

Provincia del Chaco

Títulos	Monto hasta VN\$	Vencimiento	Calificación	Rating Watch
Letras del Tesoro 2025*	\$ 140.000.000.000	Dic-2026**	B(arg)	Negativo

* Las letras se emitirán en pesos o su equivalente en moneda extranjera en el mercado local por hasta un monto máximo en circulación de ARS 140.000 millones autorizada por el artículo 16 de la Ley N°4135-F y el Programa creado bajo el Decreto 2359/24 / ** Plazo máximo de hasta 365 días, contados a partir de la fecha de su emisión no pudiendo trascender el 31/12/2026. La calificación de estas se basa en información provista por el emisor a diciembre 2024. Las calificaciones no son una recomendación o sugerencia, directa o indirecta, para comprar, vender o adquirir algún título valor. El presente informe de calificación debe leerse juntamente con el prospecto de emisión.

Factores Relevantes de la Calificación

Calificación Programa de Letras del Tesoro 2024: FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO "Afiliada de Fitch Ratings" (en adelante, FIX) asignó la calificación de corto plazo 'B(arg)' al Programa de Emisión de Letras de Tesorería 2025 por hasta un monto máximo en circulación de \$ 140.000 millones o su equivalente en moneda extranjera. Estas Letras apuntan a brindar liquidez a la Provincia del Chaco (PCH) para cubrir deficiencias estacionales de caja, como así también cierta flexibilidad financiera en un trimestre con fuertes presiones de los servicios de deuda. La participación relativa de este instrumento de corto plazo sobre el total de recursos proyectados por FIX se ubicaría en niveles del orden del 4,1%.

Rating Watch Negativo (RWN) en las calificaciones: las calificaciones vigentes de largo y corto plazo de la PCH, como así también el nuevo Programa de Letras cuentan con un RWN debido al contexto de incertidumbre sobre el cumplimiento en tiempo y forma de los vencimientos de deuda en moneda extranjera del primer trimestre de 2025. La Calificadora entiende que el riesgo de refinanciación para el corriente año se mitigó respecto al que se esperaba en 2024 debido a que la incidencia de los instrumentos indexados al tipo de cambio -principalmente el relativo al TD. Vto. 2028- se redujo por el esquema cambiario definido por el Banco Central. No obstante, se espera un escenario con una ajustada liquidez para garantizar el pago del bono internacional. FIX continuará monitoreando la evolución y sostenibilidad de los márgenes para evaluar la solvencia frente a un futuro desafiante.

Adecuado margen operativo, aunque con cierto deterioro: de acuerdo con datos observados al 3T-2024 y las perspectivas de FIX, se estima que al cierre del 2024 la PCH presente un margen operativo consolidado superavitario acotado, mostrando un deterioro respecto del 9,2% observado en 2023 y ubicándose ampliamente por debajo del 10,3% promedio del periodo 2019-2023. Al 30.09.2024, el margen operativo fue superavitario en 7,4% (-2,2 p.p. interanual), resultado explicado por el mayor crecimiento interanual de los gastos operativos (211%) respecto de los ingresos operativos (204%). Los ingresos fueron motorizados por los ingresos tributarios (187%) mientras que, en las erogaciones primó el incremento en la masa salarial en 216% que representó un 51% de los egresos operativos. Al comparar con la inflación promedio acumulada de 259% interanual de los primeros nueve meses del año, tanto los recursos como los gastos se contrajeron (-13,3% y -15,4%, respectivamente).

Presión de las Instituciones de la Seguridad Social (ISS): para el 2025 se espera que las ISS absorban 5,6 p.p. del margen excedente de la Administración Central (AC), lo que se reduciría moderadamente respecto del 6,6% esperado del 2024. El déficit de la Caja Previsional viene incrementándose gradual y consecutivamente desde el -1,7% en 2019. Al tercer trimestre del 2024, las ISS absorbieron 6,1 p.p. del margen de la AC cuando en el mismo período del año anterior se requirieron 4,9 p.p. Los ingresos previsionales se vieron perjudicados por el rezago real de los fondos girados desde Nación bajo el esquema de transferencias percibidas como anticipos y, ante la falta de un nuevo convenio con la ANSES. Durante el 2024 no hubo giros bajo este concepto. FIX confía que en 2025 el gobierno nacional alcance acuerdos con las Provincias para regularizar estas partidas, aunque no se incluye en las proyecciones.

Informe Integral

Calificaciones

Largo Plazo	BB+(arg)
Corto Plazo	B(arg)

Instrumentos de deuda

TD Vto. 2026 por USD 40.444.100	BBB-(arg)
Programa de Letras de Tesorería 2024 por hasta \$ 80.000.000.000	B(arg)

Rating Watch (Observación) Negativo

Resumen Financiero

Provincia del Chaco - APNF*

	31.12.2023	31.12.2022
Ingresos Operativos (\$mill)	969.611	431.268
Deuda Consolidada (\$mill)	365.264	102.492
Balance Operativo/ Ingresos Operativos (%)	9,2	11,4
Servicio de Deuda/ Ingresos Corrientes (%)	3,1	8,5
Deuda/ Balance Corriente (x)	3,7	1,9
Balance Operativo/ Intereses Pagados (x)	5,2	6,6
Gto de Capital/ Gto Total (%)	16,4	15,0

* Administración Pública No Financiera

Criterios Relacionados

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

Informes Relacionados

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

Analistas

Analista Principal
Renzo Crosa
Analista
renzo.crosa@fixscr.com
+54 11 5235-8129

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

Responsable del Sector
Mauro Chiarini
Senior Director
mauro.chiarini@fixscr.com

Ajustada liquidez: al cierre del 2024, FIX estima que la PCH presente disponibilidades equivalentes al 2,9% de los ingresos totales, cubriendo un muy bajo 0,3x (veces) la deuda flotante, lo que reflejaría cierto estrés de liquidez. El 09.06.2024, el Congreso Provincial mediante Ley N°4.035-F aprobó la ampliación del Programas de Letras del Tesoro 2024 hasta \$ 80.000 millones en circulación, cuyo vencimiento es el 31.12.2025.

Para el corriente año y motivo del presente informe, por la Ley de Presupuesto 2025 (Ley N°4135-F) y el Decreto 2359/24, se creó y autorizó la emisión del Programa de Letras del Tesoro 2025 por hasta \$ 140.000 millones con la finalidad de asistir deficiencias estacionales de liquidez. Según las autoridades del ejecutivo provincial, la intención sería comenzar a emitir estos instrumentos a principios del año, entendiendo que están dadas las condiciones de mercado en cuanto a plazos.

Bajo nivel de endeudamiento: para el 2025 se espera que el nivel de endeudamiento se mantenga en niveles muy adecuados, entorno del 16% de los ingresos corrientes y 4% del PBG, lo que mostraría una desaceleración respecto del pico en 2023 (36,7% y 12,0% respectivamente). Esta reducción responde al esquema cambiario definido por el Banco Central, y al repunte de la recaudación por mejora parcial del consumo privado por recomposición de los salarios reales. Al 30.09.2024, la deuda consolidada representó 17,5% de los ingresos corrientes anualizados (-4,1 p.p. interanual).

Elevada exposición cambiaria: en cuanto a la composición de la deuda, el 78,8% se encuentra nominada en moneda extranjera, lo que genera una elevada exposición al tipo de cambio. En febrero y agosto del 2024, la PCH afrontó los primeros pagos de capital del bono internacional Vto. 2028 por USD 58,4 millones, y USD 18,2 millones en concepto de intereses. Ante la acotada liquidez y el insuficiente flujo operativo, la Provincia recibió asistencia financiera del gobierno nacional, sumado a un préstamo con el Banco Nación por \$ 50.000 millones. Los términos y condiciones de este último fueron favorables para la Provincia permitiéndole, además, aliviar parte de la deuda con el fondo fiduciario de desarrollo Provincial (FFDP) por \$ 68.000 millones. En febrero 2025, PCH deberá afrontar un nuevo vencimiento por el TD internacional por un total de USD 37.610.879.

