

Provincia del Chaco

Informe Integral

Provincia del Chaco	31 Dic 2016	31 Dic 2017
Ingresos Operativos (\$ mill)	34.065	46.871
Deuda Consolidada (\$ mill)	12.720	18.567
Balance Operativo/ Ingresos Operativos (%)	-3,5	0,0
Servicio de Deuda/ Ingresos Corrientes (%)	5,0	3,0
Deuda/ Bce Corriente (x)	-8,4	-13,67
Balance Operativo/ Intereses Pagados (x)	-3,2	0,0
Gasto de Capital/ Gasto Total (%)	12,7	12,7
Balance Presupuestario/ Ingresos Totales (exc. Nueva Deuda) (%)	-11,6	-10,1
Balance Corriente/ Gasto de Capital (%)	-28,7	-19,3

Información provista por la Contaduría General de la Provincia del Chaco

Analistas

Analista Principal

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

Analista Secundario

Soledad Reija
 Director Asociado
 +54 11 5235-8124
soledad.reija@fixscr.com

Responsable del Sector

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

Detalle del Programa:

Instrumento	Monto hasta	Vencimiento Final	Calificación de corto plazo
Programa de Emisión de Letras de Tesorería 2019*	\$ 1.200 millones	31/12/2020**	A3(arg)

Nota: * Los títulos se emitirán en pesos o su equivalente en moneda extranjera en el mercado local por hasta un monto máximo en circulación de ARP 1.200 millones autorizada por la Ley N° 2962-F / ** Plazo máximo de hasta 365 días, contados a partir de la fecha de su emisión no pudiendo trascender el 31/12/2020. Las calificaciones preliminares no reflejan las calificaciones finales y se basan en información provista por el emisor a septiembre 2018. Estas calificaciones son provisionales y están sujetas a la documentación definitiva al cierre de la operación. Las calificaciones no son una recomendación o sugerencia, directa o indirecta, para comprar, vender o adquirir algún título valor. El presente informe de calificación debe leerse conjuntamente con el prospecto de emisión.

Calificación del Programa de Emisión de Letras del Tesoro 2019: FIX asignó la calificación de corto plazo 'A3(arg)' al Programa de Emisión de Letras de Tesorería 2019 por hasta un monto máximo en circulación de \$ 1.200 millones o su equivalente en moneda extranjera. Estas Letras le otorgarán liquidez a la Provincia de Chaco (PCH) para cubrir deficiencias estacionales de caja. La participación relativa de instrumentos financieros de corto plazo sobre el total de recursos proyectados en el Presupuesto 2019 se mantendría en un nivel razonable del orden del 1,5%.

Ajustado desempeño operativo: FIX estima que el margen operativo para 2018 habría sido del orden del 6,8%, dada la positiva evolución de los recursos y una efectiva contención del gasto. En 2017 fue del 0%, registrando una moderada mejora respecto al resultado deficitario de 2016 (-3,5%). Al 30/09/2018 el margen fue del 12,7%, sensiblemente superior al 6,7% al 30/09/2017.

Presión del Sistema de Seguridad Social: el déficit de la Caja de Jubilaciones, no transferida y parcialmente financiada por Anses, presiona el ajustado margen operativo. En 2017 se evidenció una ligera baja de esta presión producto del parcial financiamiento nacional. Por este concepto, en 2017 la PCH recibió anticipos por \$ 613 millones y recibió en 2018 \$ 902 millones (40% del déficit). El 24/10/2018 la Provincia firmó un Acta de Intención con Anses para sellar el nivel definitivo de financiamiento nacional de 2017, pero aún no se ha firmado el Convenio Bilateral.

Baja flexibilidad presupuestaria: el ajustado margen operativo es acompañado por una elevada rigidez del gasto. En 2016 el gasto en personal representó el 70,6% de los ingresos operativos y en 2017 se redujo hasta el 66,6%. FIX registra una sensible mejora al tercer trimestre de 2018 (57,7% contra 63,9% en igual período de 2017).

