos respecto del 151,8% del 2023, la merma real del corriente año se deberá, en gran medida, al efecto estadístico explicado por el desfase temporal en la evolución de los egresos indexada a la inflación mensual al tiempo que el deflactor se origina en base al promedio anual que resultará ser mayor.

Al 30.06.2024, los gastos operativos se incrementaron 205,3% a/a evidenciando una merma real respecto al 276% de la inflación promedio acumulada interanual del primer semestre.

Gráfico 3
Ingresos Operativos
En millones de pesos constantes de 2018



Fuente: P. de Córdoba y estimación de FIX

Tabla 2: Gastos Operativos
(millones de pesos corrientes)

	2T-2024	2T-2023
- Personal	1.062.743	356.132
- Bs y Ss no personales	260.873	74.739
- Transferencias corrientes	618.025	198.152
- Prestaciones Seguridad Social	540.126	183.813
Total gastos operativos^a	2.481.767	812.836

^a - no incluye intereses pagados;

Fuentes: P. de Córdoba y cálculos de FIX

Este resultado se debió, en gran medida a la administración del gasto corriente, particularmente de la masa salarial que creció 198,4% a/a. FIX considera muy favorable el esquema de paritarias que acordó la Provincia para el primer semestre del año y luego extender los ajustes trimestralmente, lo que brinda una mayor previsibilidad sobre la evolución del principal componente del gasto operativo, sumado a que las erogaciones por prestaciones a la seguridad social se registrarán también bajo el mismo esquema. Dicho acuerdo se definió en indexar las paritarias y las partidas previsionales en base al 50% de la evolución de los precios de la Provincia de Córdoba del mes inmediato anterior para el primer cuatrimestre del 2024. Luego, ante una desinflación más acelerada se acordaron ajustes en base a un mix entre la inflación mensual y la dinámica de la recaudación, y a partir de julio hasta octubre quedó establecido un incremento equivalente a la inflación del mes previo. Al consolidar los egresos del personal activo y pasivo (jubilaciones y pensiones), los mismos representan el 65% de los gastos operativos y es equivalente a 0,5x los ingresos operativos, ratio que se encuentra por encima de la media de las jurisdicciones homólogas.

Por su parte, las transferencias corrientes se incrementaron 212% a/a, siendo que el 72% corresponde a los fondos girados a Municipios, básicamente en relación con el crecimiento de los recursos tributarios que se coparticipan y por los subsidios otorgados con motivo de asistencia al transporte, programas alimentarios, entre otros.

La elevada inflación de los últimos años motorizó el crecimiento nominal de los ingresos con cierto rezago en los gastos, lo que derivó en una mejora en la rigidez presupuestaria (gasto operativo/ingresos operativos) que bajó a 81,3% en 2022 desde 90,2% en 2019. No obstante, ante el mayor crecimiento de las erogaciones operativas en 2023, dicho ratio se elevó a 91%, que, si bien refleja una menor flexibilidad presupuestaria que años anteriores, al comparar con el consolidado de las entidades subsoberanas, el indicador fue del 97,1% en 2023, lo que demuestra que el tal comportamiento fue sectorial y no algo particular a la jurisdicción cordobesa.

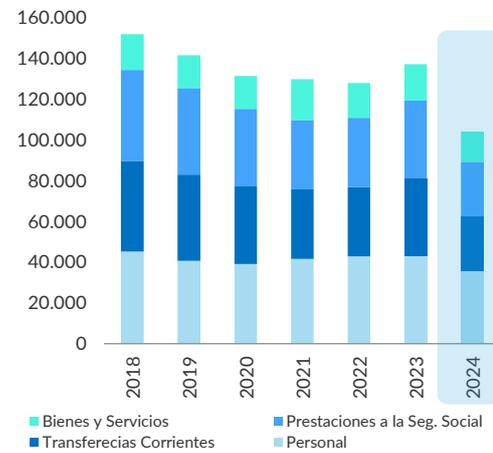
Ahorro operativo e inversión pública

La PC se caracteriza por un muy buen desempeño presupuestario, con sólidos y estables flujos operativos. Del 2018 al 2022, los márgenes operativos de la APNF mostraron una tendencia creciente al pasar de un 10,4% a 18,7%, respectivamente. En 2023, el margen operativo consolidado se redujo al 9,0%, porque los gastos operativos (151,8%) evolucionaron por encima de los ingresos (125,1%) en términos interanuales, cuyas erogaciones respondieron principalmente al aumento del 160% en el gasto en personal bajo un contexto de adversidad macroeconómica e intensificado por el marco electoral, al tiempo que los ingresos se vieron socavados por la recesión del nivel de actividad y la reducción en los fondos coparticipables por la quita de ganancias en el cuarto trimestre del año. Al comparar con la inflación promedio del año (133,5%), los ingresos cayeron -3,6% al tiempo que los gastos crecieron 7,9%, lo que decantó en un deterioro real del margen operativo (ver gráfico 5).

Al excluir el peso del déficit del ISS sobre el consolidado provincial, los márgenes mejoran significativamente. En 2023, el requerimiento de financiamiento de la Caja previsional fue de 4,6 p.p. del margen operativo de la Administración Central, equivalente a 0,7% del PBG. Este guarismo se ubicó por encima del registrado en los dos años previos, evidenciando el impacto de la Caja en la salud financiera de la administración pública provincial. Ante las nuevas reformas que plantea la nueva administración, se espera una reducción del déficit previsional que ejercerá una menor presión sobre el flujo operativo de la Administración Central.

En el segundo trimestre del 2024, el margen operativo global fue de 19,2%, incrementándose en 6,2 p.p. respecto del mismo período del 2023. Estacionalmente, la Caja Previsional absorbió 3,4 p.p. del margen operativo de la Administración Central, equivalente a -1,1 p.p. que lo registrado al 30.06.2023, debido a los ajustes en la estructura de ingresos de las ISS. Para el cierre fiscal del 2024, FIX estima que el margen sea superavitario, ubicándose moderadamente por debajo del 9,0% de 2023. Esto sería el resultado de egresos operativos creciendo 10,2 p.p. por encima de los ingresos operativos esperados, producto de la baja recaudación por la caída en el nivel de actividad, impactando principalmente en un menor consumo privado. No obstante, FIX contempló en su análisis el impacto positivo en la reversión del impuesto a las ganancias dentro del "paquete fiscal" Ley N°27.743, sobre los fondos coparticipables para la PC con incidencia en el segundo semestre del año.

