

26 de febrero de 2021

Canjes Provinciales

A partir del 2015, las finanzas públicas provinciales comenzaron a mejorar debido principalmente a los cambios en las transferencias de recursos desde el gobierno nacional. Las transferencias automáticas crecieron por los fallos de la Corte Suprema y por la eliminación de la detracción del 15% que se aplicaba a la masa coparticipable destinada ANSES. Por otro lado, la baja en el riesgo país a partir del 2016 y el acceso del país a los mercados internacionales le abrieron una ventana de oportunidad de casi dos años a las provincias para tomar deuda en moneda dura. La mayoría de las provincias colocaron deuda en dólares en los mercados globales. A partir del 2018, los mercados comenzaron a cerrarse y el resultado de las PASO terminó de sepultar cualquier acceso al crédito externo.

La caída de los ingresos producto de la recesión en 2018 y 2019 fue acompañada por una baja en el gasto, de hecho las provincias en su conjunto cerraron ambos años con superávit primario a pesar del entorno recesivo. A este panorama complicado, en 2020 se sumó la pandemia hundiéndolo los ingresos fiscales fundamentalmente en el segundo trimestre. No obstante, las finanzas públicas provinciales resistieron mejor de lo esperado a la pandemia y la eterna cuarenta. Con lo cual, a pesar de la larga recesión y la pandemia, las finanzas provinciales (en promedio) se mantuvieron equilibradas, claro que con matices. En esta simple descripción, no estamos haciendo referencia a la eficiencia en el gasto público o la alta carga impositiva que asfixia la actividad privada, simplemente estamos haciendo referencia a la diferencia entre los ingresos y gastos.

A pesar de haber mantenido una situación financiera equilibrada durante el último tiempo, muchas provincias decidieron avanzar en la reestructuración de sus deudas, siguiendo la línea bajada del Ministerio de Economía de la Nación. La posición financiera de las provincias era muy distinta a la situación de la Nación, esta última estaba apremiada con amortizaciones de corto plazo y sin acceso al mercado para rolear los vencimientos. Las provincias (en promedio) tenían una posición de liquidez más holgada, vencimientos de capital más lejanos y un menor peso de su deuda e intereses en relación a su recaudación. Sin embargo, la visión del Ministerio nacional era tan clara como rústica, no hay dólares para nadie, incentivando a las provincias a reestructurar sus bonos. Recordar que la Nación tiene a su cargo las transferencias discrecionales, que con gran dispersión pueden explicar desde el 2% hasta más del 10% de los ingresos corrientes en algunas provincias, funcionando en la práctica como un elemento para intentar domesticar a las provincias.

Por otro lado, como bien sabemos, los gobernadores a diferencia del directorio o el CEO de una sociedad anónima tienen menores incentivos a cuidar los daños y los costos reputacionales de una reestructuración en el largo plazo.

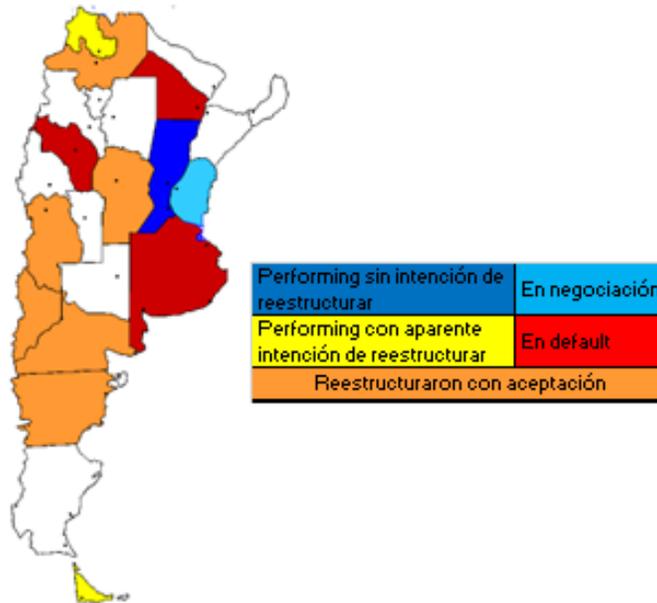
En su inmensa mayoría, durante el segundo semestre del 2020 las provincias recuperaron el superávit fiscal primario gracias a la caída en los gastos en términos reales, las transferencias

nacionales y el incremento en la recaudación. Encarar un proceso de reestructuración de la deuda cuando los vencimientos de capital que no apremian y se cuenta con superávit de caja no es una decisión obligada de último recurso, sino una decisión política. Para tomar dimensión, las provincias en promedio gastan algo más de la mitad en intereses (cerca del 5%) de lo que gastan en obra pública (aproximadamente un 9%), la decisión de reestructurar fue política.

