CUCCHIARA

Resumen Bonos Provinciales

Este reporte fue confeccionado con precios del 04/11/26

Índice

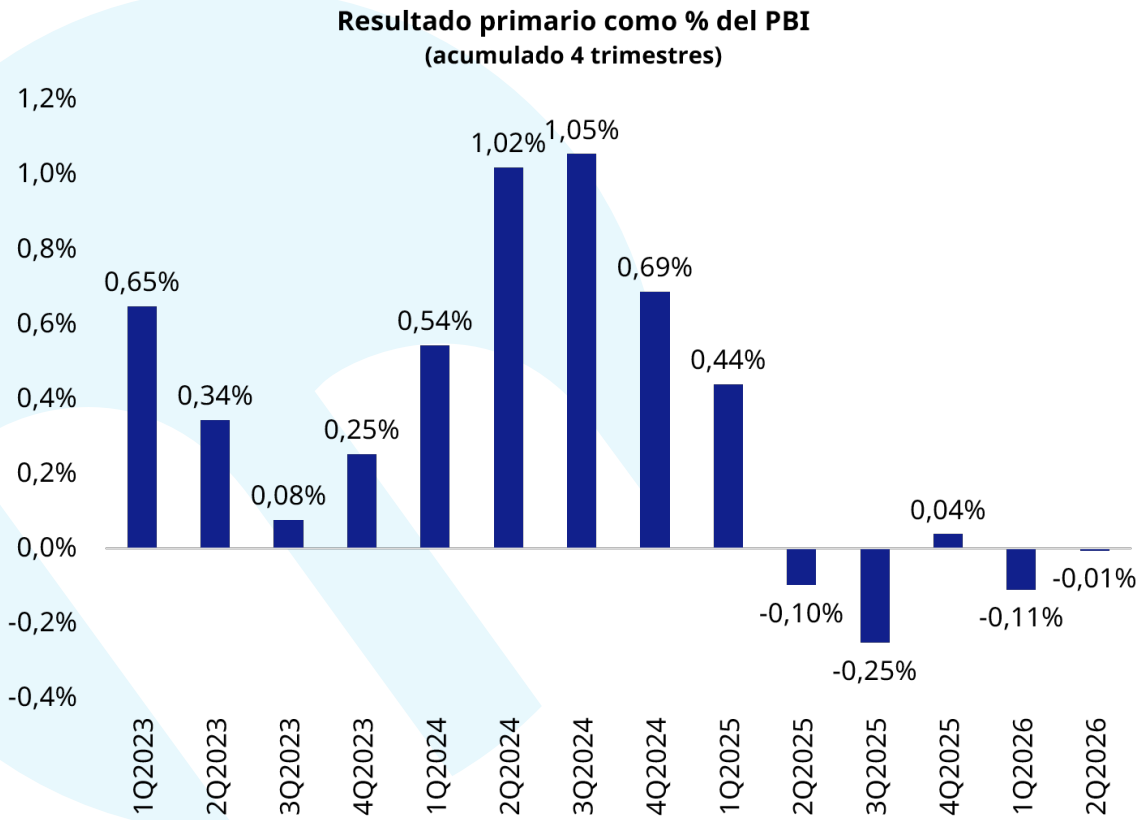
Introducción 1
Dinámica Fiscal a Nivel Consolidado 1
Desempeño Bonos Provinciales vs. Soberanos 2

Monitor Fiscal 3

Menú de Bonos Provinciales 4

Ideas de Inversión 5
PROVSF 8.10 2034 y PDCAR 8.6 2035 vs. Soberanos 5
Bonos Garantizados por Regalías vs Corporativos 6
San Juan: un Nuevo Emisor. 7

Provincias 8
CABA 8
Chaco 9
Chubut 10
Córdoba 11
Entre Ríos 12
Jujuy 13
La Rioja 14
Mendoza 15
Neuquén 16
Provincia de Buenos Aires 17
Río Negro 18
Salta 19
San Juan 20
Santa Fe 21
Tierra del Fuego 22



Dinámica Fiscal a Nivel Consolidado

Luego del fuerte ajuste registrado en 2024, durante 2025 las provincias comenzaron a recomponer el gasto. De acuerdo con los datos de ejecución presupuestaria, el gasto provincial creció un 6,9% real interanual, mientras que los ingresos aumentaron apenas un 3,4%. Esto refleja un cambio importante respecto de 2024: el ajuste del gasto perdió fuerza y dio paso a una recuperación real que no estuvo acompañada por una mejora equivalente de los recursos. Vale remarcar que la estructura del gasto provincial presenta una elevada rigidez, dado el importante peso de las remuneraciones.

La dinámica provincial está estrechamente vinculada a la evolución de la actividad económica. El carácter procíclico de Ingresos Brutos explica esta dependencia. Es la principal fuente de ingresos de las provincias y depende directamente de la facturación, generando distorsiones al gravar las ventas en lugar de los beneficios. Su facilidad de cobro a través de SIRCREB y importancia en las arcas provinciales causa dificultades a la hora de pensar una reforma tributaria a nivel provincial. Al mismo tiempo, las provincias con menor actividad económica dependen fuertemente de los recursos tributarios nacionales a través de la coparticipación, como es el caso de Chaco, Jujuy y La Rioja.

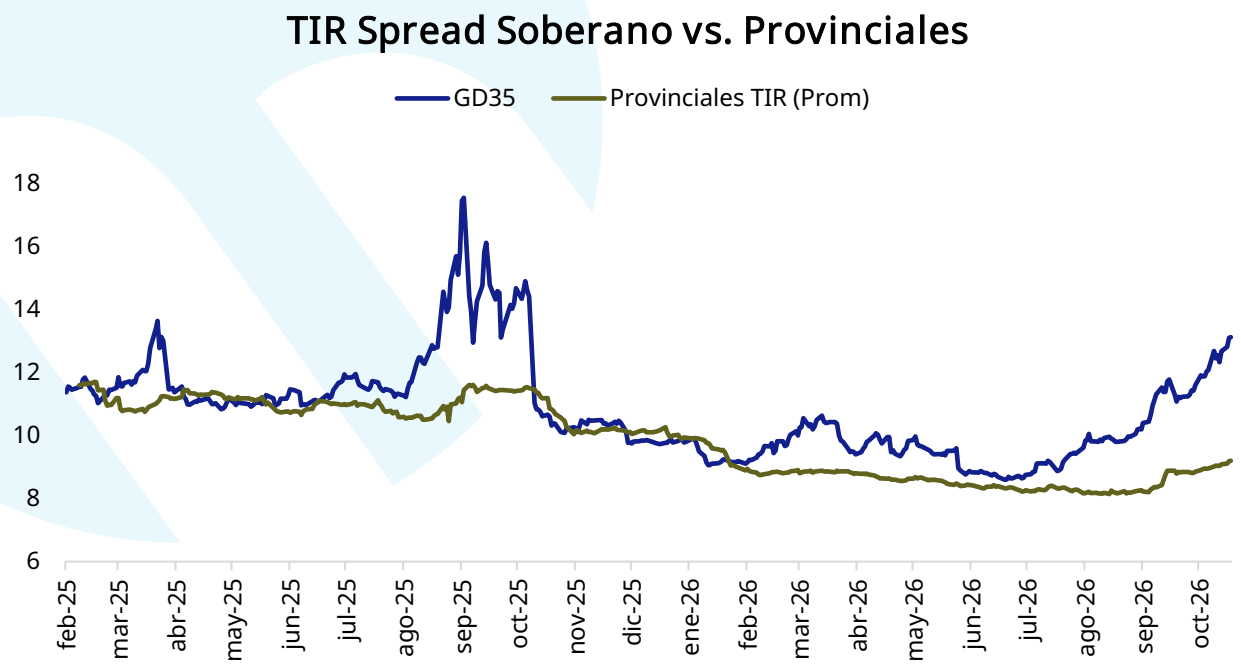
Durante 2026, la recaudación mostró señales de debilidad: en el primer semestre, los recursos de origen nacional cayeron un 3% real interanual, mientras que los recursos propios retrocedieron un 2%. A esto se suma la reducción de las transferencias discrecionales de Nación desde el cambio de gobierno en 2023.

Como resultado de esta dinámica, el excelente desempeño fiscal provincial de 2024 quedó atrás. A partir de 2025 y durante 2026, el crecimiento del gasto por encima de los ingresos llevó a un leve equilibro primario.

Sarmiento 470 - Piso 2, of. 201 C. A. de Buenos Aires C1041AAJ, Argentina | Tel: +54 11 4394 9330 | info@cucchiara.com.ar | www.cucchiara.com.ar

Desempeño Bonos Provinciales vs Soberanos

Luego de un 2024 y un 2025 destacables para los bonos provinciales, en 2026 no pudieron desacoplarse del doble golpe: la suba del riesgo país y el aumento de las tasas internacionales. Dicho esto, los bonos provinciales han mostrado cierta fortaleza ante la magnitud de este doble shock. En la tabla de la derecha remarcamos el retorno total, esto es, la suba de las paridades más los cupones para los últimos doce meses. El retorno promedio provincial fue positivo y muy digno frente a la caída de los bonos soberanos. Tomando como referencia el ARGENT 2035 (GD35), la pérdida fue del 7% en paridad y los cupones no pudieron compensar esa baja que se dio íntegramente en los últimos tres meses. Como veremos a lo largo de este reporte, salvo algunas excepciones que se detallan, con la ampliación de los rendimientos hoy nos resultan más atractivos los bonos soberanos que los provinciales, a diferencia de lo señalado en nuestro reporte previo.



Provincia	Bono	Var (%) 1 año	Retorno Total (%) 1 año
Prov. Bs. As.	BUENOS 6 ⅝ 09/01/37	-5,8%	2,3%
Río Negro	PRN 6 ⅞ 03/10/28	4,6%	13,0%
Chaco	CHACO 8 ¼ 02/18/28	8,6%	18,7%
Jujuy	JUJUYA 8 ⅝ 03/20/2027	2,7%	11,8%
Salta	SALTA 8 ½ 12/01/27	3,2%	12,8%
Entre Ríos	ENTRIO 8 ¼ 08/08/2028	5,0%	14,4%
Mendoza	MENDOZ 5 ¾ 03/19/29	3,8%	11,1%
Neuquén	NEUQUE 6 ⅞ 04/27/30	1,7%	9,5%
Córdoba	PDCAR 6 ⅞ 02/01/29	1,0%	8,2%
Santa Fé	PROVSF 6.9 11/01/27	2,3%	2,1%
Chubut	CHUBUT 7 ¾ 07/26/30	1,1%	9,3%
Ciudad Bs. As.	BUEAIR 7 ½ 06/01/27	0,3%	7,3%
Provincias	***Promedio Simple***	***2,4%***	***10,0%***
Argentina	***ARGENT 4 ⅛ 07/09/35***	***-7,1%***	***-2,0%***

Research Cucchiara

Monitor Fiscal

En términos de flujos (resultado primario), las provincias con mejor desempeño en los últimos 4 trimestres fueron: Chaco, Entre Ríos, Córdoba, Jujuy, Neuquén y Salta. En términos de stock (nivel de deuda), las provincias con menor apalancamiento son: CABA, Neuquén, Río Negro, Salta y San Juan. Las provincias más endebles, a nuestro juicio, son, por el momento, Tierra del Fuego, La Rioja y, en menor medida, la Provincia de Buenos Aires. San Juan, Neuquén y CABA tienen, en promedio, los mejores números para nosotros. En este reporte detallamos los números fiscales hasta el primer semestre de 2026 y nuestra impresión de cada uno de los bonos provinciales bajo legislación de Nueva York.

2Q26 LTM (USD MM)	CABA	Provincia de Buenos Aires	Córdoba	Chaco	Chubut	Entre Ríos	Jujuy	La Rioja	Mendoza	Neuquén	Río Negro	Salta	San Juan	Santa Fe	Tierra del Fuego
Ingresos Corrientes	10.622	27.975	9.634	3.299	2.280	3.923	1.852	1.089	3.667	6.484	2.008	2.631	2.066	8.415	1.100
Gastos Corrientes	9.053	27.841	8.710	3.199	2.216	3.766	1.715	1.054	3.413	5.779	1.983	2.415	1.786	8.178	1.291
Resultado Corriente	1.569	134	924	99	65	157	137	35	254	705	25	215	279	237	-191
Gastos de Capital	2.164	1.659	1.149	116	197	170	194	56	519	536	128	174	290	1.061	30
Ingresos Totales	10.631	28.022	9.772	3.314	2.287	3.939	1.913	1.099	3.687	6.520	2.016	2.648	2.075	8.749	1.106
Resultado Financiero	-587	-1.478	-87	-1	-125	3	4	-10	-245	205	-96	58	-2	-489	-215
Imp. Nacionales / Ingresos Totales	10%	40%	41%	71%	33%	57%	69%	85%	52%	13%	57%	70%	74%	47%	51%
Imp. Provinciales / Ingresos Totales	76%	41%	26%	10%	21%	21%	12%	11%	31%	23%	29%	23%	13%	27%	22%
Regalías / Ingresos Totales	0%	0%	0%	0%	16%	1%	2%	0%	4%	34%	4%	1%	2%	0%	3%
Resultado Corriente / Ingresos Totales	15%	0%	9%	3%	3%	4%	7%	3%	7%	11%	1%	8%	13%	3%	-17%
Resultado Primario / Ingresos Totales	-4%	-1%	1%	5%	-2%	3%	2%	0%	-3%	4%	-3%	4%	0%	-5%	-18%
Resultado Financiero / Ingresos Totales	-6%	-5%	-1%	0%	-5%	0%	0%	-1%	-7%	3%	-5%	2%	0%	-6%	-19%
Deuda	1.985	12.104	3.023	411	1.012	684	472	400	850	695	282	296	198	1.321	162
Deuda Total / PBI Provincial	1,4%	5,4%	5,0%	3,9%	7,7%	3,5%	6,5%	10,4%	3,6%	2,3%	2,8%	2,2%	2,1%	2,3%	2,8%