Ajustada liquidez: registra un deterioro de la situación de liquidez junto a un aumento del riesgo de refinanciación. Como forma de financiar los déficits estacionales de caja, recurrió a la emisión de Letras de Tesorería (Decreto 2.838 y Programa 2018). Estas emisiones han sido autorizadas por hasta un monto máximo en circulación de \$ 2.100 millones, y el saldo al 14/01/2018 asciende a \$ 400 millones, con vencimiento en el corto plazo. También recibió en 2017 y 2018 asistencias financieras del Fondo Fiduciario de Desarrollo Provincial (FFDP) para reducir el stock de compromisos a corto plazo, registrando una deuda de \$5.100 millones al 31/12/2018.

Moderado nivel de endeudamiento: en 2017 la deuda consolidada ascendió a \$18.567 millones, equivalente al 39,6% de los ingresos corrientes frente al 37,3% del 2016. FIX estima que habría sido del 35,5% al cierre de 2018, dada la compensación de los Bonos de la Nación Argentina para el Consenso Fiscal con Nación.

Adecuada composición de deuda: al cierre de 2017, la deuda con el gobierno nacional, considerado un acreedor amigable, fue del 59,2%. Por su parte, la deuda en moneda extranjera fue del 42%, frente a un 54% en 2016. No obstante, se habría elevado al 60% al cierre del 2018

FIX ha utilizado la información provista por el Ministerio de Hacienda de la Provincia. Para el periodo 2012-2015, se utilizó las cuentas de inversión definitivas generadas por la Contaduría General de la Provincia. Para el cierre definitivo 2016/17 y los parciales de 2017/18, se utilizó la información del Ministerio de Hacienda de la Provincia confeccionados bajo la Ley de Responsabilidad Fiscal preparada por la Contaduría General de la Provincia.

dada la devaluación y la cancelación de deudas con Nación nominadas en pesos. Cabe destacar que Chaco no posee ingresos que estén vinculados a la evolución del dólar.

Baja autonomía financiera: cuenta con una estructura de recursos fuertemente vinculada a los ingresos federales (recursos corrientes y de capital). 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.

Débiles indicadores socio-económicos: presenta débiles indicadores de desarrollo humano y económico. Esta condición incide en la limitada autonomía financiera de la Provincia dada la baja capacidad contributiva de la población y una actividad productiva de bajo valor agregado con importante participación del empleo público.

Sensibilidad de las Calificaciones

Liquidez: en caso de que no se completen exitosamente las operaciones de crédito previstas a fines de superar los problemas de liquidez en el corto plazo, FIX podría accionar a la baja las calificaciones vigentes de la Provincia.

Capacidad de pago: una mejora sostenida en el tiempo del margen operativo con impacto en la capacidad de pago de la Provincia, podrían presionar las calificaciones a la suba. La calificadora opina que de no mediar una recomposición sostenida en el mediano plazo del margen operativo, la capacidad de pago se mantendrá ajustada.

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. Por el contrario, una baja en el nivel de financiamiento nacional podría accionar las calificaciones a la baja.

Criterios Relacionados

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

Resumen: Fortalezas y Debilidades*

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

* Relativo a su categoría de calificación

Fortalezas:

- Moderado nivel de endeudamiento en términos de los ingresos operativos, aunque con un deterioro en el nivel de sostenibilidad debido a un perfil de muy corto plazo.
- Adecuada composición del stock de deuda.

Debilidades:

- Ajustada liquidez, junto a un elevado riesgo de refinanciamiento.
- Ajustados márgenes operativos, pero con mejoras durante 2017 y 2018.
- Elevada rigidez presupuestaria por el lado del gasto, aunque decreciente en 2017 y 2018.
- Limitada autonomía por el lado de los ingresos.
- Débiles indicadores socio-económicos.

Marco institucional

La Argentina adopta un sistema democrático, representativo, republicano federal, por lo cual las provincias cuentan con autonomía política y económica. 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 impactó en 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.

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.