Gráfico 4
Gastos Operativos
 En millones de pesos constantes de 2018

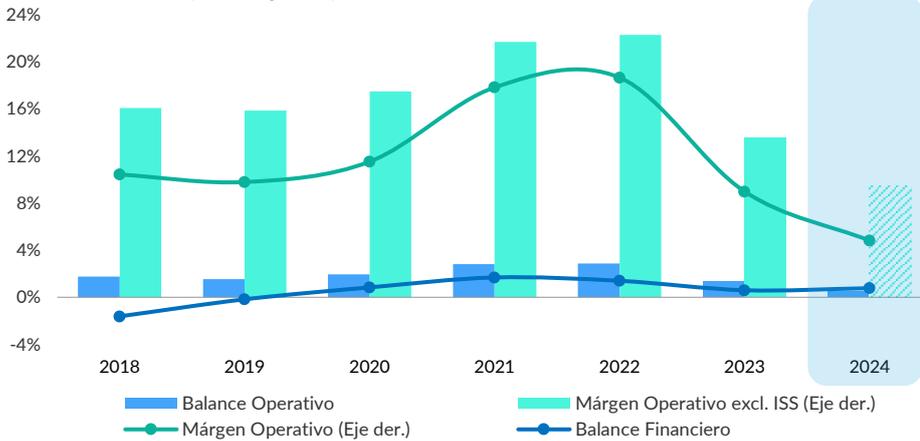


Fuente: P. de Córdoba y estimación de FIX

Gráfico 5

Desempeño Presupuestario

En Porcentaje del PBG y de los Ingresos operativos



Fuente: Provincia de Córdoba y cálculos de FIX

Por su parte, la inversión real directa se redujo desde el 2018 al 2020, al pasar de 2,6% a 0,9% del PBG producto de la fuerte contracción de la obra pública por la pandemia. Este comportamiento se revirtió en los años siguientes alcanzando el 1,7% del PBG en 2022 y 1,6% en 2023 (ver gráfico 6). Para el 2024, a pesar de un marco de austeridad nacional con disminución en las transferencias de capital desde el gobierno soberano, FIX espera que el nivel de inversión se sostenga en la Provincia, dado que tiene una baja sensibilidad a la volatilidad de dichos recursos para llevar adelante su plan de obras. La Provincia entiende la importancia de la inversión pública vinculada a infraestructura, dado que implícitamente motoriza la economía regional con el derrame en toda la cadena productiva. En este sentido, las emisiones realizadas este año bajo el Programa de Títulos por hasta VN USD 350 millones (o su equivalente en otras monedas) buscan dar continuidad al plan de infraestructura trazado por la administración provincial.

Gestión y administración

El 22.10.2023 resultó electo gobernador, el abogado Martín Llaryora, del partido Frente Hacemos Unidos por Córdoba, quien se impuso ante Luis Juez candidato por Juntos por el Cambio 39,76%. Llaryora fue diputado de la Nación Argentina por Córdoba, vicegobernador de la Provincia en el primer período de gestión de Schiaretti y dos veces intendente de San Francisco.

La actual administración tiene el compromiso de buscar el equilibrio fiscal dentro del contexto macroeconómico desafiante, prueba de ello fueron las medidas tomadas desde el inicio de la gestión en cuanto al análisis del gasto, cierta reforma en la Caja Previsional para sortear la falta de giros por parte de Nación y así también tratar de compensar en parte un año difícil en cuanto a la generación de recursos por la recesión. A su vez, tiene la responsabilidad de continuar con la obra pública, como se mencionó en el apartado anterior.

Perfil socioeconómico

Córdoba es una de las 24 provincias argentinas, localizada en la Región Centro de la Argentina, cuya superficie representa el 4,4% del territorio nacional. La capital provincial es la ciudad de Córdoba, que junto con la ciudad de Río Cuarto son los principales centros urbanos de la Provincia.

Población

Según los datos provisionales del censo nacional 2022, la Provincia ocupa el segundo lugar entre las 23 provincias argentinas en cuanto a población, con más de 3,9 millones de habitantes que representan el 8,6% de la población total del país. Aproximadamente el 40%

Gráfico 6

Ahorro e Inversión

En Porcentaje del PBG



Fuente: Córdoba y cálculos de FIX

de la población de la Provincia se concentra en la capital, la Ciudad de Córdoba. La densidad de población equivale a 24 habitantes por kilómetros cuadrados. A su vez, el 24,3% de la población tenía menos de 15 años y el 88,8% menos de 65 años. Los adultos de entre 15 y 65 años (la población laboralmente activa) representaban el 64,5% de la población.

Córdoba tiene una de las más altas tasas de alfabetismo de la Argentina, 98,5% comparado con el 98,1% para el promedio nacional. Además, excluyendo a la Ciudad Autónoma de Buenos Aires, es la Provincia con la mayor proporción de población adulta con títulos universitarios (8,7% en relación con el 7,3% del nivel país).

Economía

Históricamente, la economía de la Provincia ha representado entre un 7,5% y un 9% del PBI real de la Argentina. Córdoba ha registrado, en general, los mismos ciclos de crecimiento y recesión que el país. Su diversificación económica ha permitido morigerar el nivel de volatilidad de la economía nacional.

La economía provincial es diversificada, con una gran variedad de producción de bienes tanto primarios como industriales y servicios. Esta diversificación económica ha protegido a la Provincia de la volatilidad de los precios internacionales de los commodities y le permite contar con un entramado industrial generador de empleo y promotor de avances tecnológicos menos dependiente de las fluctuaciones de los precios de los bienes primarios.