Research Cucchiara

Menú de Bonos Provinciales

Provincia	Ticker	Bono	Precio indicativo	TIR indicativa	MD	Rating	Monto en circulación (MM USD)	Mín.
CABA	BUEAIR27	BUEAIR 7 1/2 06/01/27	101,6	4,7%	0,5	B-	297	200000/1000
CABA	BDC33	BUEAIR 7.8 11/26/33	98,2	8,2%	4,6	B-	600	1000/1000
CABA	BDC36	BUEAIR 7.05 05/13/36	92,7	8,3%	6,0	B-	500	1000/1
Chaco	CH24D	CHACO 8 1/4 02/18/28	98,3	10,5%	0,7	CC	88	150000/1
Chubut	PUL26	CHUBUT 7 3/4 07/26/30	99,9	7,9%	1,7	CC	133	150000/1000
Chubut	PUA36	CHUBUT 9.45 04/29/36	100,7	9,4%	4,5	CC	650	1000/1000
Córdoba	CO24	PDCAR 6,99 06/01/27	100,8	4,4%	0,3	B-	83	150000/1000
Córdoba	CO27	PDCAR 6 7/8 02/01/29	95,6	10,2%	1,3	B-	456	150000/1000
Córdoba	CO32	PDCAR 9 3/4 07/02/32	97,4	10,5%	3,5	B-	725	10000/1000
Córdoba	CO35	PDCAR 8,6 02/03/35	90,0	10,6%	5,4	B-	800	10000/1000
Entre Ríos	ERF25	ENTRIO 8 1/4 08/08/28	99,5	8,8%	0,9	B-	53	1/1
Entre Ríos	ERM33	ENTRIO 9.55 03/04/33	92,2	11,6%	3,9	B-	300	10000/1000
Jujuy	JUS22	JUJUYA 8 5/8 03/20/27	99,8	8,8%	0,4	B-	24	150000/1
La Rioja	RIF25	PRIO 8 1/2 02/24/28	59,9	52,2%	1,0	D	113	1/1
Mendoza	PMM29	MENDOZ 5 3/4 03/19/29	95,5	9,4%	1,2	B-	272	1000/1000
Neuquén	NDT25	NEUQUE 6 7/8 04/27/30	97,4	8,4%	1,8	B-	203	1000/1000
Neuquén	NDT11	NEUQUE 8 5/8 05/12/30	101,2	8,0%	1,6	B-	146	150000/1000
Neuquén	NDG34	NEUQUE 7.35 08/25/34	92,8	8,8%	5,1	B-	500	1000/1000
PBA	BA37D	BUENOS 6 5/8 09/01/37	69,6	15,3%	3,7	CCC+	5437	1/1
PBA	BB37D	BUENOS 5 7/8 09/01/37	62,3	15,2%	4,6	CCC+	778	1/1
PBA	BC37D	BUENOS 5 1/4 09/01/37	64,0	13,8%	4,8	CCC+	153	1/1
Río Negro	RND25	PRN 6 7/8 03/10/28	97,7	9,7%	0,8	CCC+	107	1000/1
Salta	SA24D	SALTA 8 1/2 12/01/27	99,0	10,3%	0,5	B-	179	1/1
San Juan	SJO35	PDSJAR 9.55 10/01/35	94,4	10,6%	5,3	B-	600	1000/1000
Santa Fe	SF27D	PROVSF 6.9 11/01/27	100,7	6,1%	0,9	B-	89	150000/1000
Santa Fe	SFD34	PROVSF 8.1 12/11/34	93,0	9,6%	4,7	B-	800	1000/1000
Tierra del Fuego	TFU27	FUEGO 8.95 01/21/30	99,9	9,1%	1,5	CCC	68	1000/1000

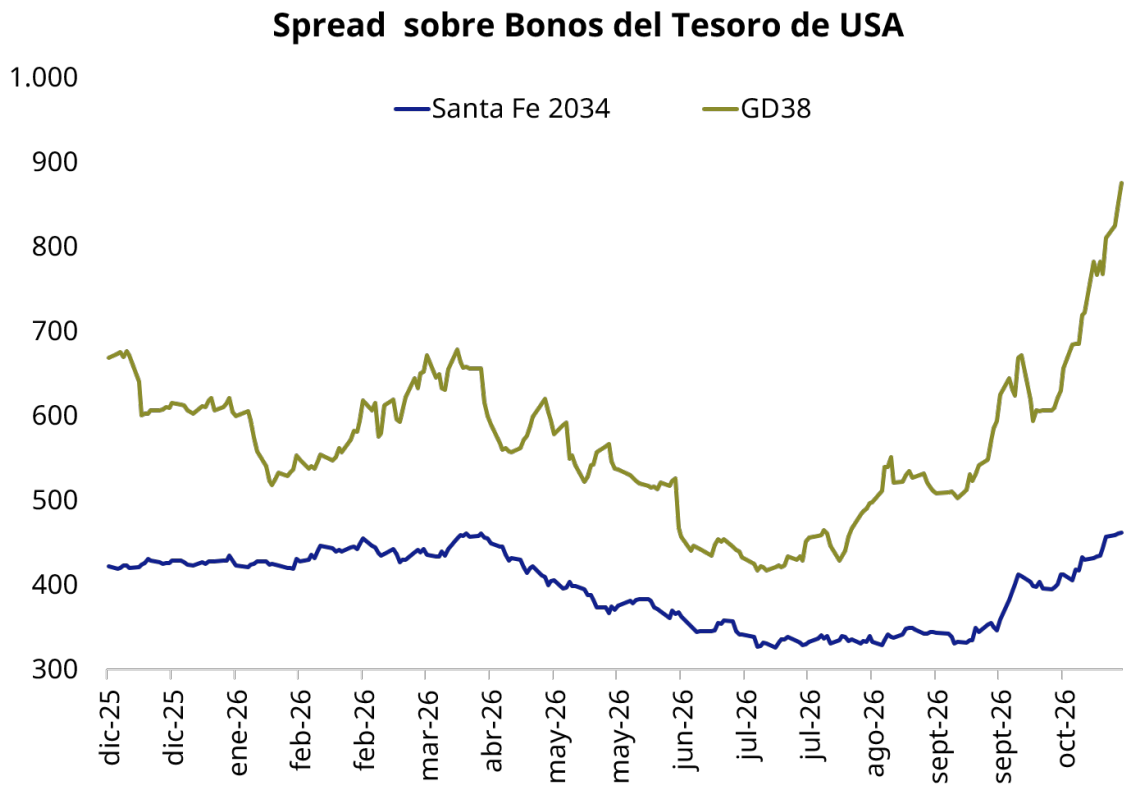
Research Cucchiara

Ideas de Inversión: PROVSF 8.10 2034 o PDCAR 8.6 2035 vs. Soberanos

Santa Fe tiene una muy buena reputación. Luego de la reestructuración soberana de 2020, la inmensa mayoría de las provincias reestructuraron sus bonos. Una de las pocas excepciones fue la provincia de Santa Fe, que no cambió las condiciones de emisión de su bono 2027. A fines de 2025, Santa Fe volvió al mercado internacional con un bono a 2034 por USD 800 millones y un rendimiento del 8,375% (se emitió bajo la par). Santa Fe mantiene un muy bajo ratio de deuda.

Con la misma tesis de inversión, nos gusta Córdoba. Es una provincia sana, con algo más de deuda que Santa Fe, pero con mejor resultado corriente. Es una provincia muy diversificada a nivel productivo y con gobiernos históricamente muy pragmáticos de centro. Santa Fe y Córdoba son mejores créditos que el soberano, por eso han resistido mucho mejor la reciente ampliación de rendimientos y la suba del riesgo país.

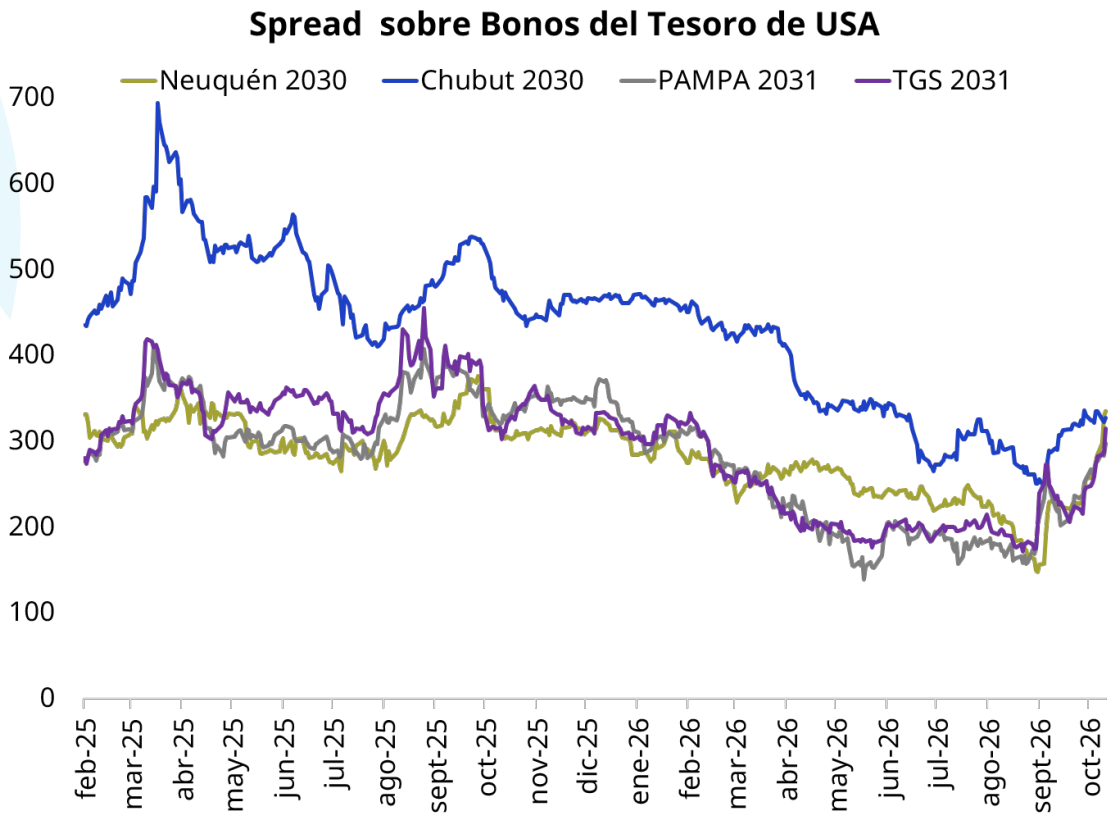
Dicho eso, con el actual diferencial de rendimientos (ver gráfico), a estos niveles preferimos los soberanos. Vemos exagerado el spread entre los grandes nombres provinciales y los bonos soberanos. En el reporte pasado habíamos hecho la recomendación inversa y, por suerte, el tiempo confirmó nuestra tesis. Veremos qué pasa en los próximos meses, pero preferimos los soberanos a estos nombres.



Research Cucchiara

Ideas de Inversión: Bonos Garantizados por Regalías vs Corporativos

Hay tres provincias que emitieron deuda garantizada por regalías: Neuquén, Chubut y Tierra del Fuego. Dejamos de lado a la última, cuyo desempeño fiscal es muy pobre. Estas garantías con fideicomisos locales se han mostrado resistentes durante períodos de estrés. Sin embargo, no le vemos sentido a que estos bonos operen con rendimientos inferiores o similares a los de los bonos TIER 1 del sector de energía, con bajísimos niveles de apalancamiento neto y grandes negocios en crecimiento (Pampa, Pluspetrol, Vista, YPF, Tragas, etc.). Entre el sector público, por más pujante que sea la provincia, y los bonos privados de emisores sanos con ratios bajos de deuda, a rendimientos similares siempre nos gustan los corporativos.



Research Cucchiara

Ideas de Inversión: San Juan, un Nuevo Emisor. Y un Emisor de Lujo.

En San Juan se desarrolla el proyecto minero de Vicuña Corp., un joint venture entre BHP y Lundin Mining. El proyecto, adherido al RIGI, integra los yacimientos Josemaría y Filo del Sol, este último ubicado en la frontera entre Argentina y Chile, y contempla la extracción de cobre, oro y plata. Una vez desarrollado, se espera que Vicuña se posicione entre los cinco principales proyectos de estos minerales a nivel mundial.

El proyecto se desarrollará en tres etapas. La primera, prevista entre 2027 y 2030, contempla una inversión inicial estimada de USD 7.000 MM y el foco estará puesto en el depósito Josemaría, incluyendo el desarrollo de una mina a cielo abierto y una planta concentradora diseñada para permitir futuras expansiones. Las etapas siguientes contemplan la incorporación progresiva de Filo del Sol y la expansión de la infraestructura y capacidad productiva del proyecto.

La inversión total estimada para el desarrollo del proyecto (comprendiendo las tres etapas) asciende a USD 18.000 MM. De concretarse, Vicuña se convertiría en la mayor inversión extranjera directa en la historia de Argentina. En términos de producción, una vez desarrollado, Vicuña estima alcanzar durante los primeros 25 años, una producción anual promedio de 395.000 toneladas de cobre, 711.000 onzas de oro y 22,2 millones de onzas de plata. A su vez, durante los primeros 10 años de producción, se prevé una producción acumulada de 2,5 millones de toneladas de cobre, 5,5 millones de onzas de oro y 214 millones de onzas de plata.

A principios de agosto se firmó un acuerdo que, entre otros aspectos, fijó las regalías provinciales en el 3% de los ingresos durante toda la vida útil del proyecto. Aplicando los precios spot de los minerales a la producción promedio proyectada para los primeros 25 años, las regalías rondarían aproximadamente los USD 300 millones anuales. A su vez, el acuerdo estableció una contribución adicional del 1,5% de las ventas brutas, pagadera a partir del sexto año de operaciones, y un anticipo de USD 250 millones a la provincia, destinado a obras de infraestructura, cuyo pago está previsto para fines del 2026.

Antes de la emisión de su bono por USD 600 millones, la caja era de USD 338 millones y la deuda neta de San Juan era negativa en USD 138 millones. Más caja que deuda, sin vencimientos por delante cortos y con regalías futuras que hacen el nivel de deuda extremadamente bajo.

El bono 2035 rinde cerca de 10,7%. El mercado parece no poner en precio el efecto Vicuña. Sin dudas, de nuestros preferidos.

La Provincia

La Ciudad Autónoma de Buenos Aires (CABA) es la capital de la República Argentina, cuyo jefe de Gobierno es Jorge Macri (PRO), con Clara Muzzio como vicejefa de Gobierno. La ciudad posee 3.121.707 habitantes. Su economía se basa principalmente en el sector de servicios, que representa más del 70% del producto bruto geográfico. CABA posee un producto bruto de aproximadamente USD 140.000 millones, de manera tal que su producto bruto por habitante escala a USD 44.000, nivel que supera ampliamente el promedio de América Latina y posiciona a CABA como uno de los distritos de mayor ingreso relativo de la región.

Números Fiscales y Deuda

- **La Ciudad de Buenos Aires mantiene una dinámica fiscal saludable desde 2019,** con ingresos propios sólidos vía impuestos al consumo y al patrimonio. Los impuestos federales solo representan cerca del 10% de sus ingresos. Los años 2024 y 2025 mostraron un marcado deterioro de las cuentas fiscales, aunque el 2026 ya muestra un repunte fuerte volviendo a las tendencias de 2023.
- **Ingresos Brutos tiene una fuerte ponderación en los ingresos de la capital,** representando cerca de un 80% del total de ingresos provinciales, mientras que ABL y patentes representan cerca de un 12%.
- **La Ciudad de Buenos Aires tiene dos excelentes cualidades.** En primer lugar, su reputación. La Ciudad cumplió con sus compromisos en las últimas décadas, aun en escenarios complejos donde el Estado Nacional rompió contratos. En segundo lugar, los buenos resultados fiscales le permitieron bajar marcadamente sus niveles de deuda. A la fecha, es la provincia con menor endeudamiento del país, tanto en relación a su PBI como a sus ingresos provinciales.