Con este Acuerdo se estableció la eliminación gradual, a partir de 2016 y hasta 2020, de la retención del 15% de la masa coparticipable con destino al financiamiento del Sistema Nacional de Seguridad Social en función al Pacto Fiscal que existía entre Nación y Provincias. Se estableció la posibilidad de que las provincias puedan tomar deuda con la Nación a fin de compensar la falta de devolución total de los recursos desde el primer año. A partir del 2016 pudieron recibir un crédito de libre disponibilidad otorgado por el Fondo de Garantía de Sustentabilidad (FGS), equivalente a 6% del total de la detracción del 15% y en los años 2017 a 2019 por el 3%.

En los casos de las provincias de Santa Fe, San Luis y Córdoba que había realizado demandas sobre este punto, a fines del 2015, la Corte Suprema de Justicia de la Nación declaró inconstitucional la detracción del 15% sobre los impuestos coparticipados que se realizaba para financiar a la ANSES y obtuvieron su devolución en un 100%.

El 16 de noviembre de 2017 las provincias argentinas firmaron un Consenso Fiscal con la Nación donde se acordaron 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.

El acuerdo alcanzado con el FMI en octubre de 2018 impactará en una contracción del gasto nacional para lograr una convergencia al equilibrio fiscal nacional y subnacional. En opinión de FIX, los subsoberanos se verán afectados por menores transferencias discrecionales y de capital desde la Nación, y la expectativa de un período recesivo de la actividad económica en 2018 y 2019. En el marco de este acuerdo con el FMI, el Gobierno Nacional eliminó en agosto de 2018 la coparticipación del Fondo Federal Solidario a Provincias y Municipios, lo que repercutiría en una desaceleración del nivel de ejecución de la obra pública o en un deterioro de los márgenes financieros.

En el Presupuesto 2019 el Gobierno Nacional se compromete a alcanzar un resultado primario equilibrado (sin considerar el pago de intereses de deuda). Para ello, presentó un programa que apunta a la reducción de la participación del gasto primario en el PBI a partir de la descentralización en los gobiernos sub-soberanos de determinadas responsabilidades sobre el gasto en subsidios económicos (transporte terrestre urbano y eléctricos), al ajuste del gasto de

capital (que incluye transferencias a provincias), y a un incremento en la recaudación tributaria con implicancias en las jurisdicciones.

FIX considera que la expectativa de un bajo nivel de actividad tendrá un impacto negativo sobre la flexibilidad presupuestaria de las jurisdicciones, dado que determinará una desaceleración de los recursos tributarios de los sub-soberanos (coparticipación nacional de impuestos e impuestos propios). A este efecto se suma la continuidad en la baja de las alícuotas de Ingresos Brutos (“IIBB”) en el marco de la armonización de alícuotas del Consenso Fiscal 2017, parcialmente compensado por el Consenso Fiscal 2018 que suspendió la eliminación gradual del impuesto a los sellos desde 2019, lo que acotará el impacto negativo sobre las recaudaciones subnacionales. Adicionalmente, el Consenso Fiscal 2018 modificó la Ley de Responsabilidad Fiscal por la cual las jurisdicciones cuyo gasto corriente neto de 2018 hubiese variado menos que el Índice de Precios al Consumidor de ese año, podrían incrementar el gasto en el ejercicio fiscal 2019 por encima de la inflación, lo que a opinión de FIX debilita las herramientas legales de los sub-soberanos para una contención real del gasto en el marco de un año electoral, que podría derivar en un deterioro de los resultados presupuestarios.

Provincia del Chaco

De acuerdo a la Constitución de la PCH, la administración del gobierno provincial es responsabilidad del Poder Ejecutivo, cuyo titular es el Gobernador, y en caso de ausencia lo ejerce el Vice-gobernador, ambos elegidos directamente por el voto popular. Por su parte, el Poder Legislativo provincial está compuesto por una cámara de diputados.

El Poder Judicial está presidido por el Superior Tribunal de Justicia, formando parte del mismo tribunales inferiores distribuidos en seis circunscripciones judiciales. Los miembros del Superior Tribunal de Justicia y el Procurador General son designados por el Poder Ejecutivo provincial a propuesta del Consejo de la Magistratura. Los demás miembros de la administración de justicia son designados por el Superior Tribunal de Justicia también a propuesta del Consejo de la Magistratura.

