



# CUCCHIARA

## Resumen Bonos Provinciales

## Índice

### Introducción

Dinámica fiscal a nivel consolidado  
Desempeño bonos provinciales

### Monitor Fiscal

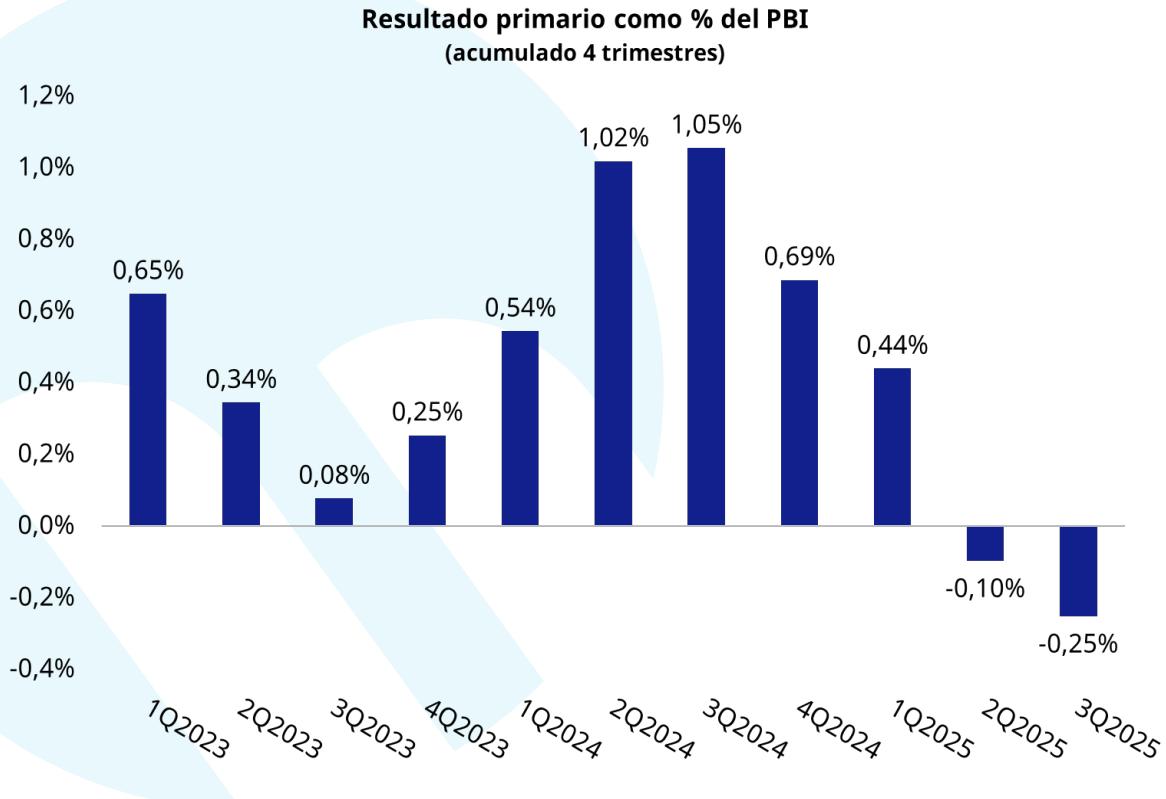
### Menú de Bonos Provinciales

### Ideas de Inversión

SALTA 8½ 2027 y JUJUY 8½ 2027  
PROVSF 8.10 2034 y PDCAR 8.6 2035  
BUENOS 6 ½ 2037 vs Soberanos  
Bonos Garantizados por Regalías vs Corporativos

	Provincias	9
1	CABA	9
2	Chaco	10
	Chubut	11
3	Córdoba	12
	Entre Ríos	13
4	Jujuy	14
	La Rioja	15
5	Mendoza	16
5	Neuquén	17
6	Provincia de Buenos Aires	18
7	Rio Negro	19
8	Salta	20
	Santa Fe	21
	Tierra del Fuego	22

## Dinámica Fiscal a Nivel Consolidado



Comencemos por la dinámica del gasto público provincial. Desde 2023, en la misma dirección que el gasto nacional, pero con menor intensidad, el ajuste del gasto llegó a las provincias. En 2023, el gasto público nacional cerró cerca de 19,5% del PBI, y 2025 cerraría en torno al 14,50%, mostrando una increíble caída de 5 pts. del producto. En cambio, el gasto público provincial se redujo de 14,8% del PBI en 2023 a, estimamos, 13,80% en 2025. Una baja de 1 pt. del producto. No sólo la caída del gasto provincial fue mucho menor en relación a la Nación, sino que se concentró exclusivamente en 2024. De hecho, en 2025 el gasto provincial en términos del PBI cerrará probablemente algo por encima de 2024. Vale remarcar que bajar gastos reales con inflación creciente (como lo fue en 2024) es más sencillo, dado el fuerte componente salarial y su rezago de ajuste, como porcentaje del gasto total.

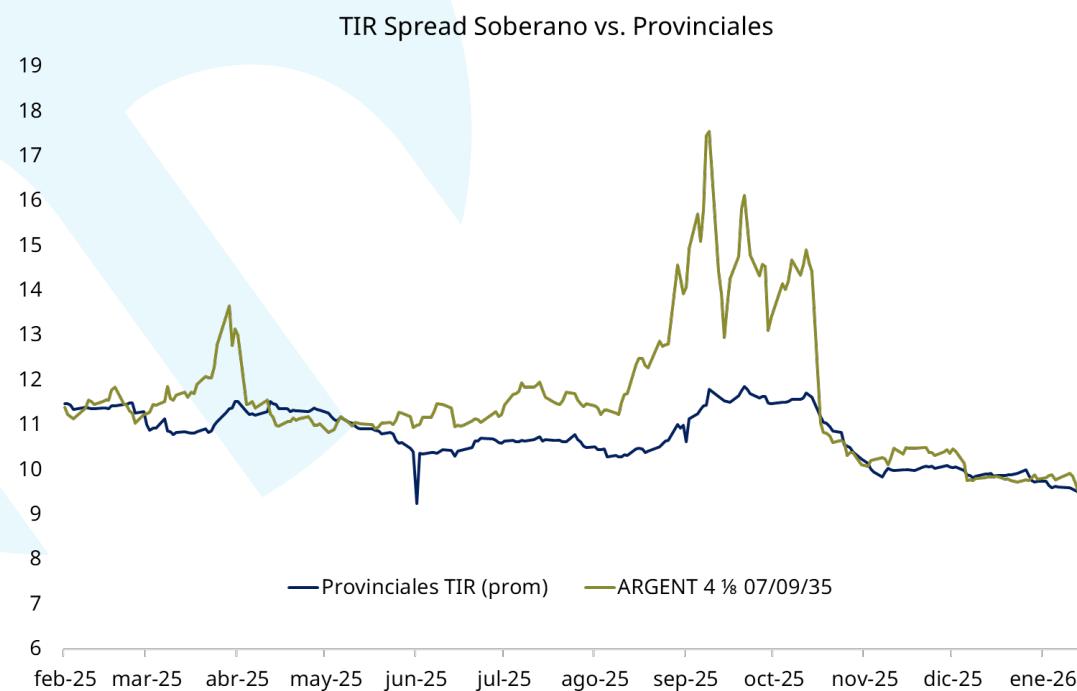
Con respecto a la recaudación tributaria, la dinámica provincial está muy atada a la dinámica nacional. El sistema impositivo es muy procíclico en Argentina, y además hay que considerar que el principal impuesto provincial, Ingresos Brutos, es también procíclico. Hasta el mes de julio de 2025, con excepción del mes de mayo, tanto la recaudación nacional como la provincial creció por encima de la inflación. Desde entonces, ambas han caído en términos reales. Vale remarcar que la recaudación provincial lo hizo algo mejor que la nacional, dado que no fue afectada por la eliminación del impuesto PAIS y la baja de las retenciones, ambos no coparticipables.

Como resultado de esta dinámica, el excelente desempeño fiscal provincial fue perdiendo fuerza en los últimos trimestres, como se muestra en el gráfico. De un sólido superávit fiscal primario durante todo 2024, pasamos a un muy pequeño déficit en los últimos dos trimestres. Sin embargo, el número total provincial esconde varias heterogeneidades entre provincias. En este resumen compartimos los números fiscales y de deuda, provincia por provincia, y el desempeño y las oportunidades en bonos Ley NY de estos emisores.

Research Cucchiara

## Desempeño Bonos Provinciales

Durante el último año, los bonos principales tuvieron un comportamiento más que destacable. En la tabla de la derecha, remarcamos el retorno total, esto es la suba de paridades más cupones. El retorno promedio provincial fue del 13,8%, por debajo del retorno de los bonos soberanos (ARGENT 2035) del 23,8%. Entre septiembre y octubre los rendimientos se ampliaron fuertemente como respuesta a las elecciones de medio término de Buenos Aires, con los soberanos cayendo mucho más fuerte. A nuestro juicio, esto responde a una cuestión de liquidez, el mercado vendió lo que podía salir más rápido. En general, los bonos que mejores desempeños tuvieron fueron los más largos y los que más rendimiento mostraban a inicios de 2025. En otras palabras, el mercado priorizó la mayor duration y tasas de rendimiento por sobre los números fiscales. Un caso testigo es el BUENOS 2037, el bono con mejor retorno total es una de las provincias con peor desempeño fiscal.



PROVINCIA	BONO	VAR 1 AÑO	RETORNO TOTAL 1 AÑO
PROV BS AS	BUENOS 6 % 09/01/37	18,2%	31,1%
RIO NEGRO	PRN 6 % 03/10/28	16,7%	29,8%
CHACO	CHACO 8 1/4 02/18/28	4,6%	15,2%
JUJUY	JUJUYA 8 % 03/20/2027	2,5%	14,3%
SALTA	SALTA 8 1/2 12/01/27	2,4%	11,7%
ENTRE RIOS	ENTRIO 8 1/4 08/08/2028	1,3%	10,0%
MENDOZA	MENDOZ 5 3/4 03/19/29	1,9%	9,4%
NEUQUEN	NEUQUE 6 1/2 04/27/30	1,3%	9,2%
CORDOBA	PDCAR 6 7/8 02/01/29	2,1%	8,9%
SANTA FE	PROVSF 6.9 11/01/27	1,5%	8,7%
CHUBUT	CHUBUT 7 3/4 07/26/30	0,6%	8,7%
CIUDAD BS AS	BUEAIR 7 1/2 06/01/27	1,3%	8,2%
<b>PROVINCES</b>	<b>SIMPLE AVERAGE</b>	<b>4,5%</b>	<b>13,8%</b>
<b>ARGENTINA</b>	<b>ARGENT 4 1/4 07/09/35</b>	<b>16,7%</b>	<b>23,8%</b>

Research Cucchiara

## Monitor Fiscal

En términos de flujos (resultado primario) las provincias con mejor desempeño en los últimos 4 trimestres fueron: CABA, Córdoba, Jujuy, Neuquén y Salta. En términos de stock (nivel de deuda) las provincias con menor apalancamiento son: CABA, Mendoza, Salta y Santa Fe. Las provincias más endeble, a nuestro juicio, son al momento: Chaco, La Rioja y Provincia de Buenos Aires. El caso de Tierra de Fuego es curioso, la provincia tiene un muy bajo stock de deuda, pero un gran déficit de caja. Al revés que Jujuy, donde el nivel de deuda es elevado en términos relativos pero la dinámica fiscal es muy prudente.

3T25 (últimos doce meses) en millones de USD	CABA	Provincia de Buenos Aires	Córdoba	Chaco	Chubut	Entre Ríos	Jujuy	La Rioja	Mendoza	Neuquén	Río Negro	Salta	Santa Fe	Tierra del Fuego
Ingresos Corrientes	11.219	28.619	9.346	3.363	2.241	3.938	1.831	1.133	3.687	5.852	2.020	2.674	8.414	1.233
Gastos Corrientes	9.120	28.711	8.410	3.548	2.311	3.981	1.586	1.106	3.332	5.484	2.006	2.593	7.821	1.324
Resultado Corriente	2.099	-92	935	-185	-70	-43	245	27	356	368	14	81	594	-91
Gastos de Capital	1.972	2.143	1.324	183	178	133	241	91	501	500	82	166	1.059	47
Ingresos Totales	11.231	28.662	9.486	3.379	2.248	3.959	1.891	1.144	3.703	5.898	2.027	2.698	8.599	1.246
Resultado Financiero	139	-2.192	-248	-351	-241	-156	63	-53	-130	-86	-61	-61	-280	-125
Imp. Nacionales / Ingresos Totales	10%	39%	44%	70%	34%	58%	71%	84%	53%	14%	59%	69%	50%	47%
Imp. Provinciales / Ingresos Totales	72%	40%	27%	11%	22%	20%	13%	12%	31%	24%	27%	24%	27%	20%
Regalías / Ingresos Totales	0%	0%	0%	0%	18%	1%	1%	0%	4%	31%	6%	1%	0%	3%
Resultado Corriente / Ingresos Totales	19%	0%	10%	-5%	-3%	-1%	13%	2%	10%	6%	1%	3%	7%	-7%
Resultado Primario / Ingresos Totales	2%	-5%	-1%	-7%	-8%	-2%	5%	-4%	-2%	0%	-2%	0%	-3%	-9%
Resultado Financiero / Ingresos Totales	1%	-8%	-3%	-10%	-11%	-4%	3%	-5%	-4%	-1%	-3%	-2%	-3%	-10%
Deuda (3T25)	1.227	11.828	2.382	339	546	684	486	413	616	901	272	355	575	99
Deuda Total / PBI Provincial	1,0%	5,7%	4,7%	3,3%	4,5%	4,0%	6,9%	10,8%	2,9%	3,6%	3,0%	2,9%	1,2%	1,7%