Conclusiones

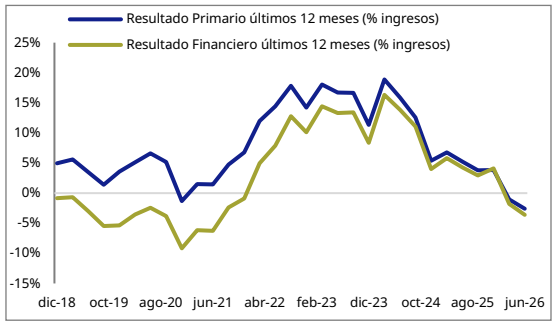
El bono de la Ciudad de Buenos Aires sin dudas es el mejor crédito provincial. Sin embargo, a los actuales niveles de rendimientos, no vemos los bonos 2033 o 2036 muy atractivos. Ambos cotizan con G-Spread cercano a 340pb (rendimientos de 8,1/8,2% aproximadamente). En esos niveles preferimos bonos corporativos argentinos de primera línea.

Ticker	Bono	Monto en circulación (MM USD)	Rating	Precio indicativo	TIR	MD	Mín.
BUEAIR27	BUEAIR 7 1/2 06/01/27	297	B-	101,6	4,7%	0,5	200000/1000
BDC33	BUEAIR 7.8 11/26/33	600	B-	98,2	8,2%	4,6	1000/1000
BDC36	BUEAIR 7.05 05/13/36	500	B-	92,7	8,3%	6,0	1000/1

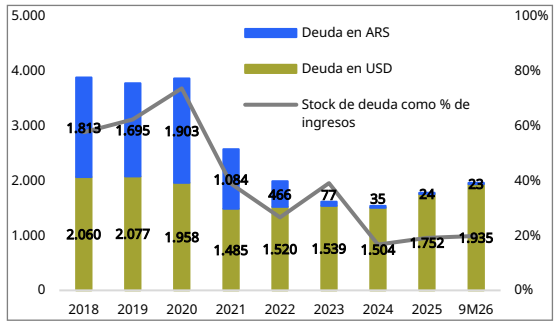
Esquema AIF, USD millones	2020	2021	2022	2023	2024	2025	6M26
Ingresos Totales	**6.257**	**7.152**	**10.111**	**11.318**	**10.395**	**10.890**	**5.443**
Ingresos Corrientes	6.171	7.108	9.957	11.173	10.389	10.877	5.441
Impuestos provinciales	4.460	5.601	7.782	8.939	7.556	8.065	4.131
Impuestos federales	1.390	792	1.081	1.057	1.011	1.053	557
Ingresos no tributarios*	208	273	547	992	1.193	849	451
Seguridad Social	0	0	0	0	0	0	0
Transferencias Corrientes	113	441	547	185	629	909	303
Ingresos de Capital	86	45	154	145	6	13	2
Inversiones Financieras	81	39	134	129	2	9	1
Transferencias Corrientes	5	5	20	16	4	4	1
Gastos Primarios	**6.830**	**7.214**	**9.112**	**10.370**	**9.987**	**11.054**	**5.024**
Gastos Corrientes	6.096	6.344	7.778	8.657	8.398	8.952	4.325
Gastos de personal	3.206	3.214	4.040	4.599	4.414	4.685	2.482
Bienes y Servicios	1.505	1.689	2.157	2.450	2.591	2.867	1.133
Transferencias al Sector Público	267	282	408	460	410	333	112
Seguridad Social	0	0	0	0	0	0	0
Otras transferencias & Gastos	1.118	1.160	1.174	1.148	983	1.068	597
Gastos de Capital	734	870	1.333	1.713	1.588	2.102	699
Inversión Real	729	859	1.322	1.699	1.578	2.083	694
Inversioines Financieras	1	3	2	5	2	5	1
Transferencias de capital	4	8	9	9	8	14	4
Resultado Primario	**-81**	**484**	**1.439**	**1.284**	**560**	**-78**	**483**
Resultado Primario (% de ingresos)	-1%	7%	14%	11%	5%	-1%	9%
Intereses de la deuda	493	546	416	335	142	87	64
Resultado Financiero	**-573**	**-62**	**1.023**	**949**	**419**	**-165**	**419**
Resultado Financiero (% de ingresos)	-9%	-1%	10%	8%	4%	-2%	8%

*Incluye ingresos no tributarios, venta de bienes y servicios de la administración pública y resultados financieros netos.

Resultado Financiero Provincial



Stock de deuda



Research Cucchiara con datos de DNAP

La Provincia

La provincia de Chaco, ubicada en el noreste del país, posee 1.129.606 habitantes acorde al Censo 2022. Desde 2023, es gobernada por Leandro Zdero (UCR), con Silvana Schneider como vicegobernadora. Sus principales actividades productivas son la producción de madera y la producción agrícola (destacándose la producción de algodón, ya que provee el 60% del total nacional). Su producto bruto es de USD 10.600 millones y su producto per cápita es de USD 9.000. Se ubica como una de las provincias con mayor índice de pobreza en el país, alcanzando el 48,6% en Gran Resistencia, solo por detrás de Concordia, Entre Ríos.

Números Fiscales y Deuda

- **Chaco mantuvo una dinámica deficitaria desde 2023** debido a una fuerte dependencia de Nación: mientras que el 74% de sus ingresos totales son de origen nacional, solo el 12% son propios, y no cobra regalías. No obstante, en el primer semestre de 2026 acumula superávit primario y financiero, frente a los déficits del mismo período de 2025, lo que anticipa una mejora del resultado fiscal para este año, sujeta a la ejecución del segundo semestre.
- **La provincia ha logrado una reducción de deuda desde 2021.** Para el primer semestre de este año la deuda se ubica cerca del 13% de los ingresos. Esto representa alrededor del 3,9% de su PBI, ubicándose levemente por debajo de la media provincial. Además, la provincia está reduciendo gradualmente su deuda en moneda extranjera, desde un 81% en 2023 hasta un 56% para el primer semestre del año. Esta deuda se atribuye principalmente a su bono Ley Nueva York, que ya lleva amortizado un 66%.

Conclusiones

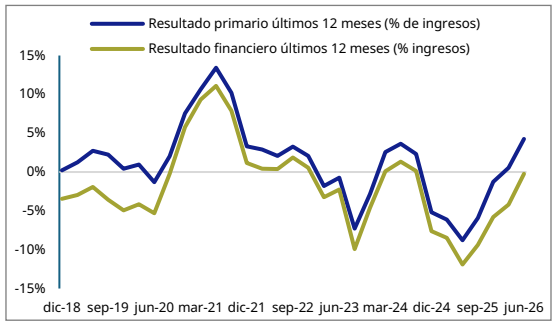
La provincia no tiene un stock tan alto de deuda y la nueva Gobernación tiene un enfoque más ortodoxo que los gobiernos previos, sin dudas puntos muy positivos. Sin embargo, dado el pobre perfil productivo de la provincia y la dependencia de los ingresos nacionales, vemos más atractivos los bonos soberanos con más de 200pb de premio sobre Chaco.

Ticker	Bono	Monto en circulación (MM USD)	Rating	Precio indicativo	TIR	MD	Mín.
CH24D	CHACO 8 1/4 02/18/28	88	CC	98,3	10,5%	0,7	150000/1

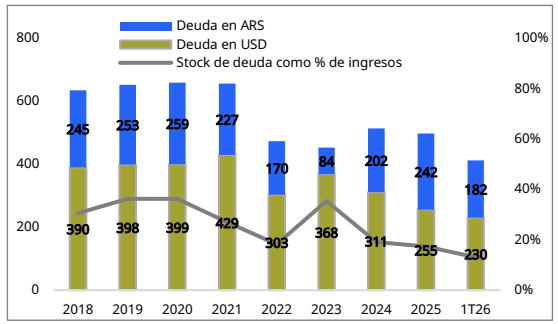
Esquema AIF, USD millones	2020	2021	2022	2023	2024	2025	6M26
Ingresos Totales	**2.166**	**2.631**	**3.519**	**3.505**	**3.032**	**3.356**	**1.668**
Ingresos Corrientes	2.122	2.519	3.413	3.411	3.025	3.335	1.664
Impuestos provinciales	227	286	380	370	319	343	170
Impuestos federales	1.471	1.775	2.377	2.318	2.194	2.345	1.206
Ingresos no tributarios*	33	48	126	119	46	78	30
Seguridad Social	269	291	393	412	421	470	217
Transferencias Corrientes	123	119	138	193	45	99	42
Ingresos de Capital	43	113	106	94	7	21	4
Inversiones Financieras	5	11	5	2	3	5	3
Transferencias Corrientes	39	102	101	92	4	16	2
Gastos Primarios	**2.041**	**2.601**	**3.500**	**3.666**	**3.263**	**3.550**	**1.609**
Gastos corrientes	1.896	2.215	2.961	3.055	3.055	3.412	1.546
Gastos de personal	973	1.062	1.483	1.527	1.519	1.673	764
Bienes y Servicios	127	177	191	163	187	198	83
Transferencias al Sector Público	270	348	474	449	426	446	191
Seguridad Social	338	392	546	579	623	726	353
Otras transferencias & Gastos	188	236	266	337	299	370	156
Gastos de Capital	145	386	539	612	208	137	63
Inversión Real	115	293	417	418	96	131	60
Inversiones Financieras	25	62	74	126	108	2	1
Transferencias de capital	6	31	48	68	4	4	2
Resultado Primario	**163**	**87**	**73**	**-100**	**-158**	**-42**	**124**
Resultado Primario (% de ingresos)	8%	3%	2%	-3%	-5%	-1%	7%
Intereses de la deuda	38	56	53	62	74	152	65
Resultado Financiero	**125**	**30**	**19**	**-161**	**-231**	**-194**	**59**
Resultado Financiero (% de ingresos)	6%	1%	1%	-5%	-8%	-6%	4%

*Incluye ingresos no tributarios, venta de bienes y servicios de la administración pública y resultados financieros netos.

Resultado Financiero Provincial



Stock de deuda



Research Cucchiara con datos de DNAP

La Provincia

La provincia de Chubut se ubica en la Patagonia Argentina, actualmente cuenta con 592.621 habitantes. Desde 2023 es gobernada por Ignacio Torres (PRO) y por Gustavo Menna, que lo acompaña como vicegobernador. Chubut es el segundo mayor productor de petróleo convencional y concentra cerca del 26% de las reservas nacionales de petróleo y el 4% de gas natural. Además de su relevancia en el sector hidrocarburífero, presenta una matriz productiva diversificada que incluye industrias como el aluminio, la pesca y la ganadería. Adicionalmente, es el principal generador de energía eólica a nivel nacional. Su producto bruto se encuentra en USD 13.000 MM, de manera tal que su producción por habitante se acerca a los USD 21.000.

Números Fiscales y Deuda

- **Junto con Neuquén, Chubut es una de las provincias que poseen mayor componente de regalías en sus ingresos.** En los últimos 12 meses estas representaron cerca del 16% del ingreso total, balanceando la dependencia respecto a la coparticipación, que está relegada a solo 31% del total de ingresos. Los ingresos por impuestos provinciales representan un 20% de los ingresos totales, similar al resto de las provincias.
- **2026 parece mostrar una mejora tras el déficit de 2025:** Chubut registró superávit en los últimos años, salvo en 2025, cuando cerró con un déficit primario del 5% y financiero del 8% de los ingresos. En el primer semestre de 2026 acumula un superávit primario de USD 47 MM, frente a un déficit de USD 5 MM en el mismo período de 2025.
- **Reversión de la deuda al alza: Chubut se posiciona como la segunda provincia con más deuda sobre el PBI:** Chubut venía reduciendo sus niveles de deuda desde 2021, ubicándose en torno al 30% de los ingresos en 2025. No obstante, en abril de este año la provincia emitió un bono en el mercado internacional por USD 650 millones, con vencimiento en 2036. Esto llevó la deuda al 46% de los ingresos, o un 7,7% del PBI, ubicándose bien por encima de la media. Así, el 96% de la deuda provincial es en moneda extranjera. Casi la totalidad se explica por sus bonos internacionales PUL26 (con vencimiento en 2029 y valor residual de 28%) y el nuevo PUA36.

Conclusiones

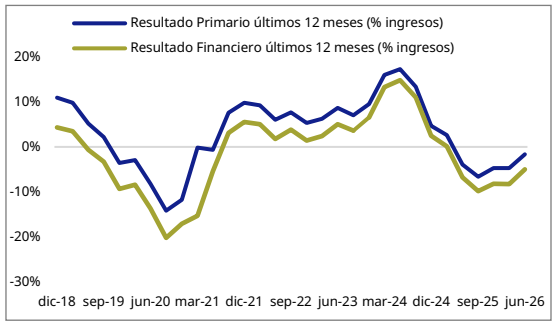
No le vemos atractivo al bono por debajo del 10%. Si bien la garantía es un gran atractivo para el tenedor, el perfil de deuda de la provincia y el declive natural de la producción de crudo convencional nos hacen pensar que no tiene mucho sentido en los actuales niveles. En 470pb de G-Spread vemos con mejores ojos algunos bonos corporativos argentinos.

Ticker	Bono	Monto en circulación (MM USD)	Rating	Precio indicativo	TIR	MD	Mín.
PUL26	CHUBUT 7 3/4 07/26/30	133	CC	99,9	7,9%	1,7	150000/1000
PUA 36	CHUBUT 9.45 04/29/36	650	CC	100,7	9,4%	4,5	1000/1000

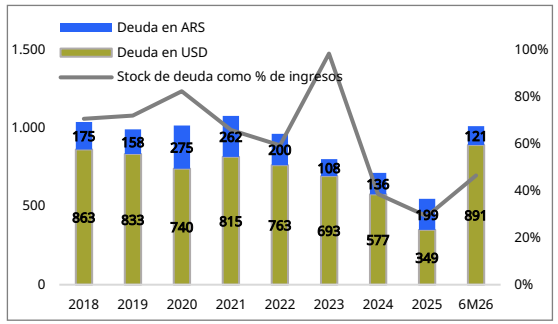
Esquema AIF, USD millones	2020	2021	2022	2023	2024	2025	6M26
Ingresos Totales	**1.470**	**1.766**	**2.200**	**2.230**	**2.084**	**2.206**	**1.214**
Ingresos Corrientes	1.463	1.744	2.186	2.218	2.079	2.198	1.211
Impuestos provinciales	253	331	416	440	435	477	245
Impuestos federales	475	575	762	739	705	748	379
Ingresos no tributarios*	403	546	628	659	598	561	377
Seguridad Social	289	257	346	339	329	388	198
Transferencias Corrientes	43	35	34	41	13	24	12
Ingresos de Capital	7	22	14	12	5	7	3
Inversiones Financieras	4	7	7	5	5	6	3
Transferencias Corrientes	2	15	7	7	0	1	0
Gastos Primarios	**1.721**	**1.668**	**2.168**	**2.085**	**2.033**	**2.386**	**1.205**
Gastos Corrientes	1.605	1.519	1.970	1.883	1.854	2.217	1.101
Gastos de personal	970	833	1.136	1.089	1.043	1.282	642
Bienes y Servicios	69	120	149	151	168	229	99
Transferencias al Sector Público	108	142	98	111	140	88	45
Seguridad Social	341	301	418	401	390	469	244
Otras transferencias & Gastos	116	124	170	132	113	148	71
Gastos de Capital	116	149	198	202	180	169	103
Inversión Real	47	57	80	87	78	70	41
Inversioines Financieras	5	2	3	5	5	2	3
Transferencias de capital	64	89	115	110	97	96	60
Resultado Primario	**-172**	**172**	**117**	**212**	**97**	**-103**	**47**
Resultado Primario (% de ingresos)	-12%	10%	5%	10%	5%	-5%	4%
Intereses de la deuda	79	75	85	67	46	77	38
Resultado Financiero	**-251**	**97**	**32**	**145**	**51**	**-180**	**9**
Resultado Financiero (% de ingresos)	-17%	6%	1%	7%	2%	-8%	1%

*Incluye ingresos no tributarios, venta de bienes y servicios de la administración pública y resultados financieros netos.