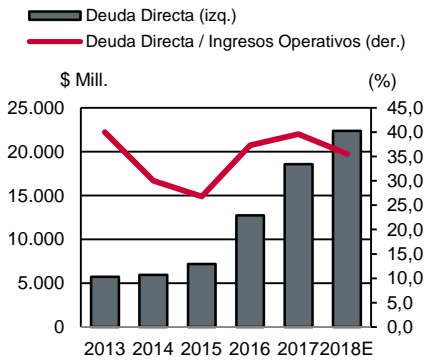
A su vez, la Provincia está subdividida políticamente en 25 departamentos, que carecen de forma de gobierno o administración autónoma y por su parte éstos se componen de municipios gobernados por un intendente elegido por voto popular. Los municipios de la Provincia reciben recursos que son distribuidos bajo los lineamientos estipulados en la Ley Provincial N°3188 y la Constitución Provincial de 1994. La Provincia distribuye a los municipios el 15,5% de los recursos provinciales recaudados bajo el impuesto de ingresos brutos e impuesto de sellos y el 15,5% de los recursos que recibe la Provincia por el régimen de coparticipación impuestos nacionales y algunos regímenes especiales de distribución automática de impuestos nacionales, como ser el impuesto a los bienes personales. Adicionalmente, la PCH coparticipa en un 15,5% la compensación nacional por la derogación el artículo 104 de la Ley de Impuesto a las Ganancias (l.c del Consenso Fiscal firmado el 16/11/2017, Ley 27.429), pero no la correspondiente por el aumento de la asignación específica del Impuesto al Cheque al financiamiento de la Seguridad Social Nacional (Anses).

Deuda y Liquidez

El nivel de endeudamiento con relación a los ingresos operativos descendió ininterrumpidamente en el período 2013-2015, la deuda versus los ingresos operativos era de 26,8% en 2015 comparado con el 40% al cierre de 2013 (ver gráfico 1). Sin embargo, al cierre de 2017, la deuda directa ascendió a \$18.567 millones, equivalente a 39,6% de los ingresos operativos, consolidando la tendencia creciente que se registró desde 2016.

FIX, considerando los \$400 millones del Programa de Letras 2018 a 365 días que trascendieron el ejercicio, la compensación entre los Bonos de la Nación Argentina para el Consenso Fiscal, y

Gráfico 1: Evolución de la Deuda



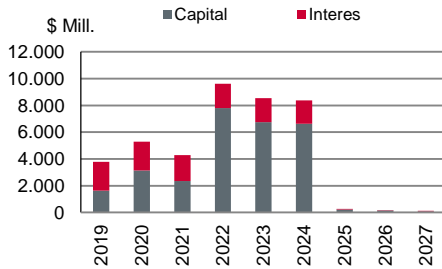
Fuente: Provincia del Chaco - Contaduría General
 E - Estimado

un tipo de cambio al 31/12/2018 de \$38,60, estima que habría finalizado el 2018 con un stock de deuda de aproximadamente \$22.376 millones, que representaría el 35,5% de los ingresos corrientes proyectados por FIX, implicando una reducción respecto a 2017 (39,6%).

La razón del incremento en el stock nominal de deuda en 2016 se debió principalmente a la emisión de un bono en el mercado internacional por USD 250 millones, a tasa de interés fija de 9,375% devengada y pagadera semestralmente. El vencimiento es a 8 años (agosto de 2024), con pagos de capital anual en los últimos tres años. Estos títulos son una obligación senior no subordinada de la Provincia. La Ley Provincia N° 7782 del 02/04/2016 autorizó la emisión por la necesidad de afrontar el pago de sentencias judiciales contra el gobierno provincial por hasta \$ 1.800 millones y para financiar proyectos de inversión pública para estimular la economía provincial y municipal, en un contexto recesivo.

