

## Provincia de La Rioja

### Informe Integral

#### Calificaciones

##### Emisor:

Largo Plazo en escala nacional	BBB(arg)
Corto Plazo en escala nacional	A3(arg)

#### Perspectiva

Positiva para la calificación de largo plazo.

#### Información Financiera

##### Provincia de La Rioja (PLR)

	31 Dic 2016p	31 Dic 2015
Ingresos Operativos (\$ millones)	14.537,9	11.161,1
Deuda (\$ millones)	2.107,5	1.445,1
Balance Operativo/ Ingresos Operativos (%)	7,7	11,6
Servicio de Deuda/ Ingresos Corrientes (%)	1,5	2,8
Deuda/ Balance Corriente (x)	2,2	1,2
Balance Operativo/ Intereses Pagados (x)	7,81	9,6
Gasto de Capital/ Gasto Total (%)	11,6	17,8
Balance Presupuestario/ Ingresos Totales (exc. Nueva Deuda) (%)	2,1	2,9
Balance Corriente/ Gasto de Capital (%)	55,1	54,2

p: datos provisorios

#### Analistas

##### Analista Principal

Carlos García Girón  
Analista  
+54 11 5235-8114  
[carlos.garcia@fixscr.com](mailto:carlos.garcia@fixscr.com)

##### Analista Secundario

Diego Estrada  
Director Asociado  
+54 11 5235-8126  
[diego.estrada@fixscr.com](mailto:diego.estrada@fixscr.com)

##### Responsable del Sector

Mauro Chiarini  
Director Senior  
+54 11 5235-8140  
[mauro.charini@fixscr.com](mailto:mauro.charini@fixscr.com)

#### Factores relevantes de la calificación

**Alta dependencia de ingresos discrecionales de Nación:** la Provincia de La Rioja (PLR) tiene una alta dependencia a las transferencias del gobierno nacional; los recursos propios representaron un bajo 10,1% de los ingresos corrientes en el 2016. FIX opina que la PLR se encuentra expuesta a una mayor volatilidad que la media provincial debido a que esta dependencia no es sólo con los recursos que se distribuyen en forma automática (coparticipación), sino también a los discrecionales como los Aportes del Tesoro Nacional (ATN). Si bien estos envíos se basan en la pérdida de un punto de coparticipación en 1988, anualmente la PLR debe negociar con el Gobierno Nacional el monto a percibir al año siguiente. En el año 2016, los ATN representaron un 11,3% de los ingresos operativos mientras que para el presente año se presupuesta un leve incremento en este porcentaje, algo que se refleja en los datos al tercer trimestre del corriente (13,9%). Si bien el proyecto de presupuesto provincial para 2018 incluye el supuesto de ingresos por \$ 3.658 millones en este concepto, a la fecha el proyecto de presupuesto nacional es por \$ 2.800 millones de los cuales el 50% será automático.

**Bajo pero creciente nivel de endeudamiento:** si bien hasta 2016 se observó un bajo nivel de apalancamiento, la tendencia se revierte en el corriente año. A septiembre 2017 la deuda versus los ingresos operativos creció a 31,2% desde un 14,5% al cierre de 2016. Este incremento se debe a que en febrero de 2017 la PLR emitió títulos internacionales por USD 200 millones con asignación específica a obra pública. En diciembre la provincia emitió otros USD 100 millones, con la misma finalidad. Los requerimientos de corto plazo continúan siendo sostenibles, aunque la PLR comienza a registrar una moderada pero creciente exposición de su apalancamiento en dólares (65,2% del total al tercer trimestre de 2017). Si bien históricamente la PLR no tuvo ingresos vinculados directamente a la cotización del dólar, el hecho de que el objetivo principal de la toma de deuda sea financiar la ampliación del Parque Eólico Arauco permite minimizar este descalce de moneda.

**Buenos márgenes operativos aunque potencialmente volátiles:** la PLR en los últimos 5 años presenta balances operativos positivos aunque con tendencia a la baja desde los últimos dos períodos. En 2016 el margen operativo fue del 7,7% y si se lo ajusta por el 50% de las transferencias de ATN que recibe la provincia, el mismo se reduce a un 2,2%. Para fines de 2017 el presupuesto provincial estima cerrar con un margen del 9,8%. En base a datos al tercer trimestre de 2017, FIX proyecta un cierre algo inferior, manteniéndose en guarismos positivos y adecuados al rango de calificación, aunque con una mayor exposición a los ingresos discrecionales por ATN.

**Adecuada posición de liquidez:** en 2016 el saldo de caja y bancos sobre ingresos totales se ubicó en el 11,2% frente a un 7% en 2015. La emisión de deuda en febrero de este año redundó en una mejora en los indicadores que se fue morigerando a lo largo de 2017 a medida que las partidas fueron asignadas. Al tercer trimestre de 2017 la liquidez fue \$ 2.512 millones representando un 16,3% de los ingresos totales. Por su parte, la deuda flotante representó el 7,7% de los ingresos operativos en el 2016, con una marcada reducción en los últimos años. Cabe mencionar que la PLR ha transferido su régimen de pensiones a la Nación, por lo que no debe manejar una fuerte erogación en el pago de pensiones.