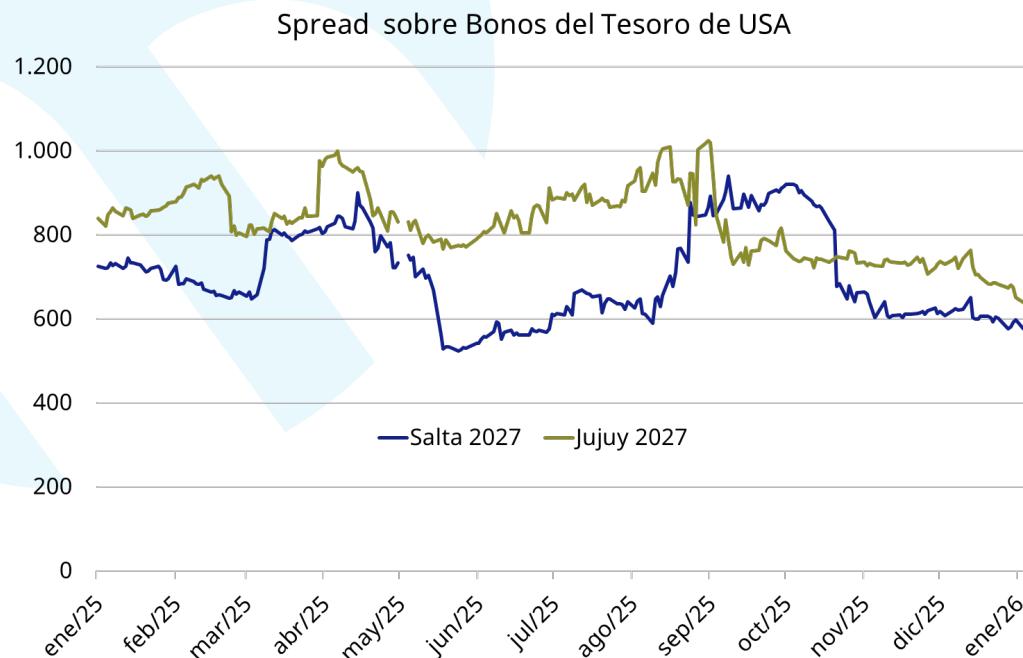
## Menú de Bonos Provinciales

Provincia	Ticker	Bono	Precio Indicativo	TIR Indicativa	Duración	Rating	Emisión (MM USD)	Mínimo
CABA	-	BUEAIR 7 1/2 06/01/27	101,5	5,6%	0,8	B-	890	200k/1k
CABA	BDC33	BUEAIR 7.8 11/26/33	102,8	7,3%	5,2	B-	600	1k/1
Chaco	CH24D	CHACO 8 1/4 02/18/28	96,9	11,5%	0,9	CC	263	150k/1
Chubut	PUL26	CHUBUT 7 3/4 07/26/30	99,0	8,5%	1,4	CC	650	150k/1k
Córdoba	CO24	PDCAR 6.99 06/01/27	100,0	7,0%	0,8	B-	516	150k/1k
Córdoba	CO27	PDCAR 6 7/8 02/01/29	96,5	8,6%	2,0	B-	456	150k/1k
Córdoba	CO32	PDCAR 9 3/4 07/02/32	104,5	8,7%	4,2	B-	725	10k/1k
Córdoba	-	PDCAR 8.6 02/03/35	98,2	8,9%	5,4	B-	800	10k/1k
Entre Ríos	ERF25	ENTRIO 8 1/4 08/08/28	97,5	10,5%	1,1	CCC+	518	1/1
Jujuy	J US22	J UJ UYA 8 5/8 03/20/27	99,3	9,5%	0,6	B-	214	150k/1
La Rioja	RIF25	PRIO 8 1/2 02/24/28	55,0	43,5%	1,6	D	318	1/1
Mendoza	PMM29	MENDOZ 5 3/4 03/19/29	96,5	8,1%	1,5	B-	590	1k/1k
Neuquén	NDT25	NEUQUE 6 7/8 04/27/30	97,0	8,4%	2,1	B-	377	1k/1k
Neuquén	NDT11	NEUQUE 8 5/8 05/12/30	104,5	6,3%	1,9	B-	349	150k/1k
PBA	BA37D	BUEÑOS 6 5/8 09/01/37	80,9	11,3%	4,1	CCC+	6.320	1/1
PBA	BB37D	BUEÑOS 5 7/8 09/01/37	71,3	11,8%	5,2	CCC+	778	1/1
PBA	BC37D	BUEÑOS 5 1/4 09/01/37	62,5	13,5%	5,1	CCC+	153	1/1
Rio Negro	RND25	PRN 6 7/8 03/10/28	96,8	10,0%	1,0	CCC+	320	150k/150k
Salta	SA24D	SALTA 8 1/2 12/01/27	99,0	9,5%	1,0	B-	357	1/1
Santa Fe	SF27D	PROVSF 6.9 11/01/27	99,8	7,1%	1,2	B-	250	150k/1k
Santa Fe	SFD34	PROVSF 8.1 12/11/34	97,8	8,5%	5,4	B-	800	1k/1k
Tierra Del Fuego	TFU27	FUEGO 8.95 01/21/30	99,0	9,5%	1,9	CCC+	200	1k/1k

## Ideas de Inversión: SALTA 8½ 2027 y JUJUY 8% 2027

Incluso para los bonos provinciales, probablemente el mayor riesgo sean las elecciones presidenciales de 2027. Las elecciones son un evento binario, salvo que emerja una fuerza política no kirchnerista como principal alternativa en el frente opositor, algo que, por el momento, luce poco probable. Los bonos que amortizan total o parcialmente pre elecciones pueden ser una buena alternativa.

SALTA 8 ½ 2027 y JUJUY 8 % 2027, en niveles de rendimiento cercanos al 9%, nos parecen atractivos. Son bonos con liquidez limitada, pero con spreads de rendimiento por encima de 600-550 pb. (contra el Tesoro USA) nos parecen buenas alternativas. Como veremos en detalle más adelante, son provincias fiscalmente ordenadas y económicamente pujantes gracias a la minería. Los pagos de los bonos internacionales son muy bajos en relación con los ingresos corrientes y, sobre todo en el caso de Jujuy, el valor residual de los bonos es reducido en relación con el stock de deuda total. A igual rendimiento, preferimos Jujuy.



	Residual Bono (USD mill)	% del Stock de Deuda	% Ingresos Corrientes
Salta 2027	178,5	50,3%	6,7%
Jujuy 2027	72,42	14,9%	4,0%

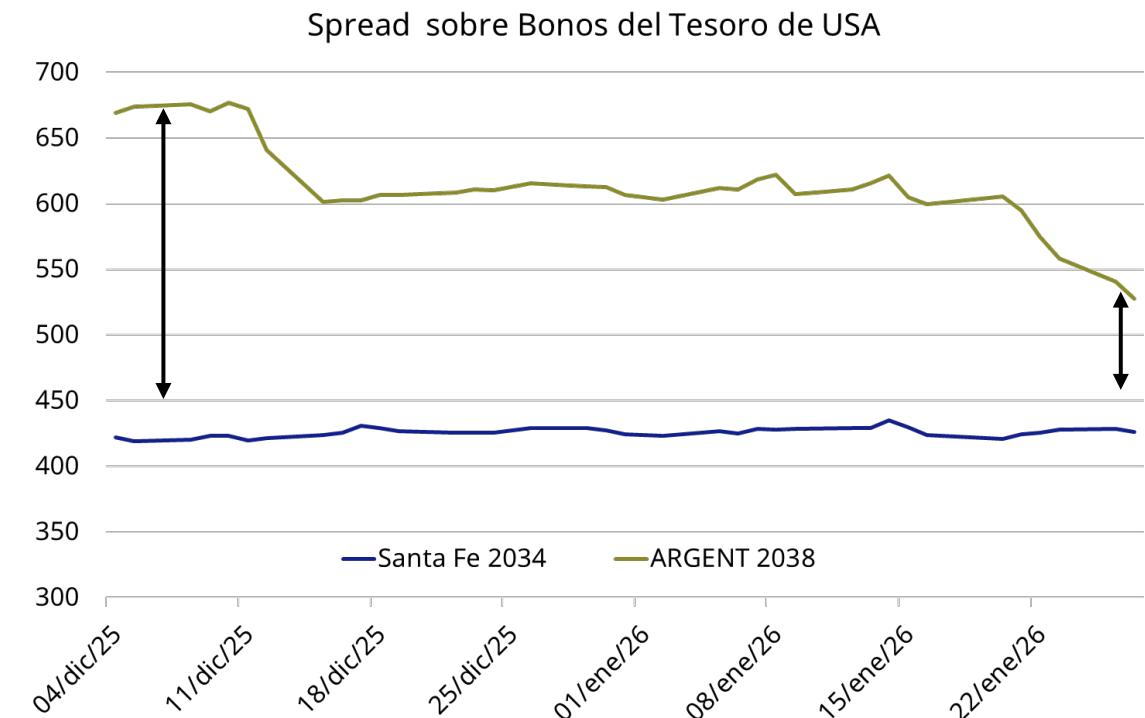
## Ideas de Inversión: PROVSF 8.10 2034 y PDCAR 8.6 2035

Santa Fe tiene una muy buena reputación. Luego de la restructuración 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 al 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. Hasta el tercer trimestre, la deuda era USD 570 millones, sólo el 1,2% de su producto. Si bien no tenemos datos recientes de sus activos líquidos, vale remarcar que a inicios de 2025 la deuda neta era incluso negativa, dado que su posición de caja y activos financieros duplicaba su deuda. Luego de la emisión del bono en diciembre pasado, la posición de caja se mantiene holgada.

Desde su emisión, la paridad de Santa Fe cayó levemente mientras que en el mismo periodo los rendimientos de los bonos soberanos largos comprimieron cerca de 150 pb. El spread entre Santa Fe y el soberano se encuentra en mínimos de muchos años. En este nivel por debajo de 100 pb nos parece muy atractivo el bono provincial.

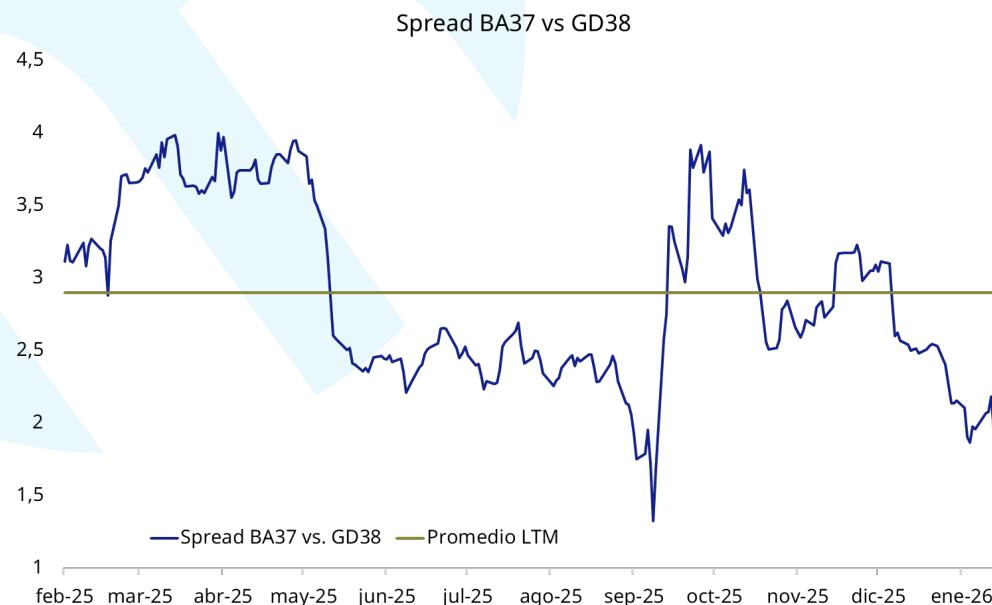
Con la misma tesis de inversión nos gusta el bono emitido esta semana de Córdoba al 2035 que rinde 8,9% (spread 480pb). Es una provincia sana, con algo más deuda que Santa Fe, pero con mejor resultado corriente.



## Ideas de Inversión: BUENOS 6 % 2037 vs Soberanos

El spread de los bonos de la Provincia de Buenos Aires versus los bonos soberanos presenta una volatilidad interesante. No sólo juegan fuertemente los desempeños fiscales relativos, sino que también influye de manera significativa el signo político del Presidente y del Gobernador. El año próximo, Milei puede competir en las elecciones nacionales, pero Kicillof no podrá competir en la Provincia. Es pronto para especular con eventuales candidatos a gobernadores.

El spread actual entre BUENOS 2037 (Serie A) y GD38 ronda los 220 pb. Mirando los números fiscales, con dinámicas casi opuestas, y la marcada preferencia del mercado por Milei sobre Kicillof, este spread parece bajo. Sin embargo, dado el mayor devengamiento de BUENOS (rendimiento y amortización), si este spread de rendimientos se mantiene hacia fines de 2027, el retorno total sería mayor en BUENOS que en el GD38. Para que ambos bonos arrojen un retorno equivalente en dicho periodo, el spread debería incrementarse a 280 pb. Creemos que el spread actual está bien valuado. Por encima de 350 pb nos resulta más interesante BUENOS, y por debajo de 150 pb preferimos los Globales. En el nivel actual, no tenemos preferencia clara.



