

## Provincia de Salta

### Informe Integral

#### Calificaciones

<b>Emisor</b>	
Largo Plazo en Escala Nacional	A-(arg)

#### Instrumentos de Deuda

TD garantizados con Regalías Hidrocarburíferas por US\$ 185 MM	A-(arg)
TD Clase 2 por \$400 MM	A-(arg)
TD por US\$ 350 MM	A-(arg)
TD – Títulos de Deuda	

#### Perspectiva

NEGATIVA para calificaciones de largo plazo de Emisor Y TD Clase 2.  
ESTABLE para los TD garantizados con regalías.

#### Información Financiera

Provincia de Salta	31 Dic 2017 P	31 Dic 2016
Ingresos Operativos (\$ millones)	40.469	30.085
Deuda Consolidada (\$ millones)	16.375	11.621
Balance Operativo/ Ingresos Operativos (%)	(2,6)	(3,9)
Servicio de Deuda/ Ingresos Corrientes (%)	6,1	5,1
Deuda Directa/ Balance Operativo (x)	(15,7)	(9,8)
Balance Operativo/ Intereses Pagados (x)	(0,7)	(1,5)
Gasto de Capital/ Gasto Total (%)	11,9	9,2
Balance Presupuestario/ Ingresos Totales (exc. Nueva Deuda) (%)	(10,9)	(7,5)
Balance Corriente/ Gasto de Capital (%)	(35,6)	(58,0)
P - Provisorio		

#### Analistas

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

**Analista Secundario**  
Soledad Reija  
Director Asociado  
+54 11 5235-8124  
[soledad.reija@fixscr.com](mailto:soledad.reija@fixscr.com)

**Responsable del sector**  
Mauro Chiarini  
Director Senior  
+54 11 5235-8140  
[mauro.chiarini@fixscr.com](mailto:mauro.chiarini@fixscr.com)

#### Factores Relevantes de la Calificación

**Ajustado margen operativo, aunque con mejoras:** FIX estima que en el 2018 se revertiría el margen negativo de 2017 (provisorio), y sería cercano al 5%, aunque FIX monitoreará la capacidad de la Provincia de contener el gasto en 2019 (año eleccionario) y contar con indicadores consistentes con el rango de calificación. En 2017 el margen registró una mejora con relación a 2016 (-2,6% frente al -3,9%) por una evolución positiva de los ingresos operativos (34,5%) y una moderada contención del gasto (32,8%). En los primeros 4 meses de 2018, FIX registra una notable mejora respecto a igual período del 2017 debido a que los ingresos operativos crecen por encima de los gastos en 14,5 puntos porcentuales (38,6% vs 24,1%). Los ingresos son impulsados por los de origen nacional y la suba en las alícuotas de Ingresos Brutos, al tiempo que se registra una contención del gasto salarial (23,7% interanual).

**Baja flexibilidad presupuestaria:** desde 2013 se registra una suba sostenida en la rigidez presupuestaria entendida como el gasto en personal sobre los ingresos operativos, producto de las presiones inflacionarias sobre los salarios. La Provincia de Salta (PS), registró un ratio del 69% en 2016, levemente moderado en 2017 (66,2%), aunque aún elevado contra el consolidado provincial (58,5%). En los primeros 4 meses del año, FIX registra una sensible mejora en la flexibilidad presupuestaria (59% frente al 66,2% a igual período de 2017).

**Menor presión servicios de deuda:** en 2017 los servicios de deuda fueron ajustados a raíz de la generación de un balance operativo negativo. FIX estima que en 2018 la PS registraría un margen operativo positivo, que impactaría en una mejora en la capacidad de pago. De sostenerse la mejora en los márgenes, la PS no debería recurrir a la emisión de Títulos de Deuda en 2018 para cubrir sus necesidades de financiamiento, lo que reduce los riesgos de refinanciación.

**Adecuado nivel de endeudamiento:** el peso relativo de la deuda en término de los ingresos corrientes es adecuado, en 2017 representó un 40% comparado al 38,5% en el 2016 y 39,3% del consolidado provincial. FIX prevé que al cierre del 2018 el nivel de apalancamiento se ubique en un 38,2% de los ingresos corrientes estimados para el año. Respecto a la composición de deuda, al 31/03/2018, el 56,4% del stock estaba denominado en moneda extranjera, pero el riesgo cambiario está mitigado en parte por ingresos vinculados al USD (regalías).

**Ajustada liquidez:** al cierre de 2017, los saldos líquidos permitieron cubrir sólo 0,1x (veces) la deuda flotante. En los primeros 4 meses del 2018, la PS pudo recomponer sus márgenes, lo que indujo a una notable mejora en los deteriorados indicadores de liquidez exhibidos en 2017. Salta a fines de cubrir déficits transitorios del tesoro, recurre a la utilización del FUCO (que le permite usar parte de las disponibilidades de caja sin costo financiero), adelantos de coparticipación intrames y asistencias de Nación a través del Fondo Fiduciario para el Desarrollo Provincial (FFDP). La Provincia no planea utilizar la emisión de Letras del Tesoro durante 2018.

#### Sensibilidad de las Calificaciones

**Perspectiva Negativa:** sino se consolidan las mejoras observadas en el desempeño operativo en los primeros meses del 2018, podría derivar en una baja de las calificaciones. De lo contrario, una materialización de la mejora en los márgenes operativos con un impacto positivo en la capacidad de pago de la Provincia, podría derivar en un cambio de la perspectiva.

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

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

## Resumen: Fortalezas y Debilidades

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

Nota: \* conceptos analizados en el contexto Nacional y Regional

Fuente: FIX

### Fortalezas:

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

### Debilidades:

- Deterioro de los márgenes operativos, aunque con tendencia positiva.
- Dependencia de los ingresos federales.
- Elevada rigidez presupuestaria por el lado del gasto. Presiones inflacionarias y salariales en el gasto.
- Perfil socio-económico bajo.