En el 2016 Chaco contrajo un préstamo con el Gobierno Nacional por un monto de \$1.410 millones en el marco del Acuerdo Nación-Provincias ratificado por la Ley Nacional N° 27.260 y la Ley Provincial N° 7.821. Este último acuerdo establece la posibilidad de que las provincias puedan tomar deuda con la Nación a fin de compensar la falta de devolución total de los recursos desde el primer año. A partir del 2016 pudieron recibir un crédito de libre disponibilidad otorgado por el FGS, equivalente a 6 puntos porcentuales del total de la detracción del 15% y en los años 2017 a 2019 por el 3%. La amortización es a los 4 años del desembolso original y con intereses semestrales a una tasa de interés nominal subsidiada del 15% anual para los años 2016 y 2017 y del 12% para 2018 y 2019. Los préstamos están garantizados con cesión de coparticipación federal que le corresponda a la respectiva Provincia. En 2017, 2018 y 2019 Chaco contrajo este nuevo préstamo con el FGS por \$940 millones, \$1.114 millones y \$1.927 millones respectivamente. Adicionalmente, en enero del 2019 recibió un ajuste del crédito asignado a 2018, incrementando el mismo por \$360 millones y totalizando \$ 2.287 millones.

Gráfico 2: Cronograma de Deuda



Elaboración: FIX
 Fuente: Provincia del Chaco - Hacienda.
 Incluye amortización de Letras

Asimismo, durante 2017 y 2018 la PCH tomó créditos en distintas etapas con el Fondo Fiduciario de Desarrollo Provincial (FFDP) y al 30/09/2018 registraba una deuda por \$3.300 millones. De este monto, \$1.900 millones tenían vencimiento en diciembre de 2018 y al igual que ciertos préstamos de corto plazo por \$1.100 millones, el FFDP extendió el plazo de amortización del capital para julio 2019. En octubre de 2018 la PCH recibió un crédito adicional por \$700 millones con vencimiento en enero 2019, que fuera recientemente prorrogado a julio 2019. De esta manera, totalizaría al 31/12/2018 un stock de deuda con el FFDP de \$5.100 millones.

Asimismo, durante 2017 y 2018 la PCH tomó créditos en distintas etapas con el Fondo Fiduciario de Desarrollo Provincial (FFDP) y al 30/09/2018 registraba una deuda por \$3.100 millones. En octubre de 2018 la PCH accedió a un crédito adicional por \$700 millones con vencimiento en enero 2019, y recientemente prorrogados a julio 2019. La provincia afrontaba vencimientos con el organismo por \$ 1.900 millones en diciembre del 2018, pero fueron reprogramados a julio 2019, y suscribió dos nuevos créditos de corto plazo por \$500 y \$600 millones, totalizando al 31/12/2018 un stock de deuda con el FFDP de \$5.100 millones.

En cuanto a la composición de la deuda, al cierre de 2017 la deuda con el gobierno nacional (en pesos, a tasa fija y de largo plazo), considerado un acreedor amigable, fue de 59,2% frente al 42,4% en 2016. La deuda en moneda extranjera fue un 42,2% en 2017 frente a un 54,2% en 2016. Al tercer trimestre de 2018, luego de la compensación de deudas con el Gobierno Nacional, y considerando un tipo de cambio de \$ 41,25, la deuda en moneda extranjera ascendió al 63,13% y la deuda con el Gobierno Nacional se redujo al 31,5%. FIX estima que al cierre la composición en moneda extranjera se habría reducido al 60% dada la evolución del tipo de cambio.

Respecto a la capacidad de pago de la Provincia, el indicador de deuda versus el balance corriente se presenta volátil y ajustado. En 2015 este ratio que ascendió a 5,5x (veces). Debido a que la Provincia finalizó el 2016 y 2017 con balances corrientes deficitarios (-4,5% y -2,9%), este ratio se deterioró notablemente (-8,3X y -13,7x). Si bien FIX observa un sensible deterioro en la

capacidad de pago, estima finalizaría 2018 con balance corriente del 1,7%, por lo que mejoraría sensiblemente su capