

# FIX (afiliada de Fitch Ratings) bajó a C(arg) la calificación de la Provincia de La Rioja

27 de febrero de 2024

FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO “afiliada de Fitch Ratings”, en adelante FIX o la calificadora, bajó a ‘C(arg)’ desde ‘CC(arg)’ la calificación de emisor de largo plazo y confirmó en ‘C(arg)’ la de corto plazo de la Provincia de La Rioja (PLR), debido a la falta de pago del servicio de capital e intereses en la fecha de vencimiento del 24.02.2024 (siendo el siguiente día hábil el 26.02.2024) correspondiente al bono internacional reestructurado con vencimiento en 2028 (87,51% de la deuda total de la provincia - no calificado por FIX). La Provincia informó públicamente la incapacidad de afrontar el servicio de deuda por USD 26,2 millones y que iniciará un proceso de reestructuración de la deuda. Acorde a los términos y condiciones del bono, existe un período de cura de tres días que finaliza el 29.02.2024. FIX entiende que la Provincia no cuenta con capacidad de pago y en caso de no cumplirse con el pago del servicio dentro del período de cura, la Calificadora colocará la calificación de emisor en incumplimiento. FIX removió el RWN de las calificaciones emisor de corto y largo plazo de la PLR.

El 05.01.2024 el Poder Legislativo Provincial sancionó la Ley 10.700 que habilita al Ejecutivo a realizar modificaciones en la administración de pasivos específicamente del bono internacional que, junto a una capacidad de pago muy limitada, se espera que derive primero en el incumplimiento de sus compromisos y luego en un canje forzoso de deuda. FIX monitoreará de cerca el accionar de la Provincia.

Adicionalmente, FIX confirmó en ‘CC(arg)’ los TD Clase I, II y III del mercado local dado que si bien no se encuentran mencionados en la Ley 10.700, tienen cláusulas de incumplimiento cruzado con los títulos internacionales. De producirse un incumplimiento, la aceleración de pagos o canje forzoso bajo los títulos públicos Ley extranjera por USD 318.427.444,00 al 8,50% con vencimiento en 2028, podría declararse un evento de incumplimiento bajo los títulos locales y acelerarse su pago. Para que esto ocurra, los tenedores de no menos del 25% del valor nominal de la clase pertinente deben reunirse en asamblea y declarar por voto afirmativo de los tenedores del 50% la exigibilidad del pago inmediato de los TD. FIX mantiene el RWN en los instrumentos de deuda dado que pudiera solicitarse la aceleración de los vencimientos, lo que llevaría a una baja en las calificaciones. La Clase III a la fecha no fue emitida pero aún la Provincia cuenta con la autorización legislativa.

## FACTORES RELEVANTES DE LA CALIFICACIÓN

Fuerte incremento del riesgo de refinanciación: acorde a los supuestos macroeconómicos de FIX, la Calificadora observa un alto riesgo de refinanciamiento para 2024, explicado por una reducción en los márgenes operativos estimados, y a un insuficiente flujo generado por el Parque Eólico Arauco (PEA) y el Parque Solar para ser destinados al repago de la deuda. Se adiciona la caída real de los recursos por transferencias discrecionales en un contexto de alta incertidumbre de la relación entre Nación y las provincias. Estas vulnerabilidades financieras derivaron en la búsqueda de fuentes alternativas de financiación, por lo que se aprobó por ley la emisión de Bonos de Cancelación de Deuda (BOCADE) por hasta \$ 22.500 millones.

Los servicios de deuda del 2024-2025 representan un gran estrés financiero en un marco de deterioro presupuestario en el corto-mediano plazo. La Calificadora entiende que la PLR no cuenta con solvencia y liquidez que garantice el pago del servicio del bono internacional reestructurado en febrero 2024, luego del período de cura.

Alta dependencia a los Aportes del Tesoro Nacional: el desempeño operativo de la PLR está fuertemente condicionado a los recursos de los Aportes del Tesoro Nacional (ATN), exponiéndola a altos niveles de volatilidad en sus cuentas públicas y un bajo nivel de autonomía. Si bien FIX contempló en sus proyecciones diversos escenarios en el tratamiento de esta fuente de financiamiento, en la perspectiva de la Calificadora se preponderó una política muy conservadora en la redirección de fondos desde el Estado Nacional en 2024, lo cual se está evidenciando en la actualidad. En 2023 quedó pendiente una transferencia de fondos por \$ 9.300 millones desde el gobierno nacional en concepto de ATN por partida presupuestada en referencia a la compensación de la pérdida de un punto porcentual de la coparticipación federal de impuestos en 1988, por lo que el margen esperado al 31.12.2023 sería muy ajustado. A su vez, el Presupuesto Nacional 2023 fue reconducido para operar en el 2024 por lo que la partida presupuestaria por este concepto queda muy rezagada en términos reales: se suponía que presupuestariamente en el 2024 se recibirían \$ 94.000 millones, pero en definitiva el monto que pudiera ingresar, en caso de algún acuerdo con Nación, sería por \$ 47.000 millones que fueron los estipulados para el 2023, En este marco en enero de 2024, se autoriza por ley al Ejecutivo Provincial a emitir cuasi monedas.