## Marco institucional

### Contexto nacional

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

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.

### Criterios Relacionados

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

FIX considera que el tratamiento de estos temas estructurales, implicarán cambios profundos en materia de redistribución de recursos, responsabilidades del gasto entre Nación-Provincias y financiamiento de obras públicas. Esto se vio plasmado en parte en el Acuerdo Nación-Provincias del 23 de mayo de 2016 y en la Ley N° 27.260 que abordan estos temas y en algunos casos lo inicia como son la armonización de regímenes jubilatorios y una reforma tributaria.

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.

## Provincia de Salta

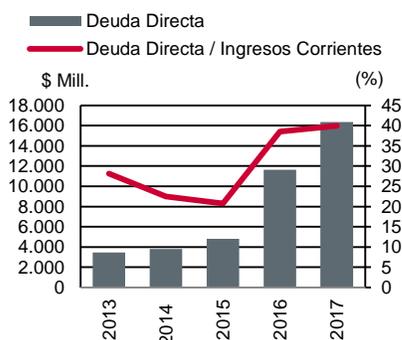
De acuerdo a la Constitución de la Provincia de Salta, la administración del gobierno provincial es responsabilidad del Poder Ejecutivo, cuyos titulares son el Gobernador y Vicegobernador, elegidos directamente por el voto popular. El mandato de gobierno dura cuatro años, con posibilidad de re-elección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

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

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

El Consenso Fiscal (punto III), estipula las exenciones y alícuotas de Ingresos Brutos (IIBB) para cada actividad económica que no deberán ser superiores a las fijadas en el Anexo I del Consenso. En este marco, la PS sancionó la Ley 8.064 que adhiere al Consenso Fiscal y reforma las alícuotas de IIBB para cada actividad y converge a los topes fijados por el mismo.

**Gráfico 1: Deuda Directa de Salta**



Fuente: Provincia de Salta

## Deuda y Liquidez

### Deuda

Al cierre de 2017, la deuda directa ascendió a \$16.357 millones, equivalente a 40% de los ingresos corrientes. En 2016 esta deuda era de \$11.621 millones, equivalente al 38,5% de los ingresos corrientes, por lo que durante 2017 se registró una estabilidad en el nivel de apalancamiento provincial en términos del presupuesto. FIX estima que el stock de deuda al cierre del 2018 alcanzaría los \$20.847 millones, asumiendo un tipo de cambio de \$ 27 al 31/12/2018, equivalente al 38,2% de los recursos corrientes estimados por la calificadora. Debido a que la PS planea cancelar parte de la deuda con el Gobierno Nacional a partir de un canje de los bonos percibidos del Consenso Fiscal (punto II c), el nivel de apalancamiento podría ser incluso menor (36,4%). En 2015, el apalancamiento era sustancialmente menor, del 20,7%, debiéndose el sensible incremento a las emisiones de deuda en el mercado internacional.

Asimismo, la capacidad de pago de la Provincia se tornó más ajustada, en el 2016 la deuda representó -9,8x el balance operativo mientras que en el 2017 fue de -15,7x debido al registro de márgenes operativos negativos (ver Gráfico 1).

En abril del 2015, la Provincia emitió un bono en el mercado local por \$250 millones garantizado con recursos de coparticipación de impuestos, que fue totalmente amortizado el 24/04/2018. Esta emisión fue la primera fase de la autorización de la Ley Nro.1207, que autoriza una deuda total de hasta \$650 millones a emitirse en el período 2015-2019 con el objetivo de aplicar los recursos a proyectos de agua y alcantarillado. Dentro de este marco legal, en diciembre del 2017 (22/12/2017), la Provincia emitió \$400 millones, que se amortizaran en un solo pago al vencimiento y devengan una tasa fija durante los dos primeros dos trimestres y variable (BADLAR más 5%) para los períodos restantes, con pagos trimestrales. Si bien los TD Clase 2 cuentan con garantía de los recursos de coparticipación, la misma se ejecuta ante incumplimiento de la Provincia y no mediante un fideicomiso en garantía

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

**Tabla 1: Instrumentos de Deuda Vigentes**

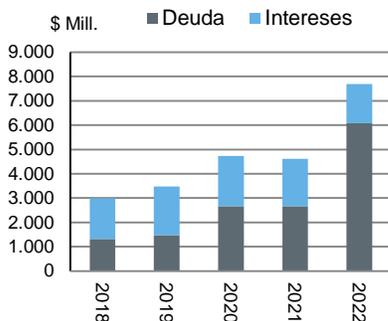
Instrumento	Monto	Emisión	Vto.	Saldo (31/12/2017)	Tasa	Amortización
Bono Garantizado con Regalías de Hidrocarburos	US\$ 185.000.000	16/03/2012	16/03/2022	US\$ 92.536.999	Fija 9,5% n.a. / Pagos Trimestrales	Cuotas iguales trimestrales a partir del 16/12/2013
Títulos de Deuda	US\$ 350.000.000	07/07/2016	07/07/2024	US\$ 350.000.000	Fija 9,125% n.a./ Pagos en 3 cuotas de US\$ 99,99 millones (07/07/22), US\$ 99,99 millones (07/07/23) y el saldo pendiente de cancelación US\$ 100,020 millones (07/07/23)	Tres Cuotas anuales en los últimos 3 años
Títulos de Deuda Clase 2	h/ \$ 400.000.000	22/12/2017	22/12/2021	\$ 400.000.000	Fija (primeros 2 trimestres) / Variable + 5% (restantes 9 trimestres).	Al vencimiento

El total de deuda autorizado por Presupuesto 2018 asciende a \$ 3.130 millones el cual incluye el préstamo de libre disponibilidad con el Fondo de Garantía de Sustentabilidad en el marco del Acuerdo Nación-Provincias por un monto de \$856 millones (ya percibido), \$177 millones con el BID (en trámite), y \$ 2.000 millones con el FFDP (\$ 1.500 millones ya recibidos y la Provincia podría acceder a \$ 500 millones adicionales en junio), entre otros créditos.

FIX considera que las condiciones de la deuda son adecuadas, si bien en los últimos años aumentó la exposición cambiaria: en 2017 la deuda denominada en moneda extranjera fue de 59,1% frente a un 44,5% en el 2013. El crecimiento tuvo su correlato principalmente en la emisión de US\$ 350 millones mencionados anteriormente. Debe destacarse que gran parte del riesgo cambiario está mitigado en parte por ingresos vinculados al USD (regalías). Si consideramos los servicios de deuda en moneda extranjera en 2018, el mismo representa el 14,4% de los ingresos por regalías proyectados, lo que demuestra un adecuado calce entre ingresos y la deuda en moneda extranjera. En el período 2019-2021 se incrementa a un promedio de 40% y se eleva al 119% en 2022, año en el que comienza la amortización de los TD por USD 350 millones. A su vez, la deuda está pactada a tasa fija en un 85%.

En cuanto a los niveles de sostenibilidad, en 2017 el servicio de la deuda totalizó \$2.504,6 millones (\$1.529 millones de interés y \$ 976 millones de capital), absorbiendo un 6,1% de los ingresos corrientes y un -239,6% del balance operativo. El deterioro del indicador de

**Gráfico 2: Perfil Amortización de Deuda**



Fuente: Provincia de Salta

sostenibilidad con relación al balance operativo responde principalmente a un desempeño operativo más ajustado.

FIX espera que los servicios de deuda absorban en 2018 el 102,6% del margen operativo proyectado por la calificadora y se mantenga en niveles ajustados para el período 2019-2020, asumiendo la recomposición del margen operativo que la Calificadora observa al cierre del 2017, los primeros 4 meses de 2018 y sus estimaciones para 2018. La evolución de este indicador dependerá de la habilidad de Salta para sostener en el tiempo el ahorro operativo más robusto que evidencia en los primeros 4 meses del año.

## **Liquidez**

Los indicadores de liquidez se deterioraron fuertemente al cierre de 2017, producto de una fuerte concentración de vencimientos al cierre del ejercicio y a la presión de márgenes operativos negativos. En el 2017 los saldos líquidos netos de la utilización del Fondo Unificado de Cuentas Oficiales (FUCO) representaron un escaso 0,6% los ingresos totales y 0,1x la deuda flotante. Estos indicadores en 2016 registraron un 5,9% y 4,6x, marcando una importante deterioro en los niveles de liquidez con respecto a 2017. Los buenos índices reflejados al cierre de 2016 se debían a la emisión del Bono internacional. En los primeros 4 meses del año, a raíz de un fuerte crecimiento de los ingresos y control del gasto, la PS registró márgenes operativos y resultados financieros superavitarios, que junto a los créditos obtenidos de Nación y Anses, permitieron recuperar los niveles de liquidez, con disponibilidades equivalentes al 15,5% de los ingresos totales, suficientes para 1,0x la deuda flotante.

La deuda flotante al cierre de 2017 se incrementó al 6,7% respecto de los ingresos operativo (en 2016 era del 1,4%) y un nivel de rotación de 20,8 días del gasto primario. Este incremento se debió fundamentalmente a obligaciones salariales a cargo de la PS que saldó en los primeros días de 2018. FIX registra que estos indicadores reflejan niveles razonables en los primeros 4 meses del 2018 y espera se sostengan durante el presente ejercicio.

En cuanto a la deuda de corto plazo, actualmente la Provincia no tiene en circulación Letras del Tesoro y no tiene planeado hacer uso de esta fuente de financiamiento durante 2018. No obstante, tiene autorización (Ley 8.070, artículo 5), por un monto total de \$ 2.389 millones. La participación relativa de este instrumento financiero en el presupuesto 2018 de Salta se mantiene en un nivel razonable del orden del 5%.

Otro de los mecanismos para hacer frente a situaciones de falta de liquidez son adelantos de coparticipación por parte del Gobierno Nacional, que se cancelan durante el mismo mes en que fueron solicitados a cuenta de futuros ingresos coparticipables. La PS utilizó estos adelantos los primeros 5 meses del año por \$ 500 millones mensuales para hacer frente al pago de haberes, y luego fueron retenidos los fondos coparticipables hasta su cancelación total.

## **Contingencias**

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

La principal contingencia que enfrentan las provincias argentinas son los eventuales déficits contraídos por el sistema previsional, aunque Salta pertenece al grupo de provincias que cedió su fondo de pensión al Gobierno Federal. La Provincia no es responsable de eventuales

desfinanciamientos, habitualmente realiza aportes al sistema previsional a fines de elevar el nivel de retribución a los jubilados provinciales FIX no observa ningún riesgo contingente en este aspecto.

## Desempeño Presupuestario

El sector público de Salta consiste en la administración central, los organismos descentralizados y las empresas públicas. Los Anexos A y B incluyen las cuentas de la administración central y los organismos descentralizados, mientras que las empresas públicas presentan sus presupuestos y liquidaciones de manera individual. Se analizaron las cuentas de inversión 2013-2016, ejecuciones presupuestarias 2017, y parciales a abril de 2018, así como el Presupuesto 2018.

## Ingresos operativos

Los ingresos operativos de Salta registraron un crecimiento nominal del 34,5% en el 2017 respecto al 2016. La variación de estos ingresos se explica por un crecimiento combinado de los ingresos provinciales (consolidando tributarios y no tributarios) en un 39,5% y de los ingresos federales en un 34,4%, impulsados por la devolución parcial del 15% de la masa coparticipable. El incremento en ambos rubros está relacionado principalmente con la variación en el nivel de precios, y el crecimiento económico, dado que estos ingresos en su mayor parte son pro-cíclicos.

