

## Ciudad de Buenos Aires

### Informe Integral

#### Calificaciones

##### Emisor

Largo Plazo en escala nacional	AAA(arg)
Corto Plazo en escala nacional	A1+(arg)

##### Títulos calificados

Prog. Eurobonos a Mediano Plazo por USD 2.290 millones*	AAA(arg)
Prog. Letras Tesoro por h/ ARP 10.000 millones	A1+(arg)
Prog. Financiamiento en el Mercado Local por h/ USD 1.186 millones **	AAA(arg)
TDP Clase N°4 por USD 327,1 millones	AAA(arg)
TDP Clase N°5 por USD 113,3 millones	AAA(arg)
TDP Clase N°6 por USD 146,8 millones	AAA(arg)
TDP Clase N°15 por ARP 261,9 millones	AAA(arg)
TDP Clase N°16 por ARP 948,0 millones	AAA(arg)
TDP Clase N°18 por ARP 1.705,5 millones	AAA(arg)
TDP Clase N°19 por ARP 1.378,0 millones	AAA(arg)
TDP Clase N°20 por ARP 3.707,8 millones	AAA(arg)
TDP Clase N°22 por ARP 9.429,0 millones***	AAA(arg)
TDP Clase N°23 por ARP 13.262,5 millones****	AAA(arg)

Notas: \* Programa instrumentado por la Ordenanza N° 51.270 del año 1996, y luego ampliado en sucesivas oportunidades.

\*\* Programa creado por la Ley N° 4.315 por hasta un USD 100 millones y luego ampliado en sucesivas oportunidades.

\*\*\* Los títulos se emitieron en pesos en el mercado local por USD 530 millones. Se amplió el monto a emitir por hasta un equivalente en pesos de USD 60,6 millones autorizado por la Ley N° 5.541 y N° 5.725.

\*\*\*\* Los títulos se emitieron en pesos en el mercado local por hasta un monto equivalente USD 1.500 millones autorizado por la Ley N° 5.876 y la Resolución 3524/MHGC/17.

#### Perspectiva:

Estable

#### Información Financiera

Ciudad de Buenos Aires (CBA)	31 Dic 2017P	31 Dic 2016
Ingresos Operativos (\$ millones)	178.171	127.856
Deuda (\$ millones)	65.051	47.405
Balance Operativo/ Ingresos Operativos (%)	18,1	10,8
Servicio de Deuda/ Ingresos Corrientes (%)	13,1	13,4
Deuda/ Balance Corriente (x)	2,49	4,65
Balance Operativo/ Intereses Pagados (x)	4,9	3,1
Gto de Capital/ Gto Total (%)	18,9	16,4
Balance Presupuestario/ Ing. Totales (exc. Nva Deuda) (%)	-5,9	-11,3
Balance Corriente/ Gto de Capital (%)	65,9	39,7

P - Provisorio

#### 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

#### Factores relevantes de la calificación

**Suba de Calificaciones:** FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO “afiliada de Fitch Ratings” –en adelante FIX o la calificador– subió la calificación de largo plazo de la Ciudad de Buenos Aires (CBA) a ‘AAA(arg)’ desde ‘AA+(arg)’, como así también la de los instrumentos de deuda, y confirmó la calificación de corto plazo en ‘A1+(arg)’. FIX considera que en el último año se registró una mejora en el perfil de vencimientos de deuda y una sensible disminución de la participación de la deuda en moneda extranjera. A lo anterior se suma una adecuada capacidad de pago gracias al buen desempeño presupuestario.

**Peso económico:** la CBA es el principal centro económico y financiero del país, en 2016 aportó el 20,6% del PBI nacional y su PBI per cápita es 2,7x el promedio nacional.

**Buen desempeño presupuestal:** la CBA presentó sólidos márgenes operativos en los últimos años (2013-2017). En 2017 (datos provisorios), el margen operativo fue de 18,1%, registrando una significativa mejora respecto al año 2016 (10,8%), dado un incremento de los ingresos operativos (+39,4%), mayor al crecimiento de los gastos operativos (+28%). Si bien para 2018 el presupuesto aprobado propone alcanzar un margen del 20,6%, FIX entiende será levemente menor (19%) debido a presiones inflacionarias por el lado del gasto y la baja de alícuotas de Ingresos Brutos y Sellos no contemplada en la elaboración del presupuesto.

**Elevada flexibilidad financiera:** el 76,9% de los ingresos operativos de CBA fueron recaudados y administrados localmente en el año 2017. Implica una sensible baja respecto a 2015, cuando los ingresos propios representaron el 89,6% de los ingresos operativos. Esta variación se explica por el aumento de la participación de la Ciudad en la coparticipación nacional de 1,4% a 3,75%, debido al traspaso de la fuerzas de seguridad. Este coeficiente fue actualizado al 3,5% en abril del 2018, como consecuencia del Consenso Fiscal. Adicionalmente presenta una estructura de ingresos expuesta a las fluctuaciones económicas, donde los ingresos patrimoniales representan el 15,3% de los ingresos propios.

**Bajo nivel de endeudamiento y buena capacidad de pago:** los indicadores de deuda mostraron una mejora en 2016 y 2017. En 2017 la deuda consolidada representó un 36,5% de los ingresos corrientes y 2,5x (veces) el balance corriente frente a un 36,8% y 4,7x respectivamente en el 2016. El incremento nominal del stock de deuda en 2017 respecto a 2016 (+37,2%), se explica por la emisión de títulos públicos en el mercado local. FIX espera que al cierre del 2018 estos indicadores prosigan mostrando mejoras.

**Mejora en la composición de la deuda:** la deuda de la CBA evidenció una importante mejora en la exposición al riesgo cambiario. En el 2017 un 54,3% de la deuda estaba denominada en moneda extranjera frente al 94,9% en 2014. Esta mejora se explica en parte por el canje de deuda realizado en el último trimestre del 2017 y primero del 2018. De acuerdo a estimaciones oficiales, luego del canje del primer trimestre de 2018, el ratio de deuda en moneda extranjera se habría reducido hasta un 50%. Adicionalmente, la CBA logró modificar favorablemente el perfil de vencimientos de la deuda pública, mejorando los indicadores de sostenibilidad presente y futuros.

