

## Provincia de Santa Fe

### Informe Integral

#### Calificaciones

##### Emisor

Largo Plazo en Escala Nacional	AA(arg)
Corto Plazo en Escala Nacional	A1+(arg)

#### Perspectiva

Estable para calificación de largo plazo

#### Información Financiera

##### Provincia de Santa Fe

	31 Dic 2017	31 Dic 2016
Ingresos Operativos (\$ millones)	127.371	97.842
Deuda Directa (\$ millones)	12.569	7.351
Balance Operativo/ Ingresos Operativos (%)	10,9	11,4
Servicio de Deuda/ Ingresos Corrientes (%)	2,1	2,1
Deuda/ Balance Corriente (x)	0,9	0,7
Balance Operativo/ Intereses Pagados (x)	22,9	34,1
Gasto de Capital/ Gasto Total (%)	14,3	10,7
Balance Presupuestario/ Ingresos Totales (exc. nueva deuda) (%)	-1,8	2,7

p - Datos Provisorios

FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO, "Afilial a Fitch Ratings" –en adelante FIX.

#### Analistas

##### Analista Principal

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

##### Analista Secundario

Cintia Defranceschi  
 Director  
 +54 11 5235-8143  
[cintia.defranceschi@fixscr.com](mailto:cintia.defranceschi@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

**Importante peso económico:** la PSF (Provincia de Santa Fe) es la tercera provincia argentina en términos de importancia económica y población. Su economía aporta, en promedio, el 8% del PBI nacional y los habitantes representan el 8% del total del país.

**Buen desempeño presupuestario:** FIX estima que el margen operativo se ubicaría en el orden del 12% en 2018, nivel inferior al 14,9% presupuestado, dado que no incluye pautas de incremento salarial y al sensible cambio en las proyecciones macrofiscales usadas para su elaboración. En 2017 el margen fue 10,9% y el déficit financiero -1,8%. El margen se mantuvo estable respecto a 2016 (11,4%), cuando registró un sensible incremento dado por mayores recursos federales tras el fallo de la Corte Suprema de Justicia (CSJ) que benefició a la Provincia.

**Déficit caja previsional:** la PSF logró un equilibrio operativo en los últimos años a pesar de no contar con financiamiento del Gobierno Nacional para cubrir el peso de las Instituciones de Seguridad Social (ISS). Considerando el financiamiento de las ISS, la PSF alcanzó un margen operativo en 2016 y 2017 del 7,1% y 6% respectivamente. FIX estima que en 2018 sería del orden del 6,6%. Durante 2017, Nación transfirió \$ 88 millones mensuales a la Provincia a forma de anticipo a cuenta, con el objetivo de cubrir parte del déficit previsional en el marco del Consenso Fiscal, y se incrementó a \$129 millones en 2018. No obstante, la PSF no ha logrado sellar el convenio bilateral de financiamiento entre Anses y el ISS que determina el nivel final de asistencia nacional final de 2017.

**Bajo nivel de endeudamiento:** de acceder a todo el endeudamiento autorizado por ley, FIX estima que la deuda representaría un 21% de los ingresos proyectados al cierre del 2018 y 1,7x (veces) del balance operativo. Estos indicadores podrían elevarse hasta el 30,9% y 2,6x si la PSF convierte en ley la solicitud por hasta USD 500 millones adicionales. FIX entiende que el nivel de apalancamiento continuaría siendo bajo y con una adecuada sostenibilidad. Al 31.12.2017, la deuda representó un muy bajo 9,8% de los ingresos corrientes o 0,9x (veces) del balance corriente contra 7,5% y 0,7x en 2016.

**Adecuada flexibilidad financiera:** la PSF presenta cierta dependencia de los ingresos federales que afecta su flexibilidad financiera en un contexto donde las jurisdicciones tienen una alta responsabilidad sobre el gasto. En 2017 los ingresos locales representaron un 39,6% de los ingresos operativos, inferior al promedio de las provincias argentinas del 44,2%, producto de un mayor flujo de ingresos nacionales en el marco de la devolución del 15% del Fallo de la CSJ.

**Composición de la deuda:** la PSF presenta un elevado porcentaje de deuda en moneda extranjera; al cierre de 2017, el 76,9% está denominada en dólares producto de la emisión por USD 500 millones. FIX estima que al cierre de 2018 podría elevarse hasta el 85% de acceder al endeudamiento autorizado por ley. Sin embargo, se pondera el bajo nivel de endeudamiento y en términos muy favorables, como ser deuda a largo plazo con razonables tasas de interés.

#### Sensibilidad de la calificación

**Desempeño presupuestario y endeudamiento:** una política de deuda poco sustentable a la estructura fiscal-financiera de PSF como un deterioro del margen operativo que afecte la solvencia provincial podría presionar las calificaciones a la baja. Por su parte futuras subas de calificación estarían condicionadas a mantener sus niveles actuales del margen operativo y un adecuado perfil de vencimientos que mitigue el riesgo de un deterioro en la capacidad de pago provincial.

**Desempeño de la Caja Previsional:** una mayor financiación del déficit de la Caja por parte de Nación y su formalización a través del convenio bilateral de financiamiento, podría accionar a la suba 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	Estable

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

Fuente: FIX

### Fortalezas:

- Bajo nivel de endeudamiento.
- Mejora en el desempeño presupuestario en los últimos dos años.
- Peso económico provincial en el contexto nacional, basado en una economía diversificada.

### Debilidades:

- Acotada flexibilidad presupuestaria, dada por las transferencias de terceros y por una mayor rigidez del lado del gasto.
- Presión del déficit de la Caja Previsional sobre el desempeño operativo provincial.
- Bajos, pero crecientes niveles de inversión e importantes requerimientos en materia de infraestructura.

