

Provincia de Salta

Informe Integral

Calificaciones

Emisor	
Largo Plazo en Escala Nacional	A-(arg)

Instrumentos de Deuda

TD garantizados con Regalías Hidrocarburíferas por US\$ 185 MM	A-(arg)
TD Clase 1 garantizados con Coparticipación por \$ 250 MM	A+(arg)
TD por US\$ 350 MM	A-(arg)
Programa de Letras del Tesoro 2017 por hasta \$1.965 MM	A2(arg)
TD – Títulos de Deuda	

Perspectiva

NEGATIVA para calificaciones de largo plazo Emisor, TD Clase 1 y TD en dólares.
ESTABLE para los TD garantizados con regalías.

Información Financiera

Provincia de Salta	31 Dic 2016	31 Dic 2015
Ingresos Operativos (\$ millones)	30.085	23.173
Deuda Consolidada (\$ millones)	11.621,1	4.815,7
Balance Operativo/ Ingresos Operativos (%)	(3,9)	2,9
Servicio de Deuda/ Ingresos Corrientes (%)	5,1	4,4
Deuda Directa/ Balance Operativo (x)	(9,8)	7,1
Balance Operativo/ Intereses Pagados (x)	(1,5)	1,7
Gasto de Capital/ Gasto Total (%)	9,2	12,0
Balance Presupuestario/ Ingresos Totales (exc. Nueva Deuda) (%)	(7,5)	(5,3)
Balance Corriente/ Gasto de Capital (%)	(58,0)	10,0

Analistas

Analista Principal
Diego Estrada
Director Asociado
+54 11 5235-8126
diego.estrada@fixscr.com

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

Responsable del sector
Mauro Chiarini
Director Senior
+54 11 5235-8140
mauro.chiarini@fixscr.com

Detalle de nueva emisión

Instrumento*	Monto hasta	Vto. Final	Calificación	Perspectiva
Títulos de Deuda Clase 2 (TD Clase 2)	\$ 400 millones	Hasta 48 meses desde la Fecha de Emisión	A-(arg)	Negativa

*- Emisión dentro del Programa de Deuda aprobado bajo Ley Provincial N°7867 y Decreto Provincial N° 1207 por hasta VN\$ 650 millones.

Nota: Las calificaciones preliminares no reflejan las calificaciones finales y se basan en información provista por el emisor. Estas calificaciones son provisionarias y están sujetas a la documentación definitiva al cierre de la operación. 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 conjuntamente con el prospecto de emisión.

Factores Relevantes de la Calificación

Calificación TD Clase 2: FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO “afiliada de Fitch Ratings” (FIX o Calificadora) asignó la calificación ‘A-(arg)’ perspectiva negativa a los TD Clase 2 por hasta VN\$ 400 millones a emitirse por la Provincia de Salta (PS) en el marco del Programa de Deuda por VN\$ 650 millones. La calificación está en línea con la calificación de largo plazo de emisor dado que, si bien los TD cuentan con garantía de los recursos de coparticipación, la misma se ejecuta ante incumplimiento de la Provincia. Los TD se amortizarán en un solo pago al vencimiento y devengarán una tasa fija durante los dos primeros períodos y variable (BADLAR más margen a licitar) para los períodos restantes, con pagos trimestrales. Los fondos se utilizarán para financiar obras de infraestructura básica de agua potable y saneamiento de acuerdo a la Ley Provincial N°7867.

Mayor presión servicios de deuda: en el 2016 los servicios de deuda de la PS se tornaron más ajustados a raíz de la generación de un balance operativo negativo. FIX prevé que este indicador se mantenga en niveles ajustados en 2017 dada la evolución del tipo de cambio, mayores requerimientos de inversión pública y necesidades financieras. La evolución de este indicador dependerá de la habilidad de la PS para volver a ahorros operativos más robustos, como así también de la evolución del tipo de cambio ante una estructura de deuda con mayor exposición cambiaria.

Baja flexibilidad presupuestaria: desde el año 2013 se registra una caída sostenida en los márgenes operativos, la cual se acentúa en los últimos dos años (2015 y 2016), producto de las presiones inflacionarias sobre los salarios y el gasto. En el 2016 el margen operativo fue negativo -3,9% frente a un 2,9% del 2015. Al tercer trimestre del 2017, la PS evidencia una mejora en el margen operativo (1,2% en el 2017 versus -2,3% en 2016), y si bien el Presupuesto 2017 estima un margen al cierre del año de 2,8%, FIX entiende será más acotado. FIX evaluará las implicancias del Consenso Fiscal, en caso de ser aprobado por la legislatura provincial, sobre la evolución de la flexibilidad presupuestaria de la Provincia en los próximos años.

Adecuado nivel de endeudamiento: el peso relativo de la deuda en término de los ingresos corrientes es adecuado, aunque creciente en los últimos años: en 2016 representó un 38,5% comparado al 20,7% en el 2015 dada la emisión internacional del Bono por US\$ 350 millones. Al tercer trimestre del 2017, el stock de deuda se incrementó hasta los \$15.402 millones (+32,5%), impulsados por un alza de la deuda con el Gobierno Nacional por el reconocimiento de diferencias en la liquidación de las contribuciones patronales por \$ 2.729,6 millones. FIX prevé que al cierre del 2017 el nivel de apalancamiento –considerando los TD Clase 2– se ubique en un 39,9% de los ingresos corrientes estimados para el año. Respecto a la composición de deuda, al 30/09/2017, el 58,7% del stock estaba denominado en moneda extranjera pero el riesgo cambiario está mitigado en parte por ingresos vinculados al USD (regalías).

Manejo de la liquidez: en los últimos años en promedio los saldos líquidos de la PS permitieron cubrir 2,3x (veces) la deuda flotante, registrando en el 2016 una mejora de este indicador a 4x gracias a la emisión del Bono internacional. Salta a fines de cubrir déficits transitorios del tesoro provincial, recurre por un lado a la utilización del FUCO, lo que le permite hacer uso de parte de las disponibilidades de caja sin costo financiero y por el otro a la emisión de Letras del Tesoro.

Sensibilidad de las Calificaciones

Desempeño operativo y endeudamiento: de mantenerse una alta rigidez en el gasto con sucesivas presiones a la suba que afecten aún más los márgenes operativos e impacten en la capacidad de pago de Salta y en consecuencia en nuevas necesidades de endeudamiento, podría derivar en una revisión a la baja de las calificaciones.

Deudas garantizadas: cualquier cambio en la calificación de la Provincia podría impactar sobre la calificación de los bonos garantizados en la misma dirección, como así también si se registra un cambio en la evolución de la garantías y las coberturas de los servicios.

Resumen: Fortalezas y Debilidades

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

Nota: * conceptos analizados en el contexto Nacional y Regional

Fuente: FIX

Fortalezas:

- Adecuado nivel de endeudamiento en términos del presupuesto provincial.
- Adecuada composición de la deuda pública con ingresos vinculados al USD.
- Razonable nivel de obra pública en términos per cápita comparado contra el consolidado provincial.

Debilidades:

- Deterioro de los márgenes operativos.
- Mayor presión de los servicios de deuda.
- Dependencia de los ingresos federales.
- Elevada rigidez presupuestaria por el lado del gasto.
- Perfil socio-económico bajo.