#### Sensibilidad de las calificaciones

**Política de endeudamiento y capacidad de refinanciación:** una política de endeudamiento agresiva con términos y condiciones poco sustentables y/o un incremento del riesgo de refinanciación de la deuda podría afectar negativamente las calificaciones.

**Entorno operativo:** un importante deterioro del entorno económico que impacte sobre el margen operativo y su capacidad de pago podrían determinar bajas de las calificaciones.

## Resumen: fortalezas y debilidades

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

Fuente: FIX

## Principales Factores de Calificación

### Fortalezas:

- Elevada flexibilidad presupuestaria.
- Buenos y sostenibles niveles de márgenes operativos.
- Adecuado nivel de endeudamiento en términos del presupuesto.
- Buena composición del endeudamiento en términos de moneda y plazo.
- Peso económico de la CBA en la economía nacional. Economía rica y diversificada.

### Debilidades:

- Presiones inflacionarias y salariales en el gasto.
- Necesidades de infraestructura que pueden impactar en deuda adicional.

## 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, las decisiones discrecionales y en muchos casos no objetivas sobre las autorizaciones para la emisión y refinanciación de deuda 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 Nº 27.260 que abordan estos temas y en algunos casos lo inicia como son la armonización de regímenes jubilatorios y una reforma tributaria.

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 fue ratificado por el Congreso Nacional y por la mayoría de las legislaturas provinciales.

## **Ciudad de Buenos Aires**

La Ciudad tiene estatus de Estado autónomo y desde el año 1996, a través de la sanción de su propia Constitución, el distrito elige directamente por el voto popular a su Jefe de Gobierno y a los miembros del poder legislativo local.

El Poder Ejecutivo se compone por el Jefe de Gobierno y Vicejefe cuyo mandato dura cuatro años, autorizándose una única reelección inmediata. El jefe de gobierno designa a los ministros de gobierno. Por su parte, el Poder Legislativo está constituido por la Legislatura que cuenta con 60 miembros. La mitad de los miembros se renueva por voto popular cada dos años y cada miembro ejerce funciones por cuatro años. El Vicejefe de gobierno preside la Legislatura.

La Ciudad está subdividida en 15 comunas, las cuales están regidas por una Junta Comunal de siete miembros elegidos por los vecinos de cada comunidad y tienen como principales responsabilidades el mantenimiento de caminos secundarios, áreas verdes y organización de actividades dirigidas a mejorar la calidad de vida de la comunidad.

Con la presidencia de Mauricio Macri, se establecieron una serie de medidas que modificaron el panorama de la relación Nación-Ciudad. En primer lugar, el 5/1/2016, se suscribió el “Convenio de Transferencia Progresiva” por el cual la Nación comenzó con el traspaso de ciertas facultades a la Ciudad como ser la Policía Federal. El acuerdo, convertido en Ley por la Legislatura de la Ciudad, incluyó el traspaso de aproximadamente 20.000 agentes de la Policía Federal que se sumaron a los 6.300 agentes de la Policía Metropolitana y pasaron a formar una nueva fuerza, el de la Superintendencia de Seguridad Metropolitana (las 54 comisarías porteñas, infantería y montada), la Superintendencia de Bomberos y parte de las áreas de la Policía Científica y de Investigaciones, entre otras.

En este contexto, mediante el Decreto N° 194/2016 el Poder Ejecutivo Nacional aumentó el porcentaje de la coparticipación que recibe la Ciudad del 1,40% actual a 3,75% sobre el monto total recaudado por los gravámenes establecidos a partir del 1/1/2016. Esta medida se dio en el marco del artículo 8° de la Ley de Coparticipación N° 23.548 en el cual se establece que la Nación podrá entregar de la parte que le corresponde (un 42,34% de lo recaudado) un porcentaje a la Ciudad y a la Provincia de Tierra del Fuego. El Consenso Fiscal (artículo G), firmado en noviembre de 2017, estipulaba reducir el porcentaje de participación de la CBA en los impuestos nacionales coparticipables, y eliminar los recursos percibidos por el Impuesto al Cheque, aunque se espera que estas partidas sean compensadas por la derogación del artículo 104 de la Ley de Impuesto a las Ganancias. Se entiende que estos cambios tendrán un impacto fiscal neutro por el lado de los ingresos nacionales recibidos; sin embargo, FIX monitoreará el impacto de todas las medidas como su instrumentación sobre las cuentas públicas de la CBA. En este marco, en abril del 2018 se redujo el coeficiente de coparticipación al 3,5%.

## **Deuda y Liquidez**

En 2017 la deuda consolidada se incrementó un 37,2% nominalmente respecto a diciembre de 2016 alcanzando los \$ 65.051 millones, continuando la tendencia creciente en términos nominales de los últimos años. El crecimiento de 2017 se explicó por un mayor endeudamiento bajo títulos públicos y organismos internacionales de crédito. FIX estima que al cierre de 2018 el

stock de deuda ascenderá a \$ 72.851 millones, registrando un incremento interanual del 12% y representando el 33,2% de los ingresos corrientes presupuestados.

Durante el cuarto trimestre 2017 y primero del 2018, la Ciudad realizó emisiones de deuda en el mercado local con el destino principal de refinanciar vencimientos, y proseguir mejorando el perfil de vencimientos y composición de la deuda. En noviembre del 2017, se emitieron los TPD Clase N°23 en pesos por \$ 7.063 millones (USD 402,9 millones) y en febrero del 2018 por \$ 6.199 millones (USD 314,0 millones), en virtud de la Ley 5876. Los fondos provenientes de dicha colocación fueron utilizados para la recompra y cancelación de los Títulos Seleccionados (Clase 3, 4, 5, 6, 14, 15, 16, 18 y 19). Estos títulos se consolidan en una única clase cuyo monto total no podrá exceder en pesos el equivalente a USD 1.500 millones en el marco de la Ley N° 5.876. Los fondos de la emisión son aplicados a la recompra y cancelación de los Títulos Elegibles. Adicionalmente, los fondos provenientes de la colocación que no fueran aplicados al anterior fin, son destinados exclusivamente al pago de amortizaciones de deuda. En virtud de este canje de deuda, la CBA logró modificar el plazo de la deuda pública, mejorando los indicadores de sostenibilidad presente y futuros.