**Estructura económica dependiente de la administración pública:** la PLR presenta una economía en general con una actividad de bajo valor agregado y con una importante participación del empleo público, lo que condiciona aún más la limitada autonomía financiera de la provincia. FIX opina es necesario que al esfuerzo del sector público, se le complemente una actividad privada más dinámica y de mayor valor agregado.

## Sensibilidad de las calificaciones

**Nuevo endeudamiento:** de contraer deuda con términos y condiciones razonables a la estructura fiscal-financiera que no afecte la sostenibilidad de la Provincia, en conjunto con buenos niveles de márgenes operativos como los registrados en los últimos años podrían derivar en una acción a la suba de la calificación.

**Aumento de la dependencia de ingresos discrecionales:** ante una mayor dependencia de transferencias del gobierno nacional que no se sustenten en una distribución automática para cubrir sus gastos operativos, podría presionar las calificaciones a la baja.

## Resumen: Fortalezas y Debilidades

	Marco Institucional	Deuda y Liquidez	Desempeño Presupuestal	Gestión y Administración	Economía
Estatus	Debilidad	Neutral	Estable	Neutral	Neutral
Tendencia	Estable	Neutral	Estable	Estable	Negativo

Fuente: FIX

## Principales Factores de Calificación

Fortalezas:

- Buenos márgenes operativos aunque potencialmente volátiles por la dependencia de transferencias discrecionales.
- Bajo pero creciente nivel de endeudamiento en términos del presupuesto y adecuada sostenibilidad.

Debilidades:

- Baja flexibilidad presupuestaria y alta dependencia del Gobierno Nacional, con importante peso de las transferencias discrecionales.
- Estructura del gasto rígida, alta exposición a las presiones inflacionarias y salariales.
- Débiles indicadores socio-económicos. Economía débil, poco diversificada y con baja capacidad contributiva.
- Fuerte requerimiento de inversión en infraestructura

## 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.

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.

### Crterios Relacionados

[Metodología de Calificación Finanzas Públicas registrada ante la Comisión Nacional de Valores](#)

FIX opina que un cambio en el marco institucional entre Nación-Provincias es complejo para ser resuelto en el corto-mediano plazo; sin embargo, reconoce un cambio positivo en el entorno operativo entre el gobierno nacional y los gobiernos provinciales y municipales, que resulta en un mayor diálogo y coordinación para abordar las diferentes problemáticas estructurales con el fin de garantizar una mejora en la sustentabilidad y en el desempeño fiscal-financiero de los gobiernos sub-soberanos.

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 reciente publicación de 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 La Rioja

De acuerdo a la Constitución de la Provincia de La Rioja (PLR), 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, autorizándose una única reelección inmediata.

El Poder Legislativo provincial está compuesto por la Cámara de Diputados que cuenta con 36 miembros. La mitad de la cámara se renueva por voto popular cada dos años y cada miembro ejerce funciones por cuatro años. Por su parte el Poder Judicial es ejercido por un Tribunal Superior de Justicia y demás tribunales o jurados que las leyes establezcan.

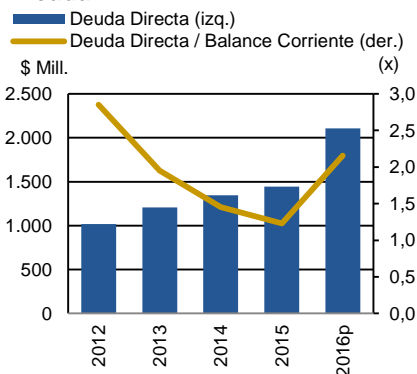
La Provincia se encuentra dividida en 18 departamentos que coinciden con los municipios. Todos los municipios deben dictar su carta orgánica y el gobierno se compone de un departamento ejecutivo y otro deliberativo. Se reconoce la autonomía institucional, política, administrativa, económica y financiera de cada municipio. En este sentido comenzó a regir a partir de enero de 2016 la nueva ley de distribución de recursos provinciales a municipios. La misma transfiere en forma automática a los municipios el 15% del total de los recursos que ingresan a las arcas de la PLR por Coparticipación Federal e Ingresos Brutos, Automotores y Acoplado.

## Deuda y Liquidez

En diciembre de 2016, la deuda consolidada ascendió a \$ 2.108 millones, incrementándose en un 45,8% a la registrada el año anterior, lo que se explica principalmente en deuda con el Gobierno Nacional en relación al acuerdo por la devolución del 15% de coparticipación. En el período 2012-2016 el stock de deuda provincial creció en términos nominales, aunque el importante incremento de los ingresos le permitió mantener un muy buen nivel de apalancamiento, representando un promedio de 17,2% con respecto a los ingresos corrientes y 1,9x sobre el balance corriente (ver Gráfica 1).

