

FIX (afiliada de Fitch) bajó las calificaciones de la Provincia del Neuquén

24 de septiembre de 2020

FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO “afiliada de Fitch Ratings”, en adelante FIX o la calificador, bajó a ‘CCC(arg)’ desde ‘B(arg)’ la calificación de largo plazo y a ‘C(arg)’ desde ‘B(arg)’ la de corto plazo de la Provincia del Neuquén (PN) debido a que FIX considera que la propuesta presentada para reestructurar la deuda de los bonos en moneda y legislación extranjera (60,3% del total de la deuda total, no calificados por FIX), constituye un canje forzoso de deuda (DDE por sus siglas en inglés) porque derivaría en un deterioro material de los términos y condiciones originales de los títulos de deuda. A esto se suma que la PN posee una ajustada liquidez y limitada capacidad de pago con altas necesidades de financiamiento para los años 2020 y 2021 en el contexto de un mercado voluntario de crédito restringido. La Provincia presentó el 10.08.2020 una Solicitud de Consentimiento para reestructurar la deuda de los bonos internacionales TICADE (garantizados) y TIDENEU, dentro del marco normativo del Decreto 779/2020 para realizar una administración de pasivos. La Solicitud de Consentimiento vence el 09.10.2020 aunque podría extenderse. FIX remueve de Rating Watch Negativo (RWN) las calificaciones de emisor. Hasta la fecha, la PN ha cumplido con los servicios deuda en los términos y condiciones originales.

FIX bajó a ‘CCC(arg)’ desde ‘B(arg)’ el Programa Letras Tesoro vto. 2021/2024 por hasta \$ 5.500 millones y a las Letras vto. 2018/2021 Clase 1 Serie I debido a la baja de la calificación del emisor detallada anteriormente. FIX asignó las siguientes calificaciones a las clases emitidas bajo la Serie I dentro del programa mencionado: Clase 1, la calificación de corto plazo de ‘C(arg)’; y a las Clases 2 y 3, la calificación de largo plazo de ‘CCC(arg)’. También FIX asignó la calificación de largo plazo de ‘CCC(arg)’ a la Clase 1 emitida bajo la Serie II.

FACTORES RELEVANTES DE LA CALIFICACIÓN

Exitosa administración de pasivos en el mercado local: Neuquén presentaba en el corto plazo fuertes vencimientos de capital e interés de títulos en el mercado local (Letras de Mediano Plazo). En este marco se emitió un Programa de Letras Vto. 2021/2024 por el equivalente en pesos a \$ 5.467,3 millones, las cuales en parte fueron suscriptas con Letras vigentes. Se emitieron dos series, en una primera etapa la Serie I en tres clases; la Clase 1 en pesos y la Clase 2 y 3 en dólar link (TC de \$ 70,575) y en una segunda etapa la Serie II en una Clase 1 en dólar link (TC de \$ 72,995). Este Programa le otorgó a Neuquén cierta flexibilidad financiera para sortear la fuerte presión de los vencimientos de 2020, aunque los servicios de deuda en el mercado local continúan presionando las cuentas fiscales hasta el 2023. Esta operación se realizó en forma voluntaria en el mercado de crédito local.

Entorno operativo debilitado: el Gobierno Nacional podría condicionar el desempeño de los sub-soberanos mediante modificaciones del marco regulatorio tanto en materia de ingresos automáticos o discrecionales, responsabilidades de gastos, e imponer regulaciones cambiarias que afecten la capacidad de cumplimiento de las obligaciones financieras en el marco de la reestructuración de deuda nacional. El desafío fiscal-financiera derivará en un deterioro en los indicadores de liquidez y de la capacidad de pago de los sub-soberanos. Las necesidades financieras se enfrentan a un mercado de crédito voluntario restringido, por lo que en el corto plazo se dependerá de la asistencia nacional, emisión de Letras y/o aumento de la deuda flotante. En el marco del Programa para la Emergencia Financiera Provincial creado por el Gobierno Nacional por el Decreto N° 352/2020, la PN firmó el

convenio para acceder a un préstamo con el Fondo Fiduciario para el Desarrollo Provincial (FFDP) por \$ 5.000 millones con plazo de 36 cuotas, período de gracia hasta el 31.12.2020 y una tasa del 0,1%.