FIX entiende que los niveles de endeudamiento son adecuados, mantienen una tendencia positiva y comparan favorablemente con sus pares. Los indicadores de deuda mostraron una mejora en 2016 y 2017. En 2017 la deuda consolidada representó un 36,4% de los ingresos corrientes y 2,5x del balance corriente frente a un 36,8% y 4,7x respectivamente en el 2016 (ver Gráfica 1), mientras que estos indicadores para el consolidado provincial fueron de 39,3% y 8,10 en el 2016. FIX estima que los indicadores continuarán mostrando mejoras en 2018; se espera que el stock de deuda represente al cierre del año el 32,9% de los ingresos corrientes estimados por FIX y 2,3x el balance corriente.

Al cierre de 2017 un 54,5% de la deuda estaba denominada en moneda extranjera frente al 82,7% en 2015 y al cierre del primer trimestre del 2018, estimaciones oficiales informaron que se redujo hasta el 49,8%. Asimismo, esta deuda en moneda extranjera se compone en un 90,3% por títulos públicos y en un 9,7% por préstamos con organismos internacionales de crédito.

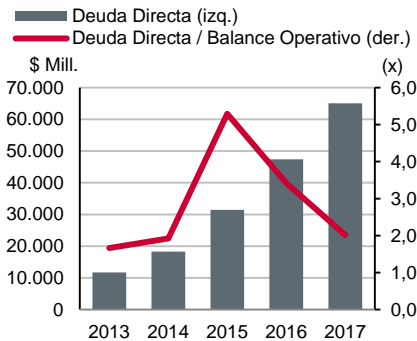
La Ciudad cuenta con una serie de títulos públicos vigentes emitidos bajo el Programa de Eurobonos de Mediano Plazo (Bonos Tango) y el Programa de Financiamiento en el Mercado Local (PFML). Parte de los títulos emitidos en el mercado local si bien son pagaderos en la moneda nacional al tipo de cambio oficial, se encuentran denominados en dólares y expuestos a la evolución del tipo de cambio. El detalle de los títulos se expone en el Anexo C.

Finalmente, en el marco de lo establecido en el “Acuerdo Nación-Provincias” celebrado entre el Estado Nacional y los gobiernos provinciales, aprobado por Ley 5603, la CBA recibió, durante 2016 y 2017 un 3% adicional de la masa coparticipable, y a su vez un crédito equivalente a un 6% adicional en 2016 y por el 3% en 2017. Estos préstamos de libre disponibilidad con la ANSES (Fondo de Garantía de Sustentabilidad) ascendieron a \$ 1.867 millones en 2016, a \$ 1.219,5 millones en 2017 y a \$ 1.475 millones en 2018. Devengan 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.

## Liquidez

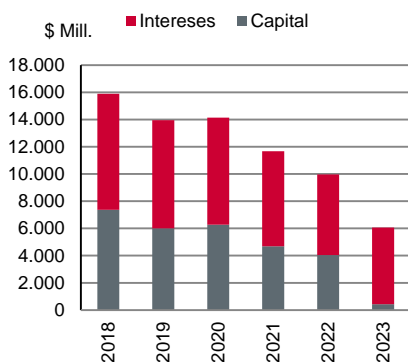
La posición de liquidez de la Ciudad se mantuvo en niveles razonables durante 2017, y se evidencia cierta mejora respecto al período anterior. En el 2016 el saldo de caja estimado representó 1,4% de los ingresos totales frente a 1,6% en el 2017. Asimismo, la deuda flotante (datos provisorios) se mantuvo en niveles razonables durante 2017, sin generar presiones sobre la liquidez de la Ciudad en el corto plazo: representó 13,2% de los ingresos operativos y 46,3 días del gasto primario. Esta deuda se compone, principalmente por deudas con proveedores cuyas

**Gráfica 1: Evolución de la Deuda**



Fuente: Ciudad de Buenos Aires

**Gráfica 2: Perfil de Vencimientos**



Fuente: Ciudad de Buenos Aires

prestaciones de bienes y/o servicios se encuentran devengadas con órdenes de pago pendientes de cancelación, y los salarios y aguinaldos correspondientes a diciembre del 2017 que fueron cancelados en el transcurso de los primeros días del ejercicio fiscal 2018.

Por último, actualmente la Ciudad tiene la posibilidad de emitir Letras de Tesorería de corto plazo bajo un Programa de Letras del Tesoro por hasta \$ 10.000 millones, ampliado desde los \$ 6.500 millones de acuerdo a la Ley de Presupuesto 2018, como forma de financiar déficits estacionales de caja. El plazo de cada letra no podrá exceder los 365 días, aunque sí el ejercicio financiero. FIX entiende que la participación relativa de este instrumento financiero sobre el total de recursos estimados en el Presupuesto 2018 se mantiene en un nivel razonable, del orden del 4,5%. El monto en circulación al 17/04/2018 asciende a los \$ 2.335 millones.

## Contingencias

El Banco de la Ciudad de Buenos Aires es la entidad oficial de la Ciudad y su agente financiero. La Ciudad es propietaria del 100% del banco y garantiza sus pasivos. En los últimos años el banco demostró un buen desempeño, siendo una entidad rentable, con buenos ratios de solvencia y liquidez, por lo cual si bien se constituye como una contingencia directa para la ciudad la misma se encuentra bajo control.

La Ciudad también cuenta con participación accionaria en varias empresas públicas. Es propietaria del 100% de Subterráneos de Buenos Aires S.E., encargada de controlar el cumplimiento del concesionario del subterráneo de la ciudad, responsable de la extensión del sistema de subte y la autoridad de aplicación de la Ley 4472 (Ley de transferencia del subterráneo). A su vez es propietaria de Autopistas Urbanas S.A. (AUSA) cuya función es la administración, mantenimiento y explotación de la red de autopistas y vías rápidas interconectadas de la CBA. Esta empresa tiene un pasivo al 31/12/2017 de USD 210 millones con el BID (Banco Interamericano de Desarrollo) que está garantizada por la CBA.