Simulación de rentabilidad: Retorno total al 10 de diciembre de 2027

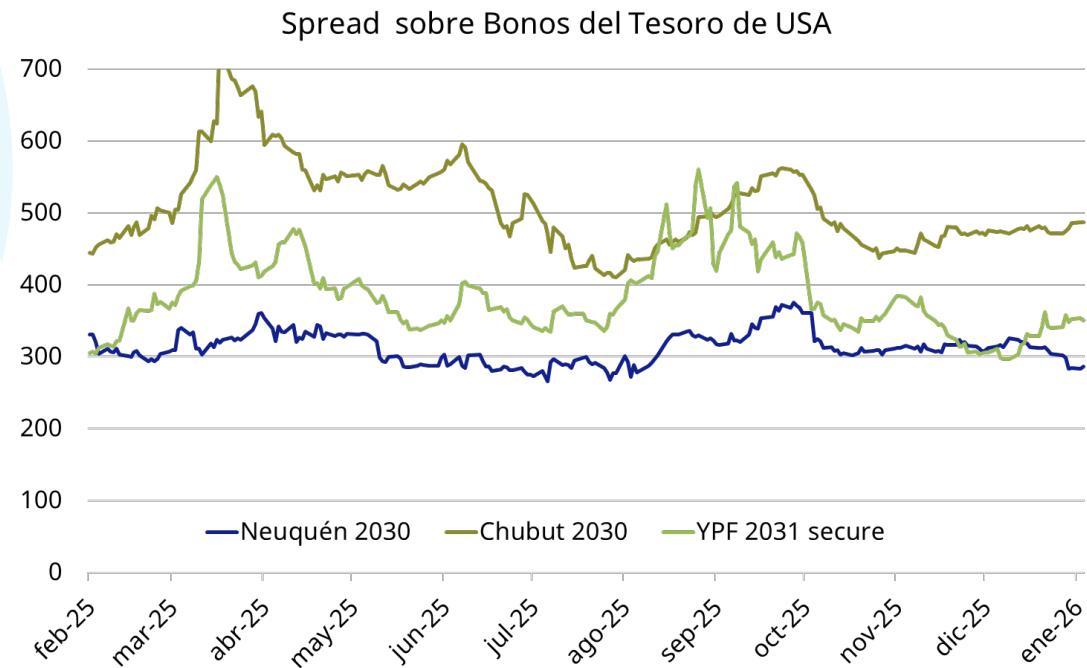
Bonos	Precio Clean	Precio Dirty	TIR Actual	Retorno Total misma TIR
GD38	USD 80,70	USD 80,96	9,3%	17,1%
BA37	USD 81,28	USD 76,94	11,5%	18,8%
Spread Promedio LTM	290	pb		
Spread Actual	221	pb		
Spread Breakeven	278	pb		

Precios en dólar cable al 27 de enero de 2026.

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. Si bien estas garantías con fideicomisos locales se han mostrado resistentes, creemos que no son comparables frente a la estructura del bono garantizado YPF 2031. Este último esta garantizado por un trust en Citibank en NY, donde quedan como garantía dólares cobrados por exportaciones. YPF exporta cerca de USD 3.000 millones anuales, con lo cual el colateral es enorme. No vemos sentido a Neuquén operando con menor rendimiento que el bono YPF 2031 garantizado. Chubut opera con un rendimiento de 100-130pb por encima del YPF garantizado pero tampoco nos resulta tan atractivo dado que se ubica muy cerca de bonos corporativos sanos del sector como pueden ser: Vista 2033 o Pluspetrol 2031-2032.



## La Provincia

La Ciudad Autónoma de Buenos Aires (CABA) es la capital de la República Argentina, gobernada por Jorge Macri (PRO), con Clara Muzzio como vicegobernadora. La ciudad posee 3.121.707 habitantes. Su economía se basa principalmente en el sector de servicios, que representan más del 70% del producto bruto geográfico. CABA posee un producto bruto de aproximadamente USD 130.000 MM, de manera tal que su producto bruto por habitante escala a USD 40.000, nivel que supera ampliamente al 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 los ingresos de la misma. Luego de un 2024 donde los números fiscales fueron empeorando, los datos hasta los primeros nueve meses de 2025 arrojan números mas alentadores, con un superávit primario sobre ingresos de 2 dígitos.
- Ingresos Brutos tiene una fuerte ponderación en los ingresos de la capital**, representando cerca de un 80% del total de ingresos provinciales, ABL y patentes 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, tanto en relación con los ingresos como en relación con el producto, el nivel de deuda es el más bajo entre todas las provincias. No es casualidad que haya podido colocar USD 600 millones con mucha sobredemanda hace unas semanas y que esos títulos rindan por debajo de 7,5%.

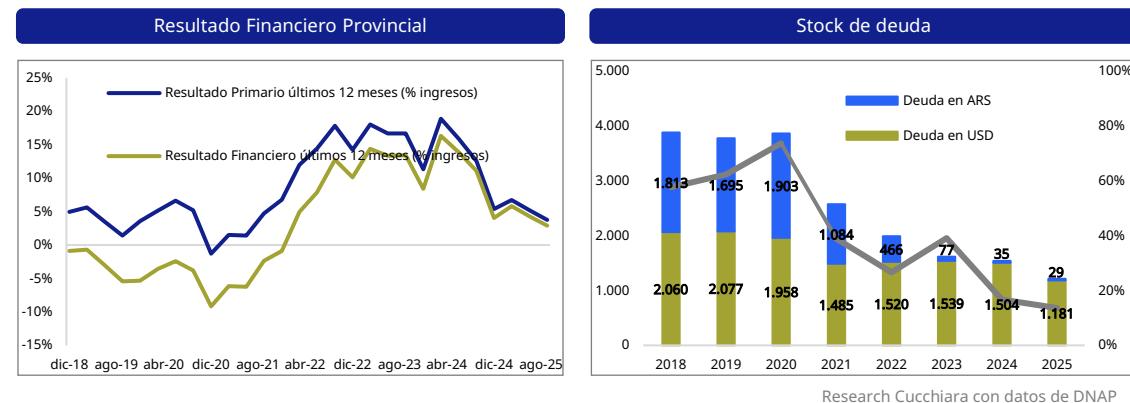
## Conclusiones

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 el bono 2033 muy atractivo.

TICKER	Bono	Emisión (MM USD)	Rating	Precio indicativo	TIR	Duration	Mínimo
-	BUEAIR 7 1/2 06/01/27	890	B-	101,5	5,6%	0,8	200000/1000
BDC33	BUEAIR 7.8 11/26/33	600	B-	102,8	7,3%	5,2	1000/1

Esquema AIF, USD millones	2020	2021	2022	2023	2024	9M25
<b>Ingresos Totales</b>	<b>6.257</b>	<b>7.152</b>	<b>10.111</b>	<b>11.318</b>	<b>10.395</b>	<b>8.265</b>
<b>Ingresos Corrientes</b>	6.171	7.108	9.957	11.173	10.389	8.254
Impuestos provinciales	4.460	5.601	7.782	8.939	7.556	6.076
Impuestos federales	1.390	792	1.081	1.057	1.011	806
Ingresos no tributarios*	208	273	547	992	1.193	576
Seguridad Social	-	-	-	-	-	-
Transferencias Corrientes	113	441	547	185	629	795
<b>Ingresos de Capital</b>	<b>86</b>	<b>45</b>	<b>154</b>	<b>145</b>	<b>6</b>	<b>11</b>
Inversiones Financieras	81	39	134	129	2	8
Transferencias Corrientes	5	5	20	16	4	3
<b>Gastos Primarios</b>	<b>6.830</b>	<b>7.214</b>	<b>9.112</b>	<b>10.370</b>	<b>9.987</b>	<b>7.453</b>
<b>Gastos Corrientes</b>	6.096	6.344	7.778	8.657	8.398	6.253
Gastos de personal	3.206	3.214	4.040	4.599	4.414	3.451
Bienes y Servicios	1.505	1.689	2.157	2.450	2.591	1.833
Transferencias al Sector Público	267	282	408	460	410	256
Seguridad Social	-	-	-	-	-	-
Otras transferencias & Gastos	1.118	1.160	1.174	1.148	983	713
<b>Gastos de Capital</b>	<b>734</b>	<b>870</b>	<b>1.333</b>	<b>1.713</b>	<b>1.588</b>	<b>1.200</b>
Invención Real	729	859	1.322	1.699	1.578	1.193
Invociónes Financieras	1	3	2	5	2	1
Transferencias de capital	4	8	9	9	8	6
<b>Resultado Primario</b>	-	<b>81</b>	<b>484</b>	<b>1.439</b>	<b>1.284</b>	<b>560</b>
Resultado Primario (% de ingresos)	-1,29%	6,77%	14,23%	11,34%	5,39%	10,40%
Intereses de la deuda	493	546	416	335	142	48
<b>Resultado Financiero</b>	-	<b>573</b>	-	<b>62</b>	<b>1.023</b>	<b>949</b>
Resultado Financiero (% de ingresos)	-9,16%	-0,86%	10,12%	8,38%	4,03%	9,82%

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



## 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 10.000 MM y su producto per cápita es de USD 9.000.

## Números Fiscales y Deuda

- Desde el 2023 que Chaco mantiene una dinámica deficitaria**, debido a una fuerte dependencia respecto a nación. Solo el 11% de sus ingresos totales son propios, y no cobra regalías. Actualmente mantiene un déficit primario de 7%, el tercero mas alto después de Tierra del Fuego y Chubut. Su sistema propio de seguridad social es deficitario, con gastos superiores en un orden de 50% respecto a los ingresos, lo que añade un peso más a las arcas provinciales.
- La provincia ha logrado una reducción de deuda desde 2022**. En ese entonces, la deuda alcanzaba el 35% de los ingresos; este año cerrará cerca del 12%. Esto representa alrededor del 3,3% de su PBI, ubicándose en niveles algo mejores que la media provincial. El 73% de la deuda está en dólares, mayormente correspondiente al bono internacional y, en segundo lugar, a préstamos de organismos internacionales. Su bono bajo ley de Nueva York vence en 2028 y tiene amortizaciones parciales; ya lleva amortizado un 45%.

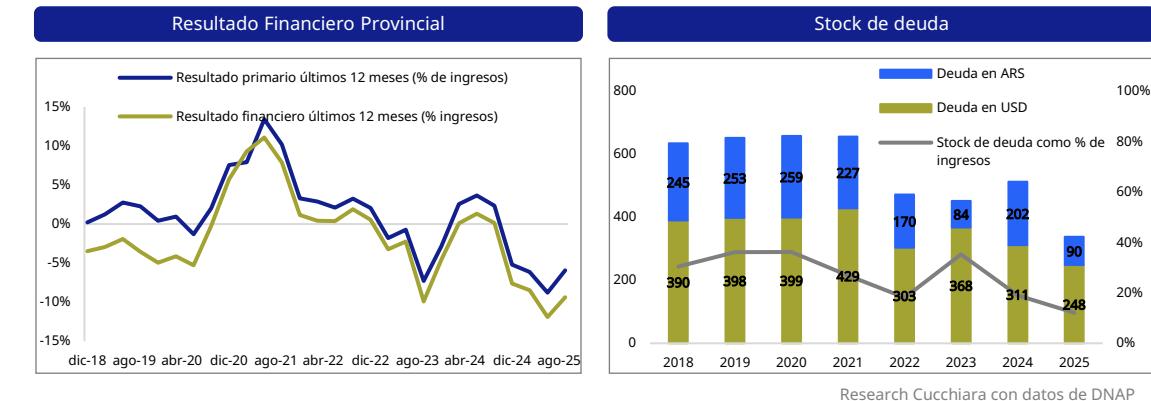
## Conclusiones

Nos gusta el bono en niveles de rendimiento por encima del 11%: es un bono corto, con un buen esquema de amortización. Si bien la provincia no tiene un stock tan alto de deuda y la nueva Gobernación tiene un enfoque más ortodoxo que los gobiernos previos, dado el pobre perfil productivo de la provincia y que el déficit todavía es alto, nos parece que como mínimo debería cotizar con un premio de 200 pb sobre Jujuy o Salta.

TICKER	Bono	Emisión (MM USD)	Rating	Precio indicativo	TIR	Duration	Mínimo
CH24D	CHACO 8 1/4 02/18/28	263	CC	96,9	11,5%	0,9	150000/1

Esquema AIF, USD millones	2020	2021	2022	2023	2024	9M25
<b>Ingresos Totales</b>	<b>2.166</b>	<b>2.631</b>	<b>3.519</b>	<b>3.505</b>	<b>3.032</b>	<b>2.511</b>
<b>Ingresos Corrientes</b>	<b>2.122</b>	<b>2.519</b>	<b>3.413</b>	<b>3.411</b>	<b>3.025</b>	<b>2.498</b>
Impuestos provinciales	227	286	380	370	319	271
Impuestos federales	1.471	1.775	2.377	2.318	2.194	1.761
Ingresos no tributarios*	33	48	126	119	46	61
Seguridad Social	269	291	393	412	421	356
Transferencias Corrientes	123	119	138	193	45	48
<b>Ingresos de Capital</b>	<b>43</b>	<b>113</b>	<b>106</b>	<b>94</b>	<b>7</b>	<b>13</b>
Inversiones Financieras	5	11	5	2	3	4
Transferencias Corrientes	39	102	101	92	4	9
<b>Gastos Primarios</b>	<b>2.041</b>	<b>2.601</b>	<b>3.500</b>	<b>3.666</b>	<b>3.263</b>	<b>2.649</b>
<b>Gastos corrientes</b>	<b>1.896</b>	<b>2.215</b>	<b>2.961</b>	<b>3.055</b>	<b>3.055</b>	<b>2.538</b>
Gastos de personal	973	1.062	1.483	1.527	1.519	1.267
Bienes y Servicios	127	177	191	163	187	150
Transferencias al Sector Público	270	348	474	449	426	317
Seguridad Social	338	392	546	579	623	548
Otras transferencias & Gastos	188	236	266	337	299	254
<b>Gastos de Capital</b>	<b>145</b>	<b>386</b>	<b>539</b>	<b>612</b>	<b>208</b>	<b>111</b>
Inversión Real	115	293	417	418	96	107
Inversiones Financieras	25	62	74	126	108	2
Transferencias de capital	6	31	48	68	4	3
<b>Resultado Primario</b>	<b>163</b>	<b>87</b>	<b>73</b>	<b>-100</b>	<b>-158</b>	<b>-40</b>
Resultado Primario (% de ingresos)	7,55%	3,30%	2,06%	-2,84%	-5,20%	-1,57%
Intereses de la deuda	38	56	53	62	74	98
<b>Resultado Financiero</b>	<b>125</b>	<b>30</b>	<b>19</b>	<b>-161</b>	<b>-231</b>	<b>-138</b>
Resultado Financiero (% de ingresos)	5,77%	1,15%	0,54%	-4,60%	-7,63%	-5,48%

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



## 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. La economía provincial se basa en la explotación de hidrocarburos (petróleo, gas), pesca y cría de ganado ovino. Además, es el principal generador de energía eólica a nivel nacional. Su producto bruto se encuentra en USD 12.000 MM, de manera tal que su producción por habitante llega a los USD 20.000.

## Números Fiscales y Deuda

- Chubut es una de las provincias, junto con Neuquén, que poseen mayor componente de regalías en sus ingresos.** Actualmente las mismas representan cerca de un 18% del ingreso total, balanceando la dependencia respecto a la coparticipación, que esta relegada a solo 34% del total de ingresos. Los ingresos por impuestos provinciales representan un 22% de los ingresos totales, similar al resto de las provincias.
- Sin embargo, casi tres años con resultado primario superavitario de casi 10%,** actualmente la provincia tiene un déficit primario de cerca de 8% sobre los ingresos, y un déficit financiero de casi 11%, el mas alto del país.
- La provincia tiene una historia de sobreendeudamiento,** con niveles de deuda muy por encima de la media. Sin embargo, en los últimos años ha podido reducir el stock. Hoy la deuda representa el 29% de los ingresos o el 4,5% del PBI, ubicándose por encima de la media, pero no en niveles dramáticos como en años previos. El dato negativo es el fuerte peso de la deuda en moneda extranjera sobre el total, cerca del 90%, casi todo explicado por el bono internacional con vencimiento en 2030. El bono **amortiza parcialmente y su valor residual a la fecha es del 39,5%.**

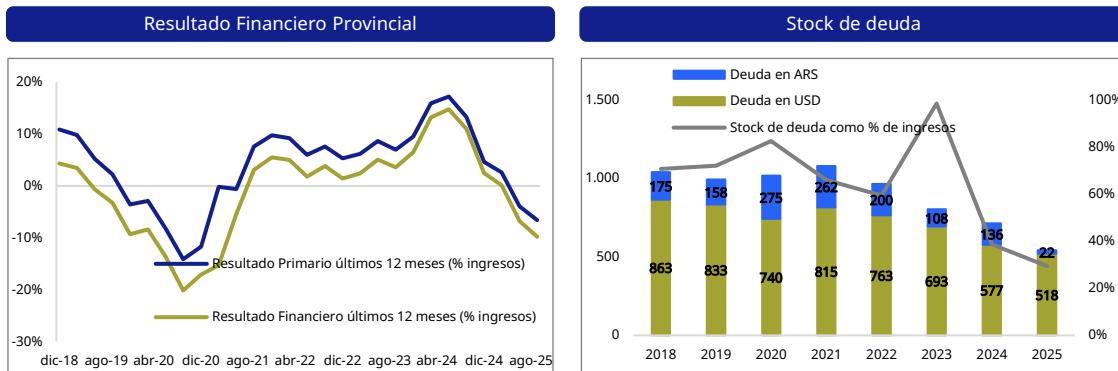
## Conclusiones

No le vemos atractivo al bono por debajo del 8.5%. 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 menos de 8.5%. Creemos que habrá una mejor oportunidad para posicionarse en la provincia con una nueva emisión internacional, que entendemos sería en el corto plazo.

TICKER	Bono	Emisión (MM USD)	Rating	Precio indicativo	TIR	Duration	Mínimo
PUL26	CHUBUT 7 3/4 07/26/30	650	CC	99,0	8,5%	1,4	150000/1000

Esquema AIF, USD millones	2020	2021	2022	2023	2024	9M25
<b>Ingresos Totales</b>	<b>1.470</b>	<b>1.766</b>	<b>2.200</b>	<b>2.230</b>	<b>2.084</b>	<b>1.662</b>
<b>Ingresos Corrientes</b>	<b>1.463</b>	<b>1.744</b>	<b>2.186</b>	<b>2.218</b>	<b>2.079</b>	<b>1.657</b>
Impuestos provinciales	253	331	416	440	435	365
Impuestos federales	475	575	762	739	705	566
Ingresos no tributarios*	403	546	628	659	598	448
Seguridad Social	289	257	346	339	329	264
Transferencias Corrientes	43	35	34	41	13	14
<b>Ingresos de Capital</b>	<b>7</b>	<b>22</b>	<b>14</b>	<b>12</b>	<b>5</b>	<b>5</b>
Inversiones Financieras	4	7	7	5	5	5
Transferencias Corrientes	2	15	7	7	0	0
<b>Gastos Primarios</b>	<b>1.721</b>	<b>1.668</b>	<b>2.168</b>	<b>2.085</b>	<b>2.033</b>	<b>1.784</b>
<b>Gastos Corrientes</b>	<b>1.605</b>	<b>1.519</b>	<b>1.970</b>	<b>1.883</b>	<b>1.854</b>	<b>1.662</b>
Gastos de personal	970	833	1.136	1.089	1.043	959
Bienes y Servicios	69	120	149	151	168	154
Transferencias al Sector Público	108	142	98	111	140	91
Seguridad Social	341	301	418	401	390	347
Otras transferencias & Gastos	116	124	170	132	113	111
<b>Gastos de Capital</b>	<b>116</b>	<b>149</b>	<b>198</b>	<b>202</b>	<b>180</b>	<b>121</b>
Inversión Real	47	57	80	87	78	47
Inversiones Financieras	5	2	3	5	5	1
Transferencias de capital	64	89	115	110	97	73
<b>Resultado Primario</b>	<b>- 172</b>	<b>172</b>	<b>117</b>	<b>212</b>	<b>97</b>	<b>- 62</b>
Resultado Primario (% de ingresos)	-11,70%	9,76%	5,32%	9,51%	4,65%	-3,75%
Intereses de la deuda	79	75	85	67	46	59
<b>Resultado Financiero</b>	<b>- 251</b>	<b>97</b>	<b>32</b>	<b>145</b>	<b>51</b>	<b>- 122</b>
Resultado Financiero (% de ingresos)	-17,07%	5,52%	1,44%	6,52%	2,45%	-7,33%

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



## La Provincia

La provincia de Córdoba es una de las provincias más pobladas del país, posee 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 adiciona un importante sector de servicios y actividad turística. En este marco, su producto bruto asciende a USD 50.000 MM de manera tal que, por habitante, se generan aproximadamente USD 13.000.

## Números Fiscales y Deuda

- Córdoba es una provincia que ha registrado una dinámica fiscal estable luego de la pandemia**, manteniendo un superávit primario sólido, salvo para los últimos doce meses del 3T25, en donde exhibe un déficit primario de 1% de los ingresos. Presenta un sistema de seguridad social ligeramente deficitario, y una impronta fuerte de gastos de capital. Los ingresos provinciales representan 27% del total, y los recursos nacionales un 44%, levemente mejor que el promedio.
- Córdoba pudo recortar el peso de su deuda en los últimos años, quizás algo por debajo del promedio**. Recordemos que es una provincia que históricamente invierte fuerte en infraestructura. La deuda alcanza el 30% de los ingresos y el 4,7% de su PBI. La deuda nominal, hasta la última emisión de la semana pasada, ascendía a USD 2.000 millones, casi un 90% en moneda dura. Cerca del 20% de la deuda correspondía a organismos internacionales. El resto se distribuye mayoritariamente en bonos, con varios vencimientos. Hace unos días colocó en el mercado internacional nada menos que USD 800 millones con vencimiento en 2035, a un rendimiento del 8,95%.

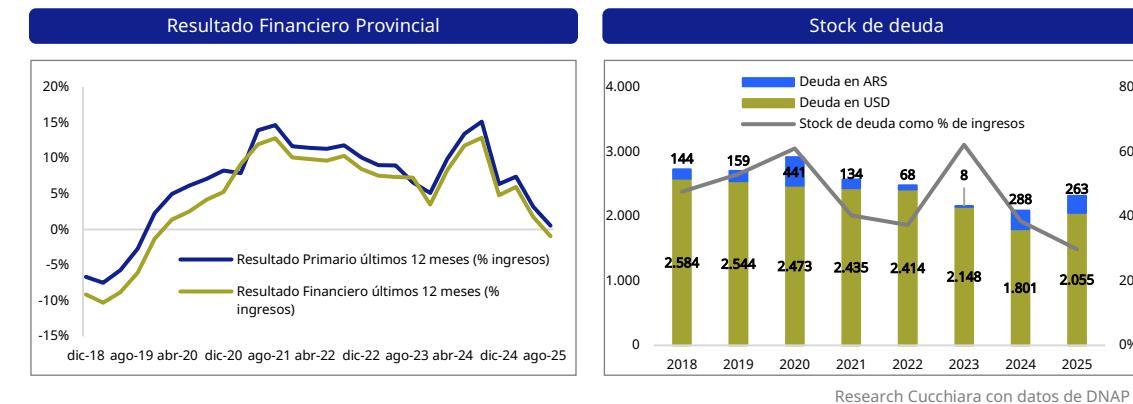
## Conclusiones

Nos gusta el nuevo bono de 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.

TICKER	Bono	Emisión (MM USD)	Rating	Precio indicativo	TIR	Duration	Mínimo
CO24	PDCAR 6.99 06/01/27	516	B-	100,0	7,0%	0,8	150000/1000
CO27	PDCAR 6 7/8 02/01/29	456	B-	96,5	8,6%	2,0	150000/1000
CO32	PDCAR 9 3/4 07/02/32	725	B-	104,5	8,7%	4,2	10000/1000
-	PDCAR 8.6 02/03/35	800	B-	98,2	8,9%	5,4	10000/1000

Esquema AIF, USD millones	2020	2021	2022	2023	2024	9M25
<b>Ingresos Totales</b>	<b>5.696</b>	<b>6.885</b>	<b>9.005</b>	<b>9.503</b>	<b>8.665</b>	<b>7.129</b>
<b>Ingresos Corrientes</b>	5.654	6.795	8.885	9.396	8.566	7.023
Impuestos provinciales	1.603	1.938	2.401	2.331	2.230	1.976
Impuestos federales	2.590	3.129	4.154	4.065	3.892	3.098
Ingresos no tributarios*	301	481	834	1.344	1.257	880
Seguridad Social	846	886	1.131	1.279	1.130	949
Transferencias Corrientes	315	361	366	379	57	120
<b>Ingresos de Capital</b>	<b>41</b>	<b>90</b>	<b>119</b>	<b>106</b>	<b>99</b>	<b>106</b>
Inversiones Financieras	7	8	12	16	13	14
Transferencias Corrientes	35	82	107	90	86	91
<b>Gastos Primarios</b>	<b>5.396</b>	<b>6.189</b>	<b>8.240</b>	<b>9.170</b>	<b>8.249</b>	<b>6.757</b>
<b>Gastos Corrientes</b>	5.044	5.564	6.987	7.789	6.964	6.171
Gastos de personal	2.056	2.206	2.838	3.268	2.810	2.414
Bienes y Servicios	500	683	728	789	911	880
Transferencias al Sector Público	830	981	1.274	1.296	1.194	982
Seguridad Social	1.176	1.158	1.450	1.683	1.473	1.346
Otras transferencias & Gastos	482	536	697	753	576	549
<b>Gastos de Capital</b>	<b>352</b>	<b>624</b>	<b>1.253</b>	<b>1.381</b>	<b>1.285</b>	<b>586</b>
Inversión Real	239	458	906	912	720	451
Inversiones Financieras	45	95	208	248	440	81
Transferencias de capital	67	71	139	220	125	54
<b>Resultado Primario</b>	<b>470</b>	<b>805</b>	<b>909</b>	<b>485</b>	<b>554</b>	<b>467</b>
Resultado Primario (% de ingresos)	8,24%	11,69%	10,09%	5,10%	6,39%	6,56%
Intereses de la deuda	169	108	144	153	138	95
<b>Resultado Financiero</b>	<b>300</b>	<b>697</b>	<b>764</b>	<b>332</b>	<b>416</b>	<b>372</b>
Resultado Financiero (% de ingresos)	5,27%	10,12%	8,49%	3,50%	4,80%	5,22%

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



## 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 17.000 MM de forma tal que el producto per cápita se encuentra en USD 12.000.

## Números Fiscales y Deuda

- Entre Ríos tiene una dinámica fiscal regular**, recién ahora recomponiendo las cuentas fiscales luego de un 2023 que vió 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 provincial altamente deficitario. Los ingresos federales representan un 58%, 8 puntos por encima del promedio nacional, y un 20% de ingresos propios sobre los totales. Desde el 2023 se redujeron a un tercio las transferencias corrientes que recibe la provincia, dinámica similar al resto de las provincias del país.
- La provincia no ha podido reducir su deuda en los últimos años**, el nivel actual no difiere significativamente de los niveles de 2020 o 2021. La deuda se ubica en el 23% de los ingresos y en el 4% de su PBI, por encima de la media provincial. El 70% está en moneda extranjera, de los cuales más de la mitad corresponde al bono bajo ley de Nueva York con vencimiento en 2028. El bono amortiza parcialmente y su valor residual a la fecha es del 54%

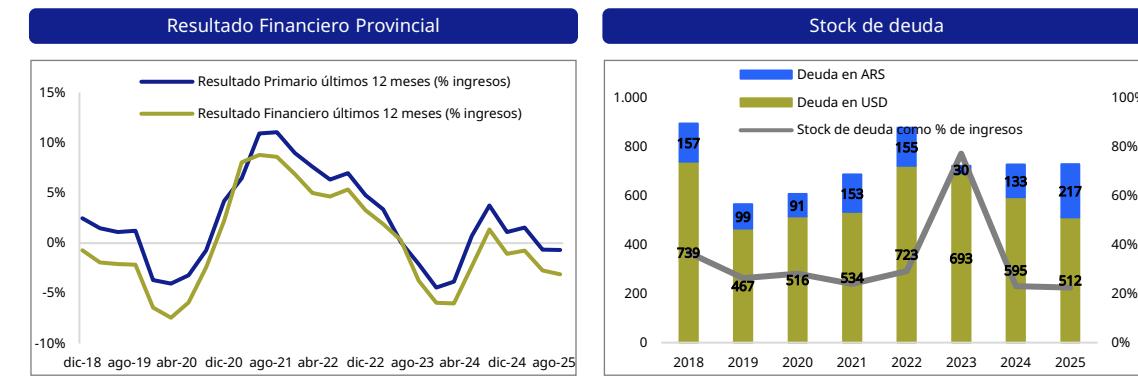
## Conclusiones

Es una provincia particular, ubicada en el núcleo productivo, pero con problemas sociales estructurales. El gobernador cuenta con el visto bueno de los mercados. Sin embargo, dado el nivel de deuda y la dinámica fiscal, también creemos que como mínimo debería cotizar con un premio de 100 pb sobre Jujuy o Salta.

TICKER	Bono	Emisión (MM USD)	Rating	Precio indicativo	TIR	Duration	Mínimo
ERF25	ENTRIO 8 1/4 08/08/28	518	CCC+	97,5	10,5%	1,1	1/1

Esquema AIF, USD millones	2020	2021	2022	2023	2024	9M25
<b>Ingresos Totales</b>	<b>2.563</b>	<b>3.087</b>	<b>4.073</b>	<b>3.985</b>	<b>3.545</b>	<b>2.942</b>
<b>Ingresos Corrientes</b>	2.540	3.031	4.000	3.938	3.532	2.926
Impuestos provinciales	506	654	759	720	677	595
Impuestos federales	1.426	1.724	2.310	2.255	2.138	1.705
Ingresos no tributarios*	58	149	258	245	145	109
Seguridad Social	352	392	535	570	537	470
Transferencias Corrientes	197	113	139	148	35	47
<b>Ingresos de Capital</b>	<b>24</b>	<b>55</b>	<b>73</b>	<b>47</b>	<b>13</b>	<b>16</b>
Inversiones Financieras	7	8	8	7	10	10
Transferencias Corrientes	17	48	65	40	3	6
<b>Gastos Primarios</b>	<b>2.506</b>	<b>2.874</b>	<b>3.939</b>	<b>4.222</b>	<b>3.583</b>	<b>2.964</b>
<b>Gastos Corrientes</b>	2.405	2.704	3.703	3.957	3.501	2.874
Gastos de personal	1.169	1.283	1.805	1.951	1.665	1.353
Bienes y Servicios	150	196	239	235	251	188
Transferencias al Sector Público	277	335	441	439	419	333
Seguridad Social	616	656	938	1.029	897	762
Otras transferencias & Gastos	193	234	281	302	268	238
<b>Gastos de Capital</b>	<b>101</b>	<b>170</b>	<b>236</b>	<b>265</b>	<b>83</b>	<b>90</b>
Inversión Real	93	127	206	230	73	84
Inversiones Financieras	2	33	6	3	2	0
Transferencias de capital	6	9	24	31	8	6
<b>Resultado Primario</b>	<b>108</b>	<b>277</b>	<b>195</b>	-	<b>176</b>	<b>40</b>
Resultado Primario (% de ingresos)	4,20%	8,98%	4,78%	-4,43%	1,12%	2,05%
Intereses de la deuda	51	64	61	60	78	82
<b>Resultado Financiero</b>	<b>57</b>	<b>213</b>	<b>134</b>	-	<b>237</b>	-
Resultado Financiero (% de ingresos)	2,22%	6,89%	3,29%	-5,94%	-1,08%	-0,73%

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



## La Provincia

La provincia de Jujuy, ubicada en la región del Norte 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 PIB per cápita cercano a los USD 8.600 por habitante.

## Números Fiscales y Deuda

- La dinámica fiscal de Jujuy ha mostrado una mejora sostenida desde el 2019**, especialmente en los últimos 2 años. Al igual que otras provincias del país, depende fuertemente de los ingresos federales vía coparticipación dado que los ingresos propios solo representan un 13% del total. Por otro lado, un aumento de los ingresos no tributarios logró compensar la caída en las transferencias corrientes. En el caso de Jujuy, las regalías apenas representan un 1% de los ingresos totales.
- El descenso de los gastos partir del 2023 logró sostener el superávit primario**, con una caída de 27% en los gastos de personal y 40% en bienes y servicios.
- La provincia de Jujuy se encuentra entre las más endeudadas**, con un nivel cercano al 7% de su PBI, por encima de la media provincial. Sin embargo, el 80% de su deuda tiene como acreedores al Estado nacional, organismos multilaterales y bancos. Menos del 20% corresponde a bonos en dólares bajo legislación de Nueva York. Estos títulos tienen amortización parcial desde 2023 y pagan capital cada semestre; el valor residual de los bonos es del 33%. Mientras mantenga la disciplina fiscal, no vemos el nivel de deuda como un problema.

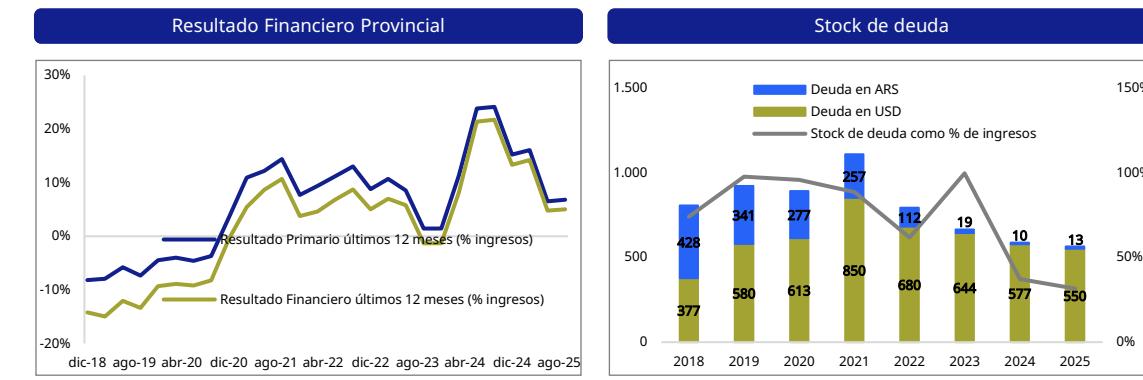
## Conclusiones

Nos gusta el bono de Jujuy: es una provincia fiscalmente ordenada y económicamente pujante gracias a la minería. Los pagos de los bonos internacionales son muy bajos en relación con los ingresos corrientes.

TICKER	Bono	Emisión (MM USD)	Rating	Precio indicativo	TIR	Duration	Mínimo
JUS22	JUJUYA 8 5/8 03/2027	214	B-	99,3	9,5%	0,6	150000/1

Esquema AIF, USD millones	2020	2021	2022	2023	2024	9M25
<b>Ingresos Totales</b>	<b>1.109</b>	<b>1.352</b>	<b>1.741</b>	<b>1.826</b>	<b>1.780</b>	<b>1.375</b>
<b>Ingresos Corrientes</b>	1.081	1.323	1.727	1.754	1.737	1.330
Impuestos provinciales	106	163	215	230	207	180
Impuestos federales	830	1.003	1.341	1.306	1.239	995
Ingresos no tributarios*	20	39	40	67	197	96
Seguridad Social	-	-	-	-	-	-
Transferencias Corrientes	126	118	130	151	94	58
<b>Ingresos de Capital</b>	<b>28</b>	<b>29</b>	<b>14</b>	<b>72</b>	<b>43</b>	<b>45</b>
Inversiones Financieras	11	14	3	57	40	42
Transferencias Corrientes	17	15	11	15	3	3
<b>Gastos Primarios</b>	<b>1.114</b>	<b>1.301</b>	<b>1.653</b>	<b>1.850</b>	<b>1.544</b>	<b>1.214</b>
<b>Gastos corrientes</b>	971	1.115	1.340	1.501	1.270	1.085
Gastos de personal	610	675	827	974	803	678
Bienes y Servicios	68	85	108	132	120	78
Transferencias al Sector Público	181	198	215	247	200	223
Seguridad Social	-	-	-	-	-	-
Otras transferencias & Gastos	112	157	191	147	148	107
<b>Gastos de Capital</b>	<b>143</b>	<b>186</b>	<b>313</b>	<b>350</b>	<b>273</b>	<b>129</b>
Inversión Real	75	110	201	191	140	111
Inversiones Financieras	61	70	103	135	120	7
Transferencias de capital	6	6	9	24	13	11
<b>Resultado Primario</b>	<b>40</b>	<b>104</b>	<b>153</b>	<b>26</b>	<b>271</b>	<b>189</b>
Resultado Primario (% de ingresos)	3,57%	7,71%	8,80%	1,41%	15,23%	13,73%
Intereses de la deuda	44	53	66	49	35	28
<b>Resultado Financiero</b>	-	<b>4</b>	<b>51</b>	<b>87</b>	<b>24</b>	<b>237</b>
Resultado Financiero (% de ingresos)	-0,40%	3,77%	5,02%	-1,30%	13,28%	11,69%

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



## La Provincia

La provincia de La Rioja se encuentra en el noroeste del país, posee una población de 383.865 habitantes. Desde 2019 y reelecto en 2023, el gobernador es Ricardo Quintela (Fuerza Patria), acompañado por Mónica Urquiza 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 vale USD 4.000 MM de manera tal que su producto por habitante se encuentra en USD 10.000.

## Números Fiscales y Deuda

- La provincia de la Rioja, -actualmente en default-,** mantiene una dinámica fiscal volátil, debido a su dependencia con el estado nacional. Los ingresos provinciales representan apenas un 12% de los ingresos totales, por lo tanto, depende fuertemente de la coparticipación y transferencias discrecionales de Nación.
- La reducción de transferencias corrientes con la llegada del gobierno de Javier Milei,** fue apoyada de una caída fuerte en los gastos, especialmente en el rubro de bienes y servicios, y el de otras transferencias y gastos. Con esto, la provincia tuvo un superávit primario significativo durante 2024, pero los datos de los últimos doce meses del 3T25 ya arrojan un déficit primario de casi 4 puntos porcentuales sobre los ingresos.
- El stock de deuda de La Rioja viene cayendo en los últimos años.** Cerca de las dos terceras partes corresponden a deuda en dólares y un tercio a deuda en pesos. La deuda en dólares corresponde prácticamente en su totalidad al bono internacional. La Rioja entró en default en agosto de 2024 tras incumplir el pago de los intereses de su Bono Verde emitido en 2017. La emisión de estos bonos originalmente tenía un vencimiento en 2027, pero fue reestructurada en 2021. Es el único bono internacional de la provincia y fue emitido con el objetivo de financiar el Parque Eólico Arauco. A raíz de estos incumplimientos, en septiembre de 2024, la justicia de Estados Unidos dictó un fallo que obligó a La Rioja a pagar a los bonistas casi USD 40 millones en concepto de daños y perjuicios.

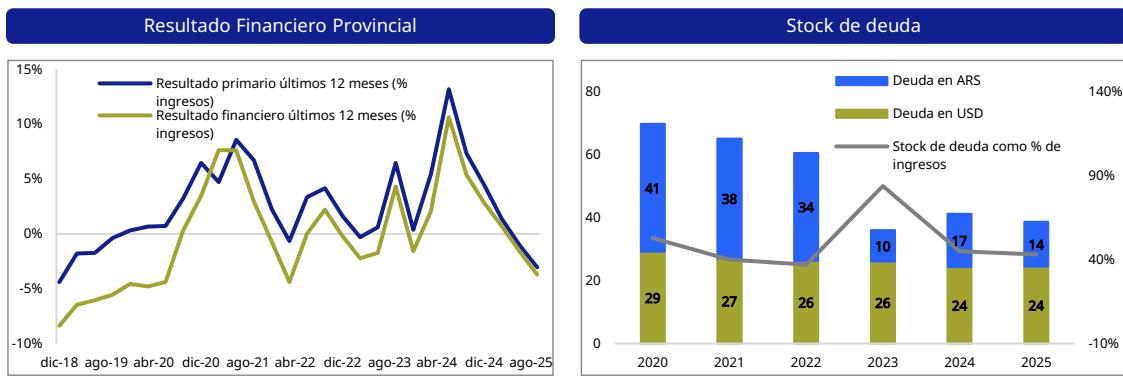
## Conclusiones

No nos gusta el crédito a estos niveles de paridad. Debería darse una reestructuración medianamente amigable y la provincia presenta malos números fiscales. No vemos motivaciones ni intenciones claras de querer resolver el problema de la deuda desde la conducción provincial actual.