Dicho esto, no todas las provincias procedieron de igual forma. De hecho, siguieron caminos muy dispares en el manejo de sus obligaciones contra el mercado, donde los acreedores son principalmente internacionales. Notamos varias provincias con un manejo responsable buscado algo de aire para cubrirse de los efectos de la pandemia, otras provincias se mantienen performing (siguen pagando) sin entrar en un proceso de reestructuración y algunas se encuentran todavía en proceso de negociación. En el otro extremo tenemos provincias que defaultearon sin presentar una oferta de negociación o con algún tipo de oferta de canje totalmente absurda (Provincia de Buenos Aires una de ellas).

Luego de esta extensa introducción, a continuación simplemente describimos como vienen los procesos de canje, su grado de avance y sus principales características. No entramos en el detalle y la descripción de las finanzas públicas de cada provincia (por la extensión lo dejamos para un próximo *Resumen*). Con respecto a nuestra recomendación, creemos que los bonos provinciales que recomendamos durante los últimos años llevaron a cabo una negociación responsable como en el caso de Córdoba, Mendoza y Neuquén. Otro de nuestros bonos preferidos provinciales no entró en default, Santa Fe, probablemente los mejores números a nivel provincial. Entre Ríos en cambio, bono que nos gustaba por sus finanzas más sanas, reestructuró sin motivo financiero, sólo para alinearse con el Gobierno nacional. Si bien la Ciudad de Buenos Aires sigue pagando normalmente, no estuvo en nuestros recomendados dado que siempre cotizó con una paridad relativa muy elevada. Vale remarcar que otras provincias no recomendadas también emprendieron un proceso serio de negociación. Por último, está en grupo de irresponsables, Provincia de Buenos Aires a la cabeza.

Vale remarcar que las provincias compraron tiempo al reestructurar. Eso tiempo sólo tendrá sentido si logran abrirse los mercados nuevamente para poder rolear sus deudas. A continuación describimos brevemente el estado de situación de cada provincia en materia de bonos internacionales.



Ciudad de Buenos Aires: Performing sin intención de reestructurar por el momento. Sus bonos rindieron consistentemente por debajo del resto de las provincias, incluso en épocas de tranquilidad también han mostrado tasas por debajo del Soberano. Excelente reputación e historia crediticia dentro del riesgo argentino. El título 2027 cotiza con una paridad cercana al 80% y es el único bono internacional de la Ciudad luego de amortizar el bono 2021. La Ciudad ha mantenido unas finanzas equilibradas, en los próximos meses veremos cómo se adecua a la reciente baja en los fondos coparticipables que sufrió a manos de la Provincia.

Bonos internacionales	CABA
Tiker	BUEAIR27
ISIN	XS1422866456
Outstanding Mill.	USD 890.000
legislación	EE.UU
Calificación S&P/Moody's/Fitch	CCC+/Caa3/B-
Maduréz	1/6/2027
Amortización	3 Ctas desde 2025
Cupón	7,5% - Semestral
Categoría	No Garantizado
Intereses	<i>Performing</i>

Fuente: Elaboración propia en base a fuentes varias.

Santa Fe: Performing sin intención de reestructurar por el momento. Cuenta con dos bonos internacionales. No presentó oferta ni mostró intención de reestructurar. Provincia fiscalmente ordenada, con bajo peso de los intereses en sus gastos corrientes y muy bajos ratios de deuda. Pagó sus intereses durante el 2020 como corresponde y sus títulos se mantienen performing.

Bonos internacionales	Santa Fé	Santa Fé
Tiker	PROVSF23	PROVSF27
ISIN	USP84641AC65	USP84641AB82
Outstanding Mill.	USD 250.000	USD 250.000
legislación	EE.UU	EE.UU
Calificación S&P/Moody's/Fitch	_/Ca/B-u	_/Ca/B-u
Maduréz	23/3/2023	1/11/2027
Amortización	<i>Bullet</i>	3 Ctas desde 2025
Cupón	7% - Semestral	6,9% - Semestral
Categoría	No Garantizado	No Garantizado
Intereses	<i>Performing</i>	<i>Performing</i>

Fuente: Elaboración propia en base a fuentes varias.

Mendoza: Reestructurado. Después de que la Nación concluyera su canje, fue la primera provincia en cerrar el suyo. Luego de no pagar el cupón correspondiente al 19 de mayo, en junio inicio las negociaciones que tomaron cerca de cuatro meses. En el transcurso de las mismas, mejoró la propuesta en dos oportunidades incrementando la tasa de interés de los cupones, agregando y adelantando las fechas de las amortizaciones, logrando para ese entonces un valor presente neto (VPN) para la propuesta de USD 72,68 al 12% de tasas de descuento. A su vez, incorporó el pago en efectivo de los intereses devengados ni bien se efectivizó el canje. Mejorando los números fiscales en los últimos meses y no muy apalancada, la provincia no posee grandes vencimientos hasta 2023.