Marco institucional

Contexto nacional

La Argentina adopta un sistema democrático, representativo, republicano federal, por lo cual las provincias cuentan con autonomía política y económica. Sin embargo, en las últimas décadas se produjo una importante descentralización de las responsabilidades del gasto en los gobiernos locales con una mayor centralización de la Nación en cuanto a la recaudación de los ingresos. Esto fue delineando un escenario de mayor dependencia de las provincias a los recursos de origen nacional, tanto para el financiamiento de gastos corrientes y 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 con un reparto de recursos Nación-Provincia en desmedro de los gobiernos locales.

Criterios Relacionados

Metodología de Calificación Finanzas Públicas registrada ante la Comisión Nacional de Valores

Las finanzas provinciales consolidadas se han visto afectadas en los últimos años, por el aumento de la presión del gasto operativo en un contexto inflacionario y la desaceleración de la economía con impacto en la dinámica de los ingresos. Las cuentas provinciales fueron aún más presionadas por el incremento de las necesidades financieras y las condiciones de corto plazo y altas tasas del mercado de capitales local.

FIX considera que el tratamiento de estos temas estructurales, implicarán cambios profundos en materia de redistribución de recursos, responsabilidades del gasto entre Nación-Provincias y financiamiento de obras públicas. Esto se vio plasmado en parte en el Acuerdo Nación-Provincias del 23 de mayo de 2016 y en la Ley N° 27.260 que abordan estos temas y en algunos casos lo inicia como son la armonización de regímenes jubilatorios y una reforma tributaria. Recientemente, el 16 de noviembre de 2017 las provincias argentinas firmaron un Consenso Fiscal con la Nación donde se acuerdan los lineamientos principales para armonizar las estructuras tributarias de las distintas jurisdicciones, eliminar distorsiones históricas en la redistribución de recursos, con una correspondiente compensación de ingresos, adoptar medidas para el saneamiento de las cuentas fiscales con la aprobación de una nueva Ley de Responsabilidad Fiscal y avanzar en la sanción de una nueva Ley de Coparticipación. Este Consenso debe ser ratificado por el Congreso Nacional y las distintas legislaturas provinciales. FIX evaluará el impacto de las medidas a ejecutar como su instrumentación sobre las cuentas públicas de las distintas jurisdicciones.

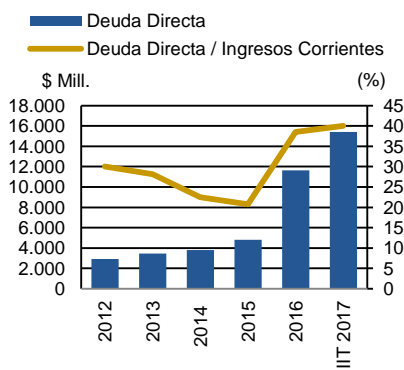
Provincia de Salta

De acuerdo a la Constitución de la Provincia de Salta, la administración del gobierno provincial es responsabilidad del Poder Ejecutivo, cuyos titulares son el Gobernador y Vicegobernador, elegidos directamente por el voto popular. El mandato de gobierno dura cuatro años, con posibilidad de re-elección hasta un tercer mandato consecutivo. El gobernador designa a los 11 ministros de gobierno y al secretario general de la gobernación.

Por su parte, el Poder Legislativo provincial está compuesto por dos cámaras: la de senadores y la de diputados. La primera está constituida por 23 miembros y la segunda por 60. La mitad de cada cámara se renueva por voto popular cada dos años y cada miembro ejerce funciones por cuatro años. El Vicegobernador preside el Senado.

A su vez, la Provincia está subdividida en 60 municipalidades, cuyas autoridades (Intendente y Consejo Deliberante) son elegidas por voto popular y tienen como principales responsabilidades la provisión de servicios locales básicos: alumbrado público, limpieza, pavimentación, entre otros. Los municipios participan de un esquema de redistribución de los recursos provinciales y nacionales con la provincia. El 15% del monto recaudado por el sistema tributario provincial y el Régimen de Coparticipación Federal es distribuido a los municipios, como así también el 20% del total de las regalías de hidrocarburos provinciales.

Gráfico 1: Deuda Directa de Salta



Fuente: Provincia de Salta

Deuda y Liquidez

Deuda

Al cierre de 2016, la deuda directa ascendió a \$11.621,1 millones, equivalente a 38,5% de los ingresos corrientes. Al cierre del 2015 esta deuda era de \$4.655,8 millones, equivalente al 20,7% de los ingresos corrientes, por lo que durante 2016 se registró un sensible aumento en el nivel de apalancamiento provincial en términos del presupuesto. Asimismo, la capacidad de pago de la Provincia se tornó más ajustada, en el 2015 la deuda representó 7,1x el balance operativo mientras que en el 2016 fue de -10,2x debido al deterioro del margen operativo. A septiembre de 2017, el stock de deuda se incrementó hasta los \$15.402 millones (+32,5%), impulsados por un

alza de la deuda con el Gobierno Nacional por el reconocimiento de diferencias en la liquidación de las contribuciones patronales por \$ 2.729,6 millones (ver Gráfico 1).

En abril del 2015, la Provincia emitió un bono en el mercado local por \$250 millones garantizado con recursos de coparticipación de impuestos. Esta emisión fue la primera fase de la autorización de la Ley Nro.1207, que autoriza una deuda total de hasta \$650 millones a emitirse en el período 2015-2019 con el objetivo de aplicar los recursos a proyectos de agua y alcantarillado.

Durante 2016, la PS emitió en el mercado internacional un bono en dólares por US\$ 300 millones en una primera instancia y luego por US\$ 50 millones adicionales bajo la autorización por hasta US\$ 350 millones, en el marco de la Ley Nro. 7.931 y el Decreto No.792. Los fondos netos de las emisiones están destinados a proyectos de inversión pública como ser el Plan del Bicentenario para estimular la economía provincial y municipal, en un contexto recesivo.

Tabla 1: Instrumentos de Deuda

Instrumento	Monto	Emisión	Vto.	Saldo (30/09/2017)	Tasa	Amortización
Bono Garantizado con Regalías de Hidrocarburos	US\$ 185.000.000	16/03/2012	16/03/2022	US\$ 97.976.000	Fija 9,5% n.a. / Pagos Trimestrales	Cuotas iguales trimestrales a partir del 16/12/2013
Títulos de Deuda Clase 1 Garantizados con Coparticipación Federal	\$ 250.000.000	24/04/2015	24/04/2018	\$ 93.750.000	Fija 27,5% n.a (primeros 3 trimestres) / Variable + 5,73% (restantes 9 trimestres)	Cuotas iguales trimestrales a partir del mes 15
Títulos de Deuda	US\$ 350.000.000	07/07/2016	07/07/2024	US\$ 350.000.000	Fija 9,125% n.a./ Pagos en 3 cuotas de US\$ 99,99 millones (07/07/22), US\$ 99,99 millones (07/07/23) y el saldo pendiente de cancelación US\$ 100,020 millones (07/07/23)	Tres Cuotas anuales en los últimos 3 años
Títulos de Deuda Clase 2	h/ \$ 400.000.000	Antes del 31/12/2017	48 meses desde la Fecha de Emisión	N/A	Fija (primeros 2 trimestres) / Variable + margen a licitar (restantes 9 trimestres)	Al vencimiento

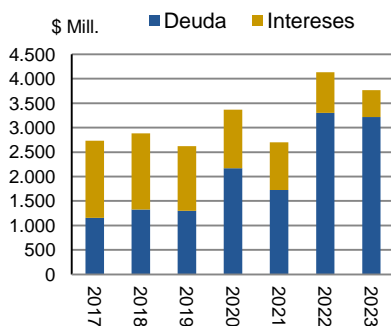
El total de deuda autorizado por Presupuesto 2017 asciende a 1.794,1 millones el cual incluye el préstamo de libre disponibilidad con el Fondo de Garantía de Sustentabilidad en el marco del Acuerdo Nación-Provincias por un monto de \$722 millones, \$94 millones con el BID, entre otros créditos. A su vez la Provincia tiene autorizado por la Ley Nro.1207 la posibilidad de emitir bajo el Programa de Emisión de Títulos de Deuda por hasta \$650 millones, los \$400 millones pendientes de emisión.