También la CBA participa en el Hospital Garrahan, Corporación Antiguo Puerto Madero S.A., Corporación del Mercado Central de Buenos Aires, Coordinación Ecológica Área Metropolitana S.E. (CEAMSE) entre otras empresas.

A fines del año 2012 se concretó la transferencia del sistema de subterráneos a la Ciudad, por lo que la administración local se hace cargo no solo de las obras de infraestructura sino también de la operatoria. En diciembre de 2012 se promulgó la Ley N° 4472 que establece la regulación y reestructuración del sistema de subtes en la ciudad y se crea el "Fondo Subte". Este fondo permite cubrir el déficit entre los precios y los costos de operación y mantenimiento y expansión del sistema de subterráneos. Los ingresos que percibe este fondo provienen de las tarifas de los usuarios, los recursos que la administración decida destinar al mismo y del incremento de ciertos impuestos como patentes de autos, sellos y peajes afectados a este fondo.

## Desempeño presupuestario

Para el análisis de las finanzas públicas se analizaron los ejercicios fiscales definitivos para el período 2013-2016, ejecuciones provisorias de 2017 y el presupuesto 2018. En los Anexos A y B se exponen los datos consolidados de la Administración Central y Organismos Descentralizados.

## Ingresos operativos

Los ingresos operativos de la CBA, que representan un 98,3% de los ingresos totales de la Ciudad, registraron en el 2017 un aumento anual nominal del 39,4% respecto del 2016, impulsados fuertemente por los ingresos federales (+41,6%) y en menor medida por los ingresos propios (+37,5%). El aumento de estos ingresos federales se explicó por el incremento en el nivel

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

	2015	2016	2017P
– Ing. Brutos	51.188	69.304	93.444
– Inmobiliarios	7.192	10.075	13.549
– Sellos	5.628	7.800	12.764
– Patentes	4.445	5.562	7.501
– Otros	568	1.096	1.742
<b>Tributarios locales</b>	<b>69.021</b>	<b>93.836</b>	<b>128.999</b>
<b>No tributarios locales</b>	<b>3.261</b>	<b>4.053</b>	<b>6.278</b>
– Coparticipación	7.834	27.752	37.362
– Otras transf. ctes.	717	1.535	4.121
<b>Ingresos federales</b>	<b>8.550</b>	<b>29.288</b>	<b>41.482</b>
<b>Total ingresos operativos<sup>a</sup></b>	<b>80.832</b>	<b>128.692</b>	<b>178.171</b>

<sup>a</sup> – no incluye ingresos por rentas de la propiedad (intereses cobrados).

P – Provisorio.

Fuentes: Ciudad de Buenos Aires y cálculos de FIX

de actividad, nivel inflacionario y por el aumento de los recursos coparticipables en un 3% por la devolución de las retenciones que se realizaban para financiar a la ANSES.

El Consenso estipulaba reducir el porcentaje de participación de la CBA en los impuestos nacionales coparticipables a partir de 2018, y eliminar los recursos percibidos por el Impuesto al coparticipación de la CBA al 3,5%. FIX entiende que la derogación del artículo 104 de la Ley de Impuesto a las Ganancias generaría ingresos adicionales equivalentes a lo resignado por el Impuesto al cheque y a la baja del coeficiente de coparticipación, por lo que debería tener un impacto fiscal neutro por el lado de los ingresos nacionales recibidos.

Si bien la CBA, al igual que el resto de las provincias participa en la distribución secundaria de los recursos de coparticipación en una suma porcentual, dichos recursos representaron históricamente un muy bajo porcentaje de los ingresos operativos de la Ciudad (9,2% del total en el período 2013-2015). En virtud de los aumentos de la coparticipación que recibió la CBA, los recursos coparticipados alcanzaron en 2017 al 23,1% de los ingresos operativos. Estos incrementos acotaron en parte la elevada autonomía fiscal que tuvo históricamente la Ciudad, pero significó un crecimiento sustancial de los ingresos totales percibidos. Estos recursos tienen carácter automático, por lo que no están expuestos a discrecionalidad.

A pesar de lo expuesto en el párrafo precedente, la CBA se caracteriza por ser la principal jurisdicción con una elevada flexibilidad presupuestaria y capacidad contributiva; los ingresos locales en el año 2017 representaron el 76,8% de los ingresos corrientes, mientras que este indicador para la media provincial asciende a 43,7%.

De acuerdo al presupuesto 2018, se espera que los ingresos operativos aumenten un 22,6% en términos nominales respecto al cierre provisorio de 2017, aunque su evolución depende en gran medida del contexto macroeconómico, nivel de actividad y precios. FIX entiende que es factible que se supere la meta presupuestaria debido al cambio de metas de inflación, mayores a las supuestas en la elaboración del Presupuesto, si bien también impactará el efecto de la reducción de alícuotas de IIBB y sellos.

## Gastos operativos

En el 2017 el gasto operativo representó el 76% del gasto total, un indicador inferior al registrado en el 2016 (79%) y 2015 (83%), marcando una tendencia declinante en los últimos años. La caída en la participación relativa del gasto operativo sobre el gasto total, tiene como contrapartida el incremento en el gasto de capital y pago de intereses de la deuda pública.

En 2017, el gasto operativo creció un 28% respecto del 2016, por debajo de la evolución de los ingresos (+39,4%), lo que explica la sensible mejora en el margen operativo. El crecimiento del gasto operativo fue impulsado por el gasto en personal (+24,5%) y por bienes y servicios (+39,8%).

Al igual que el resto de los gobiernos locales en la Argentina, el gasto en personal es el de mayor peso en la estructura de gastos corrientes y absorbió en 2017 el 48,5% de los ingresos operativos, aunque este ratio se encontró por debajo de la media provincial del 59,9% en 2017.

La actual administración mantiene una política implícita del gasto en personal que radica en mantener un nivel del orden del 50% del gasto total de la ciudad. FIX observa sostenibilidad en el cumplimiento de esta meta (ver Gráfica 3). El Presupuesto 2018 fija como pauta un ratio del 46,2% y FIX, asumiendo una mayor presión inflacionaria por el lado del gasto, estima sería levemente más elevado (46,4%).