La estructura de ingresos de Salta es dependiente de las transferencias de origen federal, principalmente por la coparticipación. En 2017 las participaciones federales representaron el 74,4% de los ingresos operativos y en el período 2013-2016 fueron en promedio un 76,2%, estando por encima de la media provincial (55,8% en 2017). Sin embargo, la dependencia presupuestaria con el Gobierno Federal es propia de las provincias con indicadores socioeconómicos relativamente débiles y con habitantes de mediana-baja capacidad contributiva. FIX destaca que estos recursos se distribuyen en forma automática bajo lo estipulado por Ley (coparticipación de impuestos) y no se encuentran expuestos a ninguna discrecionalidad, lo que proporciona a esta estructura de ingresos estabilidad y previsibilidad sobre el flujo de recursos.

FIX prevé que los niveles de autonomía fiscal se fortalecerían en el 2018 dado el incremento en las alícuotas de IIBB y en los precios de los hidrocarburos que repercuten en mayores ingresos por regalías, aun teniendo en cuenta la devolución parcial del 15% de la masa coparticipable acordada entre el Gobierno Federal y las Provincias en el año 2016. En 2016 comenzó la distribución del 3%, en el 2017 se eleva al 6%, y así progresivamente hasta llegar al total (15%). En los primeros 4 meses del 2018, FIX registra que los ingresos propios de la PS se incrementan a un ritmo del 40,1%, mientras que los de origen nacional lo hacen al 36,9%, por lo que espera que los niveles de autonomía fiscal sean fortalecidos.

La Provincia sancionó el 18/01/2018 la Ley 8.064 de adhesión al Consenso Fiscal y adecuación de alícuotas de impuestos provinciales. Por la misma, se adecuaron las alícuotas de los impuestos provinciales a las fijadas como topes en el Consenso Fiscal. Por este motivo, la PS elevó algunas alícuotas y redujo otras para el año 2018, y luego convergen a los topes fijados por el Consenso Fiscal. Estos cambios tendrían un impacto fiscal positivo por el lado de los ingresos provinciales recaudados por este impuesto en el año 2018 y 2019 (estimados en \$1.400 millones en 2018, y no incluidos en los supuestos de elaboración del Presupuesto). No obstante, esta reforma impactará, a partir del año 2019, en menores recursos recaudados por este impuesto e implicaría una reducción de la incidencia de este impuesto sobre el total de recursos propios de la PS.

El Consenso Fiscal tendría un impacto neutro por el lado de los ingresos tributarios de origen nacional percibidos por la Provincia, pero uno positivo por el lado de la emisión de títulos públicos nacionales depositados por \$ 4.400 millones (que serían utilizados en parte para cancelar deuda

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

	2015	2016	2017P
– Ingresos Brutos	3.714	5.101	6.843
– Sellos	388	513	794
– Inmobiliario	52	66	68
– Otros	207	352	376
<b>Tributarios provinciales</b>	<b>4.361</b>	<b>6.032</b>	<b>8.082</b>
<b>Regalías</b>	<b>502</b>	<b>802</b>	<b>1.013</b>
<b>Tasas, Derechos y otros</b>	<b>286</b>	<b>398</b>	<b>777</b>
<b>Tributarios nacionales</b>	<b>16.514</b>	<b>20.091</b>	<b>28.110</b>
<b>Transferencias corrientes</b>	<b>1.401</b>	<b>1.776</b>	<b>2.452</b>
<b>Total ingresos operativos<sup>a</sup></b>	<b>23.173</b>	<b>30.085</b>	<b>40.469</b>

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

P - Provisorio

Fuentes: Salta y cálculos de FIX

con el Gobierno Nacional), que le redituarian servicios luego del canje por \$ 50 millones mensuales, desde agosto de 2018 y por el transcurso de 10 años.

Salta cuenta con las regalías hidrocarburíferas, que gravan la producción de gas y petróleo que realizan las concesionarias privadas en territorio salteño, que son el único componente de ingresos relevante recaudado por la propia provincia y que no es totalmente pro-cíclico. El mercado hidrocarburífero en Argentina en los últimos años ha estado fuertemente regulado por el Gobierno Federal, con precios y volúmenes administrados que desincentivaron la exploración de nuevos yacimientos. Cambios recientes en la política nacional de energía con aumentos en el cuadro tarifario de gas impactaron positivamente en la recaudación de regalías, en 2017 se incrementaron un 26,3% interanual y FIX estima que dado el incremento internacional de los precios y la devaluación más acelerada que la presupuestada, estos ingresos se incrementarían en un 35,5% durante 2018. FIX sigue de cerca la evolución del mercado de hidrocarburos a nivel nacional y regional.

De acuerdo al Presupuesto 2018, se espera que los ingresos operativos aumenten un 16,9% en términos nominales respecto a lo efectivamente recaudado en 2016. Sin embargo, FIX estima que el crecimiento sería sensiblemente mayor (+33,5%), dado: a) el impacto fiscal de la suba de alícuotas de IIBB, b) suba de la unidad tributaria e indexación de la misma al IPC, c) la moratoria tributaria en curso (regularización de deudas provinciales de origen tributario, laboral, regalías, cánones y servicios con vencimiento hasta 30.6.2017), d) la ampliación de la base tributaria por inclusión de servicios digitales con convenios de colaboración con AFIP, e) actualización de los valores fiscales del Inmobiliario Rural f) las rentas de propiedad que recibirá la Provincia por los títulos del Consenso Fiscal (\$ 250 millones en 2018), g) mayores expectativas de inflación y h) devaluación del tipo de cambio, variables no contempladas en los supuestos de elaboración del Presupuesto 2018.