En este marco, la Provincia, antes del cierre de 2017, tiene intenciones de emitir los Títulos de Deuda Clase 2 por hasta VN\$ 400 millones, los cuales se amortizaran en un solo pago al vencimiento (48 meses desde la fecha de emisión) y devengarán una tasa fija durante los dos primeros períodos y variable (Badlar más margen a licitar) para los períodos restantes, con pagos trimestrales. Si bien los TD Clase 2 cuentan con garantía de los recursos de coparticipación, la misma se ejecuta ante incumplimiento de la Provincia y no mediante un fideicomiso en garantía y pago como se encuentra estructurada la Clase 1.

FIX considerando el nivel de deuda al tercer trimestre de 2017, superior al previsto originalmente dado el reconocimiento de la deuda por diferencias en la liquidación de las contribuciones patronales, espera que al cierre del 2017 el nivel de apalancamiento –asumiendo la deuda presupuestada para el último trimestre y los TD Clase 2– se ubique en un 39,9% de los ingresos corrientes estimados para el año. Este indicador se mantiene en línea con lo registrado en el último año.

FIX considera que las condiciones de la deuda son adecuadas, si bien en los últimos años aumentó la exposición cambiaria: en 2016 la deuda denominada en moneda extranjera fue de 72,5% frente a un 56,3% en el 2012. El crecimiento del 2015 tuvo su correlato principalmente con la emisión en el 2012 del Bono garantizado con regalías por US\$185 millones calificados por FIX

Gráfico 2: Perfil Amortización de Deuda



Fuente: Provincia de Salta

y el de 2016 a la emisión de US\$ 350 millones mencionados anteriormente. Debe destacarse que gran parte del riesgo cambiario está mitigado en parte por ingresos vinculados al USD (regalías). A su vez, la deuda está pactada a tasa fija en un 85%. Al tercer trimestre del 2017, la deuda denominada en moneda extranjera ascendió a 58,7% y pactada a tasa fija a 87,2%.

En cuanto a los niveles de sostenibilidad, en 2016 el servicio de la deuda totalizó \$1.531,2 millones (\$813,7 millones de interés y \$717,5 millones de capital), absorbiendo un bajo 5,1% de los ingresos corrientes y un -129,3% del balance operativo. El deterioro del indicador de sostenibilidad con relación al balance operativo responde principalmente a un desempeño operativo más ajustado.

FIX espera se mantenga en niveles ajustados para el período 2017-2019 asumiendo la tendencia de deterioro del margen operativo que la Calificadora observa al cierre del 2016 y sus estimaciones para 2017. La evolución de este indicador dependerá de la habilidad de Salta para volver a ahorros operativos más robustos en el mediano plazo.

Liquidez

Los indicadores de liquidez se deterioraron en el último año, aunque siguen siendo razonables en términos relativos a otras provincias calificadas por FIX. En el 2016 los saldos líquidos netos de la utilización del Fondo Unificado de Cuentas Oficiales (FUCO) representaron un elevado 5,9% los ingresos totales y 4,6x la deuda flotante. Estos indicadores en 2015 registraron un 1,7% y 0,3x, marcando una importante mejora en los niveles de liquidez, gracias a la emisión del Bono internacional.

La deuda flotante se mantiene en un nivel bajo del 1,4% respecto de los ingresos operativo (en 2015 era del 6,4%) y un nivel de rotación de 4,5 días del gasto primario. FIX espera que estos ratios se mantengan en niveles razonables aún más en un escenario donde se busca fuentes de financiamiento de mayor plazo.

En cuanto a la deuda de corto plazo, actualmente la Provincia tiene en circulación \$1.965 millones de Letras del Tesoro sobre un monto total de \$1.965 millones autorizado por la Ley de Presupuesto 7.972. La participación relativa de este instrumento financiero en el presupuesto 2017 de Salta se mantiene en un nivel razonable del orden del 5%.

Contingencias

En cuanto a empresas públicas que no consolidan presupuestariamente con la administración provincial, se encuentran Sociedad Anónima de Transporte Automotor S.A., Compañía Salteña de Agua y Saneamiento S.A., REMSA, Sociedad Anónima Salta Forestal, entre otras. Estas empresas tienen sus resultados operativos en equilibrio o superavitarios y aquellas que arrojaron déficit no son significativos para el presupuesto provincial, por lo que estas empresas actualmente no generan una contingencia para la administración central provincial.

La principal contingencia que enfrentan las provincias argentinas son los eventuales déficits contraídos por el sistema previsional, aunque Salta pertenece al grupo de provincias que cedió su fondo de pensión al Gobierno Federal. La Provincia no es responsable de eventuales desfinanciamientos, habitualmente realiza aportes al sistema previsional a fines de elevar el nivel de retribución a los jubilados provinciales. FIX no observa ningún riesgo contingente en este aspecto.

Desempeño Presupuestario

El sector público de Salta consiste en la administración central, los organismos descentralizados y las empresas públicas. Los Anexos A y B incluyen las cuentas de la administración central y los

organismos descentralizados, mientras que las empresas públicas presentan sus presupuestos y liquidaciones de manera individual. Se analizaron las cuentas de inversión 2010-2014, ejecuciones presupuestarias 2015-2016, resultados parciales al primer trimestre 2017, así como el Presupuesto 2017.

Ingresos operativos

Los ingresos operativos de Salta registraron un crecimiento nominal del 29,8% en el 2016 respecto al 2015. En el primer trimestre del 2017, estos ingresos crecieron un 35,5% respecto al mismo período del año anterior.

La variación de los ingresos del 2016 se explica por un crecimiento combinado de los ingresos provinciales (consolidando tributarios y no tributarios) en un 39,7% y de los ingresos federales en un 26,9%, impulsados por la devolución parcial del 15% de la masa coparticipable. El incremento en ambos rubros está relacionado principalmente con la variación en el nivel de precios, dado que estos ingresos en su mayor parte son pro-cíclicos.

La estructura de ingresos de Salta es dependiente de las transferencias de origen federal, principalmente por la coparticipación. En 2016 las participaciones federales representaron el 75,3% de los ingresos operativos y en el período 2012-2015 fueron en promedio un 76,4%, estando por encima de la media provincial. Sin embargo, la dependencia presupuestaria con el Gobierno Federal es propia de las provincias con indicadores socioeconómicos relativamente débiles y con habitantes de mediana-baja capacidad contributiva. FIX destaca que estos recursos se distribuyen en forma automática bajo lo estipulado por Ley (coparticipación de impuestos) y no se encuentran expuestos a ninguna discrecionalidad, lo que proporciona a esta estructura de ingresos estabilidad y previsibilidad sobre el flujo de recursos.