## Marco institucional

### Contexto nacional

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

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

### Crterios Relacionados

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

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 Santa Fe

De acuerdo a la Constitución de la PSF, la administración del gobierno provincial es responsabilidad del Poder Ejecutivo, cuyo titular es el Gobernador, el cual es reemplazado en su ausencia por el Vicegobernador, ambos son elegidos directamente por el voto popular. El mandato de gobierno dura cuatro años, sin posibilidad de reelecciones consecutivas.

Por su parte, el Poder Legislativo provincial está compuesto por dos cámaras: la de senadores y la de diputados. La primera está constituida por 19 miembros y la segunda por 50. Cada miembro ejerce sus funciones por cuatro años a través del voto popular.

A su vez, la Provincia está subdividida en 19 departamentos, que carecen de forma de gobierno o administración autónoma. El gobierno municipal se presenta como el segundo nivel de gobierno. La Provincia se divide en 363 municipios y comunas. Las autoridades municipales (Intendente y Concejo Deliberante) son elegidas por voto popular cada cuatro años, y el Concejo es renovado por mitades cada dos años. Por su parte, las comunas son administradas por una Comisión Comunal que elige al Presidente Comunal. Las autoridades comunales son electas cada dos años.

La Provincia transfiere a los Municipios los siguientes recursos: Régimen Federal de Impuestos: 13,44%, Impuesto sobre los Ingresos Brutos: 13,44%, Impuesto a la Patente Automotor: 90% de patentes del ejercicio y el 100% de patentes vencidas, Impuesto Inmobiliario Urbano y Rural: 50%, Impuesto a las Embarcaciones: 90%, Resultados Lotería: 20%, Utilidades de Casinos: 10%. La Provincia no coparticipa a Municipios y Comunas el Impuesto a los Sellos ni a los Aportes Sociales.

## Deuda y Liquidez

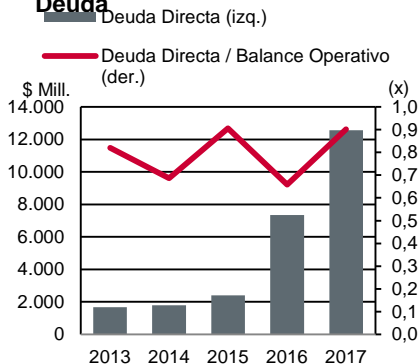
### Deuda

La PSF presenta niveles de deuda muy bajos en términos de su presupuesto y sus ingresos corrientes. A 2017, la deuda directa consolidada ascendió a \$ 12.569 millones, un 71% superior a la del 2016, producto de la emisión de USD 250 millones en el mercado internacional durante 2017. Asimismo, representó un bajo 9,8% de los ingresos corrientes y 0,9x (veces) el balance corriente.

En el año 2016, la deuda directa ascendió a \$ 7.351 millones, registrando un crecimiento del 206,5% respecto al cierre de 2015. Esta deuda representó un muy bajo 7,5% de los ingresos corrientes del año y 0,7x el ahorro operativo. Esta prudente política de endeudamiento sumado a una estabilidad en la generación del balance operativo, le permitió a la Provincia alcanzar buenos niveles de capacidad de pago en los últimos tres años.

El 01.11.16, la Provincia emitió deuda en el mercado internacional por USD 250 millones a 10 años, a una tasa del 6,9%, siendo la más baja dentro de las emisiones de deuda subsoberana,

**Gráfico 1: Evolución de la Deuda**



Fuente: Provincia de Santa Fe

con el objetivo de financiar proyectos de obra pública. Ese bono estaba incluido dentro del Programa de endeudamiento por hasta USD 500 millones aprobado por la Legislatura. El 17.03.2017, Santa Fé emitió el monto restante que ya estaba autorizado con un bono por USD 250 millones, a una tasa del 7% con un plazo de 6 años. El incremento de la deuda no afectó la solvencia de la Provincia no sólo por los bajos niveles de los cuales se partía sino también por la importante recomposición del balance operativo (ver Gráfico 1).

Respecto a la composición de la deuda al cierre de 2017, el 76,8% de la deuda provincial estaba denominada en moneda extranjera, y el 16,4% pactada a una tasa variable, aunque esto no se presenta como un problema dado los muy bajos niveles de endeudamiento, plazos y condiciones de esta deuda. FIX entiende que de acuerdo al peso y actual sostenibilidad de deuda, Santa Fe cuenta con margen para asumir un mayor endeudamiento, siempre analizando los términos y condiciones de la misma con relación al desempeño presupuestario.

FIX estima los niveles de apalancamiento no superarán el 20,9% de los ingresos corrientes proyectados por FIX al cierre del 2018, asumiendo todas las autorizaciones legales con las que actualmente cuenta la PSF. Si bien reflejaría un sensible incremento respecto al actual ratio de 9,8%, se mantiene en niveles adecuados para la calificación. Este incremento en el nivel de apalancamiento considera lo autorizado legislativamente en el Presupuesto ( \$2.000 millones en Letras de Tesorería que podrían trascender el ejercicio) y USD 300 millones con el Banco Mundial autorizado por la Ley provincial 13.751.

Adicionalmente, el Poder Ejecutivo elevó al Congreso provincial el mensaje 4.692, en el cual solicita autorización para la emisión de títulos internacionales por hasta USD 500 millones. Esta solicitud aún no cuenta con ninguna aprobación de las cámaras, y FIX entiende que no sería utilizado ni total, ni parcialmente, durante el transcurso de 2018. No obstante, de utilizarse íntegramente, el apalancamiento se elevaría hasta representar el 31% de los ingresos corrientes proyectados, y 2,5x el margen operativo, ratios aún considerados aceptables para el rango de calificación.