## Gastos operativos

Al igual que en todas las provincias argentinas, la estructura de gastos de Salta en los últimos cinco años se volvió más rígida, en el sentido de que fue aumentando la participación del gasto operativo sobre las erogaciones totales. Esto ha sido consecuencia de las presiones inflacionarias y salariales, y la mayor provisión de servicios públicos. Asimismo, la flexibilidad presupuestaria se ha deteriorado sensiblemente en el período 2013-2017, el gasto operativo pasó de representar el 92,2% del ingreso operativo en 2013, al 102,6% en 2017. Si bien el Presupuesto 2018 estima que este indicador se ubicaría en 96,6%, FIX entiende será incluso mejor, en el orden del 94,6%, debido a las iniciativas de contención del gasto, el impacto positivo por el lado de las transferencias a Municipios del Consenso Fiscal, y a una mejor dinámica de los ingresos operativos que de los gastos operativos. Los primeros 4 meses del 2018 registran un ratio del 89%, 10 puntos porcentuales debajo del 99,5% registrado a igual período de 2017.

El gasto operativo de la Provincia en 2017 aumentó un 32,8% respecto a 2016. El aumento se explicó por el crecimiento del gasto en personal (29,0%), bienes y servicios (51,3%) y transferencias corrientes (37,7%). El aumento en personal estuvo debajo de lo registrado en el período 2013-2016, cuando registró un crecimiento promedio anual del 44,9%.

El gasto en personal pasó absorber el 69,0% de los ingresos operativos de 2016 al 66,2% en 2017, mientras que en 2013 representaba sólo el 56,2%. El Presupuesto 2018 estima que se destinará el 60% de los ingresos operativos al pago de personal, pero FIX estima sería levemente mayor (61%). Por su parte, la tendencia creciente de las transferencias corrientes en los últimos años se debe en parte al ritmo de los mayores fondos de coparticipación transferidos a los municipios y de los subsidios de la Provincia a hospitales, entes públicos y cooperativas. A partir

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

	2015	2016	2017P
- Personal	14.562	20.773	26.802
- Bs y Ss no personales	1.670	1.971	2.981
-Transferencias corrientes	6.266	8.480	11.674
<b>Total gastos operativos<sup>a</sup></b>	<b>22.499</b>	<b>31.269</b>	<b>41.514</b>

<sup>a</sup> - no incluye intereses pagados

P - Provisorio

de 2018 la PS decidió no continuar con la política de subsidios al transporte, agua y energía, lo que redundaría en un congelamiento de este gasto.

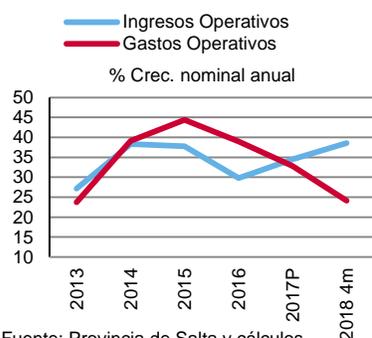
Para el 2018 se presupuestó un incremento nominal en los gastos operativos de 9,4% respecto a lo ejecutado en 2017, pero FIX espera se encuentre muy por encima de estas previsiones (23,1%), principalmente debido a que el presupuesto no contempló el acuerdo salarial para el corriente año. Durante el transcurso de febrero se firmó el convenio salarial con el gremio docente, fijándose un incremento del 15% en 4 tramos (febrero, mayo, julio y septiembre). FIX a fines de estimar sus variables utiliza supuestos más conservadoras, proyectando la aplicación de una cláusula gatillo a partir de noviembre, en línea con la inflación esperada por la Calificadora.

Las principales medidas tomadas en 2018 para contener el incremento del gasto operativo son: a) congelamiento salarial de la planta política junto a una prohibición a nuevas designaciones, b) intimaciones para acceder a la jubilación a los trabajadores que reúnen las condiciones (aproximadamente 2 mil sobre 69 mil de la planta de empleados), c) control del gasto en bienes y servicios, d) sustancial reducción de los subsidios al transporte de pasajeros y provisión de agua potable, e) reducción de la cantidad de Ministerios y Secretarías de Estado.

### Ahorro operativo e inversión pública

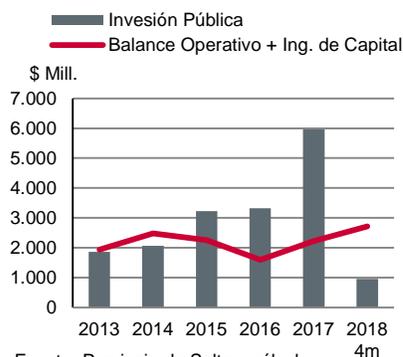
En los últimos años, Salta registra una caída sostenida en los márgenes operativos, la cual se acentúa en los últimos tres años (2015, 2016 y 2017), producto de las presiones inflacionarias sobre los salarios y el gasto. En 2017 el margen operativo fue deficitario por segunda vez en los últimos 5 años (-3,9% en 2016 y -2,6% en 2017). Mientras que en 2016 hubo una importante contención del gasto en capital que impidió un fuerte deterioro del balance financiero (-7,5%), en 2017 el crecimiento de los gastos de capital (+79,8%), impulsó fuertemente el resultado financiero deficitario (-10,9% en 2017). Si bien el Presupuesto 2018 estima un resultado financiero del -4,7%, FIX registra en los primeros 4 meses del año un superávit financiero del 6,8% (contra -3,6% a igual período de 2017) a raíz del incremento sustancial de los ingresos, una contención de los gastos corrientes, y a una fuerte retracción de la inversión pública, que registra una caída nominal interanual del -37,5%.