FIX prevé que los niveles de autonomía fiscal se comprimirán aún más si se tiene en cuenta que la devolución parcial del 15% de la masa coparticipable acordada entre el Gobierno Federal y las Provincias en el año 2016 es gradual. En 2016 comenzó la distribución del 3%, en el 2017 se eleva al 6%, y así progresivamente hasta llegar al total (15%).

Por otro lado, Salta cuenta con las regalías hidrocarburíferas, que grava la producción de gas y petróleo que realizan las concesionarias privadas en territorio salteño, que son el único componente de ingresos relevante recaudado por la propia provincia y que no es totalmente pro-cíclico. El mercado hidrocarburífero en Argentina en los últimos años ha estado fuertemente regulado por el Gobierno Federal, con precios y volúmenes administrados que desincentivaron la exploración de nuevos yacimientos. Cambios recientes en la política nacional de energía con aumentos en el cuadro tarifario de gas impactarán positivamente en la recaudación de regalías, al tercer trimestre del 2017 se incrementan un 37% interanual, sin efecto por tipo de cambio. FIX sigue de cerca la evolución del mercado de hidrocarburos a nivel nacional y regional.

De acuerdo al presupuesto 2017, se espera que los ingresos operativos aumenten un 24,7% en términos nominales respecto a lo efectivamente recaudado en 2015, lo que evidencia cierta expectativa de estancamiento de la economía. Sin embargo, FIX evaluará las expectativas de crecimiento de los ingresos para el 2018 una vez aprobado el proyecto de Ley de Presupuesto, como así también las implicancias en ingresos tanto propios como de Nación en caso de que se apruebe en las legislaturas nacional y provincial el Consenso Fiscal.

Gastos operativos

Al igual que en todas las provincias argentinas, la estructura de gastos de Salta en los últimos cinco años se volvió más rígida, en el sentido de que fue aumentando la participación del gasto operativo sobre las erogaciones totales. Esto como consecuencia de las presiones inflacionarias

Tabla 1: Ingresos Operativos
 (millones de pesos corrientes)

	2014	2015	2016
- Ingresos Brutos	2.742	3.714	5.101
- Sellos	262	388	513
- Inmobiliario	47,4	51,7	66,1
- Otros	159	207	352
Tributarios provinciales	3.211	4.361	6.032
Regalías	442	502	802,1
Tasas, Derechos y otros	207	286	398
Tributarios nacionales	11.840	16.514	20.091
Transferencias corrientes	1.086	1.401	1.776
Total ingresos operativos^a	16.817	23.173	30.085

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

Fuentes: Salta y cálculos de FIX

Tabla 2: Gastos Operativos
(millones de pesos corrientes)

	2014	2015	2016
- Personal	9.845	14.562	20.773
- Bs y Ss no personales	1.200	1.670	1.971
-Transferencias corrientes	4.537	6.266	8.480
Total gastos operativos^a	15.582	22.499	31.269

^a - no incluye intereses pagados

Fuentes: Provincia de Salta y cálculos de FIX

y salariales, y la mayor provisión de servicios públicos. Asimismo, la flexibilidad presupuestaria se ha deteriorado sensiblemente en el período 2013-2016, el gasto operativo pasó de representar el 92,2% del ingreso operativo en 2013, al 103,9% en 2016. Al tercer trimestre del 2017 se registra una mejora de este indicador, que se ubicó en 98,8% frente a 102,3% en el tercer trimestre de 2016.

El gasto operativo de la Provincia en 2016 aumentó un 39% respecto a 2015. El aumento se explicó por el crecimiento del gasto en personal (42,7%), bienes y servicios (62,3%) y transferencias corrientes (35,3%). El incremento interanual de las transferencias a municipios (35,3%), superior a la evolución de los ingresos corrientes (29,8%), se explica por un incremento en el coeficiente de coparticipación desde el 13,5% en 2015 al 15% en 2016. El aumento en personal estuvo encima de lo registrado en el período 2012-2015 con un crecimiento promedio anual del 39,6% debido al nivel de inflación.

El gasto en personal pasó absorber el 62,8% de los ingresos operativos de 2015 al 69% en 2016, mientras que en 2012 representaba sólo el 55,3%. Por su parte, la tendencia creciente de las transferencias corrientes en los últimos años se debe en parte al ritmo de los mayores fondos de coparticipación transferidos a los municipios y de los subsidios de la Provincia a hospitales, entes públicos y cooperativas.

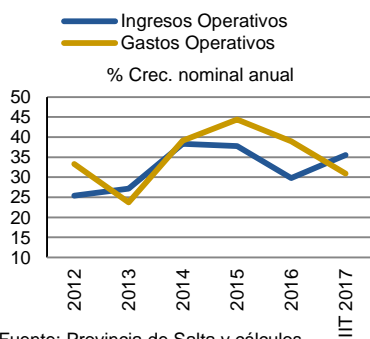
Para el 2017 se presupuestó un incremento nominal en los gastos operativos de 19,5% respecto a lo ejecutado en 2016, pero FIX espera se encuentre muy por encima de estas previsiones, principalmente debido a que el presupuesto no contempló el acuerdo salarial para el corriente año. Al tercer trimestre del 2017 el gasto operativo creció un 30,9% en comparación al mismo período del año anterior.

Ahorro operativo e inversión pública

En los últimos años, Salta registra una caída sostenida en los márgenes operativos, la cual se acentúa en los últimos dos años (2015 y 2016), producto de las presiones inflacionarias sobre los salarios y el gasto. En 2016 el margen operativo fue deficitario por primera vez en los últimos 5 años (-3,9% en 2016 frente a 2,9% en 2015), pero con una importante contención del gasto en capital que impidió un igual deterioro del balance financiero (-7,5% en 2016 frente a -5,3% en 2015). Si bien el Presupuesto 2017 estima un resultado financiero del -5,7%, FIX en base a supuestos más conservadores estima será sensiblemente menor.

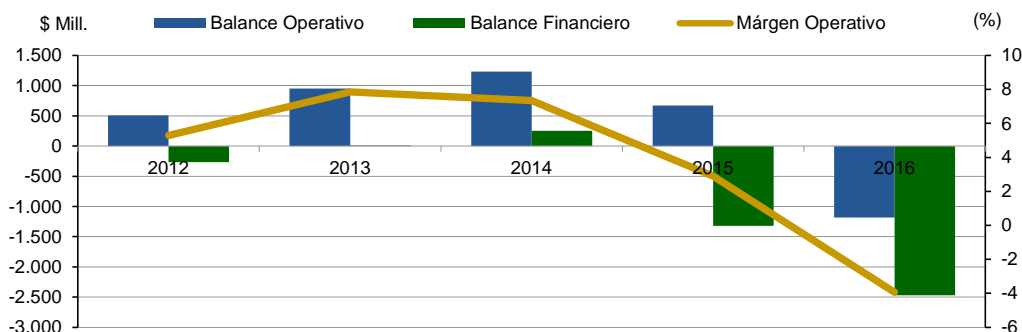
Adicionalmente, FIX evaluará las implicancias del Consenso Fiscal, en caso de ser aprobado por la legislatura provincial, sobre la evolución de la flexibilidad presupuestaria de la Provincia en los próximos años.