Limitada autonomía financiera: la PCH estructuralmente presenta una fuerte dependencia de recursos de origen nacional (RON) en los ingresos operativos, promediando el 75% en el último lustro. Esto refleja un bajo grado de libertad presupuestaria, acotando el margen de maniobra ante contingencias que requieran mayor autonomía fiscal. Sin embargo, al discriminar los RON, las transferencias automáticas son las que mayor peso relativo presentan respecto a las no automáticas. FIX entiende que, si bien la base imponible de los recursos coparticipados es de origen provincial, el Gobierno Nacional tiene la potestad constitucional de centralizar la recaudación de estos para su posterior redistribución. En este marco, por criterio la Calificadora contempla que estos recursos al estar expuestos a regulaciones y/o al marco normativo que define el soberano sobre el giro de los fondos, se consideran de origen nacional. Al 30.09.2024, las automáticas representaron un 72,7% de los ingresos operativos, mientras que las no automáticas solamente un 2,6%.

Sensibilidad de las Calificaciones

Rating Watch Negativo: en caso de que no se obtengan las fuentes de financiamiento para poder cumplir con el servicio de deuda del bono internacional de febrero de 2025 o se inicie un proceso de reestructuración que pueda ser considerado forzoso, FIX podría accionar a la baja varios rangos de las calificaciones vigentes de la Provincia.

Contexto económico: las calificaciones del emisor dependerán de la evolución de la flexibilidad fiscal, financiera y sostenibilidad de la deuda en un contexto económico muy adverso y elevada incertidumbre respecto de las medidas económicas del gobierno nacional, incluyendo las que afectan la relación con los sub-soberanos.

Garantía de los TD: un cambio en la evolución de la garantía y/o un incremento en la afectación de los recursos de coparticipación con impacto negativo en los niveles de cobertura de los servicios de los títulos, podría presionar a la baja la calificación. Cambios en la calificación de la Provincia podría impactar sobre la calificación de los TD Vto. 2026 por USD 40.444.100 en la misma dirección.

Principales Factores de Calificación

Resumen: Fortalezas y Debilidades

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

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

Fortalezas

- Adecuado nivel de endeudamiento en términos de los ingresos corrientes, pero con crecimiento en la composición en moneda extranjera para un emisor sin ingresos correlacionados.
- Mejora en el nivel de solvencia para el pago de servicios en tiempo y forma, aunque potencial riesgo de liquidez ante los vencimientos de deuda.
- Alta experiencia en el mercado de capitales.

Debilidades

- Elevada rigidez presupuestaria por el lado del gasto.
- Limitada autonomía por el lado de los ingresos. Fuerte dependencia de la Nación.
- Débiles indicadores socioeconómicos.
- Estresada posición de liquidez para afrontar obligaciones en el corto plazo.

Marco institucional

Contexto Nacional

La Argentina tiene un sistema democrático, representativo, republicano federal, por lo cual las provincias cuentan con autonomía política y económica. En las últimas décadas se produjo una importante descentralización de las responsabilidades del gasto en los gobiernos locales con un aumento de la centralización de la Nación en cuanto a la recaudación de los ingresos. Esto impactó en mayor dependencia de las provincias de los recursos de origen nacional, tanto para el financiamiento de gastos corrientes como de capital. La falta de una reforma de la Ley de Coparticipación y la necesidad de resolver problemas coyunturales provocaron sucesivas reformas adicionales a la Ley de Coparticipación que determinaron un sistema cada vez más complejo de distribución de recursos Nación-Provincia.

El marco regulatorio en donde operan los subsoberanos y Nación es muy frágil y volátil ante la gran cantidad de cambios que ha sufrido en los últimos años. Esto marca un contexto de incertidumbre y falta de previsibilidad para la toma de decisiones y proyección de políticas económicas de los entes subnacionales. Los importantes desafíos macro-fiscales y financieros del soberano imponen una reducción de las transferencias corrientes discrecionales o impuestas por partidas presupuestarias hacia las provincias y/o municipios bajo convenios o legislación específica, como así también las destinadas a la obra pública, lo cual pone de manifiesto la fragilidad de las cuentas públicas de gran parte de los subsoberanos. En este contexto queda en evidencia el gran problema estructural de los subsoberanos en cuanto a la asimetría de generación de recursos y las responsabilidades del gasto.

A la esperada disminución de las transferencias no automáticas se le adiciona la caída real de recursos de coparticipación por el fuerte deterioro del nivel de actividad y, hasta el mes de agosto de 2024, por el impacto de la modificación del impuesto a las Ganancias sobre personas físicas que afecta, en el marco del Decreto Nacional 473/2023 y posterior Ley N°27.725.

Con relación a las partidas de distribución no automática pero avaladas en un convenio con partida presupuestaria, se encuentra en discusión gran parte de estas transferencias. Por ejemplo, el Fondo de Incentivo Docente (FONID) que quedó sin efecto a partir de enero de

2024 donde no se prorrogó su vigencia. Este fondo fue creado en 1998 con el objeto de reforzar el salario de los docentes de todo el país a través de transferencias de recursos adicionales por el lapso de cinco años, pero gracias a distintas modificaciones y prórrogas se mantuvo la partida de recursos presupuestaria bajo este concepto hasta diciembre de 2023. Los subsoberanos deberán incurrir en mayores gastos para cubrir parte del costo en personal docente en caso de querer mantener un mínimo del nivel de salarios.

Desde enero de 2024 las provincias que no transfirieron sus Cajas de Seguridad Social a la Nación no están percibiendo anticipos para financiar parte del déficit, que, si bien no estaban actualizados con la inflación de los últimos años dado que los últimos Convenios Bilaterales firmados fueron en el 2019, amortiguaban en cierto nivel el peso sobre las cuentas fiscales.

Por su parte, el Fondo Fiduciario para el Desarrollo Provincial (FFDP) cuyo objetivo es dar apoyo y promover el desarrollo de las provincias, no dio nuevos préstamos y en gran parte no brindó el *rollover* (nuevos préstamos para cancelar los vigentes) de los existentes, un mecanismo muy habitual que le daba fuentes de financiación alternativa y por lo que se consideraba al gobierno nacional como acreedor amigable.

Existen muchos temas a monitorear y una gran incertidumbre en el marco regulatorio, dado que tiene un impacto directo en las finanzas públicas subnacionales que en su mayoría son dependientes de los recursos de origen nacional, tanto para financiamiento de gastos corrientes y de capital como para la emisión y refinanciación de deuda.

Sin embargo, hubo ciertos avances en los consensos, el Congreso Nacional aprobó la Ley N°27.742 denominada "Ley Bases y Punto de Partida para la Libertad de los Argentinos" (Ley Bases), y la Ley N°27.743 definida como la "Ley de Medidas Fiscales Paliativas y Relevantes" (paquete fiscal) junto a los decretos de promulgación 592/2024 y 593/2024, respectivamente. Con estas medidas, la Administración Nacional pretende motorizar la economía y alcanzar equilibrio presupuestario. FIX monitoreará el impacto que tendrá en los próximos meses en las cuentas fiscales provinciales potenciales mejoras en las condiciones macroeconómicas.

Provincia del Chaco

De acuerdo con la Constitución de la PCH, la administración del gobierno provincial es responsabilidad del Poder Ejecutivo, cuyo titular es el Gobernador, y en caso de ausencia lo ejerce el vicegobernador, ambos elegidos directamente por el voto popular. Por su parte, el Poder Legislativo provincial está compuesto por una cámara de diputados

El Poder Judicial está presidido por el Superior Tribunal de Justicia, formando parte de los mismos tribunales inferiores distribuidos en seis circunscripciones judiciales. Los miembros del Superior Tribunal de Justicia y el Procurador General son designados por el Poder Ejecutivo provincial a propuesta del Consejo de la Magistratura. Los demás miembros de la administración de justicia son designados por el Superior Tribunal de Justicia también a propuesta del Consejo de la Magistratura.

A su vez, la Provincia está subdividida políticamente en 25 departamentos, que carecen de forma de gobierno o administración autónoma y por su parte éstos se componen de municipios gobernados por un intendente elegido por voto popular. Los municipios de la Provincia reciben recursos que son distribuidos bajo los lineamientos estipulados en la Ley Provincial N°3188 y la Constitución Provincial de 1994. La Provincia distribuye a los municipios el 15,5% de los recursos provinciales recaudados bajo el impuesto de ingresos brutos e impuesto de sellos y el 15,5% de los recursos que recibe la Provincia por el régimen de coparticipación impuestos nacionales y algunos regímenes especiales de distribución automática de impuestos nacionales, como ser el impuesto al monotributo.

Deuda y liquidez

Deuda

Al 30.09.2024, el stock de deuda consolidada fue de \$ 477.509 millones, lo que representó 17,5% de los ingresos corrientes anualizados (-4,1 p.p. interanual). Para el cierre del 2024, FIX prevé que el apalancamiento en términos de los ingresos corrientes se ubique en 19,4% en base al endeudamiento realizado, y la proyección de los balances corrientes y de capital, lo que reflejaría una significativa disminución de 17,3 p.p. anual. Esto se debió a que, al cierre del

2023, el stock se incrementó considerablemente por la devaluación del tipo de cambio que impactó directamente sobre el stock de deuda en moneda extranjera (ver gráfico 1).

Para el 2025 se espera que el nivel de endeudamiento se mantenga en niveles muy adecuados, entorno del 16% de los ingresos corrientes y 4,0% del PBG (asumiendo todo el uso del crédito presupuestado y el perfil de vencimientos vigentes), lo que mostraría una desaceleración respecto del pico en 2023 (36,7% y 12,0% respectivamente). Esta reducción responde al esquema cambiario definido por el Banco Central, y al repunte de la recaudación por mejora parcial del consumo privado por recomposición de los salarios reales. Para el corriente año, la Provincia tiene autorizado presupuestariamente un Programa de Letras del Tesoro 2025 por un monto máximo en circulación de hasta \$ 140.000 millones para cubrir deficiencias estacionales de liquidez y \$ 14.973 millones para realizar operaciones de crédito público.

Retrospectivamente, en agosto de 2020, la PCH incumplió el pago del interés por USD 11,7 millones del Título de Deuda colocado en el mercado internacional bajo legislación extranjera en 2016 por USD 250 millones con vencimiento en agosto de 2024. A partir de allí, la Provincia inició un proceso de reestructuración de su deuda internacional que finalizó el 25.06.2021, llevándose a cabo en sintonía con la realizada a nivel nacional (ver anexo IV). En febrero y agosto del 2024, la PCH afrontó los primeros pagos de capital del bono internacional Vto. 2028 por USD 58,4 millones, y USD 18,2 millones en concepto de intereses. Ante la acotada liquidez y el insuficiente flujo operativo, la Provincia recibió asistencia financiera del gobierno nacional, sumado a un préstamo con el Banco Nación por \$ 50.000 millones. Los términos y condiciones de este último fueron favorables para la Provincia permitiéndole, además, aliviar parte de la deuda con el FFDP por \$ 68.000 millones. En febrero 2025, PCH deberá afrontar un nuevo vencimiento por el TD internacional por un total de USD 37.610.879.

En cuanto a la composición de la deuda, al cierre de 2023 el stock en moneda extranjera representó el 75,6%, en el cual el 58,5% corresponde a los Títulos de Deuda emitidos bajo Ley local e Internacional, mientras que el 17% restante es con organismos multilaterales. Del 24,4% restante en moneda nacional, el 5,8% responde a pasivos con entidades financieras y el 9,6% con el gobierno nacional bajo organismos como el FFDP, entre otros.

En cuanto a los servicios de deuda, los mismos presentan una baja relación con los ingresos corrientes que la Provincia genera. En 2020 los servicios representaron el 16,5% de los recursos corrientes y un 224% del flujo operativo. Luego de reestructurar el bono internacional, los servicios de deuda se redujeron anualmente alcanzando en 2023 el 3,1% y 34,2%, respectivamente. En 2024, comenzó a amortizar el bono internacional por lo que los servicios de deuda se incrementaron al 6,8% de los recursos corrientes y al 150% del ahorro operativo. De acuerdo con las perspectivas de FIX, para el 2025 se espera que los servicios representen un 7% de los recursos corrientes y el 94,5% del flujo operativo proyectado, aunque la Calificadora considera que la PCH cuenta con un problema de liquidez más que de solvencia, por lo que será menester que recurra a fuentes de financiamiento para complementar el pago de sus obligaciones financieras (ver gráfico 2).

Por último, respecto a los Títulos de Deuda Vto. 2026 que fueron calificados por FIX, los mismos cuentan con garantía de recursos de coparticipación de impuestos, cedidos a un Fideicomiso en Garantía, cuyo Fiduciario es el BBVA Francés. Si bien FIX pondera dentro de la calificación de estos títulos la garantía y la estructura de pago (el flujo cedido no pasa por la PCH, es retenido directamente por el Banco de la Nación Argentina), considera que la calidad crediticia de los instrumentos se encuentra altamente influenciada por la calidad crediticia del emisor. Para más detalle ver el Anexo IV.

Liquidez

Desde el año 2012, Chaco hace uso de la emisión de Letras de Tesorería de corto plazo para administrar su posición de liquidez producto de deficiencias estacionales de caja. Por Ley N°1.092-A, la Tesorería General podrá emitir Letras cuando así lo disponga el Poder Ejecutivo, hasta el monto que fije anualmente la Ley de Presupuesto de la Administración Pública Provincial, cuando el rescate de las Letras sea posterior a la finalización del ejercicio financiero. Asimismo, la Tesorería General podrá emitir Letras por hasta el monto que determine el Poder Ejecutivo por Decreto con el acuerdo general de ministros para cubrir las deficiencias estacionales de caja las cuales deberán ser reembolsadas antes de la finalización

Gráfico 1

Deuda Directa

En mil millones de pesos



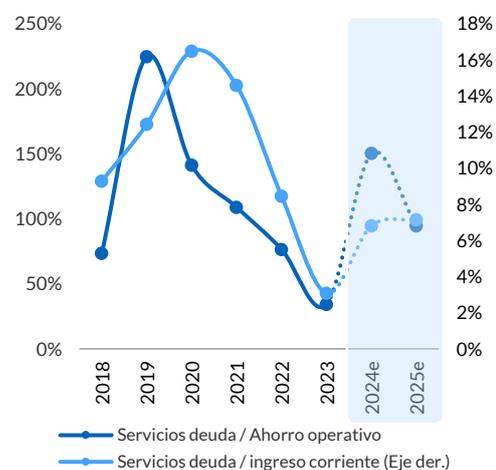
e - estimados por FIX

Fuente: P. Chaco y cálculos de FIX

Gráfico 2

Sostenibilidad de la Deuda

En mil millones de pesos



Fuente: P. Chaco y estimaciones FIX

del ejercicio financiero en el que se emitan o antes de la finalización del mandato del titular del Poder Ejecutivo en el último año de su gestión.

La PCH registró durante 2019 y 2020 un significativo aumento en la liquidez explicado en gran medida por los fondos extraordinarios provenientes desde el Gobierno Nacional para paliar los efectos de la pandemia, alcanzando niveles muy por encima del promedio histórico en términos de los ingresos totales (31,9% y 16,7% respectivamente). Luego, en el período 2021/23, la posición de liquidez de la PCH se redujo en promedio al 3,2% incluso a niveles inferiores a la media histórica del 5%. Para el 2024, si bien la calificadora no dispone del dato de liquidez al cierre del año, las disponibilidades estimadas se ubicarían en niveles moderadamente por encima del 2,4% del 2023. Para el 2025, en base a los potenciales flujos del margen operativo, el balance de capital, los importantes vencimientos de deuda y las fuentes de financiamiento disponible, la posición de liquidez pudiera deteriorarse a los niveles esperados al cierre del 2023.

Por su parte, la deuda flotante es uno de los mecanismos de financiación tradicionales en las provincias argentinas y son utilizados con mayor intensidad en contextos donde las fuentes financieras están restringidas. Al respecto, en el último lustro la deuda flotante chaqueña se mantuvo en niveles razonables, y controlables respecto de los ingresos operativos. En comparación a jurisdicciones homólogas, la PCH hace muy poco uso de esta herramienta. Al cierre del 2024, FIX estima que la PCH presente disponibilidades que cubran un muy bajo 0,4x la deuda flotante, lo que reflejaría cierto estrés de liquidez. El 09.06.2024, el Congreso Provincial mediante Ley N°4.035-F aprobó la ampliación del Programas de Letras del Tesoro 2024 hasta \$ 80.000 millones en circulación, cuyo vencimiento es el 31.12.2025. Actualmente, se encuentra en circulación el monto de \$ 79.999,9 millones cuyo vencimiento opera en los meses de enero, febrero, marzo, mayo y junio.

Para el corriente año y motivo del presente informe, por la Ley de Presupuesto 2025 (Ley N°4135-F) y el Decreto 2359/24, se creó y autorizó la emisión del Programa de Letras del Tesoro 2025 por hasta \$ 140.000 millones con la finalidad de asistir deficiencias estacionales de liquidez. Según las autoridades del ejecutivo provincial, la intención sería comenzar a emitir estos instrumentos a principios del año.

Contingencias

La PCH es una de las provincias argentinas que no transfirió su sistema de Seguridad Social al Gobierno Nacional. En el período 2016-2022 las contribuciones de la seguridad social nunca fueron suficientes para cubrir las prestaciones a la misma, financiando este déficit con transferencias de la AC, anticipos a cuenta de la ANSeS y aportes de la Obra Social Provincial. Desde octubre del 2023 no se perciben ingresos del ANSeS por lo que se espera un incremento del peso del déficit sobre las cuentas provinciales.

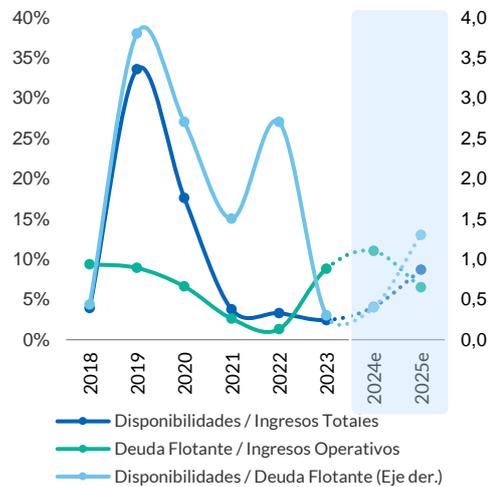
Para el 2025 se espera que las ISS absorban 5,6 p.p. del margen excedente de la AC, lo que se reduciría moderadamente respecto del 6,6% esperado del 2024, aunque por encima del promedio histórico de 4% (Ver gráfico 6). El déficit de la Caja Previsional viene incrementándose gradual y consecutivamente desde el -1,7% en 2019. Al tercer trimestre del 2024, las ISS absorbieron 6,1 p.p. del margen de la AC cuando en el mismo período del año anterior se requirieron 4,9 p.p. Los ingresos previsionales se vieron perjudicados por el rezago real de los fondos girados desde Nación bajo el esquema de transferencias percibidas como anticipos y, ante la falta de un nuevo convenio con la ANSES. Durante el 2024 no hubo giros bajo este concepto. FIX confía que en 2025 el gobierno nacional alcance acuerdos con las Provincias para regularizar estas partidas, aunque no se incluye en las proyecciones.

Por último, la Provincia interviene en la economía mediante participaciones concretas en sociedades del estado. Actualmente, participa en empresas de distribución de energía (Secheep), y agua potable (Sameep). La situación patrimonial de estas empresas es desconocida debido a la inexistencia de balances actualizados.

Desempeño presupuestario

Para el análisis de las finanzas públicas se analizaron los ejercicios fiscales definitivos para el período 2019-2023 y proyecciones propias para el cierre de 2024 y 2025. En los Anexos II y III

Gráfico 3
Liquidez
En porcentaje y veces (x)



Fuente: P. Chaco y estimación de FIX e-estimado

se exponen los datos consolidados de la Administración Pública No Financiera (APNF) a los efectos de poder comparar con otras jurisdicciones la situación real de cada Provincia.

Ingresos operativos

A precios constantes, los ingresos de la provincia chaqueña crecieron en el bienio postpandemia un 13,5%, explicado tanto por el repunte del nivel de actividad como por el incremento de la nominalidad debido a la aceleración de la inflación. En 2023, a pesar del aumento en el ritmo de crecimiento de los precios, sopesó más la merma en el nivel de actividad lo que redujo -3,7% anual los ingresos reales.

Al 30.09.2024, los recursos operativos se incrementaron 203,6% interanual, cuando la inflación promedio acumulada del mismo período fue del 259%. El crecimiento se explicó por la dinámica de los ingresos de origen nacional de carácter automático (+216%) que tienen el mayor peso relativo en la estructura de ingresos (73% de los ingresos operativos), al tiempo que los RON no automáticos crecieron muy por debajo (+40%) producto del nuevo programa del gobierno nacional de austeridad fiscal para alcanzar el equilibrio presupuestario. Esto deja en evidencia la dependencia de Chaco a los recursos de origen nacional (ver gráfico 4) y se traduce en un bajo grado de libertad presupuestaria, acotando el margen de maniobra ante contingencias que requieran mayor autonomía fiscal.

Para el cierre del 2024 y el 2025, FIX estima que los recursos provinciales continúen contrayéndose en términos reales continuando con la tendencia bajista desde el pico de 2022, por lo que acumularía una reducción de -24,7% en los tres años. Esto se explicaría en gran medida a que los principales ingresos de la Provincia están fuertemente vinculados a la dinámica del consumo privado, que en los últimos años se mantuvo en baja por la caída del salario real. La Calificadora espera que, al cierre del 2024 los recursos provinciales se contraigan -16,4% anual por la retracción del nivel de actividad por la merma del salario real - que converge gradualmente con la inflación mensual-, así como por el efecto estadístico que surge al deflactar por una inflación promedio anual que ajusta con cierto rezago en comparación con el ritmo de crecimiento mensual de los precios. Para 2025, si bien se proyecta una merma real de los ingresos, la misma sería en una menor magnitud dado que, si bien FIX prevé cierta recomposición salarial heterogénea -entre sector privado y público-, el efecto estadístico aún se mantendría, aunque la brecha entre la inflación anual e interanual al cierre del ejercicio converjan considerablemente.

Estructuralmente, la PCH presenta una fuerte dependencia de recursos de origen nacional en los ingresos operativos, promediando el 75% en el último lustro. Sin embargo, al discriminar los RON, las transferencias automáticas son las que mayor peso relativo presentan respecto a las no automáticas. FIX entiende que, si bien la base imponible de los recursos coparticipados es de origen provincial, el Gobierno Nacional tiene la potestad constitucional de centralizar la recaudación de estos para su posterior redistribución. En este marco, por criterio la Calificadora contempla que estos recursos al estar expuestos a regulaciones y/o al marco normativo que define el soberano sobre el giro de los fondos, se consideran de origen nacional. Al 30.09.2024, las automáticas representaron un 72,7% de los ingresos operativos, mientras que las no automáticas solamente un 2,6%.

Gastos operativos

En el 2022, bajo un contexto de aceleración inflacionaria los gastos operativos de la APNF se expandieron en términos reales un 8,6% a/a, lo que significó un alza acumulada de 14% a/a desde el 2020. En 2023, a pesar de la dinámica de las erogaciones corrientes en los contextos electorales, los gastos mostraron una caída de -1,4% anual con un crecimiento heterogéneo. La masa salarial mostró una leve merma real, sumado a la baja de los egresos por bienes y servicios y a transferencias al sector público, que fueron compensados parcialmente por el crecimiento de las prestaciones a la seguridad social y transferencias corrientes al sector privado (principalmente vinculadas al transporte).

Al 30.09.2024, los gastos operativos totalizaron \$ 1.762.372 millones, equivalente a un aumento nominal del 211% a/a, por debajo de la inflación promedio acumulada del mismo período (259%). Este comportamiento se explicó principalmente por el incremento de la masa salarial (216%) y de las Prestaciones a la Seguridad Social (241%), que compensaron el menor crecimiento de las transferencias corrientes (178%). La Calificadora prevé que para el cierre

Tabla 1: Ingresos Operativos - APNF
(millones de pesos corrientes)

	2023	2022
- Ingresos Brutos	85.089	37.971
- Inmobiliario	154	151
- Sellos	9.808	4.817
- Otros tributos provinciales	14.208	6.708
Tributarios provinciales	109.259	49.647
No tributarios	8.718	3.913
Contribuciones a la Seguridad Social	121.579	51.386
Tributarios nacionales	668.081	303.251
Transferencias corrientes	61.955	23.057
Total ingresos operativos^a	969.611	431.268

a - no incluye ingresos por rentas de la propiedad (intereses cobrados)

Fuentes: Provincia del Chaco y cálculos de FIX

Gráfico 4

Ingresos Operativos

En millones de pesos constantes de 2018



Fuente: Pcia. del Chaco y estimación de FIX e-estimado

Tabla 2: Gastos Operativos - APNF
(millones de pesos corrientes)

	2023	2022
- Personal	450.692	193.994
- Bs y Ss no personales	47.999	25.045
- Prestaciones a la Seguridad Social	170.945	71.440
- Transferencias corrientes	210.329	91.690
Total gastos operativos^a	879.964	382.169

a - no incluye intereses pagados;

Fuentes: Provincia del Chaco y cálculos de FIX

del 2024 y 2025, al igual que en el resto de los subsoberanos, las erogaciones operativas muestren una contracción real. Dada la presión que ejercen las expectativas y el crecimiento de los precios en el corto plazo sobre la masa salarial y demás gastos corrientes, al cierre del ejercicio fiscal se define un efecto estadístico que exagera el impacto inflacionario al comparar la dinámica de la inflación mensual a lo largo de un año con el promedio anual. En este sentido, ante un escenario con una fuerte aceleración en el crecimiento de los precios, las paritarias evolucionan en sintonía con la dinámica mensual acumulada del año, mientras que el promedio del año se encuentra ampliamente por debajo, decantando en un crecimiento real significativo como el observado para el bienio 2021/22. Ante la significativa desaceleración en el ritmo de crecimiento de los precios, los salarios se indexan a una inflación cada vez menor pero el promedio del año ajustará con rezago, lo que definirá una fuerte caída real de las partidas tal como se observa en 2024, y la continuidad para el 2025 aunque en menor magnitud según la perspectiva de la Calificadora.

El gasto en masa salarial, al igual que en otras jurisdicciones, es una de las partidas con mayor relevancia en la estructura de gastos fiscales. De acuerdo con la dinámica de indexación planteada anteriormente, FIX espera que para el cierre del 2024 la masa salarial presente una significativa contención real entorno al -13,6%, producto de una significativa desaceleración de la inflación mensual, y cuyo deflactor anual ajusta con rezago por una elevada base de comparación. Para el 2025, la Calificadora espera que la tendencia continúe, pero en una menor magnitud, por lo que la brecha entre la inflación interanual al cierre del ejercicio y el promedio anual se reducirá decantando en un efecto real ampliamente inferior (ver gráfico 5).

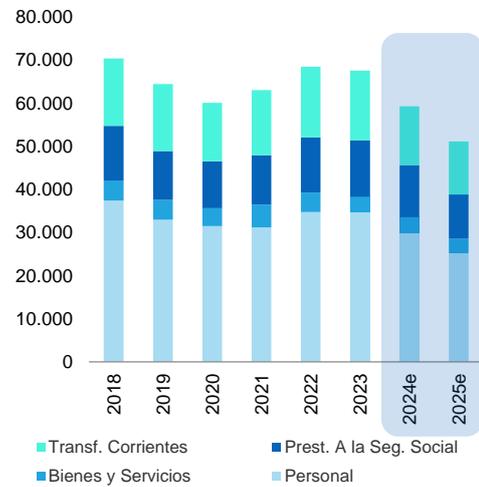
Ahorro operativo e inversión pública

En los últimos seis años, la PCH tuvo superávits en el ahorro operativo consolidado en términos de los ingresos operativos, promediando el 10,7%. No obstante, desde el máximo de 13,5% del 2021, la Provincia viene registrando una reducción gradual del margen operativo alcanzando el 9,2% en 2023. La Calificadora estima que en 2024 continúe con el sendero bajista y se observe un margen entorno al 4,6%, por lo que significaría una disminución acumulada de 9,0 p.p. en los últimos tres años. Para el 2025, se espera que exista una moderada reversión en la tendencia y el flujo operativo repunte ubicándose en 7,6%.

Al igual que en la mayoría de las provincias argentinas que tienen ISS, se reflejan importantes déficits operativos que deben ser cubiertos con recursos excedentes de la AC. En el último lustro, las ISS del Chaco absorbieron en promedio 3,9 p.p. de margen operativo del resto de la APNF, por lo que, al excluir el peso de la Caja Previsional, el margen neto operativo se ubicaría por encima (ver gráfico 6). En 2024 se espera que la necesidad de financiamiento sea mayor que en los años anteriores por los menores recursos propios de las ISS, así como la suspensión total de los fondos girados desde ANSeS por el convenio que existía para complementar parte de las Prestaciones que, si bien cuyos montos se fueron licuando anualmente por la elevada inflación, al menos permitía mitigar parcialmente el déficit previsional.

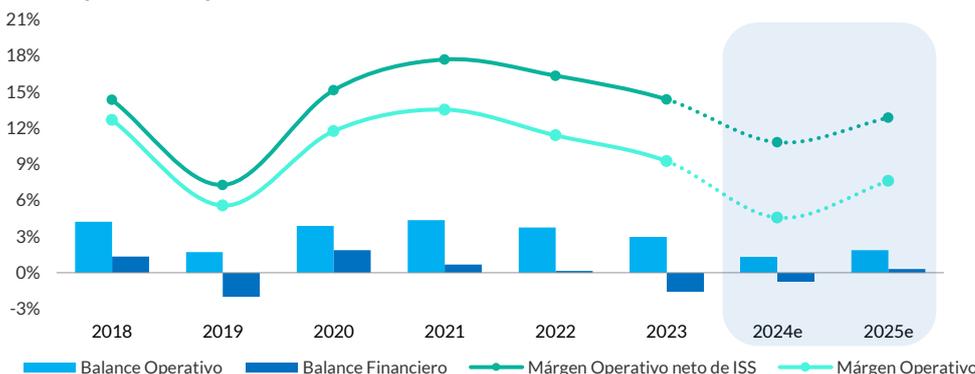
Al 30.09.2024, el margen operativo fue superavitario en 7,4% (-2,2 p.p. interanual), mientras que si se excluyen las ISS el margen neto sería de 13,5% (-1,0 p.p.), lo que estaría reflejando una necesidad de financiamiento de 6,1 p.p. del déficit operativo previsional. El deterioro del flujo

Gráfico 5
Gastos Operativos
 En millones de pesos constantes de 2018



Fuente: Pcia. del Chaco y estimación de FIX e-estimado

Gráfico 6
Desempeño Presupuestario



Fuente: Provincia del Chaco y cálculos de FIX e-estimado

operativo consolidado se explicó por el mayor crecimiento interanual de los gastos operativos (211%) respecto de los ingresos operativos (204%). Los recursos fueron motorizados por los ingresos tributarios (187%) mientras que, en las erogaciones primó el incremento en la masa salarial en 216% que representó un 51% de los egresos operativos.

En los últimos años, la inversión pública de la Provincia fue financiada con fondos nacionales y con préstamos de organismos multilaterales. En el período 2018-2023, la inversión promedió el 2,7% del PBG, con un fuerte crecimiento en 2022 y 2023 cuyo peso fue de 4% del PBG (ver gráfico 7). Para el 2024 y 2025, FIX prevé una significativa caída de la inversión pública al 0,7% y 0,6% del PBG, principalmente por menores recursos discrecionales desde el Gobierno Federal en el marco de la austeridad fiscal nacional. La Calificadora considera que, en base a los vencimientos financieros de la Provincia, el potencial flujo operativo se destinaría a cubrir estas obligaciones, relegando algún excedente para obra pública, por lo que, para incrementar la inversión será necesaria la financiación externa vía organismos internacionales.

Gestión y administración

El 09.12.2023 el Arq. Leandro Zdero asumió como nuevo Gobernador de la Provincia del Chaco, habiendo ganado con el 46,13% de los sufragios. Zdero pertenece al partido de Juntos por el Cambio y fue electo para gobernar la Provincia durante el período 2023-2027. Anteriormente, el actual Gobernador fue diputado provincial en el período 2017-2021 y jefe de Gabinete de la Municipalidad de Resistencia.

Perfil socioeconómico

Población

Según el Censo 2022, la PCH registraba una población de 1.142.963 habitantes, equivalente al 2,5% de la población nacional. El crecimiento demográfico del Chaco respecto al Censo 2010 fue del 8,3%, por debajo del 14,8% a nivel nacional.

Economía

De acuerdo con el Instituto Provincial de Estadísticas y Ciencias de Datos de la Provincia de Chaco, con datos provisorios al segundo trimestre del 2023 el Producto Bruto Geográfico se contrajo -5,6% interanual, y acumula el tercer trimestre consecutivo en baja. En términos desestacionalizados, el PBG se cayó -2,33% trimestral y revierte la suba registrada en el trimestre anterior. Por sector, la actividad del sector agropecuario fue el que lideró las caídas interanuales (-44,07%) e incidiendo en -6,08 p.p. en el nivel de actividad. Por su parte, la Construcción fue el rubro con mayor contribución positiva al crecimiento, equivalente a 2,06 p.p. y creciendo 21,86% a/a.

Estructuralmente, la provincia chaqueña representa en promedio el 1,6% del PIB. La PCH es líder en la producción de algodón, representado aproximadamente el 60% de la producción nacional de este cultivo. Sin embargo, al igual que en todas las provincias agropecuarias argentinas, el cultivo de soja adquirió enorme importancia en la última década, siendo hoy el principal producto de la PCH.

Desempleo y pobreza

De acuerdo con los datos del INDEC, la tasa de desempleo al tercer trimestre de 2024 fue del 10,9% para la región del Gran Resistencia versus el 6,9% para el consolidado de aglomerados urbanos. Por otro lado, la tasa de empleo fue del 40,3% inferior respecto del 45,0% para el consolidado de aglomerados urbanos.

Por último, la pobreza para la región del Gran Resistencia alcanzó al 76,2% de las personas, mientras que la indigencia se representó el 38,6% de los individuos al primer semestre de 2024, contra un consolidado de la zona noroeste del 62,9% y 23,2% y a nivel nacional del 52,9% y 18,1% respectivamente.

Gráfico 7
Ahorro e Inversión
 En Porcentaje del PBG



e - estimados por FIX
 Fuente: P. Chaco y cálculos de FIX

ANEXO I

ESG

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

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

En el factor Social, se evaluará la adecuada comunicación con las comunidades, como así también, la existencia de políticas que contemplen acciones relacionadas a temas de diversidad, igualdad de género e inclusión, lanzamiento de programas de generación de empleo e inclusión, etc. En lo que respecta a la Gobernanza, se evaluarán sus estrategias y objetivos en término de buenas prácticas sustentables, gestión de impuestos, manejo de presupuesto, política de compras y licitaciones. Asimismo, se considerará la gestión de los recursos, la estrategia, la transparencia en la gestión a lo largo de los distintos cambios de administración, teniendo en cuenta la exposición a los riesgos de incremento de gastos corrientes en años eleccionarios.

ANEXO II

Provincia del Chaco

Consolidado Administración Pública No Financiera

\$ Millones	2019	2020	2021	2022	2023	IIIT 2023	IIIT 2024
Impuestos (incluye Coparticipación)	82.737,7	117.448,9	191.356,7	352.898,0	777.340,1	510.014,2	1.589.229,9
Otras transferencias Corrientes recibidas	7.177,7	10.749,9	14.771,7	23.057,1	61.955,1	35.637,5	50.036,6
Regalías, tasas, derechos, otros ing. no tributarios	773,8	1.347,2	2.240,1	3.927,1	8.736,9	4.663,8	16.590,4
Contribuciones a la seguridad social	14.084,4	18.964,2	27.657,6	51.385,5	121.578,6	76.576,9	247.615,5
Ingresos Operativos	104.773,6	148.510,2	236.026,1	431.267,7	969.610,6	626.892,3	1.903.472,4
Gastos operativos	-98.941,6	-131.069,6	-204.113,8	-382.168,6	-879.964,4	-566.619,5	-1.762.371,8
Balance Operativo	5.831,9	17.440,5	31.912,3	49.099,1	89.646,2	60.272,8	141.100,6
Intereses cobrados	728,4	959,6	2.367,9	12.554,7	26.354,6	13.720,5	12.042,7
Intereses pagados	-6.492,8	-4.244,4	-5.700,7	-7.405,8	-17.133,8	-14.994,6	-51.016,5
Balance Corriente	67,5	14.155,8	28.579,5	54.248,0	98.867,0	58.998,6	102.126,7
Ingresos de capital	871,0	2.698,2	8.634,3	16.782,3	30.505,4	21.920,3	2.166,6
Gasto de capital	-7.776,8	-8.485,7	-32.248,3	-68.951,9	-176.045,6	-143.146,6	-119.900,0
Balance de capital	-6.905,8	-5.787,5	-23.614,0	-52.169,6	-145.540,2	-121.226,3	-117.733,4
Balance Financiero	-6.838,3	8.368,3	4.965,5	2.078,4	-46.673,2	-62.227,7	-15.606,6
Nueva deuda	13.368,2	11.816,7	7.481,2	26.162,8	78.824,9	78.520,9	423.462,0
Amortización de deuda	-6.608,5	-20.367,5	-29.041,1	-30.130,7	-13.511,2	-51.383,9	-148.893,4
<i>Endeudamiento neto: aumento, (disminución)</i>	<i>6.759,7</i>	<i>-8.550,8</i>	<i>-21.559,8</i>	<i>-3.967,9</i>	<i>65.313,7</i>	<i>27.137,0</i>	<i>274.568,6</i>
Resultado Final	-78,6	-182,5	-16.594,4	-1.889,5	18.640,5	-35.090,7	258.961,9
DEUDA							
Corto Plazo	925,3	3.001,1	2.686,4	0,0	8.000,0	0,0	1.641,5
Largo Plazo	38.090,9	51.543,5	64.664,5	102.492,1	357.263,6	184.531,1	445.868,0
Deuda Directa	39.016,2	54.544,6	67.350,8	102.492,1	365.263,6	184.531,1	447.509,4
+ Deuda cuasi directa	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Riesgo Directo	39.016,2	54.544,6	67.350,8	102.492,1	365.263,6	184.531,1	447.509,4
- Liquidez ^a	35.680,0	26.767,2	9.284,6	15.141,9	24.973,6	17.338,3	n.d.
Riesgo Directo Neto	3.336,2	27.777,3	58.066,3	87.350,2	340.290,0	167.192,8	447.509,4
Garantías y otras deudas contingentes	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda neta indirecta (entes públicos exc. garantías)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Riesgo Final Neto	3.336,2	27.777,3	58.066,3	87.350,2	340.290,0	167.192,8	447.509,4
Datos sobre Riesgo Directo							
% moneda extranjera	47,2%	44,4%	49,1%	58,5%	75,6%	70,9%	78,8%
% no bancaria	88,5%	87,8%	87,7%	90,7%	94,2%	94,0%	84,5%
% tasa de interés fija	84,1%	82,0%	79,5%	78,3%	77,3%	79,5%	65,9%

a- se reprocesaron los datos de la serie, asumiendo disponibilidades sin incluir los fondos de terceros más inversiones a corto plazo.

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

ANEXO III

Provincia del Chaco

Consolidado Administración Pública No Financiera

	2019	2020	2021	2022	2023	IIIT 2023	IIIT 2024
Ratios de Desempeño Presupuestario							
Balance operativo/Ingresos operativos (%)	5,6%	11,7%	13,5%	11,4%	9,2%	9,6%	7,4%
Balance corriente/Ingresos Corrientes (%)	0,1%	9,5%	12,0%	12,2%	9,9%	9,2%	5,3%
Balance financiero/Ingresos totales (%)	-6,4%	5,5%	2,0%	0,5%	-4,5%	-9,4%	-0,8%
Resultado final/Ingresos totales (%)	3,1%	11,5%	1,9%	2,7%	1,8%	-5,3%	13,5%
Balance Financiero/PBG (%)	-2,0%	1,9%	0,7%	0,2%	-1,5%	-2,0%	-0,2%
Crecimiento de ingresos operativos (variación % anual)	30,0%	41,7%	58,9%	82,7%	124,8%	-	205,8%
Crecimiento de gasto operativo (variación % anual)	40,6%	32,5%	55,7%	87,2%	130,3%	-	211,0%
Crecimiento de balance corriente (variación % anual)	-99,1%	20862,2	101,9%	89,8%	82,3%	-	73,1%
Ratios de Deuda							
Crecimiento de deuda directa (variación % anual)	62,7%	39,8%	23,5%	52,2%	256,4%	-	142,5%
Intereses pagados/Ingresos operativos (%)	6,2%	2,9%	2,4%	1,7%	1,8%	2,4%	2,7%
Balance operativo/Intereses pagados (x)	0,9	4,1	5,6	6,6	5,2	4,0	2,8
Servicios de deuda directa/Ingresos corrientes (%)	9,2%	4,6%	5,7%	5,2%	3,1%	10,4%	10,4%
Servicios de deuda directa/Balance operativo (%)	166,1%	39,6%	42,5%	47,3%	34,2%	110,1%	141,7%
Deuda Directa/Ingresos operativos (%)	37,0%	36,5%	28,3%	23,1%	37,7%	22,1%	17,6%
Riesgo Directo/Ingresos corrientes (%)	37,0%	36,5%	28,3%	23,1%	36,7%	21,6%	17,5%
Deuda directa/Balance corriente (x)	577,8	3,9	2,4	1,9	3,7	2,3	3,3
Riesgo directo/Balance corrientes (x)	577,8	3,9	2,4	1,9	3,7	2,3	3,3
Riesgo final neta/Ingresos corrientes (%)	3,2%	18,6%	24,4%	18,3%	36,7%	19,6%	17,5%
Deuda directa/PBG (%)	11,5%	12,2%	9,2%	7,7%	12,1%	6,1%	4,8%
Deuda directa per cápita (\$)	32.715	45.282	55.376	83.481	294.808	148.937	358.010
Ratio de Ingresos							
Impuestos/Ingresos operativos (%)	79,0%	79,1%	81,1%	81,8%	80,2%	81,4%	83,5%
Impuestos locales/Ingresos operativos (%)	10,6%	10,8%	11,5%	11,5%	11,3%	11,4%	10,7%
Transferencias corrientes/Ingresos operativos (%)	6,9%	7,2%	6,3%	5,3%	6,4%	5,7%	2,6%
Ingresos operativos/Ingresos totales ^b (%)	98,5%	97,6%	95,5%	93,6%	94,5%	94,6%	99,3%
Ingresos totales ^b per cápita (\$)	89.193	126.329	203.107	375.166	828.474	712.982	2.045.54
Ratios de Gasto							
Gasto en personal/Gasto operativo (%)	51,2%	52,4%	49,5%	50,8%	51,2%	50,2%	51,1%
Transferencias Corrientes realizadas/Gasto operativo (%)	24,1%	22,5%	24,0%	24,0%	23,9%	24,8%	22,1%
Gasto de capital/Gasto total ^c (%)	6,8%	5,9%	13,2%	14,9%	16,4%	19,4%	6,1%
Gasto de capital/PBG (%)	2,3%	1,9%	4,4%	5,2%	5,8%	4,7%	1,3%
Gasto total per cápita (\$)	97.607	121.595	205.495	386.343	877.050	835.245	2.221.00
Financiamiento de Gasto de Capital							
Balance corriente/Gasto de capital (%)	0,9%	166,8%	88,6%	78,7%	56,2%	41,2%	85,2%
Ingresos de capital/Gasto de capital (%)	11,2%	31,8%	26,8%	-24,3%	17,3%	15,3%	1,8%
Endeudamiento neto/Gasto de capital (%)	130,8%	107,8%	-1,2%	-15,0%	37,1%	19,0%	229,0%

n.a. no aplica / n.d. no disponible. a incluye intereses cobrados. b excluye nueva deuda. c incluye amortizaciones de deuda.

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

Nota: las tablas fueron expuestas por el consolidado de la Administración Pública No Financiera, a diferencia de los anteriores informes donde solo se exponía Administración Central y Organismos Descentralizados.

Anexo IV. Instrumentos de Deuda

A. Títulos de Deuda Vto. 2026 (TD Vto. 2026)

Monto: USD 40.444.100.

Vencimiento: 4/12/2026.

Moneda de pago: dólares o, en caso de evento cambiario, pesos al tipo de cambio vigente el día hábil anterior a la fecha de pago.

Rango: obligaciones garantizadas, directas e incondicionales de la PCH.

Colateral: recursos provenientes de la coparticipación federal de impuestos por hasta el monto total de los servicios de deuda, comisiones y gastos.

Servicios de Deuda: 80 cuotas trimestrales y consecutivas sobre el importe reestructurado, más los intereses devengados y capitalizados durante Nov. 06-Feb.07, a partir del 04.03.2007. Las primeras 30 cuotas son equivalentes al 2,5% del monto y los 50 restantes al 0,5%. La tasa de interés es 4% anual sobre el saldo de capital adeudado, pagaderos en forma trimestral.

Garantía: coparticipación federal de impuestos cedida al fideicomiso en garantía, cuyo fiduciario es el BBVA Banco Francés. El fiduciario, retiene mensualmente un tercio de la cuota trimestral de capital, interés y gastos, a un tipo de cambio estimado. Al existir un descalce de moneda, el ajuste final de la recolección de los fondos se realiza sobre el último mes del trimestre. La cesión instrumentada estará en vigencia hasta que la PCH cumpla en su totalidad con todas y cada una de las obligaciones garantizadas.

Fondo de Reserva: equivalente a un servicio de capital e interés.

Seguimiento: a la fecha del presente informe se han abonado los servicios de amortización y renta de acuerdo con los términos y condiciones estipulados.

A partir de la fecha de pago de septiembre de 2014, el peso de esta deuda sobre la coparticipación es aún menor al ya bajo nivel de un 0,4%, dado que las cuotas de amortización se redujeron a un 0,5% desde un 2,5% del monto original capitalizado según los términos y condiciones de la reestructuración. Es una deuda que dado el atraso cambiario y los elevados ratios de cobertura, cada vez se licua más.