TICKER	Bono	Emisión (MM USD)	Rating	Precio indicativo	TIR	Duration	Mínimo
RIF25	PRIO 8 1/2 02/24/28	318	D	55,0	43,5%	1,6	1/1

Esquema AIF, USD millones	2020	2021	2022	2023	2024	9M25
<b>Ingresos Totales</b>	<b>835</b>	<b>1.035</b>	<b>1.391</b>	<b>1.340</b>	<b>1.040</b>	<b>849</b>
<b>Ingresos Corrientes</b>	704	848	1.153	1.157	1.036	840
Impuestos provinciales	50	78	105	104	109	98
Impuestos federales	597	723	968	943	897	717
Ingresos no tributarios*	21	11	21	33	22	22
Seguridad Social	-	-	-	-	-	-
Transferencias Corrientes	36	36	58	76	7	4
<b>Ingresos de Capital</b>	<b>131</b>	<b>187</b>	<b>238</b>	<b>183</b>	<b>4</b>	<b>9</b>
Inversiones Financieras	2	2	20	11	3	1
Transferencias Corrientes	128	185	218	172	1	8
<b>Gastos Primarios</b>	<b>806</b>	<b>1.042</b>	<b>1.394</b>	<b>1.361</b>	<b>1.010</b>	<b>853</b>
<b>Gastos corrientes</b>	706	863	1.156	1.125	933	787
Gastos de personal	367	408	564	530	491	426
Bienes y Servicios	100	159	186	184	137	111
Transferencias al Sector Público	146	157	224	197	195	180
Seguridad Social	-	-	-	-	-	-
Otras transferencias & Gastos	93	139	182	214	110	71
<b>Gastos de Capital</b>	<b>99</b>	<b>179</b>	<b>238</b>	<b>236</b>	<b>77</b>	<b>66</b>
Inversión Real	68	117	148	117	57	51
Inversiones Financieras	26	52	80	109	15	12
Transferencias de capital	5	11	10	10	5	2
<b>Resultado Primario</b>	<b>54</b>	<b>23</b>	<b>23</b>	<b>5</b>	<b>47</b>	<b>2</b>
Resultado Primario (% de ingresos)	6,48%	2,24%	1,63%	0,37%	4,50%	0,28%
Intereses de la deuda	25	31	26	26	17	6
<b>Resultado Financiero</b>	<b>29</b>	<b>-</b>	<b>8</b>	<b>-</b>	<b>21</b>	<b>30</b>
Resultado Financiero (% de ingresos)	3,48%	-0,74%	-0,21%	-1,58%	2,85%	-0,44%

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



## 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 21.000 MM, tal que el producto per cápita es de USD 10.000 por habitante.

## Números Fiscales y Deuda

- La provincia de Mendoza tiene una situación fiscal regular**, con un déficit primario de apenas 2%. Los ingresos propios representan apenas 35%, combinando 31% de impuestos provinciales y 4% de regalías. Los ingresos por coparticipación representan 53%, en línea con el promedio nacional. Las transferencias corrientes cayeron un 77% entre 2023 y 2025.
- Adicionalmente, la provincia tiene un componente importante de gastos de capital**, el cual comprimió fuertemente luego del cambio de gobierno en 2023, con una caída de 70%. Los otros componentes del gasto (personal y bienes y servicios) tuvieron una dinámica muy similar 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; este año cerrará prácticamente en la mitad. Esto representa alrededor del 2,9% de su PBI, por debajo de la media provincial. El 73% de la deuda está en dólares, de los cuales algo más de la mitad corresponde al bono internacional 2029 y el resto se explica por organismos internacionales. El bono amortiza parcialmente y su valor residual a la fecha es del 54%.

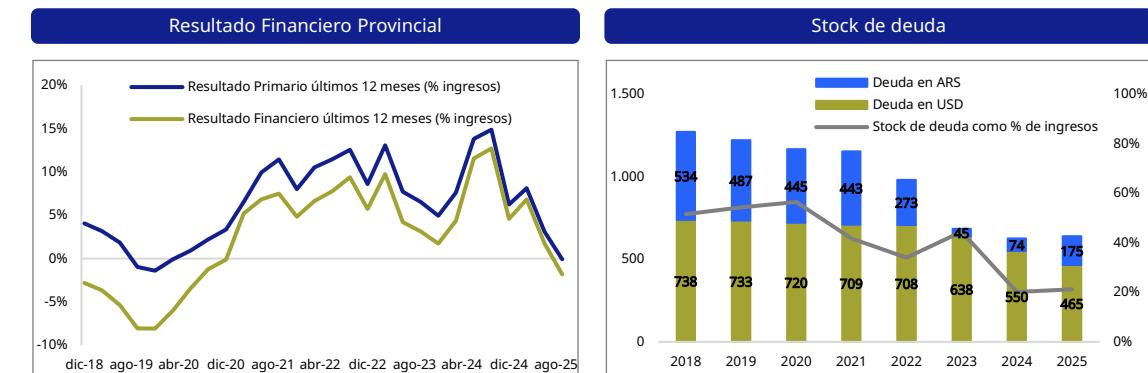
## Conclusiones

Por encima del 8,5% el bono gana atractivo. Es una provincia con un excelente perfil productivo e históricamente gobiernos pragmáticos y promercado. Su desempeño fiscal es prudente y los niveles de deuda, manejables. Además, el esquema de amortización parcial lo hace más atractivo. En general, nos gustan bastante más los números de Mendoza en relación con Chubut, pero consideramos que deberían cotizar en niveles similares, dado que este último presenta garantías petroleras.

TICKER	Bono	Emisión (MM USD)	Rating	Precio indicativo	TIR	Duration	Mínimo
PMM29	MENDOZ 5 3/4 03/19/29	590	B-	96,5	8,1%	1,5	1000/1000

Esquema AIF, USD millones	2020	2021	2022	2023	2024	9M25
<b>Ingresos Totales</b>	<b>2.463</b>	<b>2.986</b>	<b>3.909</b>	<b>4.208</b>	<b>3.495</b>	<b>2.721</b>
<b>Ingresos Corrientes</b>	2.346	2.710	3.671	3.773	3.447	2.705
Impuestos provinciales	683	824	1.076	1.158	1.078	849
Impuestos federales	1.216	1.469	1.965	1.914	1.816	1.457
Ingresos no tributarios*	341	335	534	578	518	371
Seguridad Social	-	-	-	-	-	-
Transferencias Corrientes	105	81	96	123	35	28
<b>Ingresos de Capital</b>	<b>117</b>	<b>276</b>	<b>238</b>	<b>435</b>	<b>48</b>	<b>16</b>
Inversiones Financieras	20	11	8	6	3	13
Transferencias Corrientes	97	266	230	429	44	3
<b>Gastos Primarios</b>	<b>2.465</b>	<b>2.842</b>	<b>3.686</b>	<b>4.134</b>	<b>3.335</b>	<b>2.596</b>
<b>Gastos Corrientes</b>	2.256	2.373	3.008	3.202	2.897	2.316
Gastos de personal	1.239	1.185	1.510	1.580	1.342	1.165
Bienes y Servicios	290	357	430	478	523	373
Transferencias al Sector Público	371	441	574	592	562	403
Seguridad Social	-	-	-	-	-	-
Otras transferencias & Gastos	356	390	494	552	470	376
<b>Gastos de Capital</b>	<b>209</b>	<b>470</b>	<b>678</b>	<b>932</b>	<b>438</b>	<b>280</b>
Inversión Real	78	123	264	308	228	177
Inversiones Financieras	129	340	376	583	198	89
Transferencias de capital	2	6	38	41	12	14
<b>Resultado Primario</b>	<b>82</b>	<b>239</b>	<b>337</b>	<b>209</b>	<b>219</b>	<b>181</b>
Resultado Primario (% de ingresos)	3,34%	8,02%	8,61%	4,96%	6,25%	6,66%
Intereses de la deuda	85	95	113	135	59	57
<b>Resultado Financiero</b>	-	<b>2</b>	<b>144</b>	<b>224</b>	<b>74</b>	<b>160</b>
Resultado Financiero (% de ingresos)	-0,09%	4,82%	5,72%	1,75%	4,58%	4,57%

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



## La Provincia

La provincia de Neuquén se ubica en el noroeste de la Patagonia Argentina, 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 ello se le adicionan con ingresos relevantes por turismo. Su PBI escala a USD 25.000 MM tal que por habitante se producen USD 35.000, posicionando a Neuquén entre las provincias con mayor ingreso per capita del país.

## Números Fiscales y Deuda

- Neuquén es una de las provincias más sólidas del país**, atribuible a su capacidad de generar un 31% de los ingresos totales vía regalías por la industria del petróleo y gas. Luego, un 24% de los ingresos totales ingresa vía impuestos provinciales y solamente un 14% 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 24% de los ingresos y en el 3,4% de su PBI, casi la mitad que en 2021. 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 60% 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 50%, mientras que el no garantizado tiene pagos residuales por el 69%.

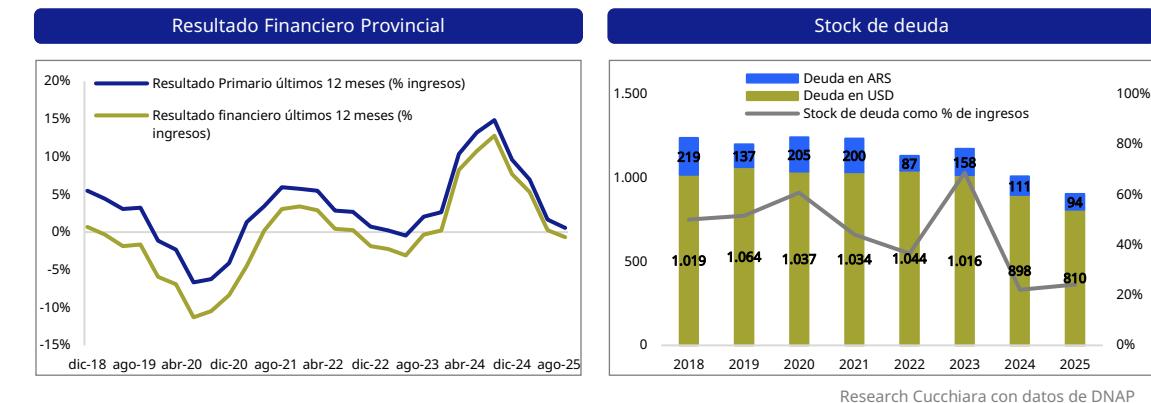
## Conclusiones

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. El bono garantizado cotiza con rendimientos muy bajos. El título no garantizado creemos que gana atractivo por encima del 8%, pero en esos niveles ya comienza a competir con bonos corporativos de excelente calidad del sector de Oil & Gas.

TICKER	Bono	Emisión (MM USD)	Rating	Precio indicativo	TIR	Duration	Mínimo
NDT25	NEUQUE 6 7/8 04/27/30	377	B-	97,0	8,4%	2,1	1000/1000
NDT11	NEUQUE 8 5/8 05/12/30	349	B-	104,5	6,3%	1,9	150000/1000

Esquema AIF, USD millones	2020	2021	2022	2023	2024	9M2025
<b>Ingresos Totales</b>	<b>2.437</b>	<b>3.024</b>	<b>4.195</b>	<b>4.677</b>	<b>5.131</b>	<b>4.383</b>
<b>Ingresos Corrientes</b>	2.412	2.971	4.122	4.587	5.118	4.342
Impuestos provinciales	538	717	959	1.071	1.257	1.070
Impuestos federales	522	633	822	810	774	623
Ingresos no tributarios*	885	1.144	1.645	1.938	2.209	1.807
Seguridad Social	424	439	638	700	870	814
Transferencias Corrientes	44	38	59	68	9	27
<b>Ingresos de Capital</b>	<b>25</b>	<b>53</b>	<b>73</b>	<b>90</b>	<b>13</b>	<b>41</b>
Inversiones Financieras	4	18	34	66	12	34
Transferencias Corrientes	21	35	39	24	1	6
<b>Gastos Primarios</b>	<b>2.641</b>	<b>2.921</b>	<b>4.273</b>	<b>4.666</b>	<b>4.736</b>	<b>4.316</b>
<b>Gastos Corrientes</b>	2.456	2.688	3.909	4.305	4.444	3.953
Gastos de personal	1.315	1.426	2.032	2.227	2.330	2.175
Bienes y Servicios	232	260	428	469	514	367
Transferencias al Sector Público	256	340	487	554	579	483
Seguridad Social	484	512	742	824	853	819
Otras transferencias & Gastos	169	150	219	231	168	110
<b>Gastos de Capital</b>	<b>185</b>	<b>233</b>	<b>364</b>	<b>361</b>	<b>293</b>	<b>363</b>
Inversión Real	116	143	234	238	184	264
Inversiones Financieras	63	71	100	92	76	81
Transferencias de capital	6	19	30	31	33	17
<b>Resultado Primario</b>	<b>- 99</b>	<b>173</b>	<b>32</b>	<b>123</b>	<b>492</b>	<b>116</b>
Resultado Primario (% de ingresos)	-4,08%	5,72%	0,75%	2,63%	9,59%	2,64%
Intereses de la deuda	104	70	110	112	98	48
<b>Resultado Financiero</b>	<b>- 204</b>	<b>103</b>	<b>- 79</b>	<b>11</b>	<b>394</b>	<b>67</b>
Resultado Financiero (% de ingresos)	-8,36%	3,40%	-1,87%	0,23%	7,68%	1,54%

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



## La Provincia

La Provincia de Buenos Aires es el distrito más extenso y poblado del país, con 17.523.996 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 210.000 millones, tal que su producto bruto por habitante es de USD 12.000.