Gráfico 3: Ingresos y Gastos Operativos de Salta



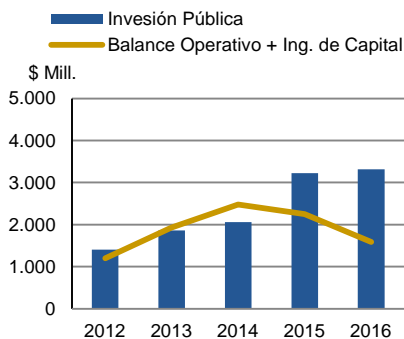
Fuente: Provincia de Salta y cálculos de FIX

Gráfico 4: Desempeño Presupuestario de Salta



Fuente: Provincia de Salta y cálculos de FIX

Gráfico 5: Ahorro e Inversión de Salta



Fuente: Provincia de Salta y cálculos de FIX

Los márgenes operativos sumados a los ingresos de capital permitieron a la Provincia financiar el 100% la inversión pública durante el período 2012-2014 (ver Gráfico 5). Los balances financieros han sido volátiles pero siempre superavitarios en el periodo de análisis, llegando a su nivel más bajo en 2012 (ver Gráfico 4). Esta tendencia se revierte en el año 2015 y se consolida en 2016, donde el gasto de capital se incrementó afectando directamente al balance financiero.

En los últimos años se registra una reducción de la participación del gasto de capital en el total del gasto por las fuertes presiones del gasto corriente (representó 9,2% en 2016 frente a un 12% en 2015). Dado que es una prioridad del gobierno mantener un buen nivel de obra pública, la Provincia busca fuentes de financiamiento alternativas. En el 2012 se emitió el Bono garantizados con regalías hidrocarburíferas a fin de invertir en obras de infraestructura en las zonas más postergadas de la Provincia (región norte) y a principios del 2015 recurrió al mercado de capitales para invertir en obras básicas de agua potable y saneamiento. La emisión de julio del 2016 por USD350 millones estuvo destinada a planes de infraestructura pública y estímulo económico. En esta línea se espera que antes del cierre de 2017 se emitan los TD Clase 2 para continuar con el plan de obras básicas de agua potable y saneamiento.

Gestión y Administración

El actual Gobernador es el Sr. Juan Manuel Urtubey, perteneciente al Frente Justicialista Renovador de la Victoria (“Frejurevi”), quien fue reelecto el 17 de mayo 2015, con el 51,2% de los votos, para ejercer su tercer mandato consecutivo durante el período 2015-2019.

El objetivo de gobierno del Sr. Urtubey es profundizar la provisión y cobertura de servicios sociales e inversión pública, pero adicionando fuertes incentivos a una actividad económica privada todavía poco desarrollada en la provincia. Adicionalmente, es prioridad de este gobierno impulsar la inversión en obra pública como fuente de desarrollo económico y motor de crecimiento de la provincia.

Perfil Socioeconómico

Población

Según el censo 2010, Salta registró una población de 1.215.207 personas, número que la posiciona como la octava provincia argentina más poblada, con una participación del 3% sobre el total nacional. Con respecto al censo 2001, la población salteña aumentó en un 12,5%, por encima del crecimiento demográfico nacional del 10,6%. El envejecimiento de la población salteña aumentó levemente en la última década, aunque se aproximó a la media nacional: la participación de personas mayores a 65 años fue del 7% en 2010 (versus 10,2% a nivel nacional) comparado con el 6% en 2001 (versus 9.9% a nivel nacional).

Más allá del envejecimiento poblacional mencionado, FIX considera que la participación de los mayores a 65 años sigue siendo baja, tanto en Salta como a nivel nacional. Sin embargo, en el caso de la provincia, los gastos en servicios sociales pueden continuar en aumento si Salta conserva su política de mayor cobertura en sanidad y asistencia social.

Economía

En 2015 el producto bruto geográfico (PBG) de Salta aumentó 4,6%, totalizando \$4.904,2 millones a precios constantes (equivalente al 2,1% del producto bruto interno argentino). Como todas las provincias argentinas, la economía de Salta se encuentra dominada por el sector terciario o de servicios, con una participación sobre el PBG provincial del 64,8% en 2014. Dentro de este sector, tiene peso la administración pública, teniendo el sector público un importante rol.

Por su parte, el sector primario también es muy importante para Salta, con una participación sobre el PBG provincial en 2014 equivalente al 13,7%, muy por encima de la media nacional (6,6%). Esta diferencia se explica por el peso en la economía provincial de la agricultura (enfocado en la producción de soja, porotos, caña de azúcar y tabaco) y la extracción de hidrocarburos (gas y petróleo).

Por último, el sector secundario salteño es relativamente débil, con una participación equivalente al 21,6% del PBG provincial de 2014, concentrado en industrias alimenticias y químicas, de baja tecnología aplicada y orientadas al mercado interno.

Desempleo y pobreza

Históricamente el noroeste argentino es una de las regiones argentinas con los indicadores de desempleo y pobreza más altos. Sin embargo, a partir de 2003, debido a la recuperación económica y a la mayor provisión de servicios sociales e inversión pública, este perfil comenzó a revertirse. Según INDEC, la tasa de desempleo salteña fue del 7,3% al primer trimestre del 2017 comparada con el pico del 20,9% en mayo de 2002, mientras que la tasa de pobreza en junio de 2016 alcanzó un 33,2% versus el 70,3% en octubre de 2002.

Cabe destacar que gran parte de los nuevos empleos de la última década fueron creados por el sector público, o fueron de carácter “no registrado” en el sentido de corresponder a asalariados o cuentapropistas vinculados a actividades privadas informales, de baja productividad y niveles de ingreso.