Respecto al crecimiento de los servicios no personales y bienes de consumo responde principalmente a la dinámica inflacionaria, mientras que el crecimiento de las transferencias se

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

	2015	2016	2017P
– Personal	42.188	69.381	86.377
– Ss no personales	19.627	25.811	35.923
– Bs de consumo	1.958	3.257	4.717
– Transferencias corrientes	11.119	15.539	18.861
<b>Total gastos operativos<sup>a</sup></b>	<b>74.892</b>	<b>113.988</b>	<b>145.879</b>

<sup>a</sup> – no incluye intereses pagados.

P - Provisorio

Fuentes: Ciudad de Buenos Aires y cálculos de FIX

**Gráfica 3: Evolución Gasto Personal**



Fuente: Ciudad de Buenos Aires.

sustenta en transferencias a escuelas privadas, a sectores de la salud, mayores costos en programas sociales y subsidio al servicio de subterráneos.

## Inversión

La actual administración tiene como objetivo de gobierno mantener un nivel de inversión pública elevado. Si bien en el trienio 2013/2017, en promedio, el gasto en obra pública representó un 18,4% del gasto total, este indicador se redujo fuertemente durante 2015 (14,1%) y 2016 (17,8%), superando en 2017 el promedio del último quinquenio con un 20,6%. El Presupuesto 2018 planea volver a los niveles promedio del período 2013/2017, fijando como meta el 17,7%.

Las inversiones prioritarias para el año 2017 fueron las de urbanización y vivienda, obras para contener posibles inundaciones, hospitales, escuelas y la red de subterráneo.

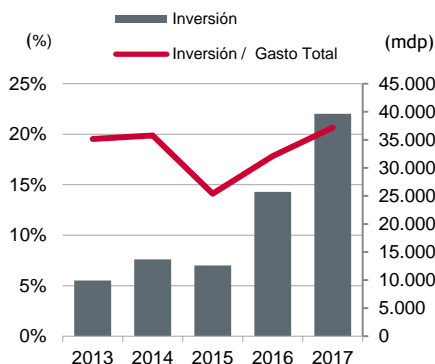
El ahorro operativo es el flujo libre disponible con el que cuenta la Ciudad para el pago de sus deudas y el desarrollo de obra pública. Gran parte de la inversión pública puede ser financiada con márgenes operativos positivos netos del pago de los servicios de deuda e ingresos de capital, aunque para obras de envergadura es necesario el uso del crédito público como una fuente de financiación alternativa (ver Gráfica 4).

## Balance operativo

La Ciudad se caracteriza por un muy buen desempeño presupuestario, con sólidos márgenes operativos en los últimos años, si bien en 2015 se registró un deterioro con relación al 2014 (7,3% frente al 15%), producto más de una desaceleración de los ingresos que de un incremento excesivo del gasto. Sin embargo hay que destacar que el 2015 fue un año electoral.

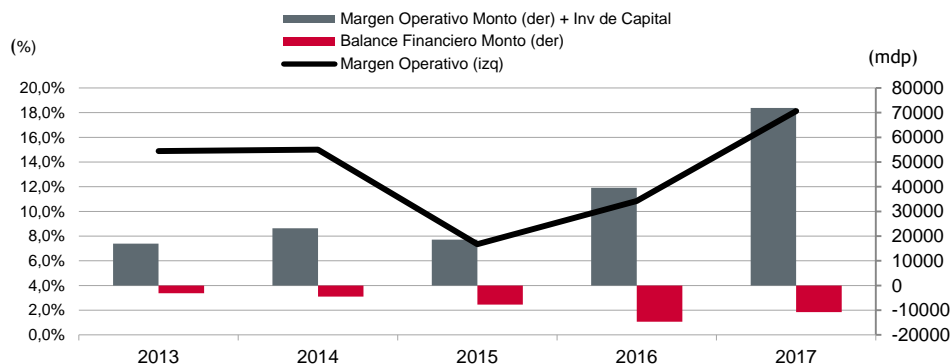
El margen operativo del 2017 (datos provisorios) del 18,1% se encuentra sensiblemente por encima a lo registrado en los últimos cinco años (13,2%) y compara muy favorablemente con media de sub-nacionales de la Argentina (6% en 2017). El Presupuesto 2018 aprobado estima alcanzar un margen del 20,6%, pero FIX entiende será levemente menor (19%) debido a presiones por el lado del gasto y a una sobreestimación de los recursos al no considerar la rebaja de alícuotas de IIBB y Sellos decidida posteriormente y que no formaba parte de los supuestos de elaboración.

**Gráfica 4: Ahorro e Inversión**



Fuente: Ciudad de Buenos Aires

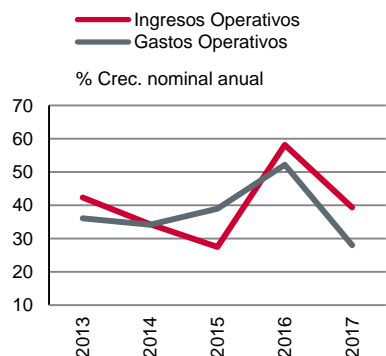
**Gráfica 6: Desempeño Presupuestario**



Fuente: Ciudad de Buenos Aires

Dada la fuerte expansión del gasto de capital, la Ciudad registra déficits financieros desde el año 2013 (ver Gráfica 6). Esta tendencia se mantuvo en 2017, y de acuerdo al Proyecto de Presupuesto 2018, hay intenciones de alcanzar un equilibrio el próximo año. FIX dará seguimiento a la evolución del déficit, pero considera que la Ciudad tiene un nivel de gasto de capital superior a la media del consolidado provincial, que le proporciona cierta flexibilidad para realizar ajustes en el gasto en caso de ser necesario.

**Gráfica 5: Variación de ingresos y Gastos operativos**



Fuente: Ciudad de Buenos Aires

## Gestión y Administración

El actual Jefe de Gobierno es el Sr. Horacio Rodríguez Larreta, perteneciente al partido político PRO, quién fue electo para gobernar durante el período 2015-2019. Durante el gobierno del Sr. Mauricio Macri, Larreta se desempeñó como Jefe de Gabinete.