Mendoza	Bono canjeado	Nuevo bono
ISIN	USP6480JAG24	USP6480IAH07
Outstanding Mill.	USD 590.000	USD 590.000
Vencimiento	19/5/2024	19/3/2029
Amortización	3 ctas a partir de 2022	13 Ctas sem. desde 19/03/2023
Cupón	8,375% - Semestral	Semestral. May20 a Sep21 2.75%; Sep21 a Mar23 4.25%; Mar23 a Mar29 5.75%
Categoría	No Garantizado	
Intereses	<i>Default</i>	100% cash
Recorte de capital	Sin recorte	
Legislación	EE.UU	
Calificación S&P/Moody's/Fitch	CCC-/Ca/_	
Fecha Propuesta	5/6/2020	
Aceptación c/ enmienda	30/9/2020	
Días de Negociación	117	
Aceptación %	95,27%	

Fuente: Elaboración propia en base a fuentes varias.

Neuquén: Reestructurado. En el mes de agosto la provincia inició las negociaciones para modificar las características de dos de sus tres bonos internacionales con fechas de vencimiento 2021, 2025 y 2028. De los cuales, el 2021 no se incluyó debido a que no representaba un desafío para la provincia dado el pequeño circulante remanente, había amortizado en su inmensa mayoría.

Por otra parte, el bono 2025 (no garantizado) tuvo una aceptación más rápida de sus tenedores, pero no sucedió lo mismo con el 2028, el cual está garantizado con regalías. En este sentido, el comité de Ad Hoc (Templeton, Amundi y Contrarian Cap) que poseían el 38% de los bonos no aceptaban que se retirara capital de garantía de las cuentas y la gran reducción de cupones, aunque si una extensión de las amortizaciones. Luego de una suba sustancial de los cupones y del pago en efectivo de parte de los intereses devengados, la oferta otorgaba un VPN de USD 73 para el bono 2025 y de USD 79 para el 2028 (Exit Yield 12%), cerró un acuerdo por el 93% de los tenedores 2025 y un 87% de los 2028 superando así holgadamente el umbral de 75% que requerían las cláusulas de acción colectiva (CAC). Así Neuquén pudo reestructurar con mucho aire sobre todo hasta 2022. Vale remarcar que, si bien es una provincia rica en recursos, en los últimos años no ha mantenido sus finanzas equilibradas, el gasto corriente en promedio viene creciendo por encima de la inflación.

Neuquen	Bono canjeado	Nuevo bono	Bono canjeado	Nuevo bono
ISIN	USP7169GAA78	USP7169GAA78	USP71695AC75	USP25619AB67
Outstanding Mill.	USD 366.000	USD 377.164	USD 338.231	USD 316.516
Vencimiento	27/4/2025	27/4/2030	12/5/2028	12/5/2030
Amortización	3 ctas a partir de 2023	13 Ctas sem. desde 27/04/2024	33 ctas a partir de 2020	38 Ctas trim. desde 12/02/2021
Cupón	7,5% - Semestral	Semestral. Nov20 a Oct21 2,5%; Oct21 a Oct22 4,625%; Oct22 a Oct23 6,625%; Oct23 a Oct24 6,75%; Oct24 a Abr30 6,875%	8,625% - Trimestral	Trimestral. Nov20 a Nov21 5,17%; Nov21 a May30 8,625%
Categoría	No Garantizado		Garantizado	
Intereses	<i>Performing</i>	75% nuevas especies, 25% cash	<i>Performing</i>	<i>Performing</i>
Recorte de capital	Sin recorte		Sin recorte	
Legislación	EE.UU		EE.UU	
Calificación S&P/Moody's/Fitch	_/_/CC		_/_/CC	
Fecha Propuesta	10/8/2020		10/8/2020	
Aceptación c/ enmienda	25/11/2020		25/11/2020	
Días de Negociación	107		107	
Aceptación %	93,00%		87,12%	

Fuente: Elaboración propia en base a fuentes varias.

Chubut: Reestructurado. Fue la tercera provincia en lograr un canje exitoso de su deuda internacional. El principal objetivo de la gobernación era conseguir un alivio a corto plazo de sus cuentas públicas ya que presentaban una muy pronunciada caída de sus ingresos fiscales. En tal sentido la oferta de modificación de las condiciones de su bono garantizado con vencimiento en 2026 se centró principalmente en una extensión de las amortizaciones sin casi reducir los intereses de los cupones ni la garantía y con un valor presente neto de USD 76. De esta manera, las negociaciones no tomaron más de dos semanas y obtuvo una aprobación del 90% por parte de los bonistas. Probablemente una de las peores provincias en términos fiscales.

Chubut	Bono canjeado	Nuevo bono
ISIN	USP25619AB67	USP25619AB67
Outstanding Mill.	USD 622.917	USD 619.667
Vencimiento	26/7/2026	26/7/2030
Amortización	24 ctas a partir de 2020	40 Ctas trim. desde 26/01/2021
Cupón	7,75% - Trimestral	Trimestral. Oct20 a Oct21 7,24%; Oct21 a Jul30 7,75%
Categoría	Garantizado	
Intereses	<i>Performing</i>	<i>Performing</i>
Recorte de capital	Sin recorte + 0,5% del circ. cash	
Legislación	EE.UU	
Calificación	_/Ca/CC	
S&P/Moody's/Fitch	_/Ca/CC	
Fecha Propuesta	4/12/2020	
Aceptación c/ enmienda	16/12/2020	
Días de Negociación	12	
Aceptación %	90,02%	

Fuente: Elaboración propia en base a fuentes varias.

Rio Negro: Reestructurado contemporáneamente al canje anterior, Rio Negro debía hacer frente a un pago de renta y utilizo el periodo de gracia para negociar la modificación de los términos de su bono internacional. Con una aprobación del 95% de los bonistas, en menos de 20 días y con un aval del comité de acreedores Ad Hoc por la buena fe en las negociaciones, la provincia logró extender las amortizaciones desde 2025 hasta 2028 comenzando a pagar recién en el 2024. También, logró el disminuir el peso de los cupones y pagar el interés devengado emitiendo nuevas especies y manteniendo el VPN en línea con los canjes realizados hasta entonces. Ganó tiempo para recomponer sus cuentas, el nivel de deuda no es elevado en términos relativos al resto.

Rio Negro	Bono canjeado	Nuevo bono
ISIN	USP7920RCL70	USP79171AD96
Outstanding Mill.	USD 300.000	USD 320.213
Vencimiento	7/12/2025	10/3/2028
Amortización	3 ctas a partir de 2023	9 Ctas sem. desde 10/03/2024
Cupón	7,75% - Semestral	Semestral. Dic20 a Sep21 2,75%; Spe21 a Sep22 4,857%; Sep22 a Sep23 6,625%; Sep23 a Mar28 6,875%
Categoría	No Garantizado	
Intereses	<i>Performing</i>	USD 3 Mill. cash, resto con nuevas especies
Recorte de capital	Sin recorte	
Legislación	Extranjera	
Calificación	CCC+/Ca/_	
S&P/Moody's/Fitch	CCC+/Ca/_	
Fecha Propuesta	1/12/2020	
Aceptación c/ enmienda	18/12/2020	
Días de Negociación	17	
Aceptación %	95,59%	

Fuente: Elaboración propia en base a fuentes varias.

Córdoba: Reestructurado luego de casi tres meses de negociación. Varias modificaciones a la propuesta inicial incrementando cupones y pagos en efectivo, con fuertes críticas por parte de los bonistas por la falta de pago del cupón correspondiente al bono 2021 y la utilización del periodo de gracia. Finalmente cambió el rumbo, de hecho, las últimas críticas fueron del Gobierno por no

alinearse con su modalidad de negociación. En el mes de enero, la diferencia de VPN era de USD 17,5 donde la gobernación ofrecía menos de USD 70 y los bonistas pedían USD 87. La provincia de Córdoba cerró exitosamente la modificación de sus tres bonos internacionales con una tasa promedio de 6.08%, una extensión de los plazos y cuotas de amortización y el pago en especie de parte de los intereses devengados en el transcurso de la negociación logrando así VPN's cercanos a USD 83, USD 77 y USD 72 respectivamente. Provincia fiscalmente ordenada, con una buena historia crediticia en el cumplimiento de sus obligaciones internacionales.