Anexo A /

Provincia de Salta

Consolidado Administración Central y Organismos Descentralizados

\$ Millones	2012	2013	2014	2015	2016	9m 2016	9m 2017
Impuestos (incluye Coparticipación de Impuestos)	8.331,0	10.914,0	15.050,9	20.874,5	26.992,2	13.357,9	18.576,2
Otras transferencias Corrientes recibidas	769,1	766,2	1.086,1	1.400,5	1.775,8	7.428,1	9.532,9
Regalías, tasas, derechos, otros ingresos no tributarios	458,0	474,2	680,1	897,8	1.317,0	947,7	1.340,3
Ingresos Operativos	9.558,1	12.154,4	16.817,2	23.172,8	30.085,0	21.733,7	29.449,4
Gastos operativos	(9.052,5)	(11.200,3)	(15.582,0)	(22.499,0)	(31.269,2)	(22.222,8)	(29.099,9)
Balance Operativo	505,5	954,2	1.235,3	673,8	(1.184,2)	(489,1)	349,5
Intereses cobrados	115,9	162,9	165,5	55,1	74,8	71,0	344,4
Intereses pagados	(179,1)	(222,3)	(326,1)	(405,1)	(813,7)	(144,1)	(1.257,5)
Balance Corriente	442,3	894,8	1.074,7	323,8	(1.923,1)	(562,2)	(563,6)
Ingresos de capital	690,4	975,6	1.240,6	1.576,5	2.773,9	1.445,8	2.585,6
Gasto de capital	(1.402,1)	(1.858,9)	(2.062,4)	(3.222,8)	(3.318,1)	(1.926,4)	(4.061,4)
<i>Balance de capital</i>	<i>(711,7)</i>	<i>(883,3)</i>	<i>(821,8)</i>	<i>(1.646,3)</i>	<i>(544,2)</i>	<i>(480,6)</i>	<i>(1.475,8)</i>
Balance Financiero	(269,4)	11,5	252,9	(1.322,5)	(2.467,3)	(1.042,9)	(2.039,4)
Nueva deuda	922,0	37,6	48,2	360,4	6.382,4	6.370,6	833,3
Amortización de deuda	(392,7)	(219,3)	(545,0)	(627,2)	(717,5)	(513,0)	(703,2)
<i>Endeudamiento neto: aumento, (disminución)</i>	<i>529,2</i>	<i>(181,6)</i>	<i>(496,8)</i>	<i>(266,9)</i>	<i>5.664,9</i>	<i>5.857,7</i>	<i>130,1</i>
Resultado Final	259,8	(170,2)	(243,9)	(1.589,3)	3.197,7	4.814,8	(1.909,4)
DEUDA							
Corto Plazo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Largo Plazo	2.345,1	2.905,6	3.130,7	4.655,9	11.016,9	11.268,6	15.401,8
Deuda Directa	2.345,1	2.905,6	3.130,7	4.655,9	11.016,9	11.268,6	15.401,8
+ Deuda cuasi directa	562,9	564,1	683,1	159,8	604,2	177,4	493,5
Riesgo Directo	2.908,0	3.469,7	3.813,8	4.815,7	11.621,1	11.446,1	15.895,3
- Liquidez	830,7	766,5	242,5	427,4	1.953,9	n.d.	2.760,8
Riesgo Directo Neto	2.077,3	2.703,2	3.571,3	4.388,4	9.667,2	11.446,1	13.134,5
Garantías y otras deudas contingentes	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	468,0	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	2.077,3	2.703,2	3.571,3	4.388,4	9.667,2	11.914,1	13.134,5
Datos sobre Riesgo Directo							
% moneda extranjera	56,3	53,1	58,7	55,8	72,5	28,3	58,7
% no bancaria	87,9	87,1	84,3	82,3	65,5	90,9	51,0
% tasa de interés fija	78,6	79,2	76,2	60,3	n.d.	n.d.	87,2

n.d.- no disponible

Fuente: Elaboración FIX sobre la base de la información proporcionada por la Provincia de Salta (cuentas de inversión cerradas 2012-2016, y provisionales al tercer trimestre 2017).

Anexo B

Provincia de Salta

Consolidado Administración Central y Organismos Descentralizados

	2012	2013	2014	2015	2016	9m 2016	9m 2017
Ratios de Desempeño Presupuestario							
Balance operativo/Ingresos operativos (%)	5,3	7,9	7,3	2,9	(3,9)	(2,3)	1,2
Balance corriente/Ingresos Corrientes ^a (%)	4,6	7,3	6,3	1,4	(6,4)	(2,6)	(1,9)
Balance financiero/Ingresos totales ^b (%)	(2,6)	0,1	1,4	(5,3)	(7,5)	(4,5)	(6,3)
Resultado final/Ingresos totales (%)	2,5	(1,3)	(1,3)	(6,4)	9,7	20,7	(5,9)
Crecimiento de ingresos operativos (variación % anual)	25,4	27,2	38,4	37,8	29,8	n.d.	35,5
Crecimiento de gasto operativo (variación % anual)	33,3	23,7	39,1	44,4	39,0	n.d.	30,9
Crecimiento de balance corriente (variación % anual)	(43,6)	102,3	20,1	(69,9)	(693,8)	n.d.	0,2
Ratios de Deuda							
Crecimiento de deuda directa (variación % anual)	14,5	19,3	7,2	32,8	57,7	n.d.	26,8
Intereses pagados/Ingresos operativos (%)	1,9	1,8	1,9	1,7	2,7	0,7	4,3
Balance operativo/Intereses pagados (x)	2,8	4,3	3,8	1,7	(1,5)	(3,4)	0,3
Servicios de deuda directa/Ingresos corrientes (%)	5,9	3,6	5,1	4,4	5,1	3,0	6,6
Servicios de deuda directa/Balance operativo (%)	113,1	46,3	70,5	153,2	(129,3)	(134,3)	561,0
Deuda Directa/Ingresos operativos (%)	24,2	23,6	18,4	20,0	36,5	38,8	38,8
Riesgo Directo/Ingresos corrientes (%)	30,1	28,2	22,5	20,7	38,5	39,4	40,0
Deuda directa/Balance corriente (x)	5,3	3,2	2,9	14,4	(5,7)	(15,0)	(20,5)
Riesgo directo/Balance corrientes (x)	6,6	3,9	3,5	14,9	(6,0)	(15,3)	(21,2)
Riesgo final neta/Ingresos corrientes (%)	21,5	21,9	21,0	18,9	32,1	n.d.	33,1
Deuda directa/PBG (%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.d.	n.a.	n.a.	n.a.
Deuda directa per capita (\$)	1929,8	2391,0	2576,2	3.831	9065,8	9273,0	12674,2
Ratio de Ingresos							
Ingresos operativos/Ingresos operativos presupuestados (%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Impuestos/Ingresos operativos (%)	87,2	89,8	89,5	90,1	89,7	61,5	63,1
Impuestos locales/Ingresos operativos (%)	20,2	20,5	21,3	20,9	22,3	32,4	31,5
Transferencias corrientes/Ingresos operativos (%)	8,0	6,3	6,5	6,0	5,9	34,2	32,4
Ingresos operativos/Ingresos totales ^b (%)	92,2	91,4	92,3	93,4	91,4	93,5	91,0
Ingresos totales ^b per capita (\$)	8.529	10.939	14.996	20.412	27.101	19.133	26.645
Ratios de Gasto							
Gasto operativo/Gasto operativo presupuestado (%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Gasto en personal/Gasto operativo (%)	58,4	61,0	63,2	64,7	66,4	66,0	65,4
Transferencias Corrientes realizadas/Gasto operativo (%)	32,6	30,6	29,1	27,9	27,3	27,8	28,1
Gasto de capital/Gasto de capital presupuestado (%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Gasto de capital/Gasto total (%)	12,7	13,8	11,1	12,0	9,2	7,8	11,6
Gasto de capital/PBG (%)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.a.	n.a.
Gasto total per capita (\$)	9.073	11.110	15.236	22.016	29.722	20.413	28.902
Financiamiento de Gasto de Capital							
Balance corriente/Gasto de capital (%)	31,5	48,1	52,1	10,0	(58,0)	(29,2)	(13,9)
Ingresos de capital/Gasto de capital (%)	49,2	52,5	60,2	48,9	83,6	75,1	63,7
Endeudamiento neto/Gasto de capital (%)	37,7	(9,8)	(24,1)	(8,3)	170,7	304,1	3,2

n.a. no aplica / n.d. no disponible

^a incluye intereses cobrados

^b excluye nueva deuda

Fuente: Elaboración FIX sobre la base de la información proporcionada por la Provincia de Salta (cuentas de inversión cerradas 2012-2016, y provisionales al tercer trimestre 2017).