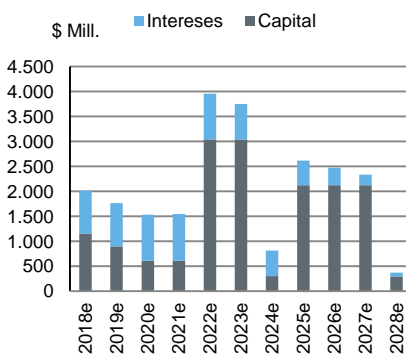
Respecto a la capacidad de pago, se observa una mejora en los últimos años, gracias a la combinación de un mejor desempeño operativo y una política de endeudamiento prudente. En el año 2015, los servicios de deuda versus el balance operativo representaron un 42,8% frente a un 18,4% y 19,6% en 2016 y 2017 respectivamente. Por su parte, los servicios de deuda versus a los ingresos corrientes representaron muy bajos niveles, en promedio de los últimos años fue del 2%, siendo en 2017 del 2,1%.

Según el cronograma de deuda, pautas macrofiscales sensiblemente diferentes a las utilizadas para la elaboración del presupuesto y las previsiones de FIX sobre el margen operativo en 2018, se espera estos indicadores se mantengan en los niveles actuales. FIX estima que la Provincia mantendría márgenes operativos en el orden del 12% e incrementaría sus ingresos corrientes en un 27,1%. En base a estas estimaciones, los servicios de deuda sobre el ahorro operativo de 2018 serían del 17,5% y representarían el 2,1% de los ingresos corrientes.

## Liquidez

La Provincia incrementó sensiblemente su posición de liquidez en 2016 y 2017 respecto al período 2013-2015 debido principalmente a una mejora en el desempeño operativo que le brinda una mayor flexibilidad y a la disponibilidad de los fondos no ejecutados de la colocación de títulos en el mercado internacional por USD 250 millones en ambos años. El saldo de caja fue equivalente a 8% de los ingresos totales frente a un 9,8% en 2016 y un promedio de 2,6% en el período 2013-2015.

**Gráfica 2: Cronograma de Deuda**



Fuente: Provincia de Santa Fe en base a proyecciones provinciales y supuestos macrofiscales nacionales.

Respecto a los niveles de deuda flotante, se evidencia una mejora en los últimos años; en el 2017 representó 33,3 días del gasto primario y 9,5% respecto de los ingresos operativos. FIX entiende que estos indicadores son adecuados, aunque es importante monitorear su evolución con respecto a la liquidez de la Provincia. No obstante, es preciso aclarar que, de la deuda flotante existente al 31/12/2017 por \$12.136 millones, el 49,8% correspondía a salarios y cargas sociales que son canceladas en los primeros días hábiles del ejercicio siguiente.

La Provincia puede cubrir déficits transitorios del tesoro provincial, a través de la utilización de una herramienta financiera llamada Fondo Unificado de Cuentas Oficiales (FUCO), que le permite hacer uso de parte de las disponibilidades transitorias de caja sin costo financiero. Si bien, la Provincia se encuentra autorizada a utilizar las existencias de caja de todas las jurisdicciones y entidades del sector público provincial no financiero hasta un 100%, en promedio lo utiliza un 70% y su mayor utilización se da en los días de pago de haberes. Se registra una estabilidad en su utilización en el último año, mientras en 2016 se utilizó el FUCO por un 8,8% de los ingresos totales, al 2017 el ratio se incrementó al 8,9%.

Por otro lado, la PSF tiene la posibilidad de emitir instrumentos de corto plazo a través del Programa de Letras con vencimiento 2019 por hasta \$2.000 millones con un plazo máximo de hasta 365 días desde la fecha de emisión. Actualmente, no existe monto en circulación de estos instrumentos dado que no fue utilizado durante 2017 y no se estima hacer uso de este instrumento durante 2018. No obstante, FIX a fines de analizar el máximo nivel de apalancamiento de la PSF al 31/12/2018, pondera la posibilidad de su utilización total.

Otro de los mecanismos para hacer frente a situaciones de falta de liquidez son adelantos del agente financiero Nuevo Banco de Santa Fe. Por este mecanismo de financiamiento, la PSF utiliza mensualmente adelantos por hasta \$2.500 millones para hacer frente al pago de salarios, jubilaciones y pensiones, que luego son devueltos durante el transcurso del mes.

### **Déficit Caja Previsional**

El ahorro operativo de 2017 registró un elevado 10,9% de los ingresos operativos, pero al agregar las transferencias de la Administración Central para financiar el déficit de la Caja Previsional, el ahorro se redujo al 6%. Para 2018, FIX estima que registraría un margen operativo del 12%, y se contraería al 6,6% al considerar las transferencias para financiar la Caja Previsional.

Al igual que otras provincias argentinas, la PSF no transfirió la caja de jubilaciones y pensiones a la Nación, la cual presenta un déficit estructural que históricamente ha respondido principalmente al sistema de retiros del personal de seguridad y del servicio penitenciario. El Gobierno Federal tiene la obligación de cubrir el desfinanciamiento de aquellas cajas previsionales que no fueron transferidas a su órbita, pero en el caso de la PSF, desde el año 2006 hasta diciembre de 2015 no se cumplió con el compromiso de dicho financiamiento. Por ello, la Provincia estuvo obligada a asistir financieramente el déficit previsional provincial a través de las contribuciones figurativas.

A partir de 2016, en el marco de la ley 27.260 (Armonización de Sistemas Previsionales Provinciales), el Gobierno Nacional comenzó a armonizar las Cajas Previsionales no transferidas. El programa de armonización buscaba cubrir los déficits en proporción al grado de armonización que se lograba en cinco componentes: la edad jubilatoria, las alícuotas de aportes y contribuciones patronales, la cantidad de años de servicio con aportes efectivos, la determinación del haber inicial y la movilidad jubilatoria. Por medio de ese acuerdo, Nación se comprometió a financiar el 41% del déficit de la Caja Previsional. No obstante, luego del Consenso Fiscal, se abandonó el criterio de armonización, sosteniendo el financiamiento pero derogando todo tipo de penalización por la persistencia de puntos no armonizados.