La Provincia es un importante productor de: (i) bienes primarios, con un fuerte sector agrícola orientado a la producción de soja, maíz, trigo y maní; (ii) manufacturas de origen agrícola, con un sector agroindustrial dedicado a la producción de derivados de la soja, productos lácteos y golosinas; (iii) manufacturas de origen industrial con un sector que se caracteriza por su producción de automóviles, y autopartes, sistemas de transmisión, maquinaria agrícola especializada e insumos para la construcción, tales como el cemento.

Al igual que las tendencias registradas a nivel nacional, la economía de la Provincia ha crecido de manera zigzagueante entre los años 2014 y 2022. Si bien la economía provincial presenta cierta diversificación, basada en una región agrícola-ganadera e industrial, la estructura del PBG se encuentra dominada principalmente por el sector terciario o de servicios (66,9%), una característica común entre las provincias argentinas.

Desempleo y pobreza

La PC se presenta como una de las economías más importantes del país, y sus indicadores sociales están en línea con la media nacional. Según INDEC, la tasa de desempleo de Gran Córdoba se ubicó en el primer trimestre del 2024 en 7,6%, versus el 7,7% del total de los 31 aglomerados urbanos relevados por el INDEC. Se observa un deterioro en los indicadores sociales y laborales en línea con la recesión económica registrada en los primeros meses del 2024. Por su parte, el índice de pobreza en el segundo semestre del 2023 fue del 39,2% y de indigencia del orden del 8,9% frente a un 41,7% y 11,9% respectivamente del total de los 31 aglomerados urbanos relevados por el INDEC.

ANEXO I

ESG

El crecimiento de las finanzas sostenibles se ha acelerado notablemente en los últimos años, reflejando un creciente interés y compromiso global con la inversión responsable y el desarrollo sostenible.

En línea con el contexto actual, en el eventual caso de que se evalúen los Sub Soberanos bajo los factores Ambientales, Sociales y de Gobierno Corporativo (ESG) es importante incorporar el análisis de eventos climáticos: desarrollo de infraestructura básica de servicios que puedan hacer frente a estos eventos (riesgos físicos) y derive en impactos en los costos e ingresos del municipio y/o provincia. Por otro lado, se considerarán las iniciativas y proyectos para garantizar la calidad de los servicios públicos (tales como acceso a servicios de salud, educación, vivienda asequible y servicios básicos) e infraestructura, cuidado de la biodiversidad y la no contaminación que contribuyan al desarrollo de las entidades. Dentro de la gestión sustentable, el tratamiento de residuos con la creación de políticas y programas que impulsen la disminución en su generación, reciclaje y sistema de disposición final de los mismos, será un punto para analizar. Al igual que la gestión del agua, principalmente en zonas con stress hídrico. Será tenido en cuenta, el aprovechamiento de recursos de la provincia/municipio para el impulso de determinadas actividades con potencial como las energías renovables que surgen como una oportunidad local.

En el factor Social, se evaluará la adecuada comunicación con las comunidades, como así también, la existencia de políticas que contemplen acciones relacionadas a temas de diversidad, igualdad de género e inclusión, lanzamiento de programas de generación de empleo e inclusión, etc.

En lo que respecta a la Gobernanza, se evaluarán sus estrategias y objetivos en término de buenas prácticas sustentables, gestión de impuestos, manejo de presupuesto, política de compras y licitaciones. Asimismo, se considerará la gestión de los recursos, la estrategia, la transparencia en la gestión a lo largo de los distintos cambios de administración, teniendo en cuenta la exposición a los riesgos de incremento de gastos corrientes en años electorarios.