Córdoba	Bono canjeado	Nuevo bono	Bono canjeado	Nuevo bono	Bono canjeado	Nuevo bono
ISIN	USP79171AD96	USP79171AD96	USP79171AE79	USP79171AE79	USP79171AF45	USP79171AF45
Outstanding Mill.	USD 709.405	USD 722.078	USD 510.000	USD 516.121	USD 450.000	USD 456.234
Vencimiento	10/6/2021	10/12/2025	1/9/2024	1/6/2027	1/8/2027	1/2/2029
Amortización	Bullet	6 Ctas. sem. desde 10/06/2023	Bullet	4 Ctas. sem. desde 01/12/2025	Bullet	4 Ctas. sem. desde 01/08/2027
Cupón	7,125% - Semestral	Semestral. Ene21 a Jun21 3%; Jun21 a Jun22 5%; Jun22 a Dic25 6,875%	7,45% - Semestral	Semestral. Ene21 a Jun21 3%; Jun21 a Jun22 5%; Jun22 a Jun27 6,99%	7,125% - Semestral	Semestral. Ene21 a Ago21 3%; Ago21 a Ago22 5%; Ago22 a Feb29 6,875%
Categoría	No Garantizado		No Garantizado		No Garantizado	
Intereses	Performing	60% cash, 40% nuevas especies	Performing	60% cash, 40% nuevas especies	Performing	60% cash, 40% nuevas especies
Recorte de capital	Sin recorte		Sin recorte		Sin recorte	
Legislación	EE.UU		EE.UU		EE.UU	
Calificación	CCC+/Ca/CCC		CCC+/Ca/CCC		CCC+/Ca/CCC	
S&P/Moody's/Fitch	CCC+/Ca/CCC		CCC+/Ca/CCC		CCC+/Ca/CCC	
Fecha Propuesta	6/11/2020		6/11/2020		6/11/2020	
Aceptación c/ enmienda	26/1/2021		26/1/2021		26/1/2021	
Días de Negociación	81		81		81	
Aceptación %	95,77%		96,99%		96,32%	

Fuente: Elaboración propia en base a fuentes varias.

Salta: Reestructurado. Esta semana concretó exitosamente la modificación de su bono internacional no garantizado, con vencimiento a 2024. Al igual que la provincia de Neuquén, la provincia de Salta no hizo modificaciones sobre su bono garantizado con vencimiento más próximo ya que el mismo presenta un residual manejable. En este sentido, luego de varias negociaciones no oficiales y de un periodo de negociación oficial muy corto, principalmente debido a la cláusula de Cross Default que poseen sus bonos lo que exigía a Salta mantenerse performing, la provincia logró sin enmiendas en su propuesta original, una extensión del periodo y cuotas de amortización, como así también el pago en especie del 60% los intereses devengados y una estructura escalonada creciente de la tasa de interés de los cupones.

Salta	Bono canjeado	Nuevo bono
ISIN	USP8388TAB00	USP8388TAB00
Outstanding Mill.	USD 350.000	USD 357.401
Vencimiento	7/7/2024	1/12/2027
Amortización	3 Ctas a partir de 2022	10 Ctas. sem desde 1/6/2023
Cupón	9,125% - Semestral	Semestral. Efectivización a Jun21 4%; Jun21 a Jun22 5%; Jun22 a Dic27 8,5%
Categoría	No Garantizado	
Intereses	Performing	60% cash, 40% nuevas especies
Recorte de capital	Sin recorte	
Legislación	EE.UU	
Calificación	D/_/Du	
S&P/Moody's/Fitch	D/_/Du	
Fecha Propuesta	5/2/2021	
Aceptación c/ enmienda	22/2/2021	
Días de Negociación	17	
Aceptación %	95,51%	

Fuente: Elaboración propia en base a fuentes varias.

Tierra del Fuego: Performing por el momento, pero ha iniciado contacto con los acreedores para reestructurar, no hay propuesta formal todavía. El bono 2027 tiene estructura garantizada por regalías, amortiza en cuotas trimestrales y ya amortizó en un 20%. La provincia muestra superávit de caja, esto junto con las condiciones de emisión descriptas del título reducen fuertemente el incentivo a reestructurar. Por el momento cumplió con el pago de interés y las amortizaciones de capital como marcan las condiciones de emisión.

Deuda Admisible	Tierra del Fuego
Tiker	TFU27
ISIN	USP91528AA03
<i>Outstanding Mill.</i>	USD 160.000
legislación	EE.UU
Calificación S&P/Moody's/Fitch	_/Ca/_
Maduréz	17/4/2027
Amortización	33 Ctas desde 2019
Cupón	8,95% - Trimestral
Categoría	Garantizado
Intereses	<i>Performing</i>

Fuente: Elaboración propia en base a fuentes varias.

Jujuy: Performing por el momento, cumplió con los pagos en 2020. Inició contacto con los acreedores para reestructurar, no hay propuesta formal. El bono 2022 cotiza muy castigado dado que el mercado descuenta una reestructuración. Las finanzas públicas endebles y muy apalancada en deuda en relación a sus ingresos.

Deuda Admisible	Jujuy
Tiker	JUS22
ISIN	XS1686882298
<i>Outstanding Mill.</i>	USD 210.000
legislación	Extranjera
Calificación S&P/Moody's/Fitch	CC/_/_
Maduréz	20/9/2022
Amortización	<i>Bullet</i>
Cupón	8,625% - Semestral
Categoría	No Garantizado
Intereses	<i>Performing</i>

Fuente: Elaboración propia en base a fuentes varias.

Provincia de Buenos Aires: En default y con una llamativa pasividad en querer resolver el tema. Presentó una primera propuesta casi al mismo momento (en el mes de abril) y muy alineada a la primera oferta del Estado Nacional, pero desde entonces nunca la mejoró, sólo extiende la oferta cada vez que vence pero sin mejora alguna. No acompañó al Estado Nacional en las mejoras propuestas para cerrar el canje, tenía grandes chances de cerrar su negociación en buenos términos si se mantenía alineado al Estado Nacional. Sus finanzas públicas han mejorado marcadamente gracias al trato favorable del Gobierno Nacional, tanto en transferencias

discrecionales como en el aumento de los fondos coparticipables en su beneficio y en detrimento de la Ciudad de Buenos Aires. Su problema no era el elevado nivel de deuda antes de entrar en default, sino que tenía claramente un problema de liquidez con mercados cerrados y sin posibilidad de rolear vencimientos. Por el momento no se ven intenciones por parte del Gobierno provincial de querer normalizar su situación crediticia. Sus bonos muestran las paridades más bajas de toda la curva provincial, claramente por los motivos mencionados, sobre todo su bajo interés en negociar.

Deuda Admisible	Prov. Bs. As. USD	Prov. Bs. As. USD	Prov. Bs. As. USD	Prov. Bs. As. USD	Prov. Bs. As. EUR	Prov. Bs. As. EUR	Prov. Bs. As. USD	Prov. Bs. As. USD	Prov. Bs. As. USD	Prov. Bs. As. USD	Prov. Bs. As. EUR
Tiker	BPMD	BP21	BP28	BPLD	BPME	BPLE	PBJ21	PBF23	PBM24	PBJ27	PBE23
ISIN	XS0234086196	XS0584493349	XS0290125391	XS0234084738	XS0234085461	XS0234082872	XS1244682487	XS1566193295	XS1380274735	XS1433314314	XS1649634034
Outstanding	USD 10.567	USD 247.416	USD 400.000	USD 488.428	EUR 95.396	EUR 578.249	USD 899.143	USD 750.000	USD 1.250.000	USD 1.750.000	EUR 500.000
legislación	EE.UU	EE.UU	EE.UU	EE.UU	EE.UU	EE.UU	EE.UU	EE.UU	EE.UU	EE.UU	EE.UU
Madurez	1/5/2020	26/1/2021	18/4/2028	15/5/2035	1/5/2020	15/5/2035	9/6/2021	15/2/2023	16/3/2024	15/6/2027	20/1/2023
Amortización	6 Ctas desde 2017	3 Ctas desde 2019	3 Ctas desde 2026	30 Ctas desde 2020	6 Ctas desde 2017	30 Ctas desde 2020	2 Ctas desde 2020	3 Ctas desde 2021	3 Ctas desde 2022	3 Ctas desde 2025	Bullet
Cupón	Step up . 1% hasta 2009; 2% hasta 2013; 3% hasta 2017; 4% hasta 2020	10,875% - Semestral	9,625% - Semestral	Step up . 2% hasta 2007; 3% hasta 2009; 4% hasta 2035	Step up . 1% hasta 2009; 2% hasta 2013; 3% hasta 2017; 4% hasta 2020	Step up . 2% hasta 2007; 3% hasta 2009; 4% hasta 2035	9,95% - Semestral	6,5% - Semestral	9,125% - Semestral	7,875% - Semestral	5,375% - Anual
Categoría	No Garantizado	No Garantizado	No Garantizado	No Garantizado	No Garantizado	No Garantizado	No Garantizado	No Garantizado	No Garantizado	No Garantizado	No Garantizado
Intereses	Defaulted	Defaulted	Defaulted	Defaulted	Defaulted	Defaulted	Defaulted	Defaulted	Defaulted	Defaulted	Defaulted
Escritura	Indenture 2006	Indenture 2006	Indenture 2006	Indenture 2006	Indenture 2006	Indenture 2006	Indenture 2015	Indenture 2015	Indenture 2015	Indenture 2015	Indenture 2015