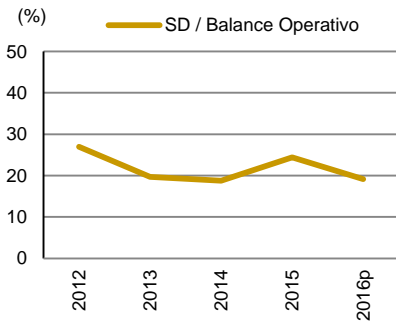
El Acuerdo para el Nuevo Federalismo determinó la devolución progresiva de la retención del 15% de la masa coparticipable a las provincias que previamente se destinaba a financiar la Anses. Asimismo, fijó que durante 2016 las provincias podrían acceder a un 6% adicional por

**Gráfica 1: Evolución de la Deuda**



Fuente: Provincia de la Rioja

**Gráfico 2: Sostenibilidad de Deuda**



Fuente: Provincia de La Rioja

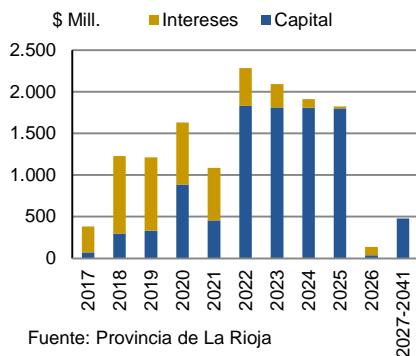
medio de un crédito con el Fondo de Garantía de Sustentabilidad (Anses) y en 2017 un 3% adicional. Se prevé la devolución del crédito en un solo pago al cuarto año, y devenga la tasa de interés Badlar menos el subsidio del Estado Nacional para que la tasa resultante neta alcance el 15% en 2016 y 2017 y 12% en 2018 y 2019, estableciéndose pagos semestrales de interés. Este crédito significó para la PLR un total de \$ 585 millones en 2016 y \$ 390 millones en el corriente.

Esta tendencia de bajo endeudamiento se revierte en 2017 con la emisión de deuda en el mercado de capitales internacional. En febrero de 2017 la PLR emitió títulos internacionales por USD 200 millones en lo que fue la primera colocación de un bono verde para una provincia argentina. Esto significa que el dinero producido es destinado a obras públicas vinculadas con energías renovables. En este caso los montos son aplicados a la ampliación del Parque Eólico Arauco, una Sociedad Anónima con Participación Estatal Mayoritaria (SAPEM) cuyo potencial se estima en 700 MW. El dinero suscripto fue depositado en cuentas fiduciarias y los desembolsos a la empresa estatal se realizan en conformidad con un contrato de préstamo con el gobierno provincial que replica términos y condiciones del contrato de emisión de deuda. El acuerdo de préstamo contempla una cláusula de precancelación obligatoria en caso de un cambio de control en la empresa por el cual la participación de la provincia se reduzca a menos del 50,1% del capital social. Esta disposición puede ser dispensada por el estado local a requerimiento de la empresa.

En diciembre de este año la provincia emitió otros USD 100 millones, con el mismo destino. Si bien sus requerimientos de corto plazo continúan siendo sostenibles, la PLR comienza a registrar una moderada pero creciente exposición de su apalancamiento en dólares (65,2% del total al tercer trimestre de 2017). Históricamente la provincia no tuvo ingresos vinculados directamente a la cotización del dólar, sin embargo, el hecho de que el objetivo principal de la toma de deuda sea financiar un proyecto energético, minimiza parcialmente el descalce de moneda.

Los servicios de deuda con relación al ahorro operativo en 2016 fueron bajos, dado que la Provincia contaba con niveles razonables de deuda y términos y condiciones ventajosos. En promedio en los últimos tres años los servicios de deuda representaron un bajo 15,1%. FIX estima que en términos de apalancamiento los indicadores seguirán siendo adecuados en adelante aunque monitoreará los términos y condiciones de la nueva emisión de deuda. Respecto a los niveles de sostenibilidad de deuda, a futuro dependerá de la capacidad de la Provincia de mantener balances operativos positivos y dentro del promedio de los registrados en los últimos tres años.

**Gráfico 3: Cronograma de Deuda**



Fuente: Provincia de La Rioja

### Liquidez

En 2016 el saldo de caja y bancos sobre ingresos totales se ubicó en el 11,2% frente a un 7% en 2015. La emisión de deuda en febrero de este año redundó en una mejora en los indicadores que se fue morigerando a lo largo de 2017 a medida que las partidas fueron asignadas. Al tercer trimestre de 2017 la liquidez fue \$ 2.512 millones representando un 16,3% de los ingresos totales a la fecha. FIX espera que este indicador se reduzca cuando se terminen de transferir los valores al Parque Eólico. Por su parte, la deuda flotante representó el 7,7% de los ingresos operativos en el 2016, algo por debajo del 8,6% promedio para el período 2012-2016, representando 27 días del gasto primario. Cabe mencionar que la PLR ha transferido su régimen de pensiones a la Nación, por lo que no debe manejar una fuerte erogación en el pago de pensiones. Por último, el proyecto de presupuesto provincial contempla la autorización para emitir letras por hasta \$500 millones para cubrir deficiencias estacionales de caja.

### Contingencias

La Rioja no tiene contingencias previsionales ya que la caja de previsión social la tiene cedida al gobierno nacional. Sólo hay un sector muy pequeño de jubilados que no fueron transferidos al

sistema nacional. La Provincia no tiene entregados avales ni garantías a organismos descentralizados ni empresas públicas.