Débil y volátil desempeño presupuestario: FIX espera un mayor deterioro del margen operativo para el 2020, considerando lo ejecutado al primer semestre de 2020 (-3% frente al +8,6% de 2019), no solo afectado por el contexto de una menor dinámica de los recursos tributarios y mayores presiones por el lado del gasto en el marco del COVID-19 sino por el fuerte peso de sus ingresos relacionados al sector de hidrocarburos. Los ingresos por regalías están fuertemente condicionados por la evolución negativa de los precios internacionales y una menor expectativa de actividad económica global. La intervención del Gobierno Nacional mediante la fijación mínima del precio del barril criollo en USD 45/bbl hasta el 31.12.2020 compensa en parte el gran impacto de la caída de los ingresos.

Presión del Instituto de Seguridad Social del Neuquén (ISSN): se espera para el 2020 una tendencia negativa del déficit lo cual le resta flexibilidad presupuestaria a la Provincia. En 2019, el margen operativo sin el ISSN fue del 8,6% versus el 5,1% si lo incluimos. En 2018 y 2019 FIX registra un incremento de la presión del ISSN, dado por la dinámica de recomposición de los ingresos de los pasivos y la suspensión del financiamiento de origen nacional.

Ajustada capacidad de pago y riesgo de refinanciación: FIX estima que el apalancamiento se ubicará cercano al 60% de los ingresos corrientes proyectados en 2020. Se observa un muy alto riesgo de refinanciación de corto plazo, a pesar de la administración de pasivos en el mercado local. Los vencimientos de deuda son en su mayor parte con acreedores institucionales, que no serían los considerados "amigables" como es el Gobierno Nacional, a lo que se suma a un contexto de mercado de crédito restringido. En 2019, la deuda ascendió a \$ 75.368,6 millones, un 57,8% superior a la registrada en el mismo período de 2018, por la depreciación de la moneda, si bien cuenta con cierto calce con ingresos vinculados al dólar (regalías de hidrocarburos), actualmente estos están deprimidos y afectados por el precio de los hidrocarburos. Al 30.06.2020, la deuda fue de \$ 81.998,8 millones, equivalente al 65,7% de los ingresos corrientes anualizados, con fuerte presión de servicios de deuda para el período 2021-2025.

Muy ajustada liquidez: en 2018 se observó cierto alivio en la liquidez por una mejora del desempeño presupuestario, aunque históricamente los niveles de disponibilidades no llegan a cubrir la totalidad de la deuda flotante. En 2019 registró un deterioro en los indicadores de liquidez consistentes con la evolución negativa del balance financiero de la PN, tendencia que se espera se acentúe en el 2020. Al 30.06.2020 se registra un incremento considerable interanual de los niveles de deuda flotante (+110,2%) muy por encima de la inflación. La PN cuenta con el Programa de Letras 2020 como herramienta para cubrir ciertas deficiencias estacionales de caja, aunque esto implica que los vencimientos sigan comprimiéndose en el corto plazo. A la fecha se encuentra un monto en circulación de \$ 500 millones con vencimiento el 14.12.2020.

Autonomía fiscal superior a la media provincial: la PN cuenta con una alta participación de ingresos propios en el total de los ingresos corrientes (76,1% en 2019), por el impuesto sobre los Ingresos Brutos y las regalías de hidrocarburos. Esta flexibilidad está limitada por la concentración económica en el sector de hidrocarburos lo que se refleja en la expectativa de la evolución de ingresos para el año 2020. Este sector condiciona de alguna manera la estructura fiscal de la Provincia lo que impone, en cierta medida, la volatilidad de los márgenes operativos.

Desarrollo económico: a datos de abril de 2020 Neuquén aportó a nivel nacional el 30% de la producción de petróleo y el 55% de la producción de gas. Este peso relativo ubica a la PN en una buena posición para el desarrollo de su economía, aunque siempre expuesta a la gran concentración y volatilidad precio y regulatoria de este mercado.

SENSIBILIDAD DE LAS CALIFICACIONES

Reestructuración de deuda: en caso de que la Provincia recurra a un período de cura y/o incumpliera con alguno de los servicios de deuda, se actuaría a la baja de la calificación. De concretarse la reestructuración de deuda, la calificadora analizará la capacidad y voluntad de pago de la PN de acuerdo al nuevo perfil de vencimientos, perspectivas de evolución de la situación fiscal y financiera.