ANEXO II

Provincia de Córdoba

Administración Pública No Financiera

\$ Millones	2019	2020	2021	2022	2023	IIT 2023	IIT 2024
Impuestos (incluye Coparticipación de Imp.)	208.354,8	293.563,6	478.733,3	857.332,8	1.888.106,0	717.887,5	2.406.859,5
Transferencias corrientes recibidas	13.409,9	26.729,0	39.645,2	47.939,8	111.739,4	36.457,6	38.596,5
Tasas, derechos y otros ingresos operativos	21.854,6	13.867,2	29.710,8	47.152,5	99.475,9	40.525,0	199.952,1
Contribuciones a la seguridad social	47.468,5	59.705,4	84.344,8	147.950,4	377.436,5	139.530,8	425.527,6
Ingresos Operativos	291.087,9	393.865,1	632.434,0	1.100.375,5	2.476.757,8	934.401,0	3.070.935,8
Gastos operativos	-262.605,5	-348.509,5	-519.714,4	-895.141,1	-2.254.382,8	-812.835,7	-2.481.766,7
Balance Operativo	28.482,3	45.355,6	112.719,6	205.234,4	222.374,9	121.565,3	589.169,1
Intereses cobrados	8.979,6	7.390,2	16.015,7	61.919,7	297.144,1	129.266,5	273.311,0
Intereses pagados	-10.168,8	-11.458,6	-13.112,3	-18.859,0	-45.030,8	-18.008,9	-60.491,0
Balance Corriente	27.293,1	41.287,2	115.623,0	248.295,2	474.488,2	232.822,8	801.989,1
Ingresos de capital	2.835,6	6.353,6	11.168,3	15.598,3	31.368,6	11.399,8	34.180,3
Gasto de capital	-33.387,1	-28.147,8	-59.195,7	-163.893,0	-407.754,8	-147.151,5	-239.655,1
Balance de capital	-30.551,5	-21.794,2	-48.027,4	-148.294,7	-376.386,3	-135.751,6	-205.474,8
Contribuciones figurativas	32.655,2	53.397,9	85.795,8	140.915,3	344.395,1	135.090,8	467.271,3
Gastos figurativos	-32.655,2	-53.397,9	-85.795,8	-140.915,3	-344.395,1	-135.090,8	-467.271,3
Resultado figurativo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Balance Financiero	-3.258,4	19.493,0	67.595,6	100.000,5	98.101,9	97.071,2	596.514,3
Nueva deuda	6.805,2	19.223,8	9.057,2	17.422,1	30.339,4	13.967,5	126.348,4
Amortización de deuda	-5.563,7	-11.949,1	-18.534,9	-25.504,6	-122.984,9	-49.861,8	-165.690,9
<i>Endeudamiento neto: aumento, (disminución)</i>	<i>1.241,5</i>	<i>7.274,8</i>	<i>-9.477,7</i>	<i>-8.082,4</i>	<i>-92.645,5</i>	<i>-35.894,3</i>	<i>-39.342,6</i>
Resultado Final	-2.016,9	26.767,8	58.117,9	91.918,0	5.456,5	61.176,9	557.171,7
DEUDA							
Corto Plazo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Largo Plazo	161.953,1	231.209,4	263.922,7	439.578,2	1.743.582,2	597.260,6	1.935.080,4
Deuda Directa	161.953,1	231.209,4	263.922,7	439.578,2	1.743.582,2	597.260,6	1.935.080,4
+ Deuda cuasi directa	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Riesgo Directo	161.953,1	231.209,4	263.922,7	439.578,2	1.743.582,2	597.260,6	1.935.080,4
- Liquidez ^a	20.575,0	54.448,6	48.607,7	119.155,3	364.124,0	167.960,4	318.218,2
Riesgo Directo Neto	141.378,1	176.760,9	215.315,0	320.423,0	1.379.457,4	429.300,2	1.616.862,2
Garantías y otras deudas contingentes	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda neta indirecta (entes públicos exc. gtías)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Riesgo Final Neto	141.318,1	176.760,9	215.315,0	320.423,0	1.379.457,4	429.300,2	1.616.862,2
Datos sobre Riesgo Directo							
% moneda extranjera	94,1%	90,0%	94,8%	97,3%	99,6%	98,3%	92,7%
% no bancaria	77,9%	78,9%	78,4%	77,1%	73,0%	75,0%	74,5%
% tasa de interés fija	90,1%	88,2%	92,5%	93,3%	94,8%	94,4%	88,6%

^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 de Córdoba

ANEXO III

Provincia de Córdoba

Administración Pública No Financiera

	2019	2020	2021	2022	2023	IIT 2023	IIT 2024
Ratios de Desempeño Presupuestario							
Balance operativo/Ingresos operativos (%)	9,8%	11,5%	17,8%	18,7%	9,0%	13,0%	19,2%
Balance corriente/Ingresos Corrientes (%)	9,1%	10,3%	17,8%	21,4%	17,1%	21,9%	24,0%
Balance financiero/Ingresos totales (%)	-1,1%	4,8%	10,2%	8,5%	3,5%	9,0%	17,7%
Resultado final/Ingresos totales (%)	-0,7%	6,6%	8,8%	7,8%	0,2%	5,7%	16,5%
Balance Financiero/PBG (%)	-0,2%	0,8%	1,7%	1,4%	0,6%	0,6%	1,1%
Crecimiento de ingresos operativos (variación %)	40,5%	35,3%	60,6%	74,0%	125,1%	-	228,7%
Crecimiento de gasto operativo (variación % anual)	41,5%	32,7%	49,1%	72,2%	151,8%	-	205,3%
Crecimiento de balance corriente (variación % anual)	30,6%	51,3%	180,0%	114,7%	91,1%	-	244,5%
Ratios de Deuda							
Crecimiento de deuda directa (variación % anual)	57,0%	42,8%	14,1%	66,6%	296,6%	-	224,0%
Intereses pagados/Ingresos operativos (%)	3,5%	2,9%	2,1%	1,7%	1,8%	1,9%	2,0%
Balance operativo/Intereses pagados (x)	2,8	4,0	8,6	10,9	4,9	6,8	9,7
Servicios de deuda directa/Ingresos corrientes (%)	5,2%	5,8%	4,9%	3,8%	6,1%	6,4%	6,8%
Servicios de deuda directa/Balance operativo (%)	55,2%	51,6%	28,1%	21,6%	75,6%	55,8%	38,4%
Deuda Directa/Ingresos operativos (%)	55,6%	58,7%	41,7%	39,9%	70,4%	32,0%	31,5%
Riesgo Directo/Ingresos corrientes (%)	54,0%	57,6%	40,7%	37,8%	62,9%	28,1%	28,9%
Deuda directa/Balance corriente (x)	5,9	5,6	2,3	1,8	3,7	1,3	1,2
Riesgo directo/Balance corrientes (x)	5,9	5,6	2,3	1,8	3,7	1,3	1,2
Riesgo final neta/Ingresos corrientes (%)	47,1%	44,1%	33,2%	27,6%	49,7%	20,2%	24,2%
Deuda directa/PBG (%)	8,7%	9,9%	6,6%	6,1%	10,6%	3,6%	3,7%
Deuda directa per capita (\$)	42.435,1	59.756,0	67.280,9	110.475,0	432.225	148.058	473.158
Ratio de Ingresos							
Impuestos/Ingresos operativos (%)	71,6%	74,5%	75,7%	77,9%	76,2%	76,8%	78,4%
Impuestos locales/Ingresos operativos (%)	25,7%	28,7%	29,2%	28,5%	27,8%	27,9%	28,7%
Transferencias corrientes/Ingresos operativos (%)	4,6%	6,8%	6,3%	4,4%	4,5%	3,9%	1,3%
Ingresos operativos/Ingresos totales ^b (%)	96,1%	96,6%	95,9%	93,4%	88,3%	86,9%	90,9%
Ingresos totales ^b per capita (\$)	79.367,0	105.346,3	168.154,2	296.028,7	695.411,4	533.007	1.652.157
Ratios de Gasto							
Gasto en personal/Gasto operativo (%)	42,1%	41,6%	40,4%	41,5%	42,8%	43,8%	42,8%
Transferencias Corrientes realizadas/Gasto operativo	23,8%	24,4%	25,9%	26,7%	24,8%	24,4%	24,9%
Gasto de capital/Gasto total (%)	10,9%	7,3%	10,0%	15,2%	15,1%	14,9%	8,5%
Gasto de capital/PBG (%)	1,8%	1,2%	1,5%	2,3%	2,5%	0,9%	0,5%
Gasto total per capita (\$)	81.678,5	103.396,6	155.647,3	277.306,4	701.580,4	509.601	1.441.471
Financiamiento de Gasto de Capital							
Balance corriente/Gasto de capital (%)	81,7%	146,7%	195,3%	151,5%	116,4%	158,2%	334,6%
Ingresos de capital/Gasto de capital (%)	8,5%	22,6%	18,9%	9,5%	7,7%	7,7%	14,3%
Endeudamiento neto/Gasto de capital (%)	3,7%	25,8%	-16,0%	-4,9%	-22,7%	-24,4%	-16,4%

n.a. no aplica / n.d. no disponible

^a incluye intereses cobrados

^b excluye nueva deuda

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

Anexo IV. Instrumentos de Deuda

Instrumento	Monto	Emisión	Vto.	Saldo (31.08.2024)	Tasa	Amortización	Ley
Título al 7,125% con vencimiento 2026	USD 300 millones	27/10/2016	27/10/2026	USD 93,7 millones	Tasa Fija 7,125% n.a. / Pagos Trimestralmente	Trimestral a partir de 27/1/2019	ARG
Títulos vto. 2025 (Ex Título vto. 2021)	USD 722 millones	27/01/2021	10/12/2025	USD 481,4 millones	Tasa Fija: Pagos Trimestrales 3% n.a. hasta jun-2021 5% n.a. hasta jun-2022 6,875% n.a. hasta su vencimiento	6 cuotas semestrales (16,66% del capital) desde 10/06/2023	N.Y.
Títulos vto. 2027 (Ex Título vto. 2024)	USD 516 millones	27/01/2021	01/06/2027	USD 516 millones	Tasa Fija: Pagos Semestrales 3% n.a. hasta jun-2021 5% n.a. hasta jun-2022 6,99% n.a. hasta su vencimiento	4 cuotas semestrales (25% del capital) desde 01/12/2025	N.Y.
Títulos vto. 2029 (Ex Título vto. 2027)	USD 456 millones	27/01/2021	01/02/2029	USD 456 millones	Tasa Fija: Pagos Semestrales 3% n.a. hasta ago-2021 5% n.a. hasta ago-2022 6,875% n.a. hasta su vencimiento	4 cuotas semestrales (25% del capital) desde 01/08/2027	N.Y.
Títulos de Deuda Clase 2	\$ 120 mil millones	24/05/2024	24/05/2027	\$ 120 mil millones	Tasa Fija: 4,5% / Pagos Semestrales sobre capital ajustable por CER	2 cuotas: 25% en noviembre de 2026 y 75% mayo de 2027	ARG
Títulos de Deuda Clase 3 ¹	\$ 80 mil millones (ampliable hasta \$ 120 mil millones) ²	Septiembre 2024	18 meses desde la Fecha de Emisión	N/A	Tasa Variable: BADLAR (Bcos Privados) + margen a licitar / Pagos Trimestrales	Al vencimiento	ARG
Títulos de Deuda Clase 4 ¹		Septiembre 2024	24/05/2027	N/A	Tasa Fija: 4,5% / Pagos Semestrales sobre capital ajustable por CER	2 cuotas: 25% en noviembre de 2026 y 75% mayo de 2027	ARG

1- Los Títulos se emitirán bajo el Programa de Emisión de Títulos de Deuda de la Provincia de Córdoba por hasta VN USD 350 millones o su equivalente en otras monedas creado por la Resolución del Ministerio de Economía y Gestión Pública N°50/24.

2- La moneda de emisión será en pesos, pero con un máximo de emisión conjunto de \$ 80 mil millones (ampliable hasta \$ 120 mil millones).

Anexo IV. Dictamen de calificación

El Consejo de Calificación FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO “Afiada de Fitch Ratings” - Reg. CNV N°9, reunido el día **6 de septiembre de 2024** asignó la calificación de largo plazo ‘AA-(arg)/Perspectiva Negativa’ a los Títulos de Deuda Clase 3 y Clase 4 por hasta un monto nominal de emisión conjunto de \$ 80 mil millones (ampliable hasta \$ 120 mil millones) bajo el Programa de Emisión de Títulos por hasta VN USD 350 millones (o su equivalente en otras monedas) destinados al financiamiento de obras de infraestructura en un contexto de recursos acotados a nivel nacional. FIX ya había incorporado en el análisis del emisor el monto máximo del programa por lo que no afecta las calificaciones vigentes. Adicionalmente, confirmó las calificaciones vigentes, según el siguiente detalle y se mantiene la perspectiva ‘Negativa’ exclusivamente por el carácter del sector, y no por cuestiones intrínsecas a la jurisdicción:

Detalle	Calificación Actual	Perspectiva Actual	Calificación Anterior	Perspectiva Anterior
Emisor de Largo Plazo	AA-(arg)	Negativa	AA-(arg)	Negativa
Emisor de Corto Plazo	A1+(arg)	No aplica	A1+(arg)	No aplica
TDP Clase I (CO26) por USD 300 millones ¹	AA-(arg)	Negativa	AA-(arg)	Negativa
Títulos de Deuda Clase 2 ²	AA-(arg)	Negativa	AA-(arg)	Negativa
Títulos de Deuda Clase 3 ²	AA-(arg)	Negativa	No Aplica	No Aplica
Títulos de Deuda Clase 4 ²	AA-(arg)	Negativa	No Aplica	No Aplica

1- TDP - Títulos de Deuda Pública: originalmente por USD 150 millones y ampliado el 27/4/2017 a USD 300 millones.

2- Los Títulos Clase 2 se emitieron bajo el Programa de Emisión de Títulos de Deuda de la Provincia de Córdoba por hasta VN USD 350 millones o su equivalente en otras monedas creado por la Resolución del Ministerio de Economía y Gestión Pública N° -50/24. Los Títulos Clase 3 y 4 serán emitidos también bajo el mismo Programa, la moneda de emisión será en pesos, pero con un máximo de emisión conjunto de \$ 80 mil millones (ampliable hasta \$ 120 mil millones).

Categoría AA(arg): “AA” nacional implica una muy sólida calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país. El riesgo crediticio inherente a estas obligaciones financieras difiere levemente de los emisores o emisiones mejor calificados dentro del país.

Categoría A1(arg) (corto plazo): Indica una muy sólida capacidad de pago en tiempo y forma de los compromisos financieros respecto de otros emisores o emisiones del mismo país. Cuando las características de la emisión o emisor son particularmente sólidas, se agrega un signo “+” a la categoría.

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.

Determinación de las calificaciones: Metodología de Calificación de Finanzas Públicas registrada ante Comisión Nacional de Valores (disponible en www.fixscr.com o en www.cnv.gob.ar). Las calificaciones aquí tratadas fueron revisadas incluyendo los requerimientos del artículo 38 del Título IX de las Normas de la CNV 2013 T.O.

Fuentes de Información: la presente calificación se determinó en base a la información cuantitativa y cualitativa suministrada por el emisor en forma privada y a la siguiente información pública disponible en www.cba.gov.ar/ejecuciones:

- Cuentas de Inversión para el período 2019-2023. Ejecuciones Presupuestarias al segundo trimestre del 2023 y 2024.
- Presupuesto 2024.
- Stock de Deuda para el mismo período detallado en el punto 1. Perfil de vencimientos stock deuda consolidada.
- Detalle de Saldo de Caja y Bancos para cada cierre de ejercicio.
- Documentación respaldatoria de la emisión de los Títulos de Deuda Clase 1, 2, 3 y 4 (Decreto, Resolución, aprobaciones y términos y condiciones).

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 calificadora-, 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 disseminación 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.