Por su parte, el sector público provincial que no consolida presupuestariamente con la administración central y los organismos descentralizados, consta de 33 empresas públicas, constituidas con el fin de promover inversiones y generación de empleos en la Provincia y complementar al sector privado. Las mismas cuentan con activos totales de aproximadamente USD 257 millones. Estas empresas generalmente han producido resultados positivos. Los posibles pasivos podrían surgir en situaciones de tensión especialmente para el banco (Nuevo Banco de La Rioja). A continuación se detallan las empresas más relevantes:

Empresa	Sector	Activos Totales	Patrimonio Neto	Resultado Operativo	Ingresos
Banco de La Rioja	Banca	2.580	521	336	607
Parque Eólico Arauco SAPEM	Energía Eólica	1.587	703	123	178
Agroandina S.A	Agroindustria	651	530	12	129
Elargas SAPEM	Producción Gas	211,2	34,2	-1,2	-4,9
Energía Riojana-ERSA	Servicio Públicos	1.279	298	40	772
La Rioja telecomunicaciones SAPEM	Telecomunicaciones	257	180	7	97
Granjas Riojanas SAPEM*	Agroindustria	188	137	-33	265

\* SAPEM-Sociedades Anónimas con Participación Estatal Mayoritaria o Empresas con participación estatal

El 17 de junio de 2007, la ANSES demandó a la Provincia ante la Corte Suprema de Justicia de la Nación, solicitando la recaudación de sumas presuntamente depositadas en el ex Banco de la Provincia de La Rioja SA por \$ 52 millones a la fecha de liquidación de dicha entidad, que ocurrió en 1991. En marzo de 2014, el monto de la reclamación alcanzó \$106 millones

## Desempeño presupuestario

Para el análisis de las finanzas públicas se consideraron los ejercicios fiscales definitivos para el período 2012-2015, provisorio 2016 y parciales a septiembre de 2017 bajo el esquema de la Ley de Responsabilidad Fiscal presentados al Ministerio de Economía y Finanzas Públicas de la Nación. En los Anexos A y B se exponen los datos consolidados de la Administración Central y Organismos Descentralizados, sin considerar Instituciones de la Obra Social a efectos de contar con información comparativa con el consolidado provincial.

## Ingresos operativos

La estructura de ingresos operativos de la PLR tiene como principal característica su limitada capacidad de generar recursos propios, tal como ocurre con otras economías pequeñas, de población escasa y baja capacidad contributiva. El ratio de ingresos propios sobre el total de ingresos operativos promedia en los últimos cinco años un bajo 9,1%. A septiembre de 2017 dicho indicador alcanzó el 8,9%.

FIX estima que este ratio se reducirá a futuro debido al Acuerdo para el Nuevo Federalismo que determinó la devolución progresiva de la retención del 15% de la masa coparticipable a las provincias que previamente se destinaba a financiar la Anses. En 2016 comenzó la distribución del 3%, en el 2016 se elevará al 6%, y así progresivamente hasta llegar al total (15%). Dado que esto incrementará los recursos provinciales de origen federal, se prevé que los niveles de autonomía fiscal se comprimirán aún más, aunque se reducirá la exposición a los recursos de índole discrecional, debido a que los recursos coparticipados son diarios y automáticos de acuerdo al índice de participación de cada provincia.

Es de destacar que la Provincia se encuentra trabajando en mejorar sus niveles de recaudación, a través de entrecruzamiento de bases de datos, reducción de la morosidad e informalidad y

**Tabla 1: Ingresos Operativos**  
(millones de pesos corrientes)

	2014	2015	2016 <sup>P</sup>
- Ingresos Brutos	478	733	997
- Inmobiliario	13	17	20
- Sellos	60	86	118
- Patentes	51	89	105
<b>Ingresos tributarios locales</b>	<b>602</b>	<b>925</b>	<b>1.240</b>
Vta. de bienes y servicios	200	119	172
Ingresos tributarios locales no	18	81	61
- Coparticipación	4.398	5.709	8.666
- Otras partic. federales	1.718	2.777	2.165
<b>Ingresos federales</b>	<b>6.117</b>	<b>8.485</b>	<b>10.828</b>
<b>Transferencias corrientes (incluye ATN)</b>	<b>1.262</b>	<b>1.551</b>	<b>2.238</b>
<b>Total ingresos operativos<sup>a</sup></b>	<b>8.199</b>	<b>11.161</b>	<b>14.538</b>

(<sup>P</sup>) Datos provisorios

Fuentes: La Rioja y cálculos de FIX

revaluaciones fiscales que permitan incrementar la base de recaudación de los impuestos patrimoniales (inmobiliario y automotor).

Otra característica de la estructura de ingresos de La Rioja, pero común al total de las provincias argentinas, es su fuerte componente pro-cíclico, explicado por la alta participación y el origen de los fondos coparticipables (provenientes mayormente del IVA y el Impuestos a las Ganancias) y los principales tributos de origen provincial (ingresos brutos y sellos), todos ellos vinculados al nivel de actividad económica. Cabe destacar que el gobierno provincial logró re-incorporar en el año 2012 el impuesto a los sellos, que había sido derogado en 1996.

En el 2016, los ingresos operativos de la PLR ascendieron a \$ 14.538 millones, equivalente a un crecimiento nominal de 30,3% respecto al año anterior. Esto fue explicado por una suba simultánea de la coparticipación (27,6%), los tributos de origen provincial (34,0%) y las transferencias corrientes (44,3%).