Anexo C. Instrumentos de Deuda

Bono Garantizado con Regalías Hidrocarburíferas

Emisor: Provincia de Salta.

Marco Legal: deuda autorizada por la Ley Provincial Nro. 7691.

Monto: US\$ 185.000.000.

Vencimiento: 16 de marzo de 2022.

Intereses: devengan una tasa fija del 9,5% nominal anual, pagaderos trimestralmente los meses de marzo, junio, septiembre y diciembre.

Amortización de capital: en 34 cuotas trimestrales equivalentes, cada una al 2,94% del capital emitido, con un período de gracia de 21 meses; el primer pago se realizó en diciembre de 2013.

Moneda: pagaderos en dólares estadounidenses.

Garantía: regalías petrolíferas y gasíferas.

Eventos de Incumplimiento: falta de pago de los servicios de deuda, cambios adversos en la normativa provincial, incumplimiento en general de la deuda pública provincial y de ciertos covenants (acuerdos o pactos bajo el contrato de emisión), entre otros, que de activarse alguno se podrá declarar el Bono vencido y exigible con la aprobación de, al menos, el 25% de los tenedores.

Objetivo: financiar proyectos de infraestructura y obras públicas dentro del Fondo de "Reparación Histórica del Norte de la Provincia de Salta" en los Departamentos productores de hidrocarburos. Las obras se encuentran detalladas en la Ley Provincial N° 7691 y están orientadas a cubrir las necesidades de infraestructura de servicios básicos (agua y alcantarillados, electricidad y gas), instalaciones educativas y de salud y proyectos de infraestructura vial.

Legislación: el fideicomiso de garantía será constituido bajo la Ley argentina y los títulos serán emitidos bajo la Ley de Inglaterra.

Seguimiento del Bono

En el año 2001 la PS constituyó el fideicomiso financiero "Salta Hydrocarbon Royalty Trust" mediante el cual se emitieron títulos de deuda por US\$ 234 millones con garantía de regalías de hidrocarburos. Estas obligaciones tenían un vencimiento legal en diciembre de 2015, pero bajo un cronograma de pagos teórico fueron repagados efectivamente el 28 de diciembre de 2012. Desde el mes de enero de 2013 se perfeccionó la cesión en garantía de las regalías hidrocarburíferas para el nuevo bono y a partir de la cancelación de los títulos existentes, el bono garantizado tiene prioridad sobre la garantía cedida.

A la fecha del presente informe se han abonado veintidós servicios trimestrales de interés a una tasa fija del 9,5% nominal anual y dieciséis pagos de amortización de capital, luego de finalizado un período de gracia de 21 meses.

Como se mencionó, las regalías comenzaron a entrar al fideicomiso en diciembre de 2012, realizando el primer pago de intereses por medio del mismo en marzo del 2013. En promedio la cobertura de los servicios de deuda durante el período de gracia de capital fue de 2,2x. No obstante, a partir de diciembre de 2013 con el comienzo de los pagos de capital, el nivel de cobertura se redujo; en promedio en los servicios del 2014-2015 fue de 1,1x y durante 2016 se incrementó hasta 1,25x.

La estructura cuenta con una serie de eventos desencadenantes y gatillos que son monitoreados dado que protegen en términos generales al inversor para que no sean liberados fondos excedentes a la Provincia en caso de existir y/o para que se acelere la cancelación de los títulos (ver informes relacionados para más detalles de la estructura).

Luego del pago de junio 2016, el gatillo referido al ratio de coberturas de regalías se ubicó por encima del mínimo requerido de 1,1x. De esta manera, se subsanó el gatillo activado en el mes de marzo 2016 dejándolo sin efecto. A septiembre 2017, el gatillo se ubicaba por encima del mínimo requerido (1,5).

Años anteriores el gatillo ha sido muy volátil debido a la alta regulación del mercado de hidrocarburos con tarifas de gas rezagadas. Sin embargo, luego de la implementación del nuevo marco tarifario del gas se evidenció una mejora sobre el nivel de regalías mensuales materializado en el ratio de coberturas.

Debido al desempeño de la garantía en los últimos años y las previsiones que se realizaron originalmente, FIX no asignó ninguna mejora en la calificación de este bono. Sin embargo, FIX monitoreará la evolución de las regalías y de la regulación en el mercado de hidrocarburos de la Argentina, a fin de analizar futuras mejoras en los niveles de cobertura del bono. No obstante FIX sostiene la perspectiva como 'Estable' debido a la generación de marcos regulatorios y senderos de precios que convergen a los internacionales y auspician mejoras en los ratios de cobertura.

A continuación se detalla la evolución de pagos de los bonos garantizados hasta el mes de noviembre de 2017 inclusive:

Evolución de pagos Bono Garantizado

(en dólares estadounidenses)

Nro. de pago	Fecha de pago	Interés	Capital	Cuota	Saldo
	16-Mar-2012	-	-	-	185.000.000
1	18-Jun-2012	4.393.750	-	4.393.750	185.000.000
2	17-Sep-2012	4.393.750	-	4.393.750	185.000.000
3	17-Dic-2012	4.393.750	-	4.393.750	185.000.000
4	18-Mar-2013	4.393.750	-	4.393.750	185.000.000
5	17-Jun-2013	4.393.750	-	4.393.750	185.000.000
6	16-Sep-2013	4.393.750	-	4.393.750	185.000.000
7	16-Dic-2013	4.393.750	5.439.000	9.832.750	179.561.000
8	16-Mar-2014	4.264.574	5.439.000	9.703.574	174.122.000
9	16-Jun-2014	4.135.398	5.439.000	9.574.398	168.683.000
10	16-Sep-2014	4.006.221	5.439.000	9.445.221	163.244.000
11	16-Dic-2014	3.877.045	5.439.000	9.316.045	157.805.000
12	16-Mar-2015	3.747.869	5.439.000	9.186.869	152.366.000
13	16-Jun-2015	3.618.693	5.439.000	9.057.693	146.927.000
14	16-Sepr-2015	3.489.516	5.439.000	8.928.516	141.488.000
15	16-Dic-2015	3.360.340	5.439.000	8.799.340	136.049.000
16	16-Mar-2016	3.231.164	5.439.000	8.670.164	130.610.000
17	16-Jun-2016	3.101.988	5.439.000	8.540.988	125.171.000
18	16- Sep-2016	2.972.811	5.439.000	8.411.811	119.732.000
19	16- Dic-2016	2.843.635	5.439.000	8.153.458	114.293.000
20	16-Mar-2017	2.714.449	5.439.000	8.153.449	108.854.000
21	16-Jun-2017	2.585.283	5.439.000	8.024.283	103.415.000
22	16- Sep-2017	2.456.106	5.439.000	7.895.106	97.976.000

La estructura cuenta como mejora crediticia con una Cuenta de Reserva por el próximo servicio de deuda. Esta cuenta se constituye de una cuenta en el exterior y otra local y fue fondeada paulatinamente de acuerdo a lo estipulado en los documentos de la transacción. Luego de la fecha de pago el 16/09/2017, la suma de los saldos en USD en el exterior y en pesos al tipo de cambio oficial en la cuenta local se encontraba por encima de los requerimientos mínimos, llegando a cubrir el 100% el próximo servicio deuda.