## Números Fiscales y Deuda

- La provincia de Buenos Aires tiene una dinámica fiscal notablemente negativa en relación a su estructura productiva.** El 39% de los ingresos se obtiene vía impuestos federales/coparticipación, mientras que un 40% a través de tributos provinciales como ingresos brutos y patentes.
- Maneja un sistema previsional deficitario en casi USD 900 millones según los datos de la DNP.** Por otro lado, mantiene un componente fuerte de gastos de capital que se redujo un 36% entre 2023 y 2025.
- 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 el 56% de sus ingresos y casi el 6% 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.

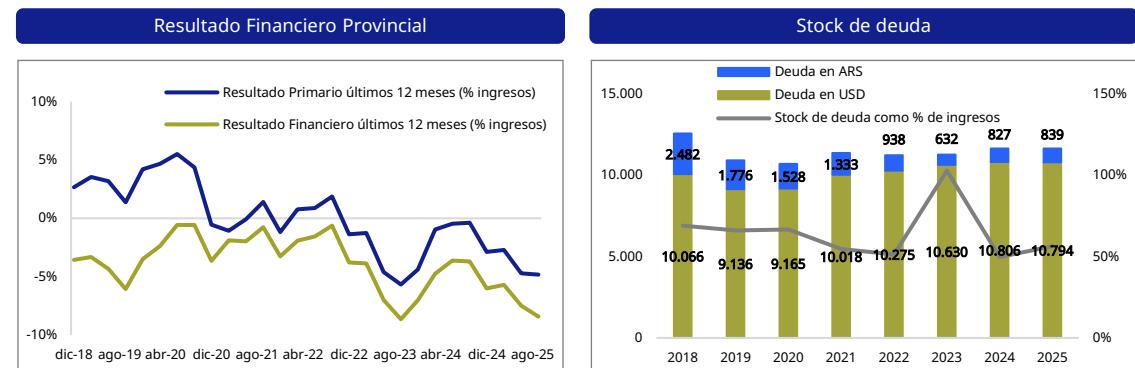
## Conclusiones

El spread actual entre BUENOS 2037 y GD38 ronda los 220 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. Esperaríamos que se amplíe para generar un punto de entrada más atractivo.

TICKER	Bono	Emisión (MM USD)	Rating	Precio Indicativo	TIR	Duration	Mínimo
BA37D	BUENOS 6 5/8 09/01/37	6320	CCC+	80,9	11,3%	4,1	1/1
BB37D	BUENOS 5 7/8 09/01/37	778	CCC+	71,3	11,8%	5,2	1/1
BC37D	BUENOS 5 1/4 09/01/37	153	CCC+	62,5	13,5%	5,1	1/1

Esquema AIF, USD millones	2020	2021	2022	2023	2024	9M25						
<b>Ingresos Totales</b>	<b>19.134</b>	<b>22.415</b>	<b>29.598</b>	<b>30.029</b>	<b>26.390</b>	<b>17.792</b>						
<b>Ingresos Corrientes</b>	19.097	22.251	29.551	29.911	26.363	21.051						
Impuestos provinciales	6.611	8.330	10.783	10.309	10.589	8.597						
Impuestos federales	7.104	8.483	10.296	10.966	10.225	8.474						
Ingresos no tributarios*	185	375	876	1.272	823	263						
Seguridad Social	2.938	3.226	4.470	4.609	4.102	3.294						
Transferencias Corrientes	2.259	1.837	3.124	2.755	624	424						
<b>Ingresos de Capital</b>	<b>37</b>	<b>165</b>	<b>47</b>	<b>119</b>	<b>27</b>	<b>37</b>						
Inversiones Financieras	3	8	3	4	2	4						
Transferencias Corrientes	34	157	44	114	25	33						
<b>Gastos Primarios</b>	<b>19.829</b>	<b>23.145</b>	<b>30.720</b>	<b>32.140</b>	<b>27.978</b>	<b>18.717</b>						
<b>Gastos Corrientes</b>	18.882	21.929	28.586	29.883	26.295	20.824						
Gastos de personal	8.282	9.573	12.576	13.521	11.351	8.885						
Bienes y Servicios	1.009	1.362	1.547	1.732	1.595	1.352						
Transferencias al Sector Público	3.237	3.948	5.144	4.958	4.655	3.738						
Seguridad Social	3.731	4.105	5.341	5.558	4.992	4.101						
Otras transferencias & Gastos	2.622	2.940	3.796	4.114	3.702	2.748						
<b>Gastos de Capital</b>	<b>948</b>	<b>1.216</b>	<b>2.135</b>	<b>2.257</b>	<b>1.682</b>	<b>1.451</b>						
Inversión Real	261	615	1.001	1.097	970	732						
Inversiones Financieras	236	207	389	405	370	331						
Transferencias de capital	450	37.491	744	755	342	388						
<b>Resultado Primario</b>	-	<b>105</b>	-	<b>266</b>	-	<b>407</b>	-	<b>1.317</b>	-	<b>763</b>	-	<b>439</b>
Resultado Primario (% de ingresos)	-0,55%	-	-1,19%	-	-1,38%	-	-4,38%	-	-2,89%	-	-2,47%	-
Intereses de la deuda	591	-	463	-	715	-	794	-	825	-	747	-
<b>Resultado Financiero</b>	-	<b>696</b>	-	<b>729</b>	-	<b>1.122</b>	-	<b>2.111</b>	-	<b>1.588</b>	-	<b>1.186</b>
Resultado Financiero (% de ingresos)	-3,63%	-	-3,25%	-	-3,79%	-	-7,03%	-	-6,02%	-	-6,67%	-

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



## 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 9.000 MM lo que le da un producto por habitante de USD 12.000.

## Números Fiscales y Deuda

- La provincia de Río Negro se encuentra en una posición más favorable respecto a otras provincias**, con ingresos propios que representan el 27% del total, ingresos federales que explican el 59% y un 15% que se atribuye a ingresos no tributarios. Dentro de estos, se encuentran las regalías por el gas y petróleo, que representan un 6% de los ingresos totales de la provincia.
- Durante los últimos años la provincia fue mejorando su situación fiscal**, pasando de un déficit primario de casi 5 puntos en 2019 a un superávit primario de 1,9% en 2024. Actualmente, la provincia acumula un superávit de 4% sobre los ingresos para el 2025.
- La provincia mantiene un stock de deuda del 3% en relación con el producto y cercano al 15% 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 75% del total de la deuda, mientras que el porcentaje restante se concentra en organismos internacionales. El bono tiene amortización parcial, el valor residual es del 55%, y termina de amortizar en marzo de 2028.

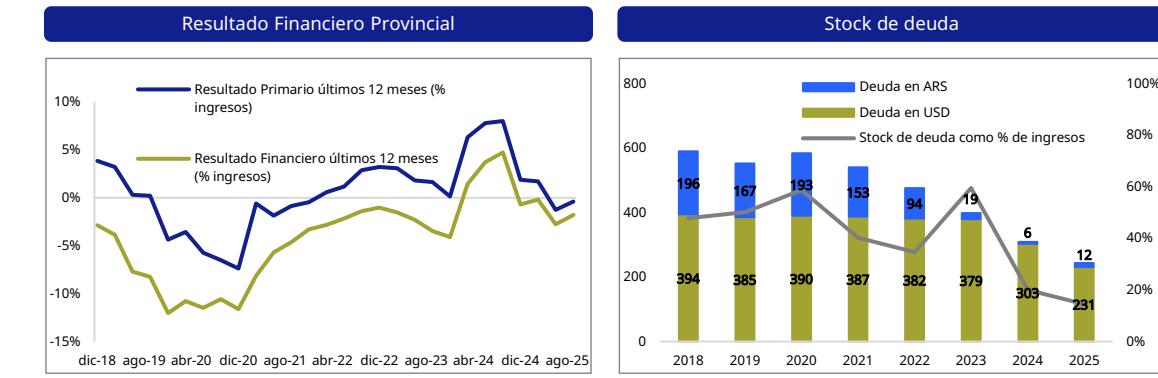
## Conclusiones

Con un rendimiento del 9%, nos parece un buen crédito, pero es un bono ilíquido. La provincia de Río Negro presenta buenos 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	Emisión (MM USD)	Rating	Precio indicativo	TIR	Duration	Mínimo
RND25	PRN 6 7/8 03/10/28	320	CCC+	96,8	10,0%	1,0	150000/150000

Esquema AIF, USD millones	2020	2021	2022	2023	2024	9M25
<b>Ingresos Totales</b>	<b>1.184</b>	<b>1.449</b>	<b>1.860</b>	<b>1.831</b>	<b>1.737</b>	<b>1.544</b>
<b>Ingresos Corrientes</b>	1.173	1.426	1.837	1.806	1.731	1.539
Impuestos provinciales	261	315	403	410	438	434
Impuestos federales	736	892	1.189	1.154	1.100	882
Ingresos no tributarios*	126	174	192	170	181	210
Seguridad Social	-	-	-	-	-	-
Transferencias Corrientes	50	45	53	71	12	13
<b>Ingresos de Capital</b>	<b>11</b>	<b>23</b>	<b>23</b>	<b>25</b>	<b>6</b>	<b>6</b>
Inversiones Financieras	3	8	8	7	5	5
Transferencias Corrientes	8	16	15	18	1	0
<b>Gastos Primarios</b>	<b>1.322</b>	<b>1.497</b>	<b>1.880</b>	<b>1.906</b>	<b>1.749</b>	<b>1.508</b>
<b>Gastos corrientes</b>	1.193	1.357	1.758	1.819	1.704	1.449
Gastos de personal	777	857	1.140	1.212	1.143	985
Bienes y Servicios	119	157	161	151	142	129
Transferencias al Sector Público	189	242	305	302	306	238
Seguridad Social	-	-	-	-	-	-
Otras transferencias & Gastos	108	100	153	154	113	97
<b>Gastos de Capital</b>	<b>129</b>	<b>140</b>	<b>121</b>	<b>87</b>	<b>45</b>	<b>59</b>
Inversión Real	95	108	103	83	42	48
Inversiones Financieras	7	3	1	0	0	1
Transferencias de capital	27	29	18	4	3	9
<b>Resultado Primario</b>	-	<b>87</b>	-	<b>6</b>	<b>60</b>	<b>2</b>
Resultado Primario (% de ingresos)	-7,38%	-0,44%	3,22%	0,13%	1,88%	4,04%
Intereses de la deuda	50	41	79	77	45	26
<b>Resultado Financiero</b>	-	<b>137</b>	-	<b>48</b>	-	<b>19</b>
Resultado Financiero (% de ingresos)	-11,61%	-3,29%	-1,03%	-4,10%	-0,68%	2,36%

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



## La Provincia

La provincia de Salta se encuentra en el noroeste del país y tiene 1.441.351 habitantes. Actualmente es gobernada por Gustavo Sáenz, acompañado por Antonio Marocco en el cargo de vicegobernador. Ambos pertenecen al espacio *Identidad Salteña*, con ideología peronista. La economía provincial se basa en la agricultura (vid, café, tabaco, caña de azúcar), minería (litio) y turismo. Su producto bruto es de USD 12.000 MM tal que su producto por habitante se acerca a los USD 8.300.

## Números Fiscales y Deuda

- Salta es una provincia con fuerte dependencia federal**, en el rango de 69% de los ingresos totales y una dinámica fiscal bastante estable. Actualmente cuenta con un sólido superávit primario de casi 2% para los últimos doce meses. La provincia no tiene ingresos significativos por regalías, y cerca de un 60% de sus gastos corrientes son en personal.
- La deuda de la provincia viene cayendo en los últimos años**. En porcentaje de los ingresos ronda el 16%, mientras que en términos del producto alcanza los 3 puntos. Los títulos públicos bajo ley de Nueva York representan el 65% de la deuda total, mientras que los préstamos bancarios, tanto en pesos como en dólares, explican casi todo el porcentaje restante. El valor residual es del 50% y la última cuota de amortización de los bonos es en diciembre de 2027.

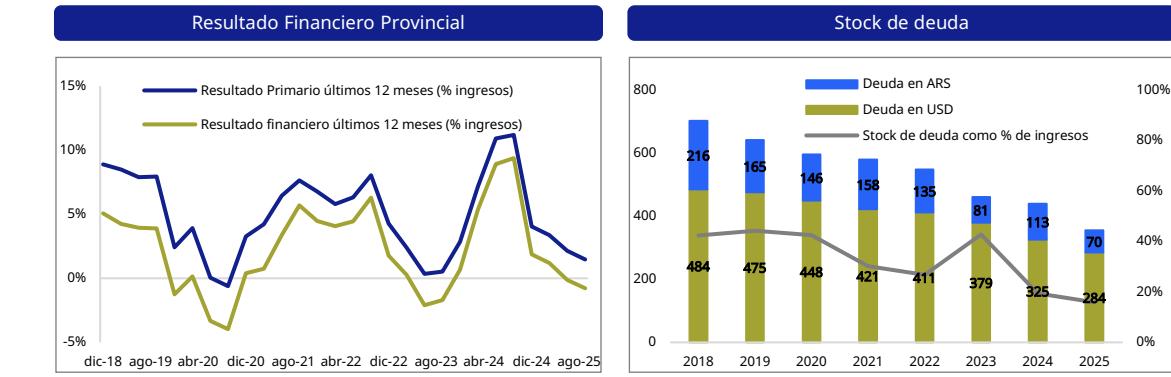
## Conclusiones

Nos gustan los bonos de Salta por encima del 9%. Es una provincia fiscalmente ordenada y económicamente pujante gracias a la minería y el turismo. Los pagos de los bonos internacionales son muy bajos en relación con los ingresos corrientes.