Por medio de estas asistencias financieras Nación transfirió \$ 810 millones a la Provincia con el objetivo de cubrir parte del déficit previsional del 2016. Durante 2017 la Provincia recibió \$1.056 millones en forma de anticipos mensuales de \$88 millones, monto que se eleva a \$ 129 millones mensuales en 2018. El financiamiento total de la Caja Previsional se alcanza luego de la firma de un convenio bilateral de financiamiento entre Anses y el ISS que determina el nivel final de asistencia. La PSF aún no ha logrado sellar este convenio para 2017, por lo cual si bien las autoridades provinciales entienden que Anses debería cubrir alrededor del 88% del déficit previsional ( \$ 4.000 millones sobre un déficit de \$ 4.535 millones), en 2017 sólo cubrió el 23,3%. El déficit de la Caja fue en 2016 de \$2.550 millones, el cual fue financiado en un 31,7% vía transferencias del Anses por \$810 millones. Por este motivo se incrementó en 1,1 puntos porcentuales la presión de la Caja Previsional sobre el margen operativo de la Administración Central.

El Fallo de la Corte Suprema a favor de la Provincia de Santa Fe en relación a la devolución del 15% de coparticipación ha generado una importante fuente de recursos que fueron percibidos a partir del mes de enero 2016. El Consenso Fiscal fijaba como fecha límite para acordar el monto y forma de pago el 31/03/2018 de la deuda correspondiente por este concepto para el período 2011-2015 , pero aún no sea logrado el acuerdo. La Provincia tienen intenciones que la Nación reconozca una deuda de \$49.840 millones y ha presentado a Nación una propuesta de pago que consiste en un plan de pagos en efectivo por el 30% del total y en bonos del Estado Nacional por el 70% restante. Una vez acordado el pago, en la PSF debería reintegrar los títulos recibidos en marco del punto II.c del Consenso ( \$ 10.300 millones) y los montos ya cobrados por servicios de deuda.

No obstante el reclamo para percibir este stock de deuda acumulada, FIX registra que el reciente Fallo de la Corte Suprema le ha dado mayor flexibilidad presupuestaria a Santa Fe gracias a los mayores recursos de la coparticipación.

## Desempeño Presupuestario

Para el análisis de las finanzas públicas se analizaron los ejercicios fiscales definitivos para el período 2013-2017, ejecuciones parciales 2017 y 2018, y presupuesto 2018. En los Anexos A y B se exponen los datos consolidados únicamente de la Administración Central y Organismos Descentralizados a efectos de que las cuentas sean comparables con el consolidado provincial.

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

	2015	2016	2017
– Ingresos Brutos	16.268	23.332	30.728
– Sellos	2.318	3.230	4.782
– Inmobiliario	1.893	2.666	3.599
– Otros	199,9	282	383
<b>Tributarios provinciales</b>	<b>20.678</b>	<b>29.510</b>	<b>39.492</b>
<b>Tasas, Derechos y otros</b>	<b>5.109</b>	<b>6.497</b>	<b>9.312</b>
<b>Ingresos Federales</b>	<b>36.948</b>	<b>53.689</b>	<b>69.235</b>
<b>Transferencias corrientes</b>	<b>3.520</b>	<b>7.695</b>	<b>8.330</b>
<b>Total ingresos operativos<sup>a</sup></b>	<b>66.852</b>	<b>97.842</b>	<b>127.371</b>

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

Fuentes: Santa Fe y cálculos de FIX

## Ingresos operativos

Los ingresos operativos de Santa Fe representan un 97,2% de los ingresos totales y registraron en el 2017 un aumento nominal del 30,2% respecto al 2016. Este último crecimiento se explica principalmente por la mayor percepción de recursos federales (+30,2%) y, por otro lado, por la dinámica de los ingresos tributarios que están fuertemente vinculados al nivel de actividad económica y evolución de los precios, como ser el Impuesto a los Ingresos Brutos (+31,7%). Adicionalmente, hay que considerar las mejoras en la fiscalización e incentivos recaudatorios impulsados por la Provincia en los últimos años.

En términos generales, la PSF tiene una estructura de ingresos dependiente de transferencias de origen federal, al igual que la mayoría de las provincias argentinas. En promedio para el período 2013-2017 la participación de estos ingresos en los ingresos operativos fue un 60,4%, por encima del consolidado provincial (54,8%). No obstante, no existe alta dependencia de transferencias discrecionales o que no respondan a distribuciones automáticas, sólo representan un 6,3% respecto de los ingresos operativos contra un consolidado provincial del 6,5%, lo que le otorga a Santa Fe una mayor previsibilidad de los flujos.

De acuerdo al Presupuesto 2018, se espera que los ingresos operativos aumenten nominalmente un 14,5% respecto a 2017, pero FIX entiende se incrementarían un 27,7% debido a distintos supuestos a las pautas macrofiscales. Para sus proyecciones FIX asume un crecimiento económico del 0,4% del PBI, y una pauta de inflación del 29%.

La adhesión al Consenso Fiscal y el compromiso de reducir las tasas de Ingresos Brutos a partir de 2018 tendría un efecto neutro por el lado de los ingresos en 2018 y 2019, dada la adecuación de las alícuotas vigentes. A partir de 2020, la Provincia deberá converger a los topes de alícuotas comprometidas.

## Gastos operativos

En el año 2017 el gasto operativo (incluye transferencias corrientes) se incrementó en términos nominales un 30,9% con respecto al 2016, levemente por encima del crecimiento del consolidado de las provincias (27,1%). El aumento interanual del gasto operativo fue levemente mayor al aumento de los ingresos operativos (+30,2%). El principal componente de crecimiento del gasto operativo estuvo dado por el gasto bienes y servicios (+43,6%), el gasto de personal (+28,6%) y transferencias a privados y municipios (+32,4%).

En los últimos años, al igual que el consolidado provincial, la estructura presupuestaria de Santa Fe mantuvo cierta rigidez, en donde el promedio del gasto en personal durante 2013-2016 representó un 53,8% de los ingresos operativos. En 2017 este indicador se redujo en 0,6 puntos porcentuales respecto a 2016, registrando un 50,5%. Este indicador se encuentra sensiblemente por debajo del consolidado provincial que registra un 58,5%, lo que le otorga a la provincia una flexibilidad por el lado del gasto.

Según el presupuesto 2018, se espera un crecimiento de los gastos operativos del 9,5% en relación al 2017, aunque FIX entiende se ubicará en el orden del 26,3% al incorporar ajustes salariales del corriente año que no fueron incorporadas en las pautas presupuestarias, el incremento en el personal (estimado en un 0,8% en línea con el crecimiento de la población), mayores pautas de inflación y desaceleración del crecimiento económico.

## Ahorro operativo e inversión

La PSF se enfrenta con un problema estructural entre la generación de recursos y la responsabilidad del gasto, situación que comparte con la mayoría de las provincias argentinas. Durante el período analizado, se registran balances operativos positivos, aunque acotados y volátiles (ver Gráfico 4). Sin embargo, a partir del 2016 se observa una importante mejora y estabilidad del margen operativo en 2017, sobre la base de una buena dinámica de los ingresos dada por el Fallo de la Corte Suprema a favor de la Provincia de Santa Fe en relación a la devolución del 15% de coparticipación. El ahorro operativo en 2016 ascendió a 11,4% y 10,9% en 2017, frente a 4% del 2015. Si se considera el peso de las Instituciones de la Seguridad Social, el margen operativo se reduce a 7,1% y 6%, en 2016 y 2017 respectivamente, contra un 0,2% en 2015.

En el año 2017 los gastos operativos implicaron el 89,1% de los ingresos operativos, 7 puntos porcentuales menos que en 2015, lo que le otorga una mayor flexibilidad presupuestaria. Si bien el presupuesto estima que este indicador se reducirá aún más en 2018, registrando un 85,1%, FIX considera que registraría un ratio más elevado (alrededor del 88%), por no considerar las pautas salariales. Si bien es de esperar que el margen operativo se encuentre por debajo del presupuestado (14,9%), FIX estima que de continuar con una prudente política del gasto, el margen operativo se situará en niveles del 12%.

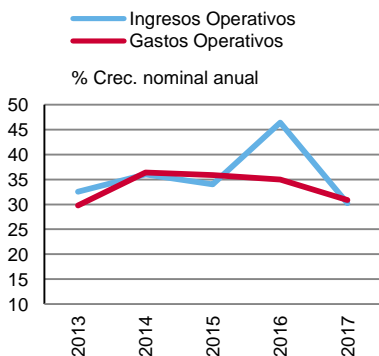
**Tabla 2: Gastos Operativos**  
(millones de pesos corrientes)

	2015	2016	2017
- Personal	37.194	50.017	64.323
- Bs y Ss no personales	11.135	13.847	19.033
-Transferencias corrientes	14.982	21.658	28.675
<b>Total gastos operativos<sup>a</sup></b>	<b>64.206</b>	<b>86.679</b>	<b>113.430</b>

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

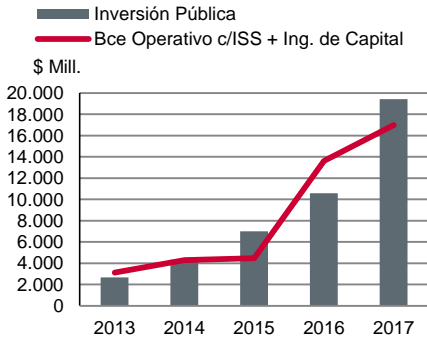
Fuentes: Provincia de Corrientes y cálculos de FIX

**Gráfico 3: Ingresos y Gastos operativos**



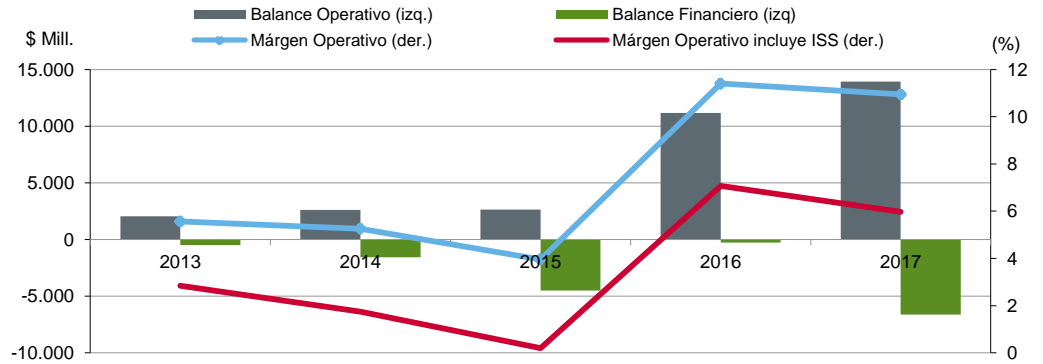
Fuente: Provincia de Santa Fe

**Gráfico 5: Ahorro e Inversión**



Fuente: Provincia de Santa Fe

**Gráfico 4: Desempeño Presupuestario**



Elaboración: FIX / Fuente: Provincia de Santa Fe

Por su parte, la inversión pública en el período 2013-2016 promedió el 9,3% de los ingresos operativos, niveles relativamente bajos con relación a la media provincial (14,8%). Esta tendencia se quebró en 2017, cuando la PSF registró una sustancial mejora, elevando su ratio de inversión sobre ingresos operativos al 15,3%, contra un consolidado provincial del 14,3%

En los años donde las presiones por el lado del gasto fueron superiores a la evolución de los ingresos operativos, sumado a la presión del déficit del sistema previsional, hubo que recurrir a fuentes de financiamiento adicionales, como préstamos con los Organismos Internacionales de Crédito (ver Gráfico 5). En 2017 este financiamiento se alcanzó con la emisión de USD 500 millones. En dichos años se registraron déficits financieros negativos de \$ 4.500 millones en el año 2015 y \$ 6.632 millones en 2017 (ver Gráfico 3). FIX estima que en 2018, el déficit financiero seguirá siendo elevado debido a la decisión política de sostener los elevados ratios de inversión pública.