Resultado Financiero Provincial



Stock de deuda



Research Cucchiara con datos de DNAP

La Provincia

La provincia de Córdoba es una de las provincias más pobladas del país, con 3.840.905 habitantes. Es gobernada por Martín Llaryora y Myrian Prunotto (vicegobernadora), ambos pertenecientes al espacio *Hacemos Unidos por Córdoba*, de orientación peronista federal. Su economía combina una fuerte base agropecuaria (con relevancia en cultivos como maní, maíz, soja y trigo) con un sector industrial diversificado, en el que se destacan la industria automotriz y la producción de maquinaria agrícola. A esto se suma un importante sector de servicios y actividad turística. En este marco, su producto bruto asciende a USD 60.000 MM, de manera tal que, por habitante se generan aproximadamente USD 15.000.

Números Fiscales y Deuda

- **Córdoba es una provincia que ha registrado una dinámica fiscal estable luego de la pandemia,** manteniendo un superávit primario sólido. Durante el 2025 los números aflojaron, con un superávit primario que se redujo al 2% de los ingresos. Sin embargo, para los 6M2026 muestra una recuperación en sus parámetros fiscales. Presenta un sistema de seguridad social ligeramente deficitario, y una impronta fuerte de gastos de capital que se redujo entre un 20%-30% desde su pico en 2023. Los ingresos provinciales representan 27% del total, y los recursos nacionales un 44%, levemente mejor que el promedio.
- **Córdoba es una de las provincias más activas en el mercado internacional de deuda.** Recordemos que es una provincia que históricamente invierte fuerte en infraestructura. La deuda alcanza el 40% de los ingresos y el 5% de su PBI. A principios de este año, la provincia emitió un nuevo bono en dólares con vencimiento en 2035 por un total de USD 800 millones. El 73% de la deuda está denominada en dólares y dos tercios de la deuda total está en sus emisiones de deuda Ley NY.

Conclusiones

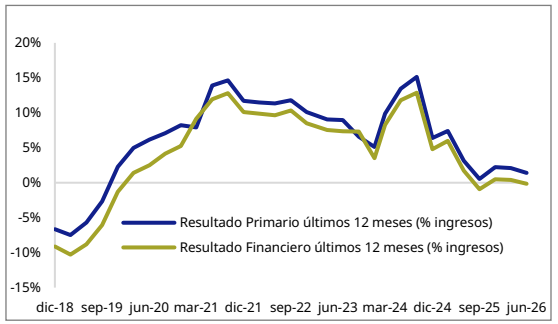
Nos gusta en general Córdoba, con un spread de 480 puntos básicos. Tiene mayor deuda que Santa Fe, pero también presenta un mejor resultado fiscal de caja. Es una provincia muy pujante en lo productivo y con un historial de gobiernos pragmáticos. El bono 2032 en 570pb de G-Spread es un mix interesante con rendimiento de 10,50% y duration de 3,7.

Ticker	Bono	Monto en circulación (MM USD)	Rating	Precio indicativo	TIR	MD	Mín.
CO24	PDCAR 6,99 06/01/27	83	B-	100,8	4,4%	0,3	150000/1000
CO27	PDCAR 6 7/8 02/01/29	456	B-	95,6	10,2%	1,3	150000/1000
CO32	PDCAR 9 3/4 07/02/32	725	B-	97,4	10,5%	3,5	10000/1000
CO35	PDCAR 8,6 02/03/35	800	B-	90,0	10,6%	5,4	10000/1000

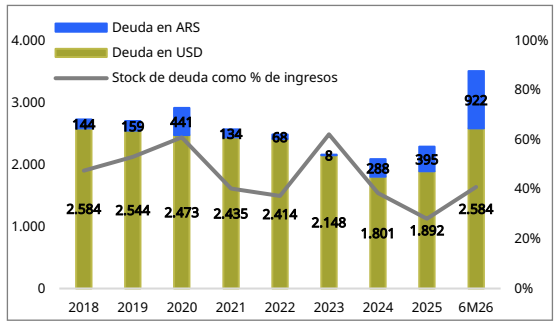
Esquema AIF, USD millones	2020	2021	2022	2023	2024	2025	6M26
Ingresos Totales	**5.696**	**6.885**	**9.005**	**9.503**	**8.665**	**9.535**	**4.963**
Ingresos Corrientes	5.654	6.795	8.885	9.396	8.566	9.399	4.892
Impuestos provinciales	1.603	1.938	2.401	2.331	2.230	2.568	1.308
Impuestos federales	2.590	3.129	4.154	4.065	3.892	4.037	2.075
Ingresos no tributarios*	301	481	834	1.344	1.257	1.326	630
Seguridad Social	846	886	1.131	1.279	1.130	1.309	764
Transferencias Corrientes	315	361	366	379	57	160	116
Ingresos de Capital	41	90	119	106	99	136	71
Inversiones Financieras	7	8	12	16	13	19	10
Transferencias Corrientes	35	82	107	90	86	117	61
Gastos Primarios	**5.396**	**6.189**	**8.240**	**9.170**	**8.249**	**9.487**	**4.752**
Gastos Corrientes	5.044	5.564	6.987	7.789	6.964	8.467	4.259
Gastos de personal	2.056	2.206	2.838	3.268	2.810	3.298	1.738
Bienes y Servicios	500	683	728	789	911	483	87
Transferencias al Sector Público	830	981	1.274	1.296	1.194	1.298	658
Seguridad Social	1.176	1.158	1.450	1.683	1.473	1.836	948
Otras transferencias & Gastos	482	536	697	753	576	797	376
Gastos de Capital	352	624	1.253	1.381	1.285	1.020	493
Inversión Real	239	458	906	912	720	762	416
Inversioines Financieras	45	95	208	248	440	186	41
Transferencias de capital	67	71	139	220	125	72	36
Resultado Primario	**470**	**805**	**909**	**485**	**554**	**212**	**268**
Resultado Primario (% de ingresos)	8%	12%	10%	5%	6%	2%	5%
Intereses de la deuda	169	108	144	153	138	164	57
Resultado Financiero	**300**	**697**	**764**	**332**	**416**	**48**	**211**
Resultado Financiero (% de ingresos)	5%	10%	8%	3%	5%	1%	4%

*Incluye ingresos no tributarios, venta de bienes y servicios de la administración pública y resultados financieros netos.

Resultado Financiero Provincial



Stock de deuda



Research Cucchiara con datos de DNAP

La Provincia

La provincia de Entre Ríos se encuentra en la región mesopotámica, al noreste del país y su población asciende a 1.425.578 habitantes. Su gobernador es Rogelio Frigerio (PRO), quien está acompañado por Alicia Aluani como vicegobernadora. Su economía se basa principalmente en la agricultura (arroz, girasol, lino) y es la principal productora avícola del país, destacándose tanto en la producción de carne como en la ovoproducción. Su producto bruto es de USD 19.000 millones de forma tal que el producto per cápita se encuentra en USD 13.000. En el primer semestre de 2026, Concordia registró la tasa de pobreza más alta del país (56,2%, frente a un nivel nacional de 32,3%).

Números Fiscales y Deuda

- **Entre Ríos tiene una dinámica fiscal relativamente regular**, recién ahora recomponiendo las cuentas fiscales luego de un 2023 que vio una variación total de 8 puntos en el resultado primario, de un superávit de casi 5% a un déficit de 4,4%. Al igual que Chaco, mantiene un sistema previsional altamente deficitario. Los ingresos federales representan un 58%, 8 puntos por encima del promedio nacional, y un 21% de los ingresos son propios. Para los 6M26 el resultado primario se ubica en USD 104 millones y el financiero en USD 56 millones vs. un déficit primario de USD 4 millones y financiero de aproximadamente USD 50 millones en los 6M25. Además, desde el 2023 se redujeron a la mitad las transferencias corrientes, en línea con el resto del país.
- **La provincia tiene dificultades para reducir su deuda de manera sostenida.** Si bien venía bajando el nivel de deuda desde el pico de 2022, en lo que va de 2026 la deuda volvió a subir, teniendo en cuenta la emisión de su nuevo bono Ley NY a 2033. La deuda se ubica en el 21% de los ingresos y en el 4,1% de su PBI, en torno a la media provincial. El 74% está en moneda extranjera, y el 60% de esa deuda en dólares corresponde a sus bonos Ley Nueva York: el ERF25 con vencimiento en 2028 y el ERM33 por 300 millones a 2033, con el que recompró USD 180 millones del ERF25 para extender vencimientos. Tras la recompra, quedan en circulación USD 53 millones.

Conclusiones

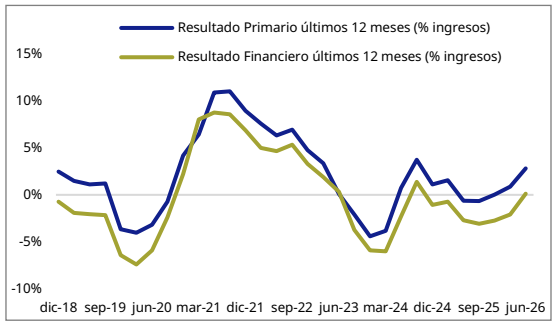
Es una provincia particular, ubicada en el núcleo productivo, pero con problemas sociales estructurales y un fuerte rojo previsional, a pesar de las reformas recientes. El gobernador cuenta con el visto bueno de los mercados. Si bien los números no son los mejores, creemos que el camino seguirá mejorando en los años próximos con la potencial reelección de Frigerio. En 680pb de G-Spread es un bono más que atractivo (rendimiento cercano al 11,50%)

Ticker	Bono	Monto en circulación (MM USD)	Rating	Precio indicativo	TIR	MD	Mín.
ERF25	ENTRIO 8 1/4 08/08/28	53	B-	99,48	8,8%	0,9	1/1
ERM33	ENTRIO 9.55 03/04/33	300	B-	92,2	11,6%	3,9	10000/1000

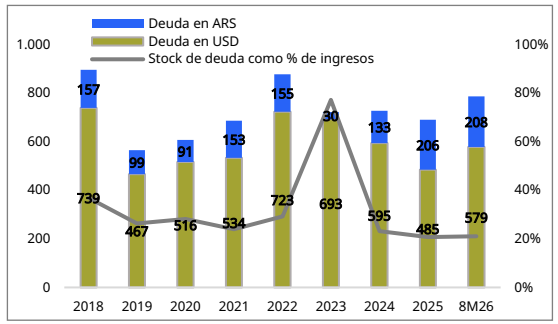
Esquema AIF, USD millones	2020	2021	2022	2023	2024	2025	6M26
Ingresos Totales	**2.563**	**3.087**	**4.073**	**3.985**	**3.545**	**3.902**	**2.005**
Ingresos Corrientes	2.540	3.031	4.000	3.938	3.532	3.883	1.999
Impuestos provinciales	506	654	759	720	677	790	421
Impuestos federales	1.426	1.724	2.310	2.255	2.138	2.243	1.167
Ingresos no tributarios*	58	149	258	245	145	148	69
Seguridad Social	352	392	535	570	537	624	294
Transferencias Corrientes	197	113	139	148	35	78	48
Ingresos de Capital	24	55	73	47	13	19	6
Inversiones Financieras	7	8	8	7	10	12	6
Transferencias Corrientes	17	48	65	40	3	7	0
Gastos Primarios	**2.506**	**2.874**	**3.939**	**4.222**	**3.583**	**4.010**	**1.949**
Gastos Corrientes	2.405	2.704	3.703	3.957	3.501	3.862	1.872
Gastos de personal	1.169	1.283	1.805	1.951	1.665	1.802	872
Bienes y Servicios	150	196	239	235	251	275	125
Transferencias al Sector Público	277	335	441	439	419	437	227
Seguridad Social	616	656	938	1.029	897	1.019	511
Otras transferencias & Gastos	193	234	281	302	268	328	138
Gastos de Capital	101	170	236	265	83	148	77
Inversión Real	93	127	206	230	73	139	74
Inversioines Financieras	2	33	6	3	2	0	0
Transferencias de capital	6	9	24	31	8	8	3
Resultado Primario	**108**	**277**	**195**	**-176**	**40**	**1**	**104**
Resultado Primario (% de ingresos)	4,20%	8,98%	4,78%	-4,43%	1,12%	0,02%	5,18%
Intereses de la deuda	51	64	61	60	78	108	48
Resultado Financiero	**57**	**213**	**134**	**-237**	**-38**	**-108**	**56**
Resultado Financiero (% de ingresos)	2,22%	6,89%	3,29%	-5,94%	-1,08%	-2,76%	2,77%

*Incluye ingresos no tributarios, venta de bienes y servicios de la administración pública y resultados financieros netos.

Resultado Financiero Provincial



Stock de deuda



Research Cucchiara con datos de DNAP

La Provincia

La provincia de Jujuy, ubicada en la región del Noroeste Argentino, cuenta con una población de 811.611 habitantes. Actualmente es gobernada por Carlos Sadir *(Unión Cívica Radical),* acompañado por el vicegobernador Alberto Bernis. La economía provincial se sustenta principalmente en actividades primarias (como el cultivo de caña de azúcar y tabaco), la minería (destacándose la explotación de plomo, plata y cobre) y el turismo. El PBI de la provincia asciende a aproximadamente USD 7.000 millones, lo que implica un PBI per cápita cercano a los USD 8.600.

Números Fiscales y Deuda

- **Fuerte dependencia de la coparticipación:** al igual que otras provincias del país, depende fuertemente de los ingresos federales dado que los ingresos propios solo representan un 22% del total. En este sentido, el aumento de los ingresos no tributarios desde 2023 logró compensar la caída en las transferencias corrientes. En el caso de Jujuy, las regalías representaron un 1,5% de los ingresos totales en los últimos 12 meses.
- **Jujuy exhibe una sólida trayectoria fiscal, con superávits primarios consistentes desde 2020.** En los 6M26, la provincia registró un superávit primario de 12% de los ingresos y un superávit financiero de 11%, en línea con el desempeño de los 6M25.
- **La provincia de Jujuy se encuentra entre las más endeudadas,** con un nivel cercano al 6,5% de su PBI, por encima de la media provincial. Cerca del 80% de su deuda tiene como acreedores a entidades bancarias y organismos multilaterales y el 17% al Tesoro Nacional. Menos del 5% corresponde a su bono Ley NY, que amortiza capital semestralmente desde 2023 y cuyo valor residual es de solo 11%. Mientras la provincia mantenga la disciplina fiscal, no vemos el nivel de deuda como un riesgo.

Conclusiones

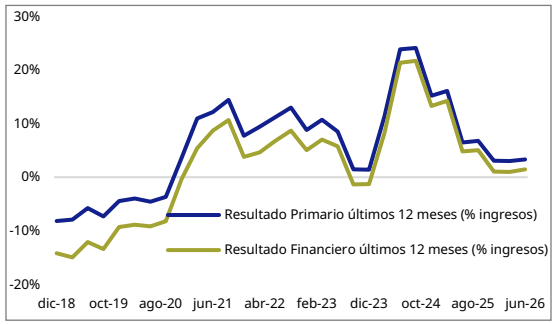
Nos gusta Jujuy: es una provincia fiscalmente ordenada y económicamente pujante gracias a la minería. El bono internacional ya está por vencer y con un residual muy bajo. Estaríamos atentos a una potencial nueva emisión de la provincia.

Ticker	Bono	Monto en circulación (MM USD)	Rating	Precio indicativo	TIR	MD	Mín.
JUS22	JUJUYA 8 5/8 03/20/27	24	B-	99,8	8,8%	0,36	150000/1

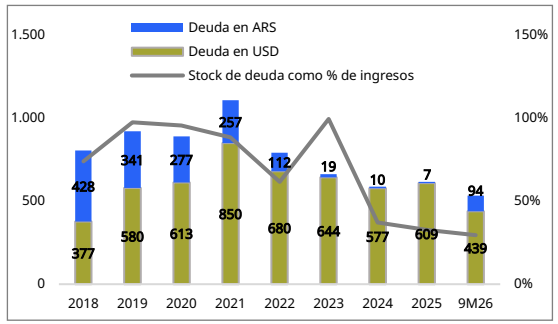
Esquema AIF, USD millones	2020	2021	2022	2023	2024	2025	6M26
Ingresos Totales	**1.109**	**1.352**	**1.741**	**1.826**	**1.780**	**1.884**	**938**
Ingresos Corrientes	1.081	1.323	1.727	1.754	1.737	1.831	907
Impuestos provinciales	106	163	215	230	207	235	123
Impuestos federales	830	1.003	1.341	1.306	1.239	1.321	681
Ingresos no tributarios*	20	39	40	67	197	171	63
Seguridad Social	0	0	0	0	0	0	0
Transferencias Corrientes	126	118	130	151	94	104	39
Ingresos de Capital	28	29	14	72	43	54	31
Inversiones Financieras	11	14	3	57	40	42	31
Transferencias Corrientes	17	15	11	15	3	12	0
Gastos Primarios	**1.114**	**1.301**	**1.653**	**1.850**	**1.544**	**1.865**	**836**
Gastos corrientes	971	1.115	1.340	1.501	1.270	1.657	790
Gastos de personal	610	675	827	974	803	927	512
Bienes y Servicios	68	85	108	132	120	148	44
Transferencias al Sector Público	181	198	215	247	200	414	172
Seguridad Social	0	0	0	0	0	0	0
Otras transferencias & Gastos	112	157	191	147	148	169	63
Gastos de Capital	143	186	313	350	273	208	46
Inversión Real	75	110	201	191	140	185	40
Inversiones Financieras	61	70	103	135	120	10	2
Transferencias de capital	6	6	9	24	13	13	4
Resultado Primario	**40**	**104**	**153**	**26**	**271**	**58**	**114**
Resultado Primario (% de ingresos)	3,57%	7,71%	8,80%	1,41%	15,23%	3,07%	12,16%
Intereses de la deuda	44	53	66	49	35	39	12
Resultado Financiero	**-4**	**51**	**87**	**-24**	**237**	**19**	**102**
Resultado Financiero (% de ingresos)	-0,40%	3,77%	5,02%	-1,30%	13,28%	1,02%	10,85%

*Incluye ingresos no tributarios, venta de bienes y servicios de la administración pública y resultados financieros netos.

Resultado Financiero Provincial



Stock de deuda



Research Cucchiara con datos de DNAP

La Provincia

La provincia de La Rioja se encuentra en el noroeste del país y posee una población de 383.865 habitantes. El gobernador es Ricardo Quintela, en el cargo desde 2019 y reelecto en 2023 *(Fuerza Patria),* acompañado por Teresita Madera como vicegobernadora. Su economía se sustenta en la agricultura bajo riego, con especialización en vid y olivo, lo que permite la producción y comercialización de vinos, aceite de oliva y frutos secos. Su producto bruto asciende a USD 4.000 millones de manera tal que su producto por habitante se encuentra en USD 10.000.

Números Fiscales y Deuda

- **La Rioja, actualmente en default, mantiene una dinámica fiscal volátil debido a su alta dependencia del gobierno nacional.** Los recursos propios representan apenas alrededor del 11% de los ingresos totales, lo que genera una fuerte dependencia de la coparticipación federal de impuestos y de las transferencias discrecionales de la Nación. El gasto en personal aumentó fuertemente medido en USD durante 6M26, junto con otros gastos, debido a la estabilidad cambiaria y la inflación.
- **La reducción de las transferencias corrientes tras el inicio de la gestión del presidente Javier Milei estuvo acompañada por una fuerte contracción del gasto, en particular en bienes y servicios y en otras transferencias y erogaciones.** Como resultado, la Provincia registró un superávit primario significativo en 2024; sin embargo, 2025 mostró un déficit primario de 2,2 puntos porcentuales de los ingresos.
- **El stock de deuda de La Rioja ha disminuido en los últimos años. Aproximadamente dos tercios del total corresponden a deuda en dólares estadounidenses y un tercio a deuda en pesos.** Prácticamente toda la deuda en dólares está vinculada al bono internacional de la provincia. La Rioja entró en default en agosto de 2024 tras no realizar un pago de intereses de su Bono Verde emitido en 2017. El bono vencía originalmente en 2027, pero fue reestructurado en 2021. Es el único bono internacional de la provincia y se emitió para financiar el proyecto del Parque Eólico Arauco. Como consecuencia de estos incumplimientos, en septiembre de 2024 un tribunal de EE. UU. dictaminó que La Rioja debe pagar a los bonistas cerca de USD 40 millones en concepto de daños.

Conclusiones

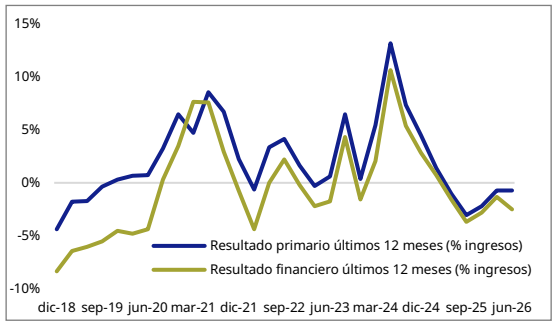
No nos gusta el crédito a estos niveles de paridad. Debería darse una reestructuración medianamente amigable y no vemos esos incentivos. Tampoco vemos motivaciones ni intenciones claras de querer resolver el problema de la deuda desde la conducción provincial actual.

Ticker	Bono	Monto en circulación (MM USD)	Rating	Precio indicativo	TIR	MD	Mín.
RIF25	PRIO 8 1/2 02/24/28	113	D	59,9	52,2%	1,01	1/1

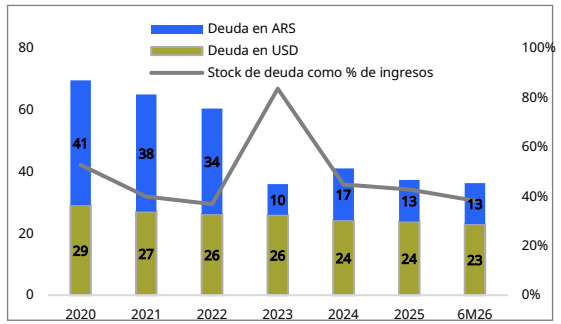
Esquema AIF, USD millones	2020	2021	2022	2023	2024	2025	6M26
Ingresos Totales	**835**	**1.035**	**1.391**	**1.340**	**1.040**	**1.097**	**589**
Ingresos Corrientes	704	848	1.153	1.157	1.036	1.094	573
Impuestos provinciales	50	78	105	104	109	124	60
Impuestos federales	597	723	968	943	897	935	501
Ingresos no tributarios*	21	11	21	33	22	28	9
Seguridad Social	0	0	0	0	0	0	0
Transferencias Corrientes	36	36	58	76	7	7	3
Ingresos de Capital	131	187	238	183	4	3	16
Inversiones Financieras	2	2	20	11	3	1	7
Transferencias Corrientes	128	185	218	172	1	2	10
Gastos Primarios	**806**	**1.042**	**1.394**	**1.361**	**1.010**	**1.128**	**561**
Gastos corrientes	706	863	1.156	1.125	933	1.048	540
Gastos de personal	367	408	564	530	491	567	295
Bienes y Servicios	100	159	186	184	137	145	76
Transferencias al Sector Público	146	157	224	197	195	241	125
Seguridad Social	0	0	0	0	0	0	0
Otras transferencias & Gastos	93	139	182	214	110	95	43
Gastos de Capital	99	179	238	236	77	80	21
Inversión Real	68	117	148	117	57	58	19
Inversiones Financieras	26	52	80	109	15	19	1
Transferencias de capital	5	11	10	10	5	2	1
Resultado Primario	**54**	**23**	**23**	**5**	**47**	**-24**	**31**
Resultado Primario (% de ingresos)	6,48%	2,24%	1,63%	0,37%	4,50%	-2,21%	5,32%
Intereses de la deuda	25	31	26	26	17	7	3
Resultado Financiero	**29**	**-8**	**-3**	**-21**	**30**	**-31**	**28**
Resultado Financiero (% de ingresos)	3,48%	-0,74%	-0,21%	-1,58%	2,85%	-2,82%	4,81%

*Incluye ingresos no tributarios, venta de bienes y servicios de la administración pública y resultados financieros netos.

Resultado Financiero Provincial



Stock de deuda



Research Cucchiara con datos de DNAP

La Provincia

La provincia de Mendoza se ubica al pie de la Cordillera de los Andes y limita al oeste con Chile y actualmente posee 2.043.540 habitantes. Su gobernador es Alfredo Cornejo (UCR), acompañado por Hebe Casado como vicegobernadora. Su economía se caracteriza por el fuerte peso de la vitivinicultura, actividad en la que concentra aproximadamente el 70% de la producción nacional de vinos. Asimismo, la provincia desarrolla la producción e industrialización de otras materias primas, como frutas y hortalizas, y cuenta con ingresos relevantes asociados al turismo. Su producto bruto asciende a USD 23.000 MM, por lo que el producto per cápita es de USD 11.000.

Números Fiscales y Deuda

- **La provincia de Mendoza suele tener una situación fiscal aceptable.** Luego de un déficit primario de casi 3% en el 2025, la provincia retomó el sendero fiscal con un resultado primario de casi 9% para los primeros 6 meses del año. Los ingresos propios representan 35%, combinando 31% de impuestos provinciales y 4% de regalías. Los ingresos por coparticipación representan 52%, en línea con el promedio nacional. Las transferencias corrientes se redujeron a cero durante el 2026, desde su pico de USD 429 millones en 2023.
- **Adicionalmente, la provincia tiene un componente importante de gastos de capital,** el cual se comprimió fuertemente luego del cambio de gobierno en 2023, entre 50% y 60%. Los otros componentes del gasto (personal y bienes y servicios) tuvieron una dinámica en línea con las demás provincias.
- **La provincia ha alcanzado una reducción importante de deuda desde 2021.** En ese entonces, la deuda alcanzaba el 42% de los ingresos. En los últimos seis meses, la deuda de la provincia aumentó un 16%, pero con una tendencia hacia deuda en pesos. La deuda denominada en dólares se redujo un 13% mientras que las obligaciones en pesos aumentaron un 63%. Esto representa una deuda alrededor del 3,6% de su PBI, por debajo de la media provincial de 4%.

Conclusiones

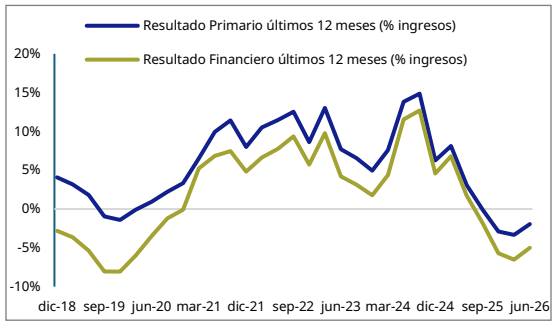
No está nada mal el bono en estos niveles de tasas. Es una provincia con un excelente perfil productivo, que ha tenido históricamente gobiernos pragmáticos y promercado. Su desempeño fiscal es prudente. En niveles de 9,20% de rendimiento (G-Spread 470pb) quizás no parezca a priori tan atractivo, pero debemos recordar que es un bono muy corto y viene pagando amortización semestral.

Ticker	Bono	Monto en circulación (MM USD)	Rating	Precio indicativo	TIR	MD	Mín.
PMM29	MENDOZ 5 3/4 03/19/29	272	B-	95,47	9,4%	1,2	1000/1000

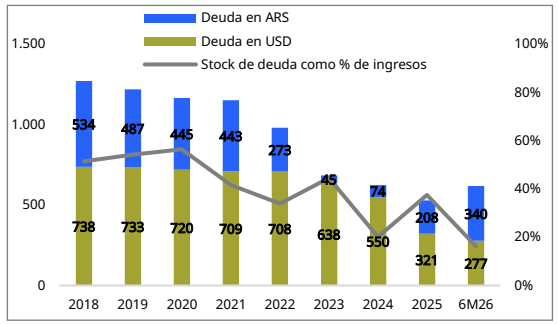
Esquema AIF, USD millones	2020	2021	2022	2023	2024	2025	6M26
Ingresos Totales	**2.463**	**2.986**	**3.909**	**4.208**	**3.495**	**3.620**	**1.845**
Ingresos Corrientes	2.346	2.710	3.671	3.773	3.447	3.602	1.835
Impuestos provinciales	683	824	1.076	1.158	1.078	1.116	573
Impuestos federales	1.216	1.469	1.965	1.914	1.816	1.911	973
Ingresos no tributarios*	341	335	534	578	518	535	263
Seguridad Social	0	0	0	0	0	0	0
Transferencias Corrientes	105	81	96	123	35	39	28
Ingresos de Capital	117	276	238	435	48	19	10
Inversiones Financieras	20	11	8	6	3	18	10
Transferencias Corrientes	97	266	230	429	44	1	0
Gastos Primarios	**2.465**	**2.842**	**3.686**	**4.134**	**3.335**	**3.826**	**1.722**
Gastos Corrientes	2.256	2.373	3.008	3.202	2.897	3.334	1.532
Gastos de personal	1.239	1.185	1.510	1.580	1.342	1.599	785
Bienes y Servicios	290	357	430	478	523	599	251
Transferencias al Sector Público	371	441	574	592	562	570	251
Seguridad Social	0	0	0	0	0	0	0
Otras transferencias & Gastos	356	390	494	552	470	565	246
Gastos de Capital	209	470	678	932	438	492	189
Inversión Real	78	123	264	308	228	319	158
Inversioines Financieras	129	340	376	583	198	156	28
Transferencias de capital	2	6	38	41	12	18	2
Resultado Primario	**82**	**239**	**337**	**209**	**219**	**-104**	**164**
Resultado Primario (% de ingresos)	3,34%	8,02%	8,61%	4,96%	6,25%	-2,87%	8,87%
Intereses de la deuda	85	95	113	135	59	102	40
Resultado Financiero	**-2**	**144**	**224**	**74**	**160**	**-206**	**123**
Resultado Financiero (% de ingresos)	-0,09%	4,82%	5,72%	1,75%	4,58%	-5,68%	6,68%

*Incluye ingresos no tributarios, venta de bienes y servicios de la administración pública y resultados financieros netos.

Resultado Financiero Provincial



Stock de deuda



Research Cucchiara con datos de DNAP

La Provincia

La provincia de Neuquén se ubica en el noroeste de la Patagonia Argentina y posee 710.814 habitantes. Actualmente, es gobernada por Rolando Figueroa y Gloria Ruiz (vicegobernadora), pertenecientes al partido provincial *Comunidad*. Su economía se encuentra fuertemente orientada a la producción de energía y la explotación de hidrocarburos: Neuquén es la mayor tenedora de la formación de Vaca Muerta (85% del total). A eso se le suman ingresos relevantes por turismo. Su PBI asciende a USD 30.000 MM tal que por habitante se producen USD 42.000, posicionando a Neuquén entre las provincias con mayor ingreso per cápita del país.

Números Fiscales y Deuda

- **Neuquén es una de las provincias más sólidas del país,** atribuible a su capacidad de generar un 34% de los ingresos totales vía regalías por la industria del petróleo y gas. Luego, un 23% de los ingresos totales ingresa vía impuestos provinciales y solamente un 13% del ingreso total es por impuestos federales. La provincia también tiene su propio sistema de seguridad social, el cual se encuentra equilibrado.
- **Con una dinámica fiscal que fue mejorando a lo largo de los años**, la provincia de Neuquén tiene equilibrio primario y financiero, atribuible a que los ingresos y gastos se movieron al mismo ritmo.
- **La deuda viene cayendo desde 2021,** aunque a un ritmo quizás algo lento dado el espectacular incremento en las regalías. La deuda se ubica en el 10,7% de los ingresos (segunda mejor provincia en esta métrica, por detrás de San Juan) y en el 2,3% de su PBI (por debajo de CABA y empatada con las provincias de Salta, San Juan y Santa Fe). El crecimiento de las regalías gracias a la explosión de Vaca Muerta provocó que el peso de la deuda caiga drásticamente. Cerca del 90% de la deuda está en moneda extranjera y el 55% del total corresponde a los dos bonos internacionales. Ambos bonos vencen en 2030, pero difieren en el esquema de amortización y en el cupón (8,625% paga el garantizado y 6,875% el no garantizado). El bono secured tiene un valor residual del 54%, mientras que el no garantizado tiene un valor residual del 42%.

Conclusiones

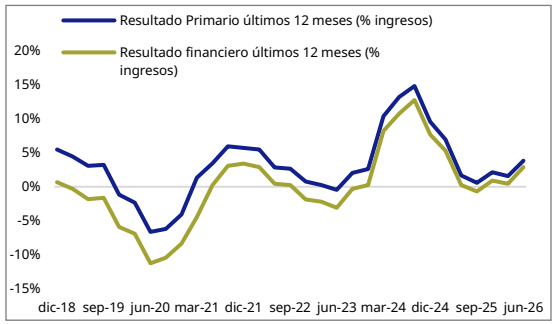
Vaca Muerta es un activo tan productivo que compensa cualquier ineficiencia en el manejo de los fondos públicos. Con las exportaciones proyectadas al 2030 del complejo no convencional, los bonos cuentan con un respaldo formidable, tanto el no garantizado como el secured. Sin embargo, dados los rendimientos bajos, preferimos en esos niveles la curva corporativa argentina.

Ticker	Bono	Monto en circulación (MM USD)	Rating	Precio indicativo	TIR	MD	Mín.
NDT25	NEUQUE 6 7/8 04/27/30	203	B-	97,4	8,4%	1,8	1000/1000
NDT11	NEUQUE 8 5/8 05/12/30	146	B-	101,2	8,0%	1,6	150000/1000
NDG34	NEUQUE 7.35 08/25/34	500	B-	92,8	8,8%	5,1	1000/1000

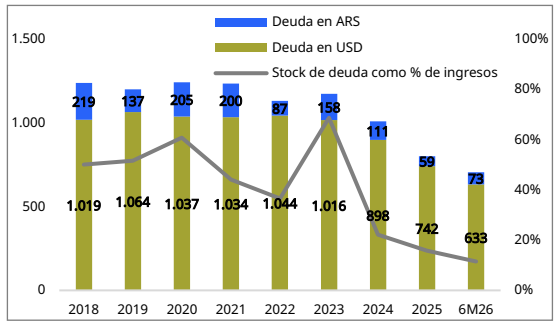
Esquema AIF, USD millones	2020	2021	2022	2023	2024	2025	6M26
Ingresos Totales	**2.437**	**3.024**	**4.195**	**4.677**	**5.131**	**5.950**	**3.311**
Ingresos Corrientes	2.412	2.971	4.122	4.587	5.118	5.889	3.305
Impuestos provinciales	538	717	959	1.071	1.257	1.400	744
Impuestos federales	522	633	822	810	774	819	418
Ingresos no tributarios*	885	1.144	1.645	1.938	2.209	2.520	1.517
Seguridad Social	424	439	638	700	870	1.116	606
Transferencias Corrientes	44	38	59	68	9	35	20
Ingresos de Capital	25	53	73	90	13	61	6
Inversiones Financieras	4	18	34	66	12	52	6
Transferencias Corrientes	21	35	39	24	1	9	0
Gastos Primarios	**2.641**	**2.921**	**4.273**	**4.666**	**4.736**	**5.896**	**3.225**
Gastos Corrientes	2.456	2.688	3.909	4.305	4.444	5.446	2.922
Gastos de personal	1.315	1.426	2.032	2.227	2.330	2.969	1.623
Bienes y Servicios	232	260	428	469	514	556	240
Transferencias al Sector Público	256	340	487	554	579	636	365
Seguridad Social	484	512	742	824	853	1.108	612
Otras transferencias & Gastos	169	150	219	231	168	177	82
Gastos de Capital	185	233	364	361	293	450	303
Inversión Real	116	143	234	238	184	380	267
Inversioines Financieras	63	71	100	92	76	39	20
Transferencias de capital	6	19	30	31	33	30	16
Resultado Primario	**-99**	**173**	**32**	**123**	**492**	**126**	**113**
Resultado Primario (% de ingresos)	-4,08%	5,72%	0,75%	2,63%	9,59%	2,12%	3,41%
Intereses de la deuda	104	70	110	112	98	72	27
Resultado Financiero	**-204**	**103**	**-79**	**11**	**394**	**54**	**86**
Resultado Financiero (% de ingresos)	-8,36%	3,40%	-1,87%	0,23%	7,68%	0,91%	2,59%

*Incluye ingresos no tributarios, venta de bienes y servicios de la administración pública y resultados financieros netos.

Resultado Financiero Provincial



Stock de deuda



Research Cucchiara con datos de DNAP

La Provincia

La Provincia de Buenos Aires es el distrito más extenso y poblado del país, con alrededor de 17,5 millones de habitantes (40% del total). Actualmente, la Provincia es gobernada por Axel Kicillof (Fuerza Patria), con Verónica Magario como vicegobernadora. La estructura productiva provincial se caracteriza por una marcada diversificación, con fuerte presencia en los sectores agrícolas (con cultivos como trigo, maíz, girasol y soja), ganaderos (carne bovina) e industriales (petroquímica, siderurgia, entre otros). De esta forma, su producto bruto representa un tercio del total del país y asciende a USD 220.000 millones, tal que su producto bruto por habitante es de USD 12.500.

Números Fiscales y Deuda

- **La provincia de Buenos Aires tiene una dinámica fiscal negativa en relación a su estructura productiva.** El 40% de los ingresos se obtiene vía impuestos federales/coparticipación, mientras que un 41% proviene de tributos provinciales como Ingresos Brutos y patentes. Dicho esto, en los últimos años la dinámica fiscal tampoco ha empeorado; su problema es histórico.
- **Maneja un sistema previsional deficitario en un poco más de USD 1.100 millones según los datos de la DNAP.** Por otro lado, mantiene un componente fuerte de gastos de capital que se redujo un 41% entre 2023 y 2026.
- **En términos de deuda nominal, esta es tan representativa como la del resto de las provincias juntas.** Esto no solo se explica por su tamaño, provincia de mayor peso relativo, sino también por sus ratios de deuda. La deuda representa cerca del 46% de sus ingresos y 5,4% de su PBI. El ratio de deuda no acompañó la baja promedio del resto de las provincias, debido a la dinámica fiscal recién detallada. Cerca del 90% es deuda en dólares y alrededor del 60% del total corresponde a los tres bonos bajo legislación de Nueva York. La provincia también tiene acceso al mercado local y créditos con multilaterales por más de USD 2.000 millones. Si bien el vencimiento de los bonos bajo ley de Nueva York es en 2037, ya está pagando generosas y exigentes cuotas de amortización año tras año.

Conclusiones

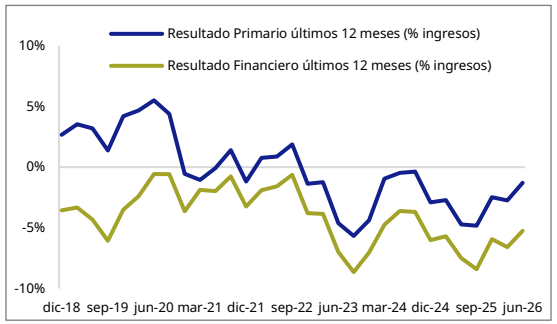
El spread actual entre BUENOS 2037 y GD38 ronda los 200 pb. Mirando los números fiscales, con dinámicas casi opuestas, y la marcada preferencia del mercado por Milei sobre Kicillof, este spread no nos parece tan atractivo. Es más, el Bonar 2038 (ARGBON – AE38) cotiza en niveles similares a BUENOS. Preferimos AE38 a BUENOS 37 sin dudas.

Ticker	Bono	Monto en circulación (MM USD)	Rating	Precio indicativo	TIR	MD	Mín.
BA37	BUENOS 6 5/8 09/01/37	5437	CCC+	69,6	15,3%	3,7	1/1
BB37D	BUENOS 5 7/8 09/01/37	778	CCC+	62,3	15,2%	4,6	1/1
BC37D	BUENOS 5 1/4 09/01/37	153	CCC+	64,0	13,8%	4,8	1/1

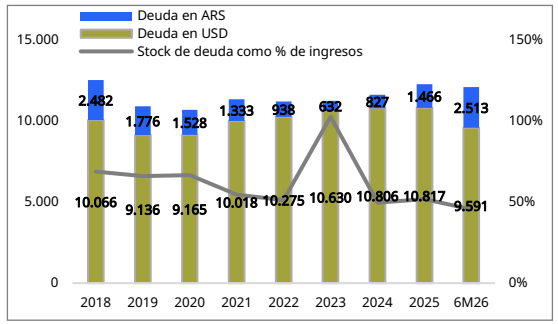
Esquema AIF, USD millones	2020	2021	2022	2023	2024	2025	6M26
Ingresos Totales	**19.134**	**22.415**	**29.598**	**30.029**	**26.390**	**27.751**	**13.992**
Ingresos Corrientes	19.097	22.251	29.551	29.911	26.363	27.702	13.967
Impuestos provinciales	6.611	8.330	10.783	10.309	10.589	11.283	5.639
Impuestos federales	7.104	8.483	10.296	10.966	10.225	11.006	5.713
Ingresos no tributarios*	185	375	876	1.272	823	364	152
Seguridad Social	2.938	3.226	4.470	4.609	4.102	4.359	2.196
Transferencias Corrientes	2.259	1.837	3.124	2.755	624	689	267
Ingresos de Capital	37	165	47	119	27	50	25
Inversiones Financieras	3	8	3	4	2	5	2
Transferencias Corrientes	34	157	44	114	25	45	23
Gastos Primarios	**19.829**	**23.145**	**30.720**	**32.140**	**27.978**	**29.399**	**14.611**
Gastos Corrientes	18.882	21.929	28.586	29.883	26.295	27.465	13.956
Gastos de personal	8.282	9.573	12.576	13.521	11.351	11.825	6.115
Bienes y Servicios	1.009	1.362	1.547	1.732	1.595	1.729	732
Transferencias al Sector Público	3.237	3.948	5.144	4.958	4.655	4.894	2.428
Seguridad Social	3.731	4.105	5.341	5.558	4.992	5.512	2.835
Otras transferencias & Gastos	2.622	2.940	3.796	4.114	3.702	3.505	1.845
Gastos de Capital	948	1.216	2.135	2.257	1.682	1.934	655
Inversión Real	261	615	1.001	1.097	970	989	299
Inversioines Financieras	236	207	389	405	370	411	176
Transferencias de capital	450	37.491	744	755	342	534	180
Resultado Primario	**-105**	**-266**	**-407**	**-1.317**	**-763**	**-688**	**-96**
Resultado Primario (% de ingresos)	-0,55%	-1,19%	-1,38%	-4,38%	-2,89%	-2,48%	-0,69%
Intereses de la deuda	591	463	715	794	825	960	522
Resultado Financiero	**-696**	**-729**	**-1.122**	**-2.111**	**-1.588**	**-1.648**	**-619**
Resultado Financiero (% de ingresos)	-3,63%	-3,25%	-3,79%	-7,03%	-6,02%	-5,94%	-4,42%

*Incluye ingresos no tributarios, venta de bienes y servicios de la administración pública y resultados financieros netos.

Resultado Financiero Provincial



Stock de deuda



Research Cucchiara con datos de DNAP

La Provincia

La provincia de Río Negro pertenece a la Patagonia Argentina y posee una población de 750.768 habitantes. Es gobernada por Alberto Weretilneck, acompañado por Pedro Pesatti como vicegobernador, ambos pertenecientes al movimiento político provincial *Juntos Somos Río Negro*. Los sectores productivos de la provincia se encuentran diversificados, destacándose la extracción de gas y petróleo, la fruticultura (manzanas, peras, entre otras) y el turismo. Su producto bruto es de USD 10.000 MM, lo que le da un producto por habitante de USD 13.000. Además, la provincia concentra los proyectos de exportación de GNL (como Argentina LNG y Southern Energy, ambos en el Golfo San Matías). Aunque no percibirá regalías hidrocarburíferas por el gas exportado, que proviene de Vaca Muerta, los acuerdos firmados le aseguran ingresos en dólares en concepto de cánones, tasas y aportes a partir del inicio de operaciones, previsto para 2027.