Márgenes operativos muy volátiles: FIX espera para el cierre del 2023 un deterioro en el margen respecto del 2022, aunque no de gran magnitud (11,1% frente a 13,3% de 2022), contextualizado en un marco macroeconómico de elevada inflación y merma en el nivel de actividad, aunque prevalece cierto rezago en la dinámica de los gastos operativos respecto a la evolución del nivel de los precios. La PLR, al igual que el resto de los sub-soberanos, se vio afectada por la reciente modificación del Impuesto a las Ganancias sobre personas físicas que impacta directamente en los fondos coparticipables, definida bajo el marco del Decreto Nacional 473/2023 y posterior Ley 27.725, lo que fue contemplado en las proyecciones de FIX. Esta modificación tiene un efecto pleno en el 2024, a lo que se suma la mayor incertidumbre respecto de las transferencias discrecionales, por lo que es esperable un fuerte deterioro del margen, el cual se tornaría negativo en el orden del 3,5%.

Moderado endeudamiento y composición desfavorable: el 20.07.2023 la Provincia emitió en el mercado local títulos de deuda por USD 55 millones, cuyo peso relativo no impacta en gran medida en el nivel de apalancamiento total. Al cierre del ejercicio, se estima que, la deuda fue equivalente al 53,0% de los ingresos corrientes esperados frente a un 39,2% del 2022. FIX considera que la PLR no cuenta con capacidad de pago en este escenario macroeconómico desafiante. Al 30.09.2023, el nivel de apalancamiento fue del 40,0% de los ingresos corrientes, frente al 36,6% registrado al tercer trimestre del 2022. La Provincia cuenta actualmente con un 95,1% de la deuda consolidada denominada en moneda extranjera. Este porcentaje viene en ascenso y genera un riesgo cambiario que no podrá minimizarse sino comienza a contar con los ingresos asociados al dólar y de libre disponibilidad de parte del PEA y el Parque Solar. En el escenario actual se consideraron sólo los flujos proyectados emanados del compromiso del PEA bajo el préstamo reestructurado, luego de la reestructuración del bono internacional, que representa el 40% del servicio de deuda del año 2024.

Ajustada posición de liquidez de la APNF: al 30.09.2023, el incremento del gasto en masa salarial fue aproximadamente del 112,1% anual, lo que denota una fuerte contracción de la partida. Este indicador no necesariamente presenta una relación directa con el aumento neto salarial del personal público, aunque constituye un buen estimador. La Provincia mostró una posición de liquidez del orden del 4,2% de los ingresos totales y una cobertura de la deuda flotante de 0,7x (veces) y se espera un deterioro para el cierre del ejercicio. El nivel de liquidez del comienzo del ejercicio fue aplicado a la recomposición salarial de enero de 2024. Cabe mencionar que en este indicador no está incluida la caja e inversiones del PEA, dado que se entiende está afectada para los proyectos desafiantes que tiene en el corto y mediano plazo.

Estructura económica dependiente de la administración pública: la PLR presenta una economía con una actividad de bajo valor agregado y una importante participación del empleo público, lo que condiciona aún más la limitada autonomía financiera de la Provincia. FIX opina es necesario que al esfuerzo del sector público se le complemente una actividad privada más dinámica y de mayor valor agregado.

## SENSIBILIDAD DE LAS CALIFICACIONES

Rating Watch Negativo: la Provincia cuenta con tres días corridos de período de cura producto del no pago del servicio de deuda del bono internacional el 26.02.2024 y el consecuente inicio del proceso de consultas con los bonistas; de persistir el incumplimiento al 29.03.2024 colocará la calificación de emisor de la Provincia en 'D(arg)'. FIX mantiene el RWN a las calificaciones de los TD Series I, II y III ante la posibilidad de gatillarse eventos de incumplimiento cruzado.

### Detalle del título y calificaciones:

Emisor	Acción de calificación	Calificación actual	Calificación anterior
<b>PROVINCIA DE LA RIOJA</b>			
Emisor corto plazo	Confirma	C(arg)	C(arg)/RWN
Emisor largo plazo	Baja	C(arg)	CC(arg)/RWN
Títulos de Deuda Clase I por VN USD 6.000.000	Confirma	CC(arg)/RWN	CC(arg)/RWN
Títulos de Deuda Clase II por VN USD 49.005.344	Confirma	CC(arg)/RWN	CC(arg)/RWN
Títulos de Deuda Clase III por hasta VN USD 100.000.000	Confirma	CC(arg)/RWN	CC(arg)/RWN

*RWN – Rating Watch Negativo – aplicable a los instrumentos de deuda*

### Contactos:

**Analista Principal**  
Mateo López Vicchi

Analista  
mateo.lopezvicchi@fixscr.com  
+54 11 5235-8114

**Analista Secundaria**  
Cintia Defranceschi  
Directora  
cintia.defranceschi@fixscr.com  
+54 11 5235-8143

**Otros Contactos:**

Renzo Crosa	+54 11 5235-8129	renzo.crosa@fixscr.com
Mauro Chiarini	+54 11 5235-8140	mauro.chiarini@fixscr.com

**Relación con los Medios**

Diego Elespe  
Head Comercial y de Desarrollo de Negocios  
[diego.elespe@fixscr.com](mailto:diego.elespe@fixscr.com)  
+5411 5235-8100/10

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](http://www.cnv.gob.ar)).

Los informes correspondientes se encuentran disponible en nuestra web [www.fixscr.com](http://www.fixscr.com)

Las clasificaciones incluidas en este informe fueron solicitadas por el emisor o en su nombre y, por lo tanto FIX SCR S.A. (Afiliada de Fitch Ratings) –en adelante la calificador–, ha recibido honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación.

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