El gasto de capital provincial se focaliza en obras de infraestructura como ser obras viales, hospitales, centros de salud, edificios escolares y viviendas, aunque si se quiere priorizar obras de envergadura como acueductos, obras de defensa, canalización y desagües pluviales, son necesarias fuentes de financiación alternativas.

Cabe destacar que en el 2016 y 2017 la Provincia incursionó en el mercado internacional de capitales diversificando sus fuentes de financiamiento lo que les permitió obtener deuda para financiar obras de infraestructura a bajo costo.

## Gestión y Administración

El actual Gobernador es el Ingeniero Miguel Lifschitz, perteneciente al Partido Socialista, quien se impuso en las elecciones provinciales del 14 de junio de 2015 ante el candidato de Unión PRO Federal, Miguel Torres del Sel. Lifschitz gobernará durante el período 2015-2019. En el pasado Lifschitz fue intendente de la ciudad de Rosario durante dos mandatos consecutivos (2003-2007 y 2007-2011). Actualmente el partido del gobernador cuenta con mayoría en la Cámara de Diputados.

FIX entiende que el actual gobernador dará continuidad a las políticas llevadas a cabo en las últimas gestiones socialistas que gobernaron la Provincia. Se ha priorizado la profundización de la provisión y cobertura de servicios básicos y sociales y la inversión pública, atendiendo las necesidades de la población y alcanzando a los sectores y zonas más relegadas. Desde el año 2008, la PSF inició un proceso de descentralización administrativa mediante la división territorial en cinco regiones con un nodo y Centro Cívico cada una. En los centros cívicos se realizan asambleas ciudadanas periódicas que permiten captar las principales necesidades sociales.



## Perfil Socioeconómico

La PSF es una de las 24 provincias argentinas, localizada en la Región Centro de la Argentina, cuya superficie representa el 4,8% del territorio nacional. La capital provincial es la ciudad de Santa Fe que se presenta con Rosario como los principales centros urbanos de la Provincia.

### Población

De acuerdo al censo 2010, la PSF registró una población de 3.194.537 personas, 8% de la población del país, lo que la ubica como la tercera provincia argentina más poblada. Con respecto al censo 2001, la población santafecina aumentó en un 6,5% por debajo del crecimiento demográfico nacional del 10,6%. La ciudad de Rosario es el centro de mayor concentración poblacional, representa un 37,4% de la población provincial y le sigue la ciudad de Santa Fe con el 16,1%.

El envejecimiento de la población santafecina creció levemente en el último censo, aunque esta tendencia se viene incrementando desde hace décadas en la Provincia. La población santafecina mayor a 65 años fue de 11,8% en 2010 comparado con el 11,6% en 2001, mientras que la participación de la población menor de 15 años se redujo (23,3% en el año 2010 versus 26,4% en el año 2001). El porcentaje de población adulta de la Provincia es superior al promedio nacional (10,2%) y es un dato a tener en cuenta a la hora de evaluar la importancia de políticas de sanidad y asistencia social en la Provincia.

### Economía

La economía de la PSF es la tercera en importancia a nivel nacional, en el año 2014 la contribución del producto bruto geográfico (PBG) de Santa Fe en el producto bruto interno (PBI) nacional fue de 9%, mientras que el PBG per cápita representó 1,13x el PBI nacional.

La economía santafecina se caracteriza por cierta diversificación y por su fuerte vinculación al sector externo. Las exportaciones de la provincia representan el 21,3% del total de las exportaciones nacionales y se constituye como la segunda provincia argentina en términos de valores exportados. Las exportaciones se explican principalmente por las manufacturas de origen agropecuario y los productos primarios, aunque las manufacturas de origen industrial, en los últimos años, han crecido en su participación.

En términos de crecimiento real, el PBG para el año 2015 de Santa Fe evidenció un crecimiento del 2,9%, explicado por la mayor participación en términos constantes del sector productor de servicios (67,2%) el cual creció un 3,3% y la participación del sector productor de bienes (32,8%) que registró un incremento del 2,1%.

Si bien la economía provincial presenta cierta diversificación, basada en una región agrícola-ganadera e industrial, la estructura del PBG se encuentra dominada principalmente por el sector terciario o de servicios (60,6%), una característica común entre las provincias argentinas.

### Desempleo y pobreza

La PSF se presenta como una de las economías más importante del país, aunque ciertos indicadores sociales se encuentran por debajo de la media nacional.

Según INDEC, la tasa de desempleo del Gran Rosario se ubicó en el primer trimestre del año 2018 en 9,2%, contra el 10,3% del mismo período de 2017, en tanto en Santa Fe el desempleo fue del 6,7% versus el 5,2%.

Por su parte, el índice de pobreza al cierre de 2017 fue del 19,8% contra un 26,7% en 2016, y de indigencia del orden del 4,6% contra un 3,8%.