FIX entiende que el actual Jefe de Gobierno está dando continuidad a las políticas llevadas a cabo en las últimas gestiones del PRO. El objetivo de gobierno ha sido profundizar la inversión pública, focalizando en la mejora de la infraestructura vial, transporte (extensión de las líneas de subterráneos), proyectos de prevención de inundaciones y obras de drenaje de aguas y desarrollo de viviendas públicas, como así también en aumentar la seguridad de la ciudad, optimizar el control del gasto y expandir el desarrollo de la ciudad hacia la zona sur a través de la relocalización del edificio municipal.

## Perfil socio-económico

La CBA es la capital federal de la República Argentina y sede del gobierno nacional. Posee una superficie territorial de 203 km<sup>2</sup> y se encuentra rodeada por el área metropolitana más importante del país, el Gran Buenos Aires. Se presenta como el principal centro financiero y de negocios del país, con un gran peso económico sobre la economía nacional.

## Población

Según el censo 2010, la CBA registró una población de 3,08 millones de personas, equivalente a un 7,3% sobre el total de población nacional. Con respecto al censo 2001, la población de la Ciudad aumentó en un 4,1%, muy por debajo del crecimiento demográfico nacional del 10,6%. La CBA cuenta con una importante población flotante, equivalente a 3x la población residente en un día laboral, lo que ejerce una importante presión en materia de infraestructura local.

## Economía

La CBA es principal centro financiero y de negocios del país, con un gran peso económico sobre la economía nacional. En el 2016 la Ciudad aportó aproximadamente el 20,6% del PBI a nivel nacional, mientras que el PBI per cápita es equivalente a 2,7 veces el promedio nacional.

A diferencia del resto de las provincias argentinas, en la economía de la CBA, el sector servicios tiene un peso muy superior en el PBG con relación a lo que sucede a nivel nacional. Este sector aporta en el PBG de la ciudad el 82,7% en el año 2016 frente al 61,9% de la media nacional. En la composición del sector servicios sobresalen los servicios inmobiliarios y empresariales, comercio y la intermediación financiera.

Por su parte, el sector secundario también es importante para la economía de la Ciudad, con una participación sobre el PBG en 2016 del 17,3%, aunque por debajo de la media nacional (38,0%). Se encuentra concentrado en pequeñas y medianas empresas, laboratorios y compañías procesadoras de alimentos. Por último, el sector primario es débil, con una participación sobre el PBG de la ciudad en 2016 equivalente a 1,2%, muy por debajo de la media nacional (15,7%).

## Desempleo y pobreza

Si bien en términos de indicadores de desempleo y pobreza la Ciudad históricamente ha comparado favorablemente con la media nacional. Según INDEC, la tasa de pobreza de la ciudad fue del 9,0% al cierre de 2017 (9,5% en 2016) comparada con un 25,7% a nivel nacional. Asimismo, el desempleo registró un nivel del 5,9% contra un registro nacional del 7,2%. La mejora en el nivel de desempleo se dio a través de la recuperación económica principalmente en los sectores inmobiliarios, de negocios, comercio y hoteles y restaurantes.



## Anexo A

### Ciudad de Buenos Aires

#### Consolidado Administración Central y Organismos Descentralizados

\$ Millones	2013	2014	2015	2016	2017P
Impuestos (incluye Coparticipación de Impuestos)	44.688,2	60.199,2	76.854,7	121.588,7	166.361,1
Otras transferencias Corrientes recibidas	479,8	589,4	716,7	1.535,3	4.120,6
Regalías, tasas, derechos, otros ingresos no tributarios	2.040,7	2.624,4	3.261,3	4.732,8	7.689,4
<b>Ingresos Operativos</b>	<b>47.208,7</b>	<b>63.413,0</b>	<b>80.832,8</b>	<b>127.856,8</b>	<b>178.171,2</b>
Gastos operativos	-40.180,3	-53.897,0	-74.892,5	-113.988,4	-145.878,7
<b>Balance Operativo</b>	<b>7.028,4</b>	<b>9.516,0</b>	<b>5.940,2</b>	<b>13.868,4</b>	<b>32.292,5</b>
Intereses cobrados	140,2	300,5	117,0	835,7	318,2
Intereses pagados	-777,9	-1.282,1	-1.950,2	-4.500,7	-6.478,2
<b>Balance Corriente</b>	<b>6.390,7</b>	<b>8.534,3</b>	<b>4.107,1</b>	<b>10.203,4</b>	<b>26.132,5</b>
Ingresos de capital	0,0	0,0	757,6	871,8	2.753,3
Gasto de capital	-9.939,8	-13.690,0	-12.614,6	-25.711,7	-39.640,5
<i>Balance de capital</i>	-9.939,8	-13.690,0	-11.857,0	-24.839,9	-36.887,2
<b>Balance Financiero</b>	<b>-3.549,0</b>	<b>-5.155,7</b>	<b>-7.749,9</b>	<b>-14.636,5</b>	<b>-10.754,8</b>
Nueva deuda	2.377,9	4.774,1	8.191,6	21.605,0	25.012,3
Amortización de deuda	-454,6	-2.257,9	-5.037,5	-12.723,7	-16.858,2
<i>Endeudamiento neto: aumento, (disminución)</i>	1.923,3	2.516,2	3.154,2	8.881,4	8.154,1
<b>Resultado Final</b>	<b>-1.625,7</b>	<b>-2.639,5</b>	<b>-4.595,8</b>	<b>-5.755,2</b>	<b>-2.600,7</b>
<b>DEUDA*</b>					
Corto Plazo	0,0	430,5	2.400,0	2.107,9	3.802,3
Largo Plazo	11.703,7	17.871,1	29.032,3	45.297,2	61.248,9
<b>Deuda Directa</b>	<b>11.703,7</b>	<b>18.301,6</b>	<b>31.432,3</b>	<b>47.405,1</b>	<b>65.051,2</b>
+ Deuda cuasi directa	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Riesgo Directo</b>	<b>11.703,7</b>	<b>18.301,6</b>	<b>31.432,3</b>	<b>47.405,1</b>	<b>65.051,2</b>
- Liquidez	856,0	1.083,4	989,2	1.770,4	2.972,1
<b>Riesgo Directo Neto</b>	<b>10.847,7</b>	<b>17.218,2</b>	<b>30.443,1</b>	<b>45.634,7</b>	<b>62.079,1</b>
Garantías y otras deudas contingentes	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda neta indirecta (entes públicos exc. garantías)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Riesgo Final Neto</b>	<b>10.847,7</b>	<b>17.218,2</b>	<b>30.443,1</b>	<b>45.634,7</b>	<b>62.079,1</b>
<b>Datos sobre Riesgo Directo</b>					
% moneda extranjera	97,72	94,92	88,32	82,66	54,53
% no bancaria	86,61	89,90	91,09	87,62	85,35
% tasa de interés fija	86,97	87,82	83,67	79,89	61,24

\*- Incluye sólo el saldo de capital a vencer.

Fuente: Elaboración FIX sobre la base de la información proporcionada por la Ciudad de Buenos Aires.

P - Provisorio

## Anexo B

### Ciudad de Buenos Aires

#### Consolidado Administración Central y Organismos Descentralizados

	2013	2014	2015	2016	2017P
<b>Ratios de Desempeño Presupuestario</b>					
Balance operativo/Ingresos operativos (%)	14,89	15,01	7,35	10,85	18,12
Balance corriente/Ingresos Corrientes <sup>a</sup> (%)	13,50	13,39	5,07	7,93	14,64
Balance financiero/Ingresos totales <sup>b</sup> (%)	-7,50	-8,09	-9,48	-11,30	-5,93
Resultado final/Ingresos totales (%)	-3,43	-4,14	-5,62	-4,44	-1,43
Crecimiento de ingresos operativos (variación % anual)	42,32	34,32	27,47	58,17	39,35
Crecimiento de gasto operativo (variación % anual)	36,08	34,14	38,95	52,20	27,98
Crecimiento de balance corriente (variación % anual)	93,73	33,54	-51,88	148,43	156,12
<b>Ratios de Deuda</b>					
Crecimiento de deuda directa (variación % anual)	65,90	56,37	71,75	50,82	37,22
Intereses pagados/Ingresos operativos (%)	1,65	2,02	2,41	3,52	3,64
Balance operativo/Intereses pagados (x)	9,04	7,42	3,05	3,08	4,98
Servicios de deuda directa/Ingresos corrientes (%)	2,60	5,56	8,63	13,38	13,07
Servicios de deuda directa/Balance operativo (%)	17,54	37,20	117,63	124,20	72,27
Deuda Directa/Ingresos operativos (%)	24,72	28,72	38,83	36,84	36,45
Riesgo Directo/Ingresos corrientes (%)	24,72	28,72	38,83	36,84	36,45
Deuda directa/Balance corriente (x)	1,83	2,14	7,65	4,65	2,49
Riesgo directo/Balance corrientes (x)	1,83	2,14	7,65	4,65	2,49
Riesgo final neta/Ingresos corrientes (%)	22,91	27,02	37,61	35,40	34,78
Deuda directa/PBG (%)	1,80	2,18	2,99	n.d.	5,89
Deuda directa per capita (\$)	4.050	6.333	10.876	16.403	22.509
<b>Ratio de Ingresos</b>					
Ingresos operativos/Ingresos operativos presupuestados (%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Impuestos/Ingresos operativos (%)	94,66	94,93	95,08	95,10	93,37
Impuestos locales/Ingresos operativos (%)	90,56	90,44	89,81	77,18	77,54
Transferencias corrientes/Ingresos operativos (%)	1,02	0,93	0,89	1,20	2,31
Ingresos operativos/Ingresos totales <sup>b</sup> (%)	99,70	99,53	98,93	98,68	98,31
Ingresos totales <sup>b</sup> per capita (\$)	16.384	22.046	28.272	44.832	62.714
<b>Ratios de Gasto</b>					
Gasto operativo/Gasto operativo presupuestado (%)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Gasto en personal/Gasto operativo (%)	57,78	57,11	56,33	60,87	59,21
Transferencias Corrientes realizadas/Gasto operativo (%)	16,26	15,09	14,85	13,63	12,93
Gasto de capital/Gasto de capital presupuestado (%)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Gasto de capital/Gasto total (%)	19,36	19,25	13,35	16,38	18,98
Gasto de capital/PBG (%)	1,53	1,63	1,20	1,67	3,59
Gasto total per capita (\$)	17.769	24.611	32.697	54.299	72.268
<b>Financiamiento de Gasto de Capital</b>					
Balance corriente/Gasto de capital (%)	64,29	62,34	32,56	39,68	65,92
Ingresos de capital/Gasto de capital (%)	0,00	0,00	6,01	3,39	6,95
Endeudamiento neto/Gasto de capital (%)	19,35	18,38	25,00	34,54	20,57

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

<sup>a</sup> incluye intereses cobrados

<sup>b</sup> excluye nueva deuda

Fuente: Elaboración FIX sobre la base de la información proporcionada por la Ciudad de Buenos Aires.