El 1 de marzo de 2011 se aprobó en Asamblea de Tenedores una adenda que fue suscripta al Contrato del Fideicomiso en Garantía el 6 de mayo de 2011 mediante la cual el Fiduciario estaba autorizado pagar los servicios venideros en pesos, al tipo de cambio vigente del día hábil anterior, en caso de un evento cambiario. Por ello FIX entendió que, bajo el escenario de restricciones cambiarias de los últimos años, el pago en pesos al tipo de cambio de referencia no implicó un incumplimiento bajo los términos y condiciones de los Títulos 2026. A la fecha, luego de efectuar el último pago el 4.09.2024, el valor residual del Título de deuda es de USD 1.838.333,93.

B. Títulos de Deuda vigentes post reestructuración

Instrumento	Monto	Emisión	Vto.	Saldo (31/12/2024)	Tasa	Amortización	Ley
Títulos de Deuda 2028 (Ex Título vto. 2024)	USD 262,7 millones	Jun 2021	Feb 2028	USD 204,3 millones	Tasa Fija: Pagos Trimestrales 3,5% n.a. hasta feb 2022 (no incluido), 4,75% n.a. hasta feb 2023 (no incluido), 6,5% n.a. hasta ago 2023 y 8,25% n.a. hasta su vencimiento	9 cuotas semestrales (11,11% del capital) desde 18/02/2024	N.Y
Títulos de Deuda Vto. 2026 garantizados con coparticipación.	USD 40,4 millones	Nov 2006	Dic 2026	USD 1,8 millones	Fija del 4% /Pagos trimestrales	80 cuotas trimestrales desde Marzo 2007	Arg

Anexo V. Dictamen de calificación

El Consejo de Calificación de FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO “Afiliada de Fitch Ratings” - Reg. CNV N°9, reunido el día **9 de enero de 2025**, asignó la calificación de corto plazo ‘B(arg)’ al Programa de Emisión de Letras de Tesorería 2024 por hasta un monto máximo en circulación de \$ 140.000 millones o su equivalente en moneda extranjera. Estas Letras apuntan a brindar liquidez a la Provincia del Chaco (PCH) para cubrir deficiencias estacionales de caja, como así también cierta flexibilidad financiera en un trimestre con fuertes presiones en servicios de deuda. La participación relativa de este instrumento de corto plazo sobre el total de recursos proyectados por FIX se ubicaría en niveles del orden del 4,1%. Asimismo, la Calificadora confirmó el resto de las calificaciones vigentes y mantuvo el Rating Watch Negativo (RWN) en todas las calificaciones reflejando el contexto de incertidumbre sobre el cumplimiento en tiempo y forma de los vencimientos de deuda en moneda extranjera del primer trimestre de 2025.

A continuación, se detallan las acciones de calificación:

Concepto / Título	Calificación Actual	Rating Watch Actual	Calificación Anterior	Rating Watch Anterior
Emisor de Largo Plazo	BB+(arg)	Negativo	BB+(arg)	Negativo
Emisor de Corto Plazo	B(arg)	Negativo	B(arg)	Negativo
Títulos de Deuda Vto. 2026 por USD 40.444.100	BBB-(arg)	Negativo	BBB-(arg)	Negativo
Programa de Emisión de Letras de Tesorería 2024 (Ley 3968-F) por hasta VN\$ 80.000.000.000*	B(arg)	Negativo	B(arg)	Negativo
Programa de Emisión de Letras de Tesorería 2025 (Ley 4135-F) por hasta VN\$ 140.000.000.000**	B(arg)	Negativo	N.A.	N.A.

* Las letras se emitirán en pesos o su equivalente en moneda extranjera en el mercado local por hasta un monto máximo en circulación de ARS 30.000 millones autorizada por el artículo 17 de la Ley N° 3968-F y el Programa creado bajo el Decreto 141-2023, luego ampliado en Junio de 2024 a un máximo de \$ 80.000 millones mediante la Ley N°4.035-F / Plazo máximo de hasta 365 días, contados a partir de la fecha de su emisión no pudiendo trascender el 31/12/2025.

**Las letras se emitirán en pesos o su equivalente en moneda extranjera en el mercado local por hasta un monto máximo en circulación de ARS 140.000 millones autorizada por el artículo 16 de la Ley N° 4135-F y el Programa creado bajo el Decreto 2359/24 / Plazo máximo de hasta 365 días, contados a partir de la fecha de su emisión no pudiendo trascender el 31/12/2026.

Categoría BB(arg): "BB" nacional implica riesgo crediticio relativamente vulnerable respecto a otros emisores o emisiones del país. Dentro del contexto del país, el pago de estas obligaciones financieras implica cierto grado de incertidumbre y la capacidad de pago en tiempo y forma es más vulnerable al desarrollo de cambios económicos adversos.

Categoría B(arg) (corto plazo): "B" nacional implica un riesgo crediticio significativamente más vulnerable respecto de otros emisores del país. Los compromisos financieros actualmente se están cumpliendo, pero existe un margen limitado de seguridad y la capacidad de continuar con el pago en tiempo y forma depende del desarrollo favorable y sostenido del entorno económico y de negocios.

Categoría BBB(arg): "BBB" nacional implica una adecuada calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país. Sin embargo, cambios en las circunstancias o condiciones económicas tienen una mayor probabilidad de afectar la capacidad de pago en tiempo y forma que para obligaciones financieras calificadas con categorías superiores.

Nota: Los signos "+" o "-" son añadidos a una calificación nacional para mostrar una mayor o menor importancia relativa dentro de la correspondiente categoría, y no alteran la definición de la categoría a la cual se los añade. Una calificación se coloca bajo Rating Watch para advertir a los inversores que existe una razonable probabilidad de cambio en la calificación asignada y la probable dirección de ese cambio. El Rating Watch se designa como "Negativo" en caso de una potencial baja. La Perspectiva de una calificación indica la posible dirección en que se podría mover una calificación dentro de un período de uno a dos años. Una perspectiva negativa o positiva no implica que un cambio de calificación sea inevitable. Del mismo modo, una calificación con perspectiva estable puede ser cambiada antes de que la perspectiva se modifique a positiva o negativa si existen elementos que lo justifiquen.

Fuentes de Información: las presentes calificaciones se realizaron en base a la siguiente información cuantitativa y cualitativa:

- Cuentas de Inversión y stock de deuda para el período 2019-2023 de carácter público y datos trimestrales al 3T-2024.
- Presupuesto 2025.
- Información de los pagos a los bonos disponible en www.bolsar.com
- Estadísticas sobre indicadores socioeconómicos disponibles en Ministerio de Planificación, Economía e Infraestructura (chaco.gov.ar) y en www.indec.gov.ar
- Marco regulatorio del Programa de Letras 2025.

Dicha información resulta adecuada y suficiente para fundamentar la calificación otorgada.

Determinación de las calificaciones: Metodología de calificación Finanzas Públicas registrado ante la Comisión Nacional de Valores (disponible en www.fixscr.com o en www.cnv.gob.ar).

Informes relacionados

- Provincia del Chaco (Oct. 7, 2024).
- Argentina – Comentarios Sectoriales (Dic. 4, 2023).
- Perspectiva del sector de sub-soberanos (Abr. 29, 2024).
- Comunicado de Prensa: Revisión Subsoberanos Argentinos (Dic, 27, 2023).

Disponibles en nuestra página web: www.fixscr.com

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

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FIX SCR S.A. ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: WWW.FIXSCR.COM. ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB WWW.FIXSCR.COM. LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FIX S.A. Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERÉS, BARRERAS A LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FIX S.A. PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES, PARA LOS CUALES EL ANALISTA LIDER SE BASA EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FIX SCR S.A.

Este informe no debe considerarse una publicidad, propaganda, difusión o recomendación de la entidad para adquirir, vender o negociar valores negociables o del instrumento objeto de calificación.

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

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

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