## Anexo A

### Provincia de Santa Fe

#### Consolidado Administración Central y Organismos Descentralizados

\$ Millones	2013	2014	2015	2016	2017	2017 IT	2018 IT
Impuestos (incluye Coparticipación de Impuestos)	31.138,2	42.553,5	57.626,7	83.198,8	108.727,6	23.391,6	30.411,9
Otras transferencias Corrientes recibidas	2.137,1	2.926,6	3.520,3	7.695,0	8.330,3	1.548,5	2.650,8
Regalías, tasas, derechos, otros ingresos no tributarios	3.411,7	4.405,6	5.705,0	6.948,4	10.313,3	423,0	2.478,7
<b>Ingresos Operativos</b>	<b>36.687,0</b>	<b>49.885,8</b>	<b>66.852,2</b>	<b>97.842,2</b>	<b>127.371,2</b>	<b>25.363,2</b>	<b>35.541,3</b>
Gastos operativos	-34.646,6	-47.263,6	-64.205,9	-86.679,1	-113.430,6	-20.986,7	-28.211,3
<b>Balance Operativo</b>	<b>2.040,4</b>	<b>2.622,2</b>	<b>2.646,3</b>	<b>11.163,1</b>	<b>13.940,6</b>	<b>4.376,5</b>	<b>7.330,1</b>
Intereses cobrados	21,6	32,6	37,1	0,0	649,8	88,5	0,0
Intereses pagados	-22,5	-27,9	-74,4	-327,1	-608,2	-53,4	-225,4
<b>Balance Corriente</b>	<b>2.039,5</b>	<b>2.626,8</b>	<b>2.609,0</b>	<b>10.836,0</b>	<b>13.982,3</b>	<b>4.411,6</b>	<b>7.104,7</b>
Ingresos de capital	1.062,7	1.663,0	1.838,2	2.463,1	3.056,8	992,4	1.621,3
Gasto de capital	-2.668,1	-4.326,6	-7.008,3	-10.589,9	-19.431,4	-2.682,0	-4.055,2
<i>Balance de capital</i>	<i>-1.605,4</i>	<i>-2.663,6</i>	<i>-5.170,1</i>	<i>-8.126,9</i>	<i>-16.374,6</i>	<i>-1.689,6</i>	<i>-2.433,9</i>
<b>Balance Financiero antes conceptos figurativos</b>	<b>434,2</b>	<b>-36,8</b>	<b>-2.561,1</b>	<b>2.709,1</b>	<b>-2.392,3</b>	<b>2.722,0</b>	<b>4.670,8</b>
Ingresos figurativos	1.629,1	2.080,9	3.004,4	5.657	9.192	1.282	1.574
Gastos figurativos	-2.564,1	-3.600,8	-4.944,2	-8.637	-13.423	-2.099	-3.390
<b>Balance Financiero</b>	<b>-500,7</b>	<b>-1.556,7</b>	<b>-4.500,9</b>	<b>-270,5</b>	<b>-6.623,2</b>	<b>1.408,9</b>	<b>2.044,3</b>
Nueva deuda	166,2	49,8	914,2	16.692,9	19.660,7	11.548,6	10.736,4
Amortización de deuda	-344,9	-360,4	-1.057,1	-1.727,3	-2.120,6	-1.173,5	-43,2
<i>Endeudamiento neto: aumento, (disminución)</i>	<i>-178,6</i>	<i>-310,8</i>	<i>-142,9</i>	<i>14.965,6</i>	<i>17.540,1</i>	<i>10.375,1</i>	<i>10.693,2</i>
<b>Resultado Final</b>	<b>255,5</b>	<b>-347,6</b>	<b>-2.704,0</b>	<b>17.674,7</b>	<b>15.147,8</b>	<b>13.097,1</b>	<b>15.363,9</b>
<b>DEUDA</b>							
Corto Plazo	-	-	-	1.137,9	0,0	0,0	0,0
Largo Plazo	1.437,2	1.555,5	2.119,8	6.212,7	12.569,1	10.110,7	13.587,5
<b>Deuda Directa</b>	<b>1.437,2</b>	<b>1.555,5</b>	<b>2.119,8</b>	<b>7.350,5</b>	<b>12.569,1</b>	<b>10.110,7</b>	<b>13.587,5</b>
+ Deuda cuasi directa	236,8	244,3	278,6	219,9	133,4	212,1	70,3
<b>Riesgo Directo</b>	<b>1.674,0</b>	<b>1.799,7</b>	<b>2.398,4</b>	<b>7.570,4</b>	<b>12.702,4</b>	<b>10.322,8</b>	<b>13.657,8</b>
- Liquidez	1.157,5	945,0	1.764,1	9.840,9	10.454,5	16.832,3	10.557,4
<b>Riesgo Directo Neto</b>	<b>517,2</b>	<b>854,8</b>	<b>634,3</b>	<b>-2.270,5</b>	<b>2.247,9</b>	<b>-6.509,5</b>	<b>3.100,3</b>
Garantías y otras deudas contingentes	-	-	-	-	0,0	0,0	0,0
Deuda neta indirecta (entes públicos exc. garantías)	-	-	-	-	0,0	0,0	0,0
<b>Riesgo Final Neto</b>	<b>517,2</b>	<b>854,8</b>	<b>634,3</b>	<b>-2.270,5</b>	<b>2.247,9</b>	<b>-6.509,5</b>	<b>3.100,3</b>
<b>Datos sobre Riesgo Directo</b>							
% moneda extranjera	97,2	98,8	94,6	72,5	76,9	95,4	95,7
% no bancaria	2,8	1,2	5,4	69,5	74,2	78,6	78,5
% tasa de interés fija	2,8	1,2	5,4	54,0	83,6	87,6	95,2

P-Provisorio

Fuente: Elaboración FIX sobre la base de la información proporcionada por la Provincia de Santa Fe.