Por último, gracias a las nuevas políticas del BCRA, el fiduciario puede acceder al mercado único de cambios para la compra de divisas sin límite mensual, lo que permite mitigar el impacto de futuras devaluaciones para el pago de los servicios y ya contar con saldos en las cuentas fiduciarias en dólares.

Títulos de Deuda Garantizado con Coparticipación Federal

Emisor: Provincia de Salta.

Marco Legal: deuda a emitirse bajo el Programa de Emisión de Deuda por hasta \$ 650 millones autorizado por Ley Provincial N°7867 y creado bajo el Decreto N°1207.

Monto: hasta \$ 250.000.000.

Vencimiento: 24 de abril de 2018.

Intereses: devengan una tasa fija del 27,5% nominal anual para los tres primeros servicios trimestrales y una tasa variable equivalente a la BADLAR más un 5,73% para los próximos 9 servicios trimestrales. El primer servicio de intereses fue efectivo el 24 de julio de 2015.

Amortización de capital: en 8 cuotas trimestrales, iguales y consecutivas por un monto igual al 12,5% del capital de los títulos, pagaderos trimestralmente a partir del mes 15 contados a partir de la fecha de emisión.

Garantía: recursos provenientes del Régimen de Coparticipación Federal de Impuestos.

Eventos de Incumplimiento: falta de pago de los servicios de deuda, cambios adversos en la normativa provincial, incumplimiento en general de la deuda pública provincial y de ciertos covenants (acuerdos o pactos bajo el contrato de emisión), entre otros, que de activarse alguno se podrá declarar el Bono vencido y exigible con la aprobación de, al menos, el 25% de los tenedores.

Objetivo: financiación del plan de infraestructura básica de agua potable y saneamiento a ser ejecutadas en el período 2015-2019 de acuerdo a lo estipulado en la Ley Provincial N°7867.

Legislación: bajo la Ley argentina.

Estructura y niveles de Cobertura

Según lo estipulado en el Contrato del Fideicomiso en Garantía, la coparticipación comenzará a retenerse por orden del Banco Macro (Fiduciario), mediante notificación al Banco de la Nación (Agente de Retención), en función a un cronograma de pago que puede ser modificado acorde a la evolución de la tasa de interés. La cuenta de cobranza deberá contar con los siguientes saldos mínimos:

1. Durante el Periodo de Gracia:

- 1,20x el monto de los intereses de los TD pagaderos en la próxima fecha de pago deberá ser transferido tan pronto como sea posible dentro de los 30 días corridos anteriores a cada fecha de cálculo (5to día hábil anterior a cada fecha de pago);

2. Durante el Periodo de Repago de Capital:

- 1,125x el monto de los intereses de los TD pagaderos en la próxima fecha de pago deberá ser transferido tan pronto como sea posible dentro de los 30 días corridos anteriores a cada fecha de cálculo;
- 1,125x el monto de capital de los TD pagadero en la próxima fecha de pago deberá ser transferido tan pronto como sea posible en un 50% entre el 25º día corrido y el 55º día corrido de cada período de intereses y el restante 50% dentro de los 30 días corridos anteriores a cada fecha de cálculo.

Si durante el Período de Repago de Capital, a los 30 días corridos anteriores a cualquier fecha de cálculo, la cuenta de cobranza no tuviera al menos el 50% del monto de capital de los TD correspondiente a la próxima fecha de pago, el Fiduciario intimará a la Provincia para que deposite dentro de los 5 días hábiles en la cuenta de cobranza las sumas necesarias para alcanzar mínimo requerido.

FIX analizó los niveles de cobertura en distintos niveles de estrés y concluyó que los mismos son adecuados. Esto sumado al mecanismo de la garantía de retención y pago permite que la calificación de los TD Clase 1 se encuentre 2 escalones por encima del riesgo emisor.

Seguimiento del Bono

Al 30/09/2017 se abonaron diez servicios de intereses bajo estos títulos. En estos primeros servicios se devenga una tasa fija del 27,5%. Respecto al pago de capital, se encuentra un saldo de capital pendiente por \$ 93.750.000.

Anexo D. Dictamen de calificación

El Consejo de Calificación de FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO, "Afilada de Fitch Ratings" - Reg. CNV N°9, reunido el día 13 de diciembre de 2017 asignó la calificación 'A-(arg)' perspectiva negativa a los Títulos de Deuda Clase 2 por hasta VN\$ 400 millones a emitirse por la Provincia de Salta en el marco del Programa de Deuda por VN\$ 650 millones y confirmó las calificaciones vigentes de la Provincia de Salta. El detalle se presenta a continuación:

Concepto / Título	Calificación	Perspectiva	Calificación anterior	Perspectiva anterior
Emisor Endeudamiento de Largo Plazo	A-(arg)	Negativa	A-(arg)	Negativa
Títulos de Deuda garantizados con Regalías Hidrocarburíferas por USD185.000.000	A-(arg)	Estable	A-(arg)	Estable
Títulos de Deuda Clase 1 garantizados con Coparticipación por \$250.000.000	A+(arg)	Negativa	A+(arg)	Negativa
Títulos de Deuda por USD350.000.000	A-(arg)	Negativa	A-(arg)	Negativa
Programa de Letras del Tesoro vto. 2017 por hasta \$1.965.000.000	A2(arg)	No aplica	A2(arg)	No aplica
Títulos de Deuda Clase 2 por hasta \$400.000.000	A-(arg)	Negativa	No aplica	No aplica

Categoría A(arg): "A" nacional implica una sólida calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país. Sin embargo, cambios en las circunstancias o condiciones económicas pueden afectar la capacidad de repago en tiempo y forma en un grado mayor que para aquellas obligaciones financieras calificadas con categorías superiores.

Categoría A2(arg): indica una satisfactoria capacidad de pago en tiempo y forma de los compromisos financieros respecto de otros emisores o emisiones del mismo país. Sin embargo, el margen de seguridad no es tan elevado como en la categoría superior.

Nota: Los signos "+" o "-" se añaden a una calificación para darle 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. 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 información cuantitativa y cualitativa suministrada por la Provincia de Salta y el fiduciario de carácter privado al cierre 2016 y asimismo la siguiente información pública:

- Ejecuciones Presupuestarias y stock de deuda para el período 2012-2016 y provisorios al tercer trimestre 2017 disponible en www.salta.gov.ar.
- Presupuesto aprobado del año 2017 disponible en www.salta.gov.ar
- Información de los pagos a los bonos disponible en www.bolsar.gov.ar

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).

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 los 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:

[HTTP://WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com). LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FIX SCR S.A., Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERÉS, BARRERAS PARA LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FIX SCR S.A. PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES SOBRE LAS CUALES EL ANALISTA LIDER ESTÁ BASADO EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FIX SCR S.A.

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 la calificación.

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

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

Las calificaciones representan una opinión y no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular o la naturaleza 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. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD 1.000 y USD 200.000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o disseminación de una calificación de FIX SCR S.A. no constituye el consentimiento de FIX SCR S.A. a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de cualquier jurisdicción, incluyendo, no de modo excluyente, las leyes del mercado de títulos y valores de Estados Unidos de América y la "Financial Services and Markets Act of 2000" del Reino Unido. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y 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.