Entorno operativo: la calificación del emisor dependerá de la evolución de la flexibilidad fiscal, financiera y sostenibilidad de la deuda en un escenario macroeconómico más adverso como así también del impacto de posibles cambios en el marco regulatorio donde se desenvuelven los entes sub-nacionales, nuevas adecuaciones a la normativa vigente en materia cambiaria y/o en materia de hidrocarburos.

DETALLE DE LOS TÍTULOS Y CALIFICACIONES:

Emisor	Acción de calificación	Calificación actual	Calificación anterior
PROVINCIA DEL NEUQUEN			
Emisor corto plazo	Baja	C(arg)	B(arg)/RWN
Emisor largo plazo	Baja	CCC(arg)	B(arg)/RWN
Programa de Financiamiento de Corto Plazo 2020 por hasta \$6.000 millones	Baja	C(arg)	B(arg)/RWN
Programa Letras Vto. 2021/2024* por hasta % 5.500 millones	Baja	CCC(arg)	B(arg)/RWN
Letras vto. 2021/2024 Clase 1 Serie I por \$ 1.570,477 millones	Asigna	C(arg) (corto plazo)	No aplica
Letras vto. 2021/2024 Clase 2 Serie I por USD 17,824 millones (USD link)	Asigna	CCC(arg)	No aplica
Letras vto. 2021/2024 Clase 3 Serie I por USD 30,305 millones (USD link)	Asigna	CCC(arg)	No aplica
Letras vto. 2021/2024 Clase 1 Serie II por USD 6,849 millones (USD link)	Asigna	CCC(arg)	No aplica

RWN / Rating Whatch Negativo

INFORMES RELACIONADOS Y METODOLOGÍA APLICABLE

FIX utilizó el Manual de Calificación de Finanzas Públicas presentado ante la Comisión Nacional de Valores (disponible en www.cnv.gob.ar).

[Provincia de Entre Ríos, Ago. 11, 2020](#)

[Perspectiva sector de sub-soberanos, Sep.17, 2019](#)

[El dilema de los sub-soberanos ante la reestructuración Argentina de deuda, Mar.12, 2020](#)

[Impacto del COVID-19 en los Sub-soberanos, Abr.02, 2020](#)

Los informes correspondientes se encuentran disponible en nuestra web "www.fixscr.com".

"www.fixscr.com".

CONTACTOS

Analista Principal

Cintia Defranceschi

Director

cintia.defranceschi@fixscr.com

+54 11 5235-8143

Analista Secundario

Diego Estrada

Director Asociado

diego.estrada@fixscr.com

+54 11 5235 8126

Responsable del sector

Mauro Chiarini

Senior Director

mauro.chiarini@fixscr.com

+54 11 5235-8140

Relación con los Medios: Diego Elespe, Head Comercial y de Desarrollo de Negocios

diego.elespe@fixscr.com

+5411 5235-8100/10

-

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO (Afiliada de Fitch Ratings), EN ADELANTE TAMBIEN DENOMINADA "FIX", ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [HTTP://WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com). LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FIX SCR S.A., Y LAS POLÍTICAS SOBRE

CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERÉS, BARRERAS PARA LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FIX SCR S.A. PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES SOBRE LAS CUALES EL ANALISTA LIDER ESTÁ BASADO EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FIX SCR S.A.

La reproducción o distribución total o parcial de este informe por terceros está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, FIX SCR S.A. se basa en información fáctica que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que FIX SCR S.A. considera creíbles. FIX SCR S.A. lleva a cabo una investigación razonable de la información fáctica sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que FIX SCR S.A. lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga, variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independientes y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de FIX SCR S.A. deben entender que ni una investigación mayor de hechos, ni la verificación por terceros, puede asegurar que toda la información en la que FIX SCR S.A. se basa en relación con una calificación será exacta y completa. El emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a FIX SCR S.A. y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, FIX SCR S.A. debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes, con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos que pueden suceder y que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una calificación.

La información contenida en este informe, recibida del emisor", se proporciona sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de FIX SCR S.A. es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que FIX SCR S.A. evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de FIX SCR S.A. y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados a riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente, como son riesgos de precio o de mercado. FIX SCR S.A. no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de FIX SCR S.A. son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de FIX SCR S.A. estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactados. Un informe con una calificación de FIX SCR S.A. no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de FIX SCR S.A. FIX SCR S.A. no proporciona asesoramiento de inversión de ningún tipo.

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