Números Fiscales y Deuda

- **Río Negro se encuentra en una posición más favorable comparada con otras provincias,** con ingresos tributarios propios que representan cerca del 30% del total, ingresos federales que explican el 57% y un 12% que se atribuye a ingresos no tributarios. Dentro de estos, se encuentran las regalías por el gas y petróleo, que representan un 4% de los ingresos totales de la provincia.
- **La dinámica fiscal de la provincia ha mostrado volatilidad:** logró pasar de un déficit primario de 7,4 puntos en 2020 a un superávit primario de 1,9% en 2024. No obstante, en 2025 volvió al déficit, con resultados primario y financiero negativos de 3% y 4,5%, respectivamente. En los 6M26 registra un superávit primario de 2% de los ingresos y un resultado financiero neutro.
- **La provincia mantiene un stock de deuda del 2,8% en relación con el producto y cercano al 13% en relación con los ingresos.** El stock de deuda muestra una clara tendencia a la baja desde 2018, interrumpida solo durante la pandemia. Los bonos en dólares bajo legislación de Nueva York representan el 60% del total de la deuda, mientras que el porcentaje restante se concentra mayormente en organismos internacionales. El bono tiene amortización parcial: el valor residual es del 33%, y termina de amortizar en marzo de 2028.

Conclusiones

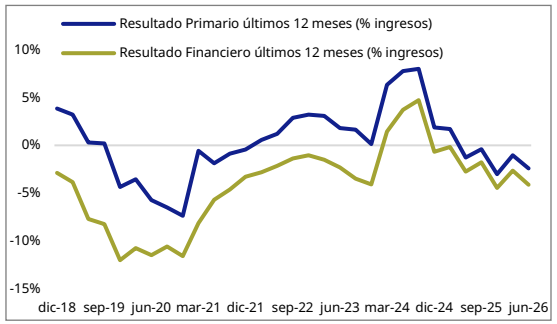
Con un rendimiento del 9,50% o 510pb de G-Spread, nos parece un buen bono dado que es muy corto, pero es un bono ilíquido. La provincia de Río Negro presenta aceptables números, tanto en materia de deuda como en la dinámica fiscal. Al finalizar el gobierno de Milei, el bono estará prácticamente amortizado, dado que solo quedaría una cuota de capital del 11% para 2028.

Ticker	Bono	Monto en circulación (MM USD)	Rating	Precio indicativo	TIR	MD	Mín.
RND25	PRN 6 7/8 03/10/28	106,751	CCC+	97,75	9,7%	0,8	1000/1

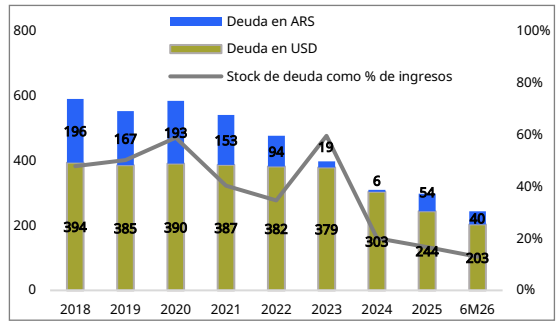
Esquema AIF, USD millones	2020	2021	2022	2023	2024	2025	6M26
Ingresos Totales	**1.184**	**1.449**	**1.860**	**1.831**	**1.737**	**1.965**	**1.067**
Ingresos Corrientes	1.173	1.426	1.837	1.806	1.731	1.958	1.064
Impuestos provinciales	261	315	403	410	438	559	319
Impuestos federales	736	892	1.189	1.154	1.100	1.150	604
Ingresos no tributarios*	126	174	192	170	181	233	133
Seguridad Social	0	0	0	0	0	0	0
Transferencias Corrientes	50	45	53	71	12	15	7
Ingresos de Capital	11	23	23	25	6	7	3
Inversiones Financieras	3	8	8	7	5	7	3
Transferencias Corrientes	8	16	15	18	1	0	0
Gastos Primarios	**1.322**	**1.497**	**1.880**	**1.906**	**1.749**	**2.053**	**1.066**
Gastos corrientes	1.193	1.357	1.758	1.819	1.704	1.961	998
Gastos de personal	777	857	1.140	1.212	1.143	1.314	679
Bienes y Servicios	119	157	161	151	142	198	92
Transferencias al Sector Público	189	242	305	302	306	324	159
Seguridad Social	0	0	0	0	0	0	0
Otras transferencias & Gastos	108	100	153	154	113	125	68
Gastos de Capital	129	140	121	87	45	91	68
Inversión Real	95	108	103	83	42	80	59
Inversiones Financieras	7	3	1	0	0	1	1
Transferencias de capital	27	29	18	4	3	11	8
Resultado Primario	**-87**	**-6**	**60**	**2**	**33**	**-59**	**21**
Resultado Primario (% de ingresos)	-7,38%	-0,44%	3,22%	0,13%	1,88%	-3,03%	1,96%
Intereses de la deuda	50	41	79	77	45	28	20
Resultado Financiero	**-137**	**-48**	**-19**	**-75**	**-12**	**-88**	**1**
Resultado Financiero (% de ingresos)	-11,61%	-3,29%	-1,03%	-4,10%	-0,68%	-4,47%	0,05%

*Incluye ingresos no tributarios, venta de bienes y servicios de la administración pública y resultados financieros netos.

Resultado Financiero Provincial



Stock de deuda



Research Cucchiara con datos de DNAP

La Provincia

La provincia de Salta se encuentra en el noroeste argentino y cuenta con 1.441.351 habitantes, según el Censo 2022. Actualmente es gobernada por Gustavo Sáenz, acompañado por Antonio Marocco como vicegobernador. Sáenz asumió en diciembre de 2019 y fue reelecto en mayo de 2023 con el 47,5% de los votos, por lo que su segundo mandato se extiende hasta diciembre de 2027. De origen peronista, lidera el espacio provincial Identidad Salteña, caracterizado por una orientación pragmática y una relación política flexible con los distintos gobiernos nacionales. La economía provincial se basa principalmente en la agricultura, la minería, los hidrocarburos y el turismo. Se destaca por la producción de porotos, tabaco, caña de azúcar y vinos, mientras que la minería ha ganado relevancia en los últimos años gracias al desarrollo de proyectos de litio. Su producto bruto geográfico se estima en torno a USD 13.000 millones, equivalente a aproximadamente USD 9.000 por habitante.

Números Fiscales y Deuda

- **Salta es una provincia con fuerte dependencia federal,** en el rango de 72% de los ingresos totales **y una dinámica fiscal bastante estable a lo largo del tiempo**. En 2025 registró superávit tanto primario como financiero, del 4% y 2%, respectivamente. Para el primer semestre del año, el superávit primario asciende al 7% de los ingresos y el financiero al 5%. La provincia no tiene ingresos significativos por regalías, y cerca de un 60% de sus gastos corrientes son en personal. La dinámica fiscal bajo el mando del actual Gobernador ha sido muy prudente.
- **La deuda de la provincia mantenía una dinámica bajista en los últimos años, aunque comenzó a subir en 2026.** En porcentaje de los ingresos ronda el 19%, mientras que en términos del producto alcanza 2,2 puntos, bastante por debajo de la media provincial. La composición se reparte en tercios: los bonos Ley Nueva York, los préstamos bancarios y de organismos internacionales, y la deuda con el Gobierno Nacional representan cerca del 30% cada uno. El bono Ley NY tiene un valor residual del 50% y su última cuota de amortización vence en diciembre de 2027.

Conclusiones

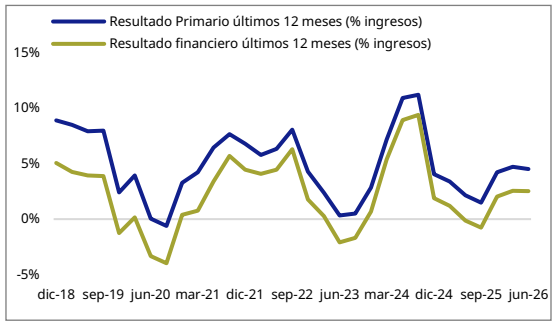
Nos gustan los bonos de Salta y la provincia. Pero es un bono muy parecido al de Jujuy. El bono internacional ya está por vencer y con un residual muy bajo. Estaríamos atentos a una potencial nueva emisión de la provincia.

Ticker	Bono	Monto en circulación (MM USD)	Rating	Precio indicativo	TIR	MD	Mín.
SA24D	SALTA 8 1/2 12/01/27	179	B-	99,0	10,3%	0,5	1/1

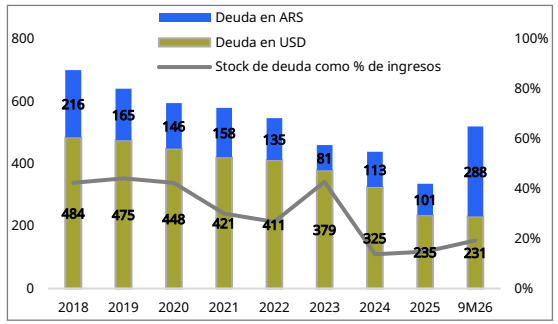
Esquema AIF, USD millones	2020	2021	2022	2023	2024	2025	6M26
Ingresos Totales	**1.673**	**2.077**	**2.774**	**2.946**	**2.543**	**2.648**	**1.347**
Ingresos Corrientes	1.639	2.010	2.732	2.849	2.532	2.627	1.341
Impuestos provinciales	331	438	581	641	635	616	297
Impuestos federales	1.149	1.384	1.846	1.796	1.698	1.836	976
Ingresos no tributarios*	67	110	215	281	170	143	56
Seguridad Social	0	0	0	0	0	0	0
Transferencias Corrientes	93	79	90	130	29	33	12
Ingresos de Capital	34	67	41	98	11	21	5
Inversiones Financieras	5	6	4	4	3	11	3
Transferencias Corrientes	29	61	37	94	7	10	2
Gastos Primarios	**1.666**	**1.984**	**2.725**	**2.926**	**2.495**	**2.595**	**1.276**
Gastos corrientes	1.577	1.834	2.503	2.694	2.347	2.441	1.203
Gastos de personal	1.011	1.120	1.546	1.700	1.398	1.470	732
Bienes y Servicios	118	175	200	207	206	225	108
Transferencias al Sector Público	327	396	557	580	576	572	284
Seguridad Social	0	0	0	0	0	0	0
Otras transferencias & Gastos	121	143	199	206	167	175	79
Gastos de Capital	89	150	222	233	148	153	73
Inversión Real	79	139	208	217	131	126	67
Inversiones Financieras	1	0	0	0	0	0	0
Transferencias de capital	9	11	14	16	17	28	6
Resultado Primario	**55**	**141**	**118**	**84**	**103**	**112**	**94**
Resultado Primario (% de ingresos)	3,27%	6,77%	4,27%	2,84%	4,05%	4,22%	6,98%
Intereses de la deuda	48	48	69	64	55	58	24
Resultado Financiero	**6**	**93**	**49**	**20**	**48**	**53**	**70**
Resultado Financiero (% de ingresos)	0,39%	4,46%	1,76%	0,68%	1,88%	2,02%	5,20%

*Incluye ingresos no tributarios, venta de bienes y servicios de la administración pública y resultados financieros netos.

Resultado Financiero Provincial



Stock de deuda



Research Cucchiara con datos de DNAP

La Provincia

La provincia de San Juan se ubica en la región de Cuyo, al oeste del país. Desde 2023 es gobernada por Marcelo Orrego, referente del partido Producción y Trabajo. Estimamos el PBG de San Juan en USD 9.200 millones, equivalente a aproximadamente USD 11.000 per cápita. La economía provincial se sustenta principalmente en la minería metalífera, destacándose su potencial cuprífero. Así, la provincia se posiciona entre las líderes del país en proyectos aprobados bajo el RIGI, concentrando el 36% de la inversión total en proyectos mineros aprobados. En San Juan se desarrolla el proyecto minero de Vicuña Corp. El proyecto integra los yacimientos Josemaría y Filo del Sol, este último ubicado en la frontera entre Argentina y Chile, y contempla la extracción de cobre, oro y plata. Una vez desarrollado, se espera que Vicuña se posicione entre los cinco principales proyectos de estos minerales a nivel mundial. La inversión total estimada para el desarrollo del proyecto asciende a USD 18.000 millones, lo que convertiría a Vicuña en la mayor inversión extranjera directa en la historia de Argentina. Las regalías ascienden al 3% para toda la vida útil del proyecto, nosotros las estimamos en USD 300 millones anuales.

Números Fiscales y Deuda

- **San Juan se caracteriza por un equilibrio fiscal sostenido a pesar de su alta dependencia de la coparticipación.** Los ingresos de origen nacional representan 75% de los ingresos totales, unos USD 1.300 millones para 2025. Desde el 2023 el equilibrio fiscal se deterioró levemente debido a menores transferencias corrientes del estado nacional: se redujeron a 1% del ingreso total desde el 3%. En el gasto, el aumento más marcado fue en los gastos de personal, que pasaron a representar un 50% relativo a los ingresos totales, comparado con un promedio de 43% durante 2020-2024.
- **En cuanto al perfil de deuda, la provincia mantiene niveles en mínimos históricos.** La participación de la deuda con el Gobierno Nacional se redujo significativamente desde 2021, pasando de representar el 36% del total en dicho año, al 10% en lo que va de 2026. En cuanto a la deuda en USD, el 78% corresponde al bono Ley NY emitido en septiembre, mientras que el 22% restante es deuda con organismos multilaterales.

Conclusiones

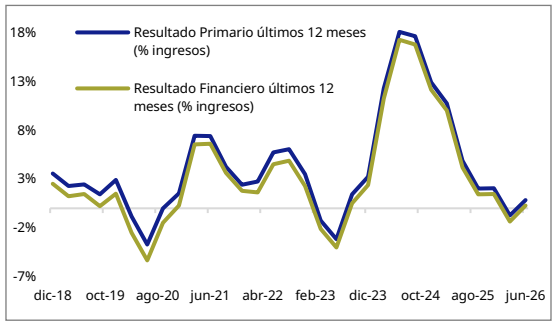
La provincia emitió en un momento muy complicado de mercado. Nos gusta el nuevo bono Ley NY de San Juan. Lo respaldan el superávit primario y financiero sostenido, la posición de caja neta y las regalías que generará el proyecto Vicuña. Además, ofrece un cupón atractivo de 9,55%: pagó prima por ser la primera emisión de la provincia y salió en un contexto global desfavorable para la tasa fija. Arriba de 550pb de G-Spread nos encanta. Hoy cotiza arriba con TIR de 10,60%.