## Anexo B

### Provincia de Santa Fe

#### Consolidado Administración Central y Organismos Descentralizados

	2013	2014	2015	2016	2017	2017 IT	2018 IT
<b>Ratios de Desempeño Presupuestario</b>							
Balance operativo/Ingresos operativos (%)	5,6	5,3	4,0	11,4	10,9	17,3	20,6
Balance corriente/Ingresos Corrientes <sup>a</sup> (%)	5,6	5,3	3,9	11,1	10,9	17,3	20,0
Balance financiero/Ingresos totales <sup>b</sup> (%)	1,1	-0,1	-3,7	2,7	-1,8	10,3	12,6
Resultado final/Ingresos totales (%)	0,7	-0,7	-3,9	17,6	11,6	49,5	41,3
Crecimiento de ingresos operativos (variación % anual)	32,5	36,0	34,0	46,3	30,2	n.d.	n.d.
Crecimiento de gasto operativo (variación % anual)	29,8	36,4	35,8	35,0	30,9	-80,1	40,1
Crecimiento de balance corriente (variación % anual)	109,5	28,8	-0,7	315,3	29,0	-81,5	34,4
<b>Ratios de Deuda</b>							
Crecimiento de deuda directa (variación % anual)	13,6	7,6	26,6	71,2	41,5	-24,3	25,6
Intereses pagados/Ingresos operativos (%)	0,1	0,1	0,1	0,3	0,5	0,2	0,6
Balance operativo/Intereses pagados (x)	90,8	93,8	35,5	34,1	22,92	82,00	32,52
Servicios de deuda directa/Ingresos corrientes (%)	1,0	0,8	1,7	2,1	2,1	4,8	0,8
Servicios de deuda directa/Balance operativo (%)	18,0	14,8	42,8	18,4	19,6	28,0	3,7
Deuda Directa/Ingresos operativos (%)	3,9	3,1	3,2	7,5	9,8	9,93	9,56
Riesgo Directo/Ingresos corrientes (%)	4,6	3,6	3,6	7,7	9,9	10,14	9,61
Deuda directa/Balance corriente (x)	0,7	0,6	0,8	0,7	0,9	0,57	0,48
Riesgo directo/Balance corrientes (x)	0,8	0,7	0,9	0,7	0,9	0,58	0,48
Riesgo final neta/Ingresos corrientes (%)	1,4	1,7	0,9	-2,3	1,8	-6,39	2,18
Deuda directa/PBG (%)	0,6	0,5	0,5	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Deuda directa per capita (\$)	440	476	648	2.248	3.844	3.092	4.155
<b>Ratio de Ingresos</b>							
Ingresos operativos/Ingresos operativos presupuestados (%)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.a.	n.a.
Impuestos/Ingresos operativos (%)	84,9	85,3	86,2	85,0	85,4	92,2	85,6
Impuestos locales/Ingresos operativos (%)	37,4	37,2	35,9	35,5	36,3	37,7	35,1
Transferencias corrientes/Ingresos operativos (%)	5,8	5,9	5,3	7,9	6,5	6,1	7,5
Ingresos operativos/Ingresos totales <sup>b</sup> (%)	97,1	96,7	97,3	97,5	97,2	95,9	95,6
Ingresos totales <sup>b</sup> per capita (\$)	11.551	15.774	21.018	30.673	40.085	8.087	11.365
<b>Ratios de Gasto</b>							
Gasto operativo/Gasto operativo presupuestado (%)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.a.	n.a.
Gasto en personal/Gasto operativo (%)	57,3	57,5	57,9	57,7	56,7	60,8	56,0
Transferencias Corrientes realizadas/Gasto operativo (%)	25,3	25,5	24,7	26,3	26,5	30,7	27,6
Gasto de capital/Gasto de capital presupuestado (%)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.a.	n.a.	n.a.
Gasto de capital/Gasto total (%)	7,1	8,3	9,7	10,7	14,3	10,8	12,5
Gasto de capital/PBG (%)	1,1	1,3	1,6	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Gasto total per capita (\$)	11.524	15.896	22.124	30.373	41.465	7.613	9.950
<b>Financiamiento de Gasto de Capital</b>							
Balance corriente/Gasto de capital (%)	76,4	60,7	37,2	102,3	71,96	164,49	175,20
Ingresos de capital/Gasto de capital (%)	39,8	38,4	26,2	23,3	15,73	37,00	39,98
Endeudamiento neto/Gasto de capital (%)	-6,7	-7,2	-2,0	141,3	90,27	386,84	263,69

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 Provincia de Santa Fe.

## Anexo C. Dictamen de calificación

El Consejo de Calificación de FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO, "Afilada de Fitch Ratings" - Reg. CNV N°9, reunido el día 13 de julio de 2018, confirmó las calificaciones vigentes de la Provincia de Santa Fe según el siguiente detalle:

Concepto / Título	Calificación actual	Perspectiva actual	Calificación anterior	Perspectiva anterior
Emisor Endeudamiento de Largo Plazo	AA(arg)	Estable	AA(arg)	Estable
Emisor Endeudamiento de Corto Plazo	A1+(arg)	No aplica	A1+(arg)	No aplica

**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 la más sólida capacidad de pago en tiempo y forma de los compromisos financieros respecto de otros emisores o emisiones del mismo país. Bajo la escala de calificaciones nacionales de FIX, esta categoría se asigna al mejor riesgo crediticio respecto de todo otro riesgo en el país. Cuando las características de la emisión o emisor son particularmente sólidas, se agrega un signo "+" a la categoría.

**Notas:** 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:** Las presentes calificaciones se determinaron en base a la información cuantitativa y cualitativa suministrada por el emisor de carácter privado a marzo de 2018 y asimismo la siguiente información pública disponible en [www.santafe.gov.ar](http://www.santafe.gov.ar):

- Cuentas de Inversión para el período 2013-2017.
- Ejecuciones Presupuestarias parciales de 2017 y 2018.
- Presupuesto aprobado del año 2018.
- Detalle de ingresos y egresos de la Provincia.
- Stock de Deuda para el período 2013-2017 y parciales 2018.

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 LÍDER ESTÁ BASADO EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FIX SCR S.A.

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

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

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

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