TICKER	Bono	Emisión (MM USD)	Rating	Precio indicativo	TIR	Duration	Mínimo
SA24D	SALTA 8 1/2 12/01/27	357	B-	99,0	9,5%	1,0	1/1

Esquema AIF, USD millones	2020	2021	2022	2023	2024	9M25
<b>Ingresos Totales</b>	<b>1.673</b>	<b>2.077</b>	<b>2.774</b>	<b>2.946</b>	<b>2.543</b>	<b>1.993</b>
<b>Ingresos Corrientes</b>	1.639	2.010	2.732	2.849	2.532	1.976
Impuestos provinciales	331	438	581	641	635	472
Impuestos federales	1.149	1.384	1.846	1.796	1.698	1.402
Ingresos no tributarios*	67	110	215	281	170	81
Seguridad Social	-	-	-	-	-	-
Transferencias Corrientes	93	79	90	130	29	21
<b>Ingresos de Capital</b>	<b>34</b>	<b>67</b>	<b>41</b>	<b>98</b>	<b>11</b>	<b>18</b>
Inversiones Financieras	5	6	4	4	3	9
Transferencias Corrientes	29	61	37	94	7	9
<b>Gastos Primarios</b>	<b>1.666</b>	<b>1.984</b>	<b>2.725</b>	<b>2.926</b>	<b>2.495</b>	<b>1.898</b>
<b>Gastos corrientes</b>	1.577	1.834	2.503	2.694	2.347	1.807
Gastos de personal	1.011	1.120	1.546	1.700	1.398	1.091
Bienes y Servicios	118	175	200	207	206	168
Transferencias al Sector Público	327	396	557	580	576	414
Seguridad Social	-	-	-	-	-	-
Otras transferencias & Gastos	121	143	199	206	167	133
<b>Gastos de Capital</b>	<b>89</b>	<b>150</b>	<b>222</b>	<b>233</b>	<b>148</b>	<b>91</b>
Inversión Real	79	139	208	217	131	84
Inversiones Financieras	1	0	0	0	0	0
Transferencias de capital	9	11	14	16	17	7
<b>Resultado Primario</b>	<b>55</b>	<b>141</b>	<b>118</b>	<b>84</b>	<b>103</b>	<b>133</b>
Resultado Primario (% de ingresos)	3,27%	6,77%	4,27%	2,84%	4,05%	6,65%
Intereses de la deuda	48	48	69	64	55	37
<b>Resultado Financiero</b>	<b>6</b>	<b>93</b>	<b>49</b>	<b>20</b>	<b>48</b>	<b>95</b>
Resultado Financiero (% de ingresos)	0,39%	4,46%	1,76%	0,68%	1,88%	4,78%

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



## La Provincia

La provincia de Santa Fe se encuentra en el noreste del país, es una de las provincias más pobladas con 3.544.908 habitantes acorde al 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 50.000 MM, tal que, por habitante, se producen USD 14.000.

## 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.

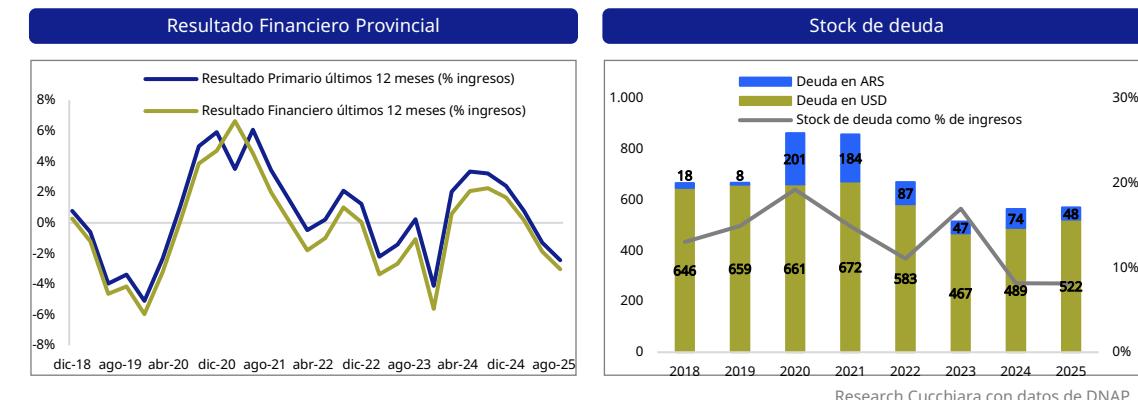
## Conclusiones

Nos gusta mucho el bono 2034; tiene un atractivo spread de 440 pb. La Provincia de Santa Fe tiene una muy buena reputación. Si bien no contamos con datos recientes sobre sus activos líquidos, vale remarcar que a inicios de 2025 la deuda neta era incluso negativa, dado que su posición de caja y activos financieros duplicaba su deuda. Excelente crédito.

TICKER	Bono	Emisión (MM USD)	Rating	Precio Indicativo	TIR	Duration	Mínimo
SF27D	PROVSF 6.9 11/01/27	250	B-	99,8	7,1%	1,2	150000/1000
SFD34	PROVSF 8.1 12/11/34	800	B-	97,8	8,5%	5,4	1000/1000

Esquema AIF, USD millones	2020	2021	2022	2023	2024	9M25
<b>Ingresos Totales</b>	<b>5.354</b>	<b>6.219</b>	<b>8.210</b>	<b>8.313</b>	<b>7.808</b>	<b>6.307</b>
<b>Ingresos Corrientes</b>	5.326	6.179	8.103	8.089	7.629	6.192
Impuestos provinciales	1.459	1.717	2.180	2.128	2.053	1.773
Impuestos federales	2.663	3.221	4.272	4.218	3.997	3.181
Ingresos no tributarios*	158	244	104	391	363	223
Seguridad Social	686	729	1.010	1.035	1.123	918
Transferencias Corrientes	360	269	182	317	94	96
<b>Ingresos de Capital</b>	<b>27</b>	<b>40</b>	<b>107</b>	<b>224</b>	<b>178</b>	<b>115</b>
Inversiones Financieras	15	8	17	177	174	113
Transferencias Corrientes	12	31	90	47	5	2
<b>Gastos Primarios</b>	<b>5.102</b>	<b>6.212</b>	<b>8.205</b>	<b>8.780</b>	<b>7.679</b>	<b>6.426</b>
<b>Gastos Corrientes</b>	4.791	5.729	7.512	8.029	6.948	5.678
Gastos de personal	2.125	2.438	3.227	3.664	3.281	2.693
Bienes y Servicios	388	463	540	591	523	502
Transferencias al Sector Público	683	793	1.038	1.013	909	679
Seguridad Social	1.049	1.195	1.627	1.668	1.523	1.223
Otras transferencias & Gastos	545	840	1.078	1.093	712	581
<b>Gastos de Capital</b>	<b>311</b>	<b>483</b>	<b>694</b>	<b>752</b>	<b>731</b>	<b>748</b>
Inversión Real	213	375	520	639	568	596
Inversiones Financieras	11	9	14	7	5	6
Transferencias de capital	87	99	159	105	158	146
<b>Resultado Primario</b>	<b>317</b>	<b>94</b>	<b>102</b>	-	<b>342</b>	<b>187</b>
Resultado Primario (% de ingresos)	5,92%	1,51%	1,24%	-4,11%	2,40%	-1,33%
Intereses de la deuda	65	87	97	126	58	35
<b>Resultado Financiero</b>	<b>252</b>	<b>6</b>	<b>5</b>	-	<b>468</b>	<b>129</b>
Resultado Financiero (% de ingresos)	4,70%	0,10%	0,06%	-5,63%	1,65%	-1,89%

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



## 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 6.000 MM y su producto per capita habitante asciende a USD 32.000, 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, y para los últimos doce meses de 2025 alcanza un déficit de 10% sobre los ingresos. La provincia tiene una distribución similar a Rio Negro en cuanto a los ingresos, con una dependencia de 50% sobre los ingresos federales, en linea con el promedio nacional.
- Los ingresos provinciales representan un 20%,** mientras que dentro de los no tributarios, hay un 3% de regalías. Para el beneficio de la provincia, su sistema previsional se encuentra relativamente balanceado.
- La deuda no es ajena al gran deterioro en el manejo de caja.** Es una de las pocas provincias donde el nivel de deuda no se contrajo 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 todos los años; el valor residual es del 41%.

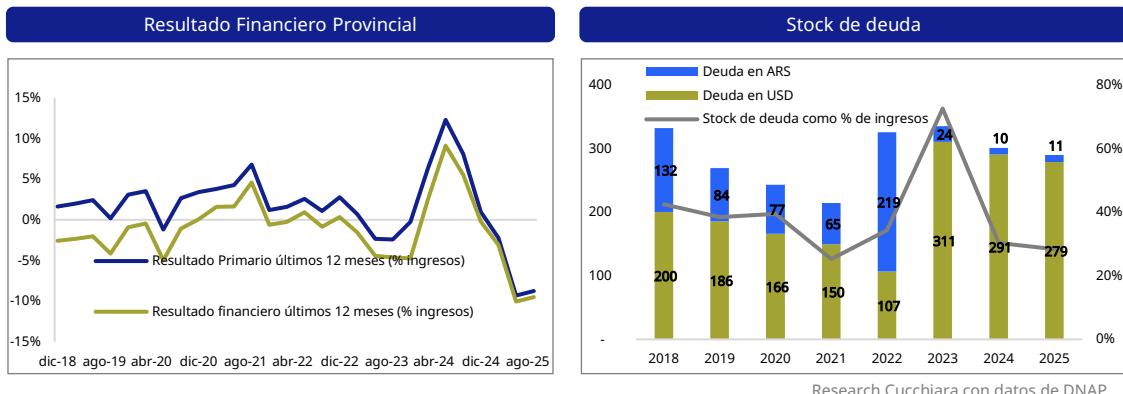
## Conclusiones

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. Si bien el bono está garantizado por regalías y cuenta con amortizaciones parciales, lo cual ayuda al cumplimiento de los pagos por parte de la provincia, cotiza prácticamente a la par, por lo que no le vemos atractivo dado el desempeño fiscal mencionado.

TICKER	Bono	Emisión (MM USD)	Rating	Precio indicativo	TIR	Duration	Mínimo
TFU27	FUEGO 8.95 01/21/30	200	CCC+	99,0	9,5%	1,9	1000/1000

Esquema AIF, USD millones	2020	2021	2022	2023	2024	9M25
<b>Ingresos Totales</b>	<b>736</b>	<b>916</b>	<b>1.282</b>	<b>1.264</b>	<b>1.118</b>	<b>890</b>
<b>Ingresos Corrientes</b>	<b>728</b>	<b>903</b>	<b>1.261</b>	<b>1.229</b>	<b>1.116</b>	<b>878</b>
Impuestos provinciales	129	164	223	239	228	188
Impuestos federales	360	436	580	562	538	430
Ingresos no tributarios*	118	171	280	223	171	115
Seguridad Social	101	116	156	163	148	135
Transferencias Corrientes	20	16	21	41	30	9
<b>Ingresos de Capital</b>	<b>8</b>	<b>13</b>	<b>22</b>	<b>35</b>	<b>2</b>	<b>12</b>
Inversiones Financieras	3	5	3	6	2	2
Transferencias Corrientes	4	8	18	29	0	10
<b>Gastos Primarios</b>	<b>735</b>	<b>922</b>	<b>1.278</b>	<b>1.324</b>	<b>1.120</b>	<b>958</b>
<b>Gastos corrientes</b>	<b>699</b>	<b>864</b>	<b>1.159</b>	<b>1.220</b>	<b>1.081</b>	<b>927</b>
Gastos de personal	334	431	601	635	561	511
Bienes y Servicios	49	60	77	95	68	50
Transferencias al Sector Público	119	145	189	175	182	131
Seguridad Social	109	128	161	176	159	151
Otras transferencias & Gastos	87	100	133	139	110	84
<b>Gastos de Capital</b>	<b>36</b>	<b>58</b>	<b>119</b>	<b>104</b>	<b>39</b>	<b>31</b>
Inversión Real	24	26	82	69	21	18
Inversiones Financieras	2	12	4	17	3	1
Transferencias de capital	9	20	33	18	15	12
<b>Resultado Primario</b>	<b>25</b>	<b>11</b>	<b>35</b>	<b>-</b>	<b>3</b>	<b>11</b>
Resultado Primario (% de ingresos)	3,41%	1,19%	2,76%	-0,23%	0,97%	-6,88%
Intereses de la deuda	24	16	31	57	13	6
<b>Resultado Financiero</b>	<b>1</b>	<b>-</b>	<b>6</b>	<b>-</b>	<b>2</b>	<b>-</b>
Resultado Financiero (% de ingresos)	0,08%	-0,60%	0,32%	-4,72%	-0,21%	-7,57%

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





# CUCCHIARA

*Muchas gracias por su tiempo y atención.*