**Gráfico 3: Ingresos y Gastos Operativos de Salta**



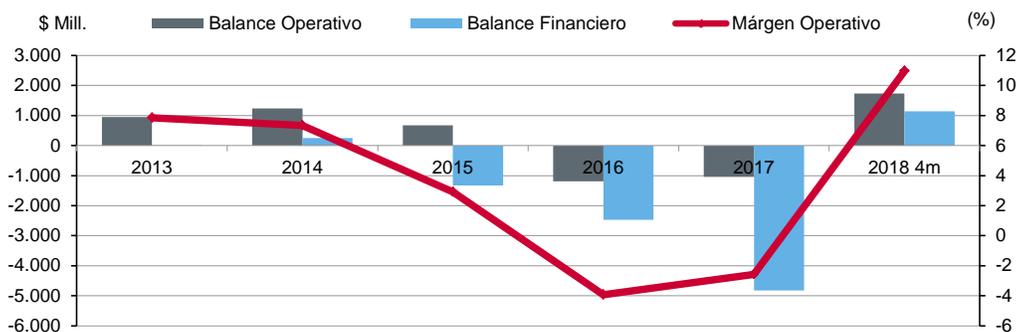
Fuente: Provincia de Salta y cálculos de FIX

**Gráfico 5: Ahorro e Inversión de Salta**



Fuente: Provincia de Salta y cálculos de FIX

**Gráfico 4: Desempeño Presupuestario de Salta**



Fuente: Provincia de Salta y cálculos de FIX

Los márgenes operativos sumados a los ingresos de capital permitieron a la Provincia financiar el 100% la inversión pública durante el período 2013-2014, debiendo recurrir al endeudamiento en el período 2015-2017 para financiar las inversiones de capital (ver Gráfica 5). Los balances financieros han sido volátiles, pero desde 2015 registran niveles deficitarios, llegando a su nivel más bajo en 2017 (ver Gráfico 4).

En el último años se registra un incremento de la participación del gasto de capital en el total del gasto (representó 11,9% en 2017 frente a un 9,2% en 2016), en línea con el promedio histórico

del período 2013-2016 que alcanzó un 11,5%. El Presupuesto 2018 estima destinar un 13,16% del gasto total a la inversión, pero FIX estima será sensiblemente menor.

Dado que es una prioridad del gobierno mantener un buen nivel de obra pública, la Provincia busca fuentes de financiamiento alternativas. En el 2012 se emitió el Bono garantizados con regalías hidrocarburíferas a fin de invertir en obras de infraestructura en las zonas más postergadas de la Provincia (región norte) y a principios del 2015 recurrió al mercado de capitales para invertir en obras básicas de agua potable y saneamiento. La emisión de julio del 2016 por USD350 millones estuvo destinada a planes de infraestructura pública y estímulo económico. En esta línea se emitió en diciembre de 2017 los TD Clase 2 para continuar con el plan de obras básicas de agua potable y saneamiento.

En 2018 la PS no presupuesta recurrir al mercado de capitales con títulos de largo plazo. Si bien estima acceder al endeudamiento por hasta \$ 3.118 millones, estos serán provistos principalmente por el Gobierno Nacional (\$2.000 millones) y Anses (\$ 889 millones).

## Gestión y Administración

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

El objetivo de gobierno del Sr. Urtubey es profundizar la provisión y cobertura de servicios sociales e inversión pública, pero adicionando fuertes incentivos a una actividad económica privada todavía poco desarrollada en la provincia. Adicionalmente, es prioridad de este gobierno impulsar la inversión en obra pública como fuente de desarrollo económico y motor de crecimiento de la provincia. Finalmente, las autoridades económicas de la Provincia resaltaron que será en los dos últimos años de esta gestión, dar prioridad a una mirada fiscal de la gestión, logrando la convergencia fiscal al equilibrio en 2019.

## Perfil Socioeconómico

### Población

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

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

### Economía

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

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

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

### **Desempleo y pobreza**

Históricamente el noroeste argentino es una de las regiones argentinas con los indicadores de desempleo y pobreza más altos. Sin embargo, a partir de 2003, debido a la recuperación económica y a la mayor provisión de servicios sociales e inversión pública, este perfil comenzó a revertirse. Según INDEC, la tasa de desempleo salteña fue del 8,3% al cierre del 2017 comparada con el pico del 20,9% en mayo de 2002, mientras que la tasa de pobreza al cierre de 2017 alcanzó un 24,2% versus el 70,3% en octubre de 2002.