P - Provisorio

## Anexo C. Instrumentos de Deuda

**Tabla 1: Títulos Públicos emitidos por la CBA**

Instrumento	Programa	Monto	Emisión	Vto.	Saldo (31/12/2017)	Tasa	Amortización
Serie 11	Bonos Tango	USD 500,0 millones	19/02/2015	19/02/2021	USD 500,0 millones	Fija 8,95% n.a. / Pagos Semestrales	Anual en los últimos tres años
Serie 12	Bonos Tango	USD 890,0 millones	01/06/2016	01/06/2027	USD 890,0 millones	Fija 7,50% / Pagos Semestralmente	3 pagos semestrales a partir del 01/06/2025.
Clase N°3 *	Mercado Local	USD 100,0 millones	15/03/2013	15/03/2018	USD 7,9 millones	Fija 3,98% n.a. / Pagos Semestrales	Semestral a partir del 15/09/2016
Clase N°4	Mercado Local	USD 327,1 millones	17/05/2013	17/05/2019	USD 44,8 millones	Fija 3,98% n.a. / Pagos Semestrales	Semestral a partir del 17/11/2016
Clase N°5	Mercado Local	USD 113,3 millones	20/12/2013	20/12/2019	USD 19,7 millones	Fija 1,95% n.a. / Pagos Semestrales	Semestral a partir del 20/06/2017
Clase N°6	Mercado Local	USD 146,8 millones	28/01/2014	28/01/2020	USD 122,3 millones	Fija 1,95% n.a. / Pagos Semestrales	Semestral a partir del 28/07/2017
Clase N°14*	Mercado Local	ARP 100,0 millones	20/01/2015	20/01/2018	ARP 14,0 millones	Variable la mayor entre Badlar mas 4,5%; y 95% de la tasa Lebac / Pagos Trimestrales	Al vencimiento
Clase N°15	Mercado Local	ARP 261,9 millones	24/06/2015	24/06/2018	ARP 21,8 millones	Fija 27,5% n.a (primeros 3 trimestres) / Variable Badlar + 4,9% (restantes 9 trimestres) / Paqos Trimestrales	5 pagos semestrales a partir del 24/06/2016.
Clase N°16	Mercado Local	ARP 948,0 millones	02/02/2016	02/02/2020	ARP 254,3 millones	Variable Badlar mas 4,45% / Pagos Trimestrales	4 pagos semestrales a partir del 02/08/2018.
Clase N°18	Mercado Local	ARP 1.705,5 millones	19/05/2016	19/05/2020	ARP 779,5 millones	Variable Badlar mas 5% / Pagos Trimestrales	4 pagos semestrales a partir del 19/11/2018.
Clase N°19	Mercado Local	ARP 1.378,0 millones	18/01/2017	23/07/2018	ARP 156,5 millones	Variable Badlar mas 3,25% / Pagos Trimestrales	Al vencimiento
Clase N°20	Mercado Local	ARP 3.707,8 millones	18/01/2017	23/01/2022	ARP 3.707,8 millones	Variable Badlar mas 5% / Pagos Trimestrales	Al vencimiento
Clase N°22	Mercado Local	ARP 9.429,0 millones	29/03/2017	29/03/2024	ARP 9.429,0 millones	Variable Badlar mas 3,25% / Pagos Trimestrales	Al vencimiento
Clase N°23	Mercado Local	ARP 7.063,9 millones	22/11/2017	22/02/2028	ARP 7.063,9 millones	Variable Badlar mas 3,75% / Pagos Trimestrales	Al vencimiento

\*Al 17/04/2018 se encuentran amortizados

## Anexo D. Dictamen de calificación

El Consejo de Calificación FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO “Afiliada de Fitch Ratings” - Reg. CNV N°9, reunido el día 17 de abril de 2018 subió la calificación de largo plazo de la Ciudad de Buenos Aires (CBA) a ‘AAA(arg)’ desde ‘AA+(arg)’, como así también la de los instrumentos de deuda, y confirmó calificación de corto plazo en ‘A1+(arg)’:

Detalle	Calificación Actual	Perspectiva Actual	Calificación Anterior	Perspectiva Anterior
Endeudamiento de Largo Plazo	AAA(arg)	Estable	AA+(arg)	Estable
Endeudamiento de Corto Plazo	A1+(arg)	No aplica	A1+(arg)	No aplica
Programa Eurobonos a Mediano Plazo por USD 2.290 millones:	AAA(arg)	Estable	AA+(arg)	Estable
Programa Letras del Tesoro por hasta ARP 10.000 millones	A1+(arg)	No aplica	A1+(arg)	No aplica
Programa Financiamiento Mercado Local por hasta USD 1.186 millones	AAA(arg)	Estable	AA+(arg)	Estable
TDP Clase N°4 por USD 327,1 millones	AAA(arg)	Estable	AA+(arg)	Estable
TDP Clase N°5 por USD 113,3 millones	AAA(arg)	Estable	AA+(arg)	Estable
TDP Clase N°6 por USD 146,8 millones	AAA(arg)	Estable	AA+(arg)	Estable
TDP Clase N°15 por ARP 261,9 millones	AAA(arg)	Estable	AA+(arg)	Estable
TDP Clase N°16 por ARP 948,0 millones	AAA(arg)	Estable	AA+(arg)	Estable
TDP Clase N°18 por ARP 1.705,5 millones	AAA(arg)	Estable	AA+(arg)	Estable
TDP Clase N°19 por ARP 1.378,0 millones	AAA(arg)	Estable	AA+(arg)	Estable
TDP Clase N°20 por ARP 3.707,8 millones	AAA(arg)	Estable	AA+(arg)	Estable
TDP Clase N°22 por ARP 9.429,0 millones	AAA(arg)	Estable	AA+(arg)	Estable
TDP Clase N°23 por ARP 13.262,5 millones	AAA(arg)	Estable	AA+(arg)	Estable

**Categoría AA(arg):** “AAA” nacional implica la máxima calificación asignada por FIX en su escala de calificaciones nacionales del país. Esta calificación se asigna al mejor crédito respecto de otros emisores o emisiones del país.

**Categoría AA(arg):** “AA” nacional implica una muy sólida calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país. El riesgo crediticio inherente a estas obligaciones financieras difiere levemente de los emisores o emisiones mejor calificados dentro del país.

**Categoría A1(arg):** Indica una muy sólida capacidad de pago en tiempo y forma de los compromisos financieros respecto de otros emisores o emisiones del mismo país. Cuando las características de la emisión o emisor son particularmente sólidas, se agrega un signo “+” a la categoría.

**Nota:** Los signos “+” o “-” son añadidos a una calificación nacional para mostrar una mayor o menor importancia relativa dentro de la correspondiente categoría, y no alteran la definición de la categoría a la cual se los añade. 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 en forma privada a diciembre de 2017 y a la siguiente información pública disponible en [www.buenosaires.gob.ar](http://www.buenosaires.gob.ar):

- Ejecuciones Presupuestarias para el período 2013-2017.
- Presupuesto aprobado del año 2018.
- Detalle de ingresos y egresos de la CBA.
- Stock de Deuda para el período 2013-2017. Perfil de vencimientos stock deuda consolidada.
- Detalle de Saldo de Caja y Bancos para cada cierre de ejercicio.

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](http://www.fixscr.com) o en [www.cnv.gob.ar](http://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 dissemination 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.