Ticker	Bono	Monto en circulación (MM USD)	Rating	Precio indicativo	TIR	MD	Mín.
SJO35	PDSJAR 9.55 10/01/35	600	B-	94,39	10,6%	5,3	1000/1000

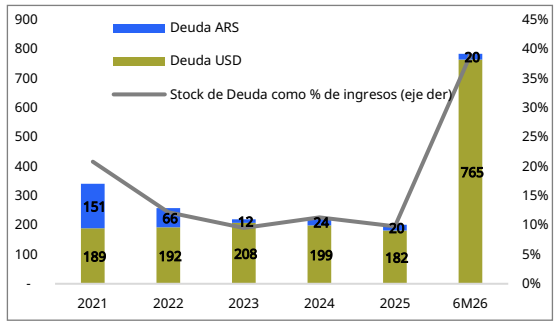
Esquema AIF, USD millones	2020	2021	2022	2023	2024	2025	6M26
Ingresos Totales	**1.379**	**1.635**	**2.111**	**2.308**	**1.974**	**2.057**	**1.541**
Ingresos Corrientes	1.326	1.555	2.057	2.204	1.965	2.047	1.524
Impuestos provinciales	158	200	256	264	233	260	206
Impuestos federales	974	1.179	1.579	1.538	1.462	1.530	1.149
Ingresos no tributarios*	63	62	64	66	87	125	99
Seguridad Social	-	-	-	-	-	-	-
Transferencias Corrientes	49	40	54	74	19	25	14
Ingresos de Capital	54	80	54	104	10	10	17
Inversiones Financieras	42	31	20	16	6	8	7
Transferencias Corrientes	11	48	34	88	4	2	10
Gastos Primarios	**1.375**	**1.606**	**2.063**	**2.253**	**1.734**	**2.027**	**1.543**
Gastos corrientes	1.124	1.266	1.743	1.885	1.576	1.744	1.344
Gastos de personal	583	644	929	1.049	920	1.039	800
Bienes y Servicios	219	252	288	281	218	250	616
Transferencias al Sector Público	150	197	272	274	239	246	193
Seguridad Social	0	0	0	0	0	0	0
Otras transferencias & Gastos	172	174	254	281	200	208	150
Gastos de Capital	251	340	320	368	157	283	199
Inversión Real	152	241	231	292	120	225	152
Inversiones Financieras	32	20	28	37	8	19	11
Transferencias de capital	68	79	61	39	29	39	45
Resultado Primario	**21,0**	**39,6**	**74,3**	**75,2**	**255,4**	**42,6**	**7,8**
Resultado Primario (% de ingresos)	1,52%	2,42%	3,52%	3,26%	12,93%	2,07%	0,50%
Intereses de la deuda	17	10	26	20	15	13	13
Resultado Financiero	**4**	**29**	**48**	**55**	**241**	**30**	**-5**
Resultado Financiero (% de ingresos)	0,29%	1,78%	2,27%	2,38%	12,19%	1,46%	-0,35%

*Incluye ingresos no tributarios, venta de bienes y servicios de la administración pública y resultados financieros netos.

Resultado Financiero Provincial



Stock de deuda



Research Cucchiara con datos de DNAP

La Provincia

La provincia de Santa Fe se encuentra en el noreste del país, es una de las provincias más pobladas con 3,5 millones de habitantes según el último censo. Es gobernada por Maximiliano Pullaro (UCR), con Gisela Scaglia como vicegobernadora. Su economía se basa principalmente en la agricultura (el 20% de las tierras cultivadas del país se encuentran en esta provincia) con soja y girasol como cultivos de mayor relevancia. Siendo de las provincias que más aportan a la economía del país, su producto bruto asciende a USD 57.000 MM, tal que, por habitante, se producen USD 16.000.

Números Fiscales y Deuda

- **Santa Fe es una provincia con una dinámica fiscal regular,** con un superávit primario de 3%. Los impuestos federales representan un 50% del total –en línea con el promedio- y los impuestos provinciales un 24%, también similar al promedio nacional. El sistema de seguridad social propio de la provincia es levemente deficitario, y tiene un fuerte componente de gasto de capital que se mantuvo constante en los últimos 4 años.
- **Junto con la Ciudad de Buenos Aires, es la provincia con menor nivel de deuda.** La deuda solo representa el 1,2% de su PBI y menos del 10% de sus ingresos corrientes. La inmensa mayoría de la deuda está en moneda extranjera; en los últimos años se distribuía de forma pareja entre organismos internacionales y bonos bajo ley de Nueva York. Con la nueva emisión al 2034 por USD 800 millones, ganó peso la deuda frente a privados. La provincia mantiene un remanente del bono 2027 por USD 166 millones. Un dato clave a remarcar es que la provincia cumplió con todas sus obligaciones en el canje soberano durante el Gobierno de Alberto Fernández. Junto con CABA, y algunos bonos garantizados por regalías, fue la única provincia que cumplió al pie de la letra sin modificar las condiciones de emisión.

Conclusiones

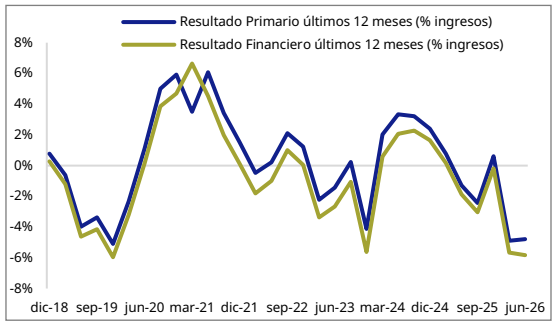
El bono 2034 es una emisión muy líquida y grande; hoy cotiza con un spread de 480 pb (TIR cercana a 9,50%). La Provincia de Santa Fe tiene una muy buena reputación, sin embargo en estos niveles no nos resulta tan atractivo el bono. Lo seguimos de cerca, pero a estas tasas preferimos otros nombres.

Ticker	Bono	Monto en circulación (MM USD)	Rating	Precio indicativo	TIR	MD	Mín.
SF27D	PROVSF 6.9 11/01/27	89,161	B-	100,7	6,1%	0,943	150000/1000
SFD34	PROVSF 8.1 12/11/34	800	B-	93,0	9,6%	4,7	1000/1000

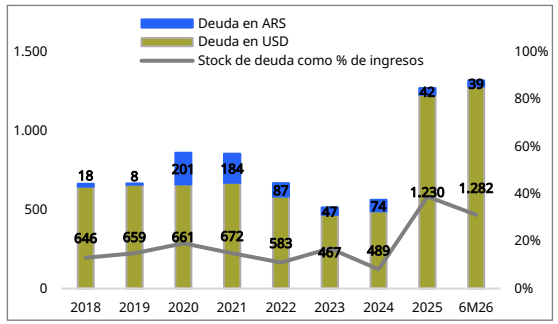
Esquema AIF, USD millones	2020	2021	2022	2023	2024	2025	6M26
Ingresos Totales	**5.354**	**6.219**	**8.210**	**8.313**	**7.808**	**8.625**	**4.246**
Ingresos Corrientes	5.326	6.179	8.103	8.089	7.629	8.245	4.220
Impuestos provinciales	1.459	1.717	2.180	2.128	2.053	2.316	1.173
Impuestos federales	2.663	3.221	4.272	4.218	3.997	4.145	2.122
Ingresos no tributarios*	158	244	104	391	363	298	125
Seguridad Social	686	729	1.010	1.035	1.123	1.350	729
Transferencias Corrientes	360	269	182	317	94	136	71
Ingresos de Capital	27	40	107	224	178	380	26
Inversiones Financieras	15	8	17	177	174	373	23
Transferencias Corrientes	12	31	90	47	5	7	3
Gastos Primarios	**5.102**	**6.212**	**8.205**	**8.780**	**7.679**	**8.641**	**4.776**
Gastos Corrientes	4.791	5.729	7.512	8.029	6.948	7.692	4.229
Gastos de personal	2.125	2.438	3.227	3.664	3.281	3.632	2.083
Bienes y Servicios	388	463	540	591	523	222	91
Transferencias al Sector Público	683	793	1.038	1.013	909	917	479
Seguridad Social	1.049	1.195	1.627	1.668	1.523	1.641	899
Otras transferencias & Gastos	545	840	1.078	1.093	712	826	462
Gastos de Capital	311	483	694	752	731	949	547
Inversión Real	213	375	520	639	568	761	471
Inversioines Financieras	11	9	14	7	5	11	5
Transferencias de capital	87	99	159	105	158	177	72
Resultado Primario	**317**	**94**	**102**	**-342**	**187**	**52**	**-479**
Resultado Primario (% de ingresos)	5,92%	1,51%	1,24%	-4,11%	2,40%	0,61%	-11,29%
Intereses de la deuda	65	87	97	126	58	68	51
Resultado Financiero	**252**	**6**	**5**	**-468**	**129**	**-16**	**-530**
Resultado Financiero (% de ingresos)	4,70%	0,10%	0,06%	-5,63%	1,65%	-0,19%	-12,48%

*Incluye ingresos no tributarios, venta de bienes y servicios de la administración pública y resultados financieros netos.

Resultado Financiero Provincial



Stock de deuda



Research Cucchiara con datos de DNAP

La Provincia

La provincia de Tierra del Fuego se ubica en el extremo sur del país y su población es de 185.732 habitantes. Es gobernada por Gustavo Melella (Fuerza Patria), siendo Mónica Urquiza quien lo acompaña como vicegobernadora. Entre sus principales actividades económicas, se encuentran la industria manufacturera, la extracción de hidrocarburos (gas y petróleo) y el turismo. En este contexto, su producto bruto es de USD 5.800 millones y su producto per cápita asciende a USD 31.200, siendo uno de los más altos del país.

Números Fiscales y Deuda

- **Tierra del Fuego, junto con Chaco y La Rioja,** es una de las provincias con dinámica fiscal más débil. El resultado primario se fue deteriorando los últimos años: en 2025 registró un déficit primario de 15% y financiero de 16%, mientras que para los 6M26 acumula un déficit primario del 13% y financiero del 14%, bastante superiores a los déficits registrados en los 6M25, de 8% y 9% respectivamente. La provincia posee una dependencia de 51% sobre los ingresos federales, en línea con el promedio nacional.
- **Los ingresos tributarios provinciales representan un 22%,** mientras que los no tributarios suman un 10%. Para los últimos 12 meses las regalías fueron un 3% de los ingresos totales. Para el beneficio de la provincia, su sistema previsional se encuentra relativamente balanceado.
- **La deuda de Tierra del Fuego se ubicó en el 22% de los ingresos para los 6M26, su nivel más bajo en los últimos años.** Si bien el nivel de deuda no es alto en relación con el PBI o los ingresos, su dinámica no es buena: prácticamente la totalidad de la deuda está en moneda extranjera. El bono bajo ley de Nueva York vence en 2030 y amortiza de forma trimestral, presionando la liquidez de la provincia. Además, el valor residual del bono es del 34%.

Conclusiones

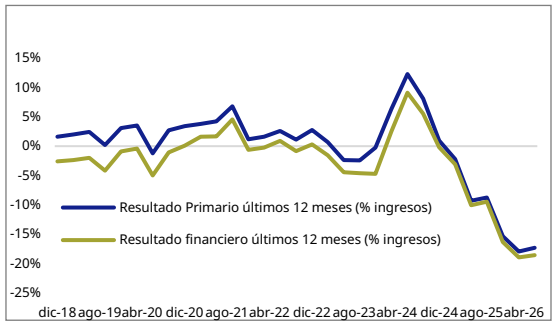
La dinámica fiscal del último año se ubica entre las peores a nivel provincial con un deterioro muy notorio. La administración de Melella, de Fuerza Patria, ha descuidado el frente fiscal. El bono está garantizado por regalías y cuenta con amortizaciones parciales. Cotiza prácticamente a la par, por lo que no le vemos atractivo dado el desempeño fiscal mencionado. Lo vemos muy caro.

Ticker	Bono	Monto en circulación (MM USD)	Rating	Precio indicativo	TIR	MD	Mín.
TFU27	FUEGO 8.95 01/21/30	67,62	CCC	99,92	9,1%	1,529	1000/1000

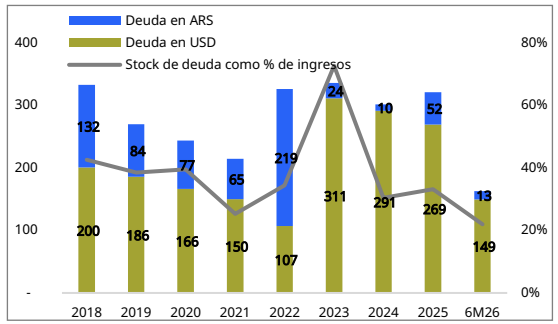
Esquema AIF, USD millones	2020	2021	2022	2023	2024	2025	6M26
Ingresos Totales	**736**	**916**	**1.282**	**1.264**	**1.118**	**1.136**	**573**
Ingresos Corrientes	728	903	1.261	1.229	1.116	1.124	572
Impuestos provinciales	129	164	223	239	228	246	126
Impuestos federales	360	436	580	562	538	562	302
Ingresos no tributarios*	118	171	280	223	171	155	60
Seguridad Social	101	116	156	163	148	147	78
Transferencias Corrientes	20	16	21	41	30	15	6
Ingresos de Capital	8	13	22	35	2	12	1
Inversiones Financieras	3	5	3	6	2	2	1
Transferencias Corrientes	4	8	18	29	0	10	0
Gastos Primarios	**735**	**922**	**1.278**	**1.324**	**1.120**	**1.321**	**656**
Gastos corrientes	699	864	1.159	1.220	1.081	1.284	641
Gastos de personal	334	431	601	635	561	698	357
Bienes y Servicios	49	60	77	95	68	78	27
Transferencias al Sector Público	119	145	189	175	182	177	90
Seguridad Social	109	128	161	176	159	211	116
Otras transferencias & Gastos	87	100	133	139	110	119	52
Gastos de Capital	36	58	119	104	39	37	15
Inversión Real	24	26	82	69	21	21	7
Inversiones Financieras	2	12	4	17	3	1	0
Transferencias de capital	9	20	33	18	15	15	8
Resultado Primario	**25**	**11**	**35**	**-3**	**11**	**-174**	**-77**
Resultado Primario (% de ingresos)	3,41%	1,19%	2,76%	-0,23%	0,97%	-15,36%	-13,36%
Intereses de la deuda	24	16	31	57	13	11	7
Resultado Financiero	**1**	**-6**	**4**	**-60**	**-2**	**-185**	**-83**
Resultado Financiero (% de ingresos)	0,08%	-0,60%	0,32%	-4,72%	-0,21%	-16,32%	-14,51%

*Incluye ingresos no tributarios, venta de bienes y servicios de la administración pública y resultados financieros netos.

Resultado Financiero Provincial



Stock de deuda



Research Cucchiara con datos de DNAP



Research

Juan José Battaglia	juan@cucchiara.com.ar
Ian Weber	ian@cucchiara.com.ar
Manuel Carvalho Ochoa	manuel@cucchiara.com.ar
Tomás Mangino	tomasmangino@cucchiara.com.ar
Jonathan Rung	jonathan@cucchiara.com.ar
Julieta Marchione	julietamarchione@cucchiara.com.ar

Trading Desk

Mariano Battaglia	mariano@cucchiara.com.ar
Ignacio Juri	ignacio@cucchiara.com.ar
Juan Ortiz de Guinea	juanortizdeguinea@cucchiara.com.ar
Lucas Puccio	lucas@cucchiara.com.ar
Santiago Kohama	santiago@cucchiara.com.ar
Félix Lafiandra	felix@cucchiara.com.ar
Gustavo Chiarino	gustavochiarino@sekoia.com.uy
Tomás Ramos	tomas@cucchiara.com.ar
Felipe Laborda Moreno	felipe@cucchiara.com.ar
Marco Cucchiara	marco@cucchiara.com.ar
Matías Pini Hunter	matiashunter@cucchiara.com.ar
Emilio Figueredo	emilio@sekoia.com.uy
Felipe Portela	felipeportela@cucchiara.com.ar
Agustín Callao	agustin@cucchiara.com.ar

Este reporte fue confeccionado con precios del 04/11/26