Propuesta	Prov. Bs. As. USD 2032	Prov. Bs. As. USD 2040	Prov. Bs. As. EUR 2032	Prov. Bs. As. EUR 2040
Fecha Propuesta	24/4/2020	24/4/2020	24/4/2020	24/4/2020
Tipo Propuesta	Exchange	Exchange	Exchange	Exchange
Aceptación c/ enmienda	Vto. Ext. Solicitud 11 26/2/21	Vto. Ext. Solicitud 11 26/2/21	Vto. Ext. Solicitud 11 26/2/21	Vto. Ext. Solicitud 11 26/2/21
Días de Negociación	307	307	307	307
Aceptación %	En curso	En curso	En curso	En curso
Legislación	EE.UU	EE.UU	EE.UU	EE.UU
Calificación S&P/Moody's/Fitch	D/Ca/D	D/Ca/D	D/Ca/D	D/Ca/D
Madurez	2032	2040	2032	2040
Amortización	13 Ctas a partir de 09/2026	15 Ctas a partir de 06/2033	13 Ctas a partir de 09/2026	15 Ctas a partir de 06/2033
Cupón	Sep22 a Sep23 0,5%; Sep23 a Mar28 2,5%; Mar28 a Sep32 3,5%	Dec22 a Dec25 3,375%; Dec25 a Jun40 5,375%	Sep22 a Sep23 0,375%; Sep23 a Mar28 0,55%; Mar28 a Sep32 2%	Dec22 a Dec25 2,25%; Dec25 a Jun40 3,875%
Categoría	No Garantizado	No Garantizado	No Garantizado	No Garantizado
Recorte de capital	10%	5%	10%	5%
Int. devengados	Sólo para "Indenture 2006". Recorte 10%, Nuevas especies Dec24 a Jun40 1.1%	Sólo para "Indenture 2006". Recorte 5%, Nuevas especies Dec24 a Jun40 1.1%	Sólo para "Indenture 2006". Recorte 10%, Nuevas especies Dec24 a Jun40 0.95%	Sólo para "Indenture 2006". Recorte 5%, Nuevas especies Dec24 a Jun40 0.95%

Fuente: Elaboración propia en base a fuentes varias.

Chaco y La Rioja: Provincias en una situación similar. En default sin propuesta formal. Decidieron no pagar intereses y entrar en default, ambas provincias con finanzas equilibradas y superávit primario. Muy alineadas al Gobierno Nacional, sus ingresos depende fundamentalmente de la masa coparticipable y de las transferencias discrecionales. Menospreciaron absolutamente los costos reputacionales de un incumplimiento crediticio en el largo plazo.

Deuda Admisible	Chaco
Tiker	CH24D
ISIN	USP2389CAA10
Outstanding Mill.	USD 250.000
legislación	EE.UU
Calificación S&P/Moody's/Fitch	_/Ca/D
Maduréz	18/8/2024
Amortización	3 Ctas desde 2022
Cupón	9,375% - Semestral
Categoría	No Garantizado
Intereses	Defaulted

Deuda Admisible	La Rioja
Tiker	RIF25
ISIN	USP6552BAA07
Outstanding Mill.	USD 300.000
legislación	EE.UU
Calificación S&P/Moody's/Fitch	D/_/D
Maduréz	24/2/2025
Amortización	4 Ctas desde 2022
Cupón	9,75% - Semestral
Categoría	No Garantizado
Intereses	Defaulted

Fuente: Elaboración propia en base a fuentes varias.

Entre Ríos: Entró en un incomprensible default para alinearse al Gobierno Nacional. Buenas finanzas, ordenadas con superávit primario y consolidado, provincia con pujante perfil productivo a diferencias de La Rioja y Chaco. No sólo tiene superávit sino que tiene un peso de deuda en relación a sus ingresos por debajo del promedio provincial. Innecesario default, sin medir bien los costos y beneficios. En las últimas semanas mostró un giro en las negociaciones, realizando propuestas serias en línea con las provincias que pudieron reestructurar con altos porcentajes de aceptación, con su última propuesta está muy cerca de cerrar un acuerdo con los grandes acreedores.

Entr Ríos	Deuda Admisible	Nuevo bono
ISIN	USP37341AA50	USP37341AA50
Outstanding Mill.	USD 500.000	USD 508.750 Est.
Vencimiento	8/2/2025	8/8/2028
Amortización	3 Ctas a partir de 2023	12 Ctas sem. desde 8/2/2023
Cupón	8,75% - Semestral	Semestral. Feb21 a Ago22 5%; Ago22 a Feb23 5,75%; Feb23 a Ago23 8,1%; Ago23 a Ago28 8,25%
Categoría	No Garantizado	
Intereses	Defaulted	60% cash, 40% nuevas especies
Recorte de capital	Sin recorte	
Legislación	EE.UU	
Calificación S&P/Moody's/Fitch	Actual: D/_/D	
Fecha Propuesta	12/2/2021	
Aceptación c/ enmienda	Vto. Solicitud 8/3/21	
Días de Negociación	13	

Fuente: Elaboración propia en base a fuentes varias.