FIX advierte la potencial inestabilidad de las transferencias corrientes por ATN. Las autoridades provinciales informaron que gran parte de estas transferencias tienen su origen en una forma compensatoria de la histórica pérdida de un punto porcentual en la distribución de la coparticipación federal de impuestos en el año 1988. FIX considera que son de gran importancia para la operatoria provincial pero tienen un fuerte carácter discrecional y que requieren de negociaciones anuales para que sean incorporadas en el Presupuesto Nacional.

A septiembre de 2017, los ATN representan el 13,9% de los ingresos operativos frente a un 12,8% a igual período del año anterior. Asimismo a diciembre de 2016, esta relación fue de un 11,3%, por lo que se infiere que este año cerrará con una mayor dependencia de estos ingresos.

En función de lo expuesto, FIX realiza cierto ajuste de los ingresos operativos, equivalente al 50% de los ATN recibidos anualmente (ver Gráfica 6), para evaluar la sustentabilidad de la Provincia en un escenario crítico de fuertes restricciones en las transferencias corrientes por parte de la Nación.

## Gastos Operativos

En cuanto a la estructura de gastos de la PLR, la misma es bastante rígida y se encuentra expuesta a las presiones salariales e inflacionarias. En promedio, durante los últimos cinco años el gasto en personal representó el 57,8% del gasto operativo de la Provincia, siguiendo en importancia las transferencias corrientes principalmente a municipios y al sistema educativo con un 31,6%.

Sin embargo, el indicador de rigidez presupuestaria por el lado del gasto entendido como el gasto operativo con relación a los ingresos operativos se encuentra en valores que comparan favorablemente con otras provincias. En promedio, este ratio para la PLR fue de 89,6% para el período 2012-2016, aunque con un leve incremento al cierre del año pasado cuando terminó en 92,2%. De acuerdo con el presupuesto 2017 y datos al tercer trimestre se puede esperar que el indicador se mantenga en niveles similares a los del año pasado e incluso algo menores. Es de destacar que este no es un dato menor al considerar la importancia que tiene la administración pública (incluyendo funcionarios, docentes y médicos) como empleador en la Provincia.

En 2016 el gasto operativo de la PLR alcanzó \$ 13.416,6 millones, marcando un crecimiento nominal del 36,0% respecto al año anterior. Si bien el gasto en personal registró una suba del 38,8%, este incremento fue inferior al de 2015 (44,1%). A septiembre de 2017 frente a igual período de año anterior se elevó un 35,3%, disminuyendo ligeramente el peso relativo dentro de la estructura de gastos operativos (59,8% vs. 61,2%). Ello se da en un contexto en que las autoridades informaron a FIX que actualmente la planta de personal permanente y transitoria se encuentra congelada.

**Tabla 2: Gastos Operativos**  
(millones de pesos corrientes)

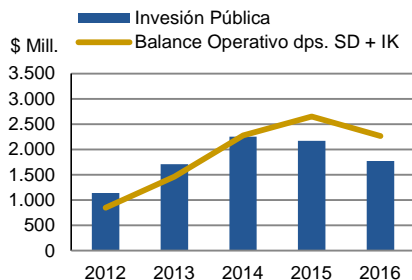
	2014	2015	2016 <sup>D</sup>
- Personal	4.051	5.836	8.101
- Bs y Ss no personales	661	928	1.412
- Otros gastos	92	49	43
-Transferencias corrientes	2.356	3.050	3.861
<b>Total gastos operativos<sup>a</sup></b>	<b>7.160</b>	<b>9.863</b>	<b>13.417</b>

<sup>(a)</sup> No incluye intereses pagados

<sup>(b)</sup> Datos provisorios

Fuentes: Provincia del La Rioja y cálculos de FIX

**Gráfica 7: Ahorro e Inversión**



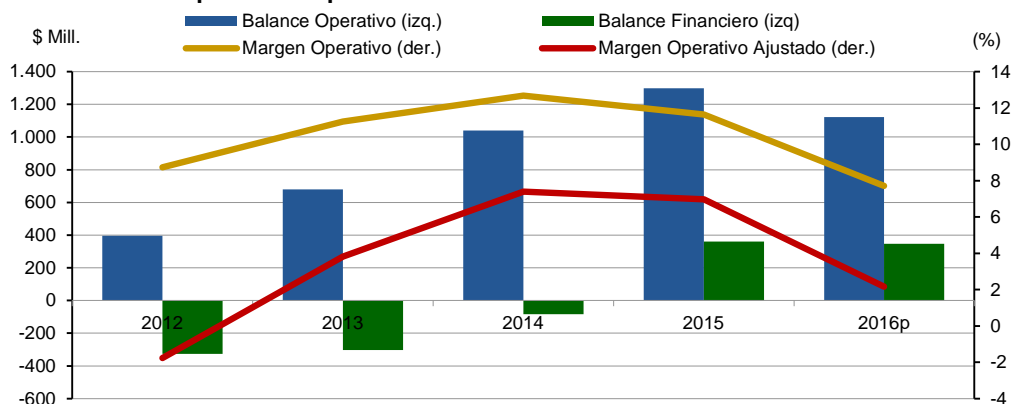
p: datos provisorios  
Fuente: Provincia de La Rioja

## Balance operativo e inversión

Durante el período analizado, la Provincia presentó balances operativos positivos pero altamente dependientes de los ingresos transferidos de la Nación. El margen operativo (ahorro operativo sobre ingresos operativos) de La Rioja en el año 2016 fue del 7,7% frente al 11,6% registrado en 2015 (ver Gráfico 6).