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

## Anexo A

### Provincia de Salta

#### Consolidado Administración Central y Organismos Descentralizados

\$ Millones	2013	2014	2015	2016	2017P
Impuestos (incluye Coparticipación de Impuestos)	10.914,0	15.050,9	20.874,5	26.992,2	36.191,6
Otras transferencias Corrientes recibidas	766,2	1.086,1	1.400,5	1.775,8	2.451,5
Regalías, tasas, derechos, otros ingresos no tributarios	474,2	680,1	897,8	1.317,0	1.826,2
<b>Ingresos Operativos</b>	<b>12.154,4</b>	<b>16.817,2</b>	<b>23.172,8</b>	<b>30.085,0</b>	<b>40.469,3</b>
Gastos operativos	(11.200,3)	(15.582,0)	(22.499,0)	(31.269,2)	(41.514,4)
<b>Balance Operativo</b>	<b>954,2</b>	<b>1.235,3</b>	<b>673,8</b>	<b>(1.184,2)</b>	<b>(1.045,2)</b>
Intereses cobrados	162,9	165,5	55,1	74,8	448,3
Intereses pagados	(222,3)	(326,1)	(405,1)	(813,7)	(1.528,5)
<b>Balance Corriente</b>	<b>894,8</b>	<b>1.074,7</b>	<b>323,8</b>	<b>(1.923,1)</b>	<b>(2.125,4)</b>
Ingresos de capital	975,6	1.240,6	1.576,5	2.773,9	3.265,4
Gasto de capital	(1.858,9)	(2.062,4)	(3.222,8)	(3.318,1)	(5.966,0)
<i>Balance de capital</i>	<i>(883,3)</i>	<i>(821,8)</i>	<i>(1.646,3)</i>	<i>(544,2)</i>	<i>(2.700,6)</i>
<b>Balance Financiero</b>	<b>11,5</b>	<b>252,9</b>	<b>(1.322,5)</b>	<b>(2.467,3)</b>	<b>(4.826,1)</b>
Nueva deuda	37,6	48,2	360,4	6.382,4	1.347,0
Amortización de deuda	(219,3)	(545,0)	(627,2)	(717,5)	(976,1)
<i>Endeudamiento neto: aumento, (disminución)</i>	<i>(181,6)</i>	<i>(496,8)</i>	<i>(266,9)</i>	<i>5.664,9</i>	<i>370,9</i>
<b>Resultado Final</b>	<b>(170,2)</b>	<b>(243,9)</b>	<b>(1.589,3)</b>	<b>3.197,7</b>	<b>(4.455,2)</b>
<b>DEUDA</b>					
Corto Plazo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Largo Plazo	2.905,6	3.130,7	4.655,9	11.621,1	16.357,5
<b>Deuda Directa</b>	<b>2.905,6</b>	<b>3.130,7</b>	<b>4.655,9</b>	<b>11.621,1</b>	<b>16.357,5</b>
+ Deuda cuasi directa	564,1	683,1	159,8	604,2	471,3
<b>Riesgo Directo</b>	<b>3.469,7</b>	<b>3.813,8</b>	<b>4.815,7</b>	<b>12.225,4</b>	<b>16.828,8</b>
- Liquidez	766,5	242,5	427,4	1.953,9	285,9
<b>Riesgo Directo Neto</b>	<b>2.703,2</b>	<b>3.571,3</b>	<b>4.388,4</b>	<b>10.271,4</b>	<b>16.542,9</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>2.703,2</b>	<b>3.571,3</b>	<b>4.388,4</b>	<b>10.271,4</b>	<b>16.542,9</b>
<b>Datos sobre Riesgo Directo</b>					
% moneda extranjera	53,1	58,7	55,8	68,7	59,1
% no bancaria	87,1	84,3	82,3	65,5	53,3
% tasa de interés fija	79,2	76,2	60,3	n.d.	84,9

n.d.- no disponible

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

## Anexo B

### Provincia de Salta

#### Consolidado Administración Central y Organismos Descentralizados

	2013	2014	2015	2016	2017P
<b>Ratios de Desempeño Presupuestario</b>					
Balance operativo/Ingresos operativos (%)	7,9	7,3	2,9	(3,9)	(2,6)
Balance corriente/Ingresos Corrientes <sup>a</sup> (%)	7,3	6,3	1,4	(6,4)	(5,2)
Balance financiero/Ingresos totales <sup>b</sup> (%)	0,1	1,4	(5,3)	(7,5)	(10,9)
Resultado final/Ingresos totales (%)	(1,3)	(1,3)	(6,4)	9,7	(10,1)
Crecimiento de ingresos operativos (variación % anual)	27,2	38,4	37,8	29,8	34,5
Crecimiento de gasto operativo (variación % anual)	23,7	39,1	44,4	39,0	32,8
Crecimiento de balance corriente (variación % anual)	102,3	20,1	(69,9)	(693,8)	10,5
<b>Ratios de Deuda</b>					
Crecimiento de deuda directa (variación % anual)	16,2	9,0	20,8	58,6	29,0
Intereses pagados/Ingresos operativos (%)	1,8	1,9	1,7	2,7	3,8
Balance operativo/Intereses pagados (x)	4,3	3,8	1,7	(1,5)	(0,7)
Servicios de deuda directa/Ingresos corrientes (%)	3,6	5,1	4,4	5,1	6,1
Servicios de deuda directa/Balance operativo (%)	46,3	70,5	153,2	(129,3)	(239,6)
Deuda Directa/Ingresos operativos (%)	28,2	22,5	20,7	38,5	40,0
Riesgo Directo/Ingresos corrientes (%)	32,7	26,5	21,4	40,5	41,1
Deuda directa/Balance corriente (x)	3,9	3,5	14,9	(6,0)	(7,7)
Riesgo directo/Balance corrientes (x)	4,5	4,2	15,4	(6,4)	(7,9)
Riesgo final neta/Ingresos corrientes (%)	26,5	25,1	19,6	34,1	40,4
Deuda directa/PBG (%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Deuda directa per capita (\$)	2855,2	3138,4	3962,9	9563,1	13460,7
<b>Ratio de Ingresos</b>					
Ingresos operativos/Ingresos operativos presupuestados (%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Impuestos/Ingresos operativos (%)	89,8	89,5	90,1	89,7	89,4
Impuestos locales/Ingresos operativos (%)	20,5	21,3	20,9	22,3	22,3
Transferencias corrientes/Ingresos operativos (%)	6,3	6,5	6,0	5,9	6,1
Ingresos operativos/Ingresos totales <sup>b</sup> (%)	91,4	92,3	93,4	91,4	91,6
Ingresos totales <sup>b</sup> per capita (\$)	10.939	14.996	20.412	27.101	36.358
<b>Ratios de Gasto</b>					
Gasto operativo/Gasto operativo presupuestado (%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Gasto en personal/Gasto operativo (%)	61,0	63,2	64,7	66,4	64,6
Transferencias Corrientes realizadas/Gasto operativo (%)	30,6	29,1	27,9	27,3	28,3
Gasto de capital/Gasto de capital presupuestado (%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Gasto de capital/Gasto total (%)	13,8	11,1	12,0	9,2	11,9
Gasto de capital/PBG (%)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Gasto total per capita (\$)	11.110	15.236	22.016	29.722	41.133
<b>Financiamiento de Gasto de Capital</b>					
Balance corriente/Gasto de capital (%)	48,1	52,1	10,0	(58,0)	(35,6)
Ingresos de capital/Gasto de capital (%)	52,5	60,2	48,9	83,6	54,7
Endeudamiento neto/Gasto de capital (%)	(9,8)	(24,1)	(8,3)	170,7	6,2

n.a. 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 Provincia de Salta (cuentas de inversión cerradas 2012-2016, y provisoria trimestre 2017).