Code	Maturity	Cpn	Last Price	Acc Int Pd	%1D	%1M	%3M	%1YR	Mid YTW	Mid Mod Dur	Nxt Cpn Dt	SBP	Amt Out
Provinciales USD													
BSAS20	01/05/20	4.000	137.28		+0.01	+2%	+16%	-00%	10.7			D	11M
BSAS1/21	26/01/21	10.875	41.49	0.00	+0.63	-2%	+12%	-19%	26.2	0.0		D	250M
BSAS6/21	09/06/21	9.950	133.78	0.00	+0.08	-1%	-8%	-29%	726.4	0.1	06/09/21	D	900M
BSAS23	15/02/23	6.500	133.88	0.00	+0.01	-1%	-6%	-19%	72.8	1.3	08/15/21	D	750M
BSAS24	16/03/24	9.125	133.59	0.00	-0.01	-1%	-8%	-22%	57.6	1.5	03/16/21	D	1B
BSAS27	15/06/27	7.875	133.70	0.00	-0.55	-1%	-8%	-19%	32.5	3.5	06/15/21	D	2B
BSAS28	18/04/28	9.625	135.37	0.00	--	-1%	-7%	-21%	33.6	3.3	04/18/21	D	400M
BSAS35	15/05/35	4.000	134.06	0.00	--	-9%	-7%	-10%	15.4	7.8	05/15/21	D	432M
CABA27	01/06/27	7.500	181.12	1.90	+0.22	-2%	--	-6%	12.5	3.9	06/01/21	CCC+	890M
CHACO24	18/08/24	9.375	144.09	0.00	-0.29	-5%	--	-4%	3.25	2.3	08/18/21		250M
CHUBUT30	26/07/30	7.240	177.75	0.72	--	--	+25%	+8%	14.7	3.4	04/26/21		620M
CIUDADA27	29/09/27	7.875	159.57	0.61	-0.01	+1%	+1%	--	20.5	3.7	09/29/21		156M
CORD25	10/12/25	3.000	170.45	0.30	+0.02	-4%	+17%	-9%	17.6	2.9	06/10/21	CCC+	722M
CORD26	27/10/26	7.125	158.74	0.50	--	--	+5%	+9%	15.9	2.2	04/27/21		216M
CORD27	01/06/27	3.000	161.58	0.30	-0.02	-5%	+9%	-13%	17.4	4.1	06/01/21	CCC+	516M
CORD29	01/02/29	3.000	158.88	0.26	-0.02	-7%	+1%	-12%	16.0	5.1	08/01/21	CCC+	456M
ERIOS25	08/02/25	8.750	168.38	0.00	-0.29	+1%	+32%	+4%	19.2	3.1	08/08/21	D	500M
JUJUY22	20/09/22	8.625	151.97	3.88	0.03	+1%	+16%	--	60.6	1.0	03/20/21	CC	210M
LARIO25	24/02/25	9.750	154.48	0.00	-0.16	-2%	+20%	+16%	27.5	2.7	08/24/21	D	300M
MENDOZA29	19/03/29	2.750	62.30	2.16					16.4	3.7	09/19/21	CCC+	590M
NEUQUEN/30	27/04/30	2.500	155.46	0.66	+0.02	-7%	-6%	-21%	18.4	4.3	04/27/21	NR	377M
NEUQUEN/30	12/05/30	5.170	84.34	0.29	-0.03	-4%	+6%	-9%	12.3	3.9	05/12/21		316M
RNFRONT28	10/03/28	2.750	59.05	0.53	--	-1%	+21%	--	18.9	3.8	09/10/21	CCC+	320M
SALTA24	16/03/24	9.500	90.16	2.01			+1%	+3%	30.6	0.4	03/16/21	CCC+	27M
SALTA24	07/07/24	9.125	160.93	1.39	+0.03	+7%	+15%	-6%	35.9	1.6	07/07/21	CCC+	350M
STAFE23	23/03/23	7.000	179.07	3.09	+0.05	-2%	--	-4%	24.1	1.2	03/23/21		250M
STAFE27	01/11/27	6.900	168.59	2.32	-0.01	-2%	-4%	--	15.5	4.0	05/01/21		250M
TUENDAS27	17/04/27	8.950	175.79	1.12	-0.02	-2%	+1%	-13%	19.6	2.3	04/17/21		160M

Fuente: Bloomberg

Buen fin de semana.

juan@cucchiara.sba.com.ar

ian@cucchiara.sba.com.ar

manuel@cucchiara.sba.com.ar