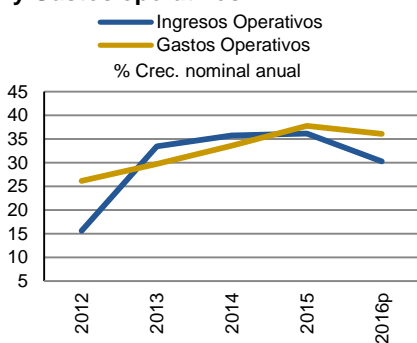
Sin embargo, dada la discrecionalidad de ciertos ingresos corrientes, tal como se mencionara anteriormente, FIX realizó un ajuste del balance operativo por un 50% de las transferencias de Aportes No Reintegrables que recibe la Provincia (ver Gráfica 6). Con dicho ajuste el margen operativo en el 2016 se reduce desde un 2,2%.

**Gráfica 6: Desempeño Presupuestario**



p: datos provisorios  
Fuente: Provincia de La Rioja

**Gráfica 5: Variación Ingresos y Gastos operativos**



p: datos provisorios  
Fuente: Provincia de La Rioja

En el año 2016 se registró un superávit financiero producto del incremento en los ingresos propios como discrecional por transferencias. De acuerdo con datos al tercer trimestre de 2017 FIX estima que el balance financiero del presente año cerrará en guarismos mucho más ajustados que 2016 dado el importante incremento en gastos de capital así como también un ahorro operativo algo inferior (ver Gráfico 6). En el período analizado, el ahorro operativo más las transferencias de capital recibidas de parte del gobierno nacional permitieron a la PLR financiar gran parte de la obra pública (ver Gráfico 7) y mantenerla en un buen nivel (ratio de inversión sobre gasto total del 19,7% promedio en los últimos 5 años).

Según el Presupuesto 2017, el margen operativo de la PLR se estima en un 9,8%, aunque FIX espera un cierre algo inferior aún en niveles razonables para el rango de calificación.

## Gestión y Administración

El actual Gobernador de la PLR es Sergio Casas, que está cumpliendo su primer mandato y fue electo en julio de 2015 con el 52,7% de los votos, lo que demostró el fuerte apoyo popular. Casas pertenece al partido político Frente para la Victoria (FPV). FIX entiende que el actual Gobernador dará continuidad a las políticas llevadas a cabo en las últimas gestiones del FPV en la Provincia. El Congreso Provincial está compuesto de 36 diputados y el FPV cuenta con mayoría, ratificada en las elecciones legislativas provinciales del corriente año.

## Perfil socio-económico

### Población

La PLR está ubicada en la región noroeste de la Argentina. Su capital es la ciudad de La Rioja. La superficie provincial representa el 3,2% de la nacional.

Según el censo 2010, la población de La Rioja era de 333.642 habitantes, lo que representó un crecimiento del 15,1% respecto a lo registrado en el censo 2001, por encima del crecimiento demográfico nacional del 10,6%. No obstante, la población riojana al año 2010 siguió explicando una baja proporción de la población argentina, apenas un 0,8%.

## **Economía**

La economía riojana es pequeña, según datos de 2014, ésta aportaba sólo el 0,5% al Producto Bruto Nacional. Como todas las provincias argentinas, posee una estructura económica dominada por el sector de servicios: representa el 77,6% del producto provincial. La particularidad de La Rioja respecto a las provincias de mayor envergadura, es la importancia relativa de su sector público (incluyendo administración pública, servicios educativos, sanitarios y sociales) dentro de la economía provincial: éstos representan de manera consolidada el 31,3% del producto riojano mientras que a nivel nacional, lo hacían en un 12,6%.

Por su parte, el sector manufacturero representa aproximadamente el 10,65% del producto riojano cuando a nivel nacional es del 17,3%, lo que refleja una economía provincial todavía muy dependiente de la administración pública y poco industrializada. Las principales manufacturas riojanas son las relacionadas con el procesamiento de los principales productos primarios de la Provincia: vid y olivos.

## **Desempleo y pobreza**

Históricamente la PLR mostró indicadores socioeconómicos relativamente débiles. Sin embargo, el crecimiento económico promedio evidenciado en los últimos años, combinado con la mayor cobertura de servicios sociales, permitió que los indicadores socio-económicos riojanos mejoraran, sobretodo en términos de pobreza y desempleo.

El nivel de actividad, empleo y desocupación fueron del 40,1%, 39,4% y 2,8% respectivamente en el tercer trimestre de 2017 mientras que estos indicadores ascendieron a 42,3%, 40,2% y 4,8% respectivamente en igual período de 2016.

Por su parte, la población bajo la línea de pobreza representó el 21,5% en junio de 2017, frente al 26,1% en el segundo semestre de 2016.