## Anexo C. Instrumentos de Deuda

### Bono Garantizado con Regalías Hidrocarburíferas

Emisor: Provincia de Salta.

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

Monto: US\$ 185.000.000.

Vencimiento: 16 de marzo de 2022.

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

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

Moneda: pagaderos en dólares estadounidenses.

Garantía: regalías petrolíferas y gasíferas.

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

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

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

#### Seguimiento del Bono

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

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

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

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

Luego del pago de junio 2016, el gatillo referido al ratio de coberturas de regalías se ubicó por encima del mínimo requerido de 1,1x. De esta manera, se subsanó el gatillo activado en el mes de marzo 2016 dejándolo sin efecto. A marzo 2018, el gatillo se ubicaba por encima del mínimo requerido (1,69x).

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

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

A continuación se detalla la evolución de pagos de los bonos garantizados hasta el mes de mayo de 2018 inclusive:

## Evolución de pagos Bono Garantizado

(en dólares estadounidenses)

Nro. de pago	Fecha de pago	Interés	Capital	Cuota	Saldo
	16-Mar-2012	-	-	-	185.000.000
1	18-Jun-2012	4.393.750	-	4.393.750	185.000.000
2	17-Sep-2012	4.393.750	-	4.393.750	185.000.000
3	17-Dic-2012	4.393.750	-	4.393.750	185.000.000
4	18-Mar-2013	4.393.750	-	4.393.750	185.000.000
5	17-Jun-2013	4.393.750	-	4.393.750	185.000.000
6	16-Sep-2013	4.393.750	-	4.393.750	185.000.000
7	16-Dic-2013	4.393.750	5.439.000	9.832.750	179.561.000
8	16-Mar-2014	4.264.574	5.439.000	9.703.574	174.122.000
9	16-Jun-2014	4.135.398	5.439.000	9.574.398	168.683.000
10	16-Sep-2014	4.006.221	5.439.000	9.445.221	163.244.000
11	16-Dic-2014	3.877.045	5.439.000	9.316.045	157.805.000
12	16-Mar-2015	3.747.869	5.439.000	9.186.869	152.366.000
13	16-Jun-2015	3.618.693	5.439.000	9.057.693	146.927.000
14	16-Sepr-2015	3.489.516	5.439.000	8.928.516	141.488.000
15	16-Dic-2015	3.360.340	5.439.000	8.799.340	136.049.000
16	16-Mar-2016	3.231.164	5.439.000	8.670.164	130.610.000
17	16-Jun-2016	3.101.988	5.439.000	8.540.988	125.171.000
18	16- Sep-2016	2.972.811	5.439.000	8.411.811	119.732.000
19	16- Dic-2016	2.843.635	5.439.000	8.153.458	114.293.000
20	16-Mar-2017	2.714.449	5.439.000	8.153.449	108.854.000
21	16-Jun-2017	2.585.283	5.439.000	8.024.283	103.415.000
22	16- Sep-2017	2.456.106	5.439.000	7.895.106	97.976.000
23	16- Dic-2017	2.326.930	5.439.000	7.765.930	92.537.000
24	16-Mar-2018	2.197.754	5.439.000	7.636.754	87.098.000

La estructura cuenta como mejora crediticia con una Cuenta de Reserva por el próximo servicio de deuda. Esta cuenta se constituye de una cuenta en el exterior y otra local y fue fondeada paulatinamente de acuerdo a lo estipulado en los documentos de la transacción.

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

## Anexo D. 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 01 de junio de 2018 confirmó las calificaciones vigentes de la Provincia de Salta. El detalle se presenta a continuación:

Concepto / Título	Calificación	Perspectiva	Calificación anterior	Perspectiva anterior
Emisor Endeudamiento de Largo Plazo	A-(arg)	Negativa	A-(arg)	Negativa
Emisor Endeudamiento de Corto Plazo	A2(arg)	NA	A2(arg)	NA
Títulos de Deuda garantizados con Regalías Hidrocarburíferas por USD185.000.000	A-(arg)	Estable	A-(arg)	Estable
Títulos de Deuda por USD350.000.000	A-(arg)	Negativa	A-(arg)	Negativa
Títulos de Deuda Clase 2 por hasta \$400.000.000	A-(arg)	Negativa	No aplica	No aplica

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

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

**Nota:** Los signos "+" o "-" se añaden a una calificación para darle una mayor o menor importancia relativa dentro de la correspondiente categoría y no alteran la definición de la categoría a la cual se los añade. La Perspectiva de una calificación indica la posible dirección en que se podría mover una calificación dentro de un período de uno a dos años. Una perspectiva negativa o positiva no implica que un cambio de calificación sea inevitable. Del mismo modo, una calificación con perspectiva estable puede ser cambiada antes de que la perspectiva se modifique a positiva o negativa si existen elementos que lo justifiquen.

**Fuentes de Información:** las presentes calificaciones se realizaron en base a la información cuantitativa y cualitativa suministrada por la Provincia de Salta y el fiduciario de carácter privado al cierre 2017 y parciales al cierre de abril de 2018, y asimismo la siguiente información pública:

- Ejecuciones Presupuestarias y stock de deuda para el período 2013-2017 y provisorios a abril de 2018 disponible en [www.salta.gov.ar](http://www.salta.gov.ar).
- Presupuesto aprobado del año 2018 disponible en [www.salta.gov.ar](http://www.salta.gov.ar)
- Información de los pagos a los bonos disponible en [www.bolsar.gov.ar](http://www.bolsar.gov.ar)

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

**Determinación de las calificaciones:** Metodología de calificación Finanzas Públicas registrado ante la Comisión Nacional de Valores (disponible en [www.fixscr.com](http://www.fixscr.com) o en [www.cnv.gov.ar](http://www.cnv.gov.ar)).

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

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FIX SCR S.A. ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE:

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

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

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

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

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