## Anexo A

### Provincia de La Rioja

#### Consolidado Administración Central y Organismos Descentralizados

\$ Millones	2012	2013	2014	2015	2016p	9m 2016	9m 2017
Impuestos (incluye Coparticipación de Impuestos)	3.696,3	4.895,6	6.719,0	9.410,3	12.068,4	8.539,7	11.557,7
Otras transferencias Corrientes recibidas	688,0	965,9	1.261,9	1.551,1	2.237,5	1.647,0	2.614,5
Tasas, derechos y otros ingresos operativos	144,3	179,2	218,2	199,6	232,0	125,8	218,2
<b>Ingresos Operativos</b>	<b>4.528,6</b>	<b>6.040,7</b>	<b>8.199,1</b>	<b>11.161,1</b>	<b>14.537,9</b>	<b>10.312,5</b>	<b>14.390,4</b>
Gasto operativo	-4.133,2	-5.360,6	-7.160,0	-9.829,6	-13416,6	-9301,4	-12873,1
<b>Balance Operativo</b>	<b>395,4</b>	<b>680,1</b>	<b>1.039,1</b>	<b>1.331,5</b>	<b>1121,3</b>	<b>1011,1</b>	<b>1517,3</b>
Intereses cobrados	20,5	12,0	0,0	13,5	0,0	0,0	0,0
Inereses pagados	-58,6	-73,8	-113,5	-135,7	-143,6	-102,8	-254,1
<b>Balance Corriente</b>	<b>357,2</b>	<b>618,4</b>	<b>925,7</b>	<b>1.209,3</b>	<b>977,6</b>	<b>908,3</b>	<b>1263,2</b>
Ingresos de capital	451,4	784,9	1.241,0	1.352,7	1142,1	679,1	991,3
Gasto de capital	-1.141,5	-1.707,1	-2.249,9	-2.169,0	-1773,2	-995,8	-1902,1
<i>Balance de capital</i>	-690,2	-922,1	-1.008,9	-816,4	-631,1	-316,6	-910,8
<b>Balance Financiero</b>	<b>-332,9</b>	<b>-303,8</b>	<b>-83,2</b>	<b>393,0</b>	346,5	591,7	352,4
Nueva deuda	171,7	204,5	191,8	14,5	201,4	615,0	3049,2
Amortización de deuda	-47,9	-60,3	-81,8	-181,3	-71,3	-45,0	-68,1
<i>Endeudamiento neto</i>	123,7	144,3	110,0	-166,9	130,1	570,0	2.981,1
<b>Resultado Final</b>	<b>-209,2</b>	<b>-159,5</b>	<b>26,8</b>	<b>193,2</b>	<b>476,7</b>	<b>1.161,7</b>	<b>3.333,5</b>
<b>DEUDA</b>							
Corto Plazo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Largo Plazo	1.018,2	1.207,3	1.346,3	1.445,1	2.107,5	1.514,6	5.982,3
<b>Deuda Directa</b>	<b>1.018,2</b>	<b>1.207,3</b>	<b>1.346,3</b>	<b>1.445,1</b>	<b>2.107,5</b>	<b>1.514,6</b>	<b>5.982,3</b>
+ Deuda cuasi directa	0,0	0,0	0,0	0,0	-	-	-
<b>Riesgo Directo</b>	<b>1.018,2</b>	<b>1.207,3</b>	<b>1.346,3</b>	<b>1.445,1</b>	<b>2.107,5</b>	<b>1.514,6</b>	<b>5.982,3</b>
- Liquidez	564,9	390,9	643,8	871,7	1.752,9	1.730,0	2.512,1
<b>Riesgo Directo Neto</b>	<b>453,3</b>	<b>816,4</b>	<b>702,5</b>	<b>573,4</b>	<b>354,5</b>	<b>(215,4)</b>	<b>3.470,1</b>
Garantías y otras deudas contingentes	0,0	0,0	0,0	0,0	-	-	-
Deuda neta indirecta (entes públicos exc. garantías)	0,0	0,0	0,0	0,0	-	-	-
<b>Riesgo Final Neto</b>	<b>453,3</b>	<b>816,4</b>	<b>702,5</b>	<b>573,4</b>	<b>354,5</b>	<b>(215,4)</b>	<b>3.470,1</b>
<b>Datos sobre Riesgo Directo</b>							
% moneda extranjera	10,5	16,4	20,6	30,5	18,5	24,4	65,2
% no bancaria	58,3	57,8	42,4	33,1	58,0	42,0	85,2
% tasa de interés fija	78,6	74,8	63,0	63,7	76,5	66,4	92,5

p - datos provisorios.

Fuente: Elaboración FIX sobre la base de la información proporcionada por la Provincia de La Rioja – Esquema bajo la Ley de Responsabilidad Fiscal.

## Anexo B

### Provincia de La Rioja

#### Consolidado Administración Central y Organismos Descentralizados

	2012	2013	2014	2015	2016	9m 2016	9m 2017
<b>Ratios de Desempeño Presupuestario</b>							
Balance operativo/Ingresos operativos (%)	8,7	11,3	12,7	11,9	7,7	9,8	10,5
Balance corriente/Ingresos Corrientes <sup>a</sup> (%)	7,9	10,2	11,3	10,8	6,7	8,8	8,8
Balance financiero/Ingresos totales <sup>b</sup> (%)	-6,7	-4,4	-0,9	3,1	2,2	5,4	2,3
Resultado final/Ingresos totales (%)	-4,2	-2,3	0,3	1,8	3,0	10,6	21,7
Crecimiento de ingresos operativos (variación anual)	15,6	33,4	35,7	36,1	30,3	15,0	39,5
Crecimiento de gasto operativo (variación anual)	26,1	29,7	33,6	37,3	36,0	14,3	38,4
Crecimiento de balance corriente (variación anual)	-41,0	73,1	49,7	30,6	-16,9	34,3	39,1

#### Ratios de Deuda

Crecimiento de deuda directa (variación anual)	20,5	15,7	10,3	6,8	45,8	n.d.	295,0
Intereses pagados/Ingresos operativos (%)	1,3	1,2	1,4	1,2	1,0	1,0	1,8
Balance operativo/Intereses pagados (x)	6,7	9,2	9,2	9,8	7,8	9,8	6,0
Servicios de deuda directa/Ingresos corrientes (%)	2,3	2,2	2,4	2,8	1,5	1,4	2,2
Servicios de deuda directa/Balance operativo (%)	26,9	19,7	18,8	23,8	19,2	14,6	21,2
Deuda Directa/Ingresos operativos (%)	22,4	19,9	16,4	12,9	14,5	11,0	31,2
Riesgo Directo/Ingresos corrientes (%)	22,4	19,9	16,4	12,9	14,5	11,0	31,2
Deuda directa/Balance corriente (x)	2,9	2,0	1,5	1,2	2,2	1,3	3,6
Riesgo directo/Balance corrientes (x)	2,9	2,0	1,5	1,2	2,2	1,3	3,6
Riesgo final neto/Ingresos corrientes (%)	10,0	13,5	8,6	5,1	2,4	-1,6	18,1
Deuda directa/PBG (%)	10,2	9,8	7,7	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Deuda directa per capita (\$)	3.051,8	3.618,6	4.035,2	4.331,2	6.316,5	4.539,6	17.930,2

#### 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 (%)	81,6	81,0	81,9	84,3	83,0	82,8	80,3
Impuestos locales/Ingresos operativos (%)	8,4	8,4	9,0	9,8	8,5	8,5	8,0
Transferencias corrientes/Ingresos operativos (%)	15,2	16,0	15,4	13,9	15,4	16,0	18,2
Ingresos operativos/Ingresos totales <sup>b</sup> (%)	90,6	88,3	86,9	89,1	92,7	93,8	93,6
Ingresos totales <sup>b</sup> per capita (\$)	14.987,4	20.494,0	28.294,2	37.546,9	46.996,3	32.944,3	46.102,3

#### 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 (%)	56,7	56,1	56,6	59,4	60,4	61,2	59,8
Transferencias Corrientes realizadas/Gasto operativo (%)	32,6	33,0	32,9	30,7	28,8	28,7	27,2
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 (%)	21,2	23,7	23,4	17,6	11,5	9,5	12,6
Gasto de capital/PBG (%)	11,4	13,8	12,9	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Gasto total per capita (\$)	16.128,9	21.585,2	28.788,6	36.912,6	46.171,4	31.305,7	45.250,3

#### Financiamiento de Gasto de Capital

Balance corriente/Gasto de capital (%)	31,3	36,2	41,1	55,8	55,1	91,2	66,4
Ingresos de capital/Gasto de capital (%)	39,5	46,0	55,2	62,4	64,4	68,2	52,1
Endeudamiento neto/Gasto de capital (%)	10,8	8,5	4,9	-7,7	7,3	57,2	156,7

p – datos provisorios.

<sup>a</sup> incluye intereses cobrados

<sup>b</sup> excluye nueva deuda

Fuente: Elaboración FIX sobre la base de la información proporcionada por la Provincia de La Rioja – Esquema bajo la Ley de Responsabilidad Fiscal.

## Anexo C. 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 27 de diciembre de 2017 confirmó las siguientes calificaciones deuda de corto y largo plazo a la Provincia de La Rioja.

Detalle	Calificación	Perspectiva	Calificación anterior	Perspectiva anterior
Emisor: Endeudamiento de Largo Plazo	BBB(arg)	Positiva	BBB(arg)	Positiva
Emisor: Endeudamiento de Corto Plazo	A3(arg)	No aplica	A3(arg)	No aplica

**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.

**Categoría A3(arg):** indica una adecuada capacidad de pago en tiempo y forma de los compromisos financieros respecto de otros emisores o emisiones del mismo país. Sin embargo, dicha capacidad es más susceptible en el corto plazo a cambios adversos que los compromisos financieros calificados con categorías superiores.

**Notas:** 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:** la presente calificación se determinó en base a la información cuantitativa y cualitativa suministrada por el emisor de carácter privado al 30/9/2017. Asimismo se utilizó la siguiente información pública disponible [www.larioja.gov.ar/](http://www.larioja.gov.ar/) y [www.mecon.gov.ar/](http://www.mecon.gov.ar/):

- Ejecuciones presupuestarias 2012-2015 y provisoria 2016 y 30/9/2017.
- Stock de deuda para el período 2012-2016 y al 30/9/2017.

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

### Informes relacionados

- Metodología de calificación Finanzas Públicas registrado ante la Comisión Nacional de Valores.

Informes disponibles en ‘[www.fixscr.com](http://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 calificador–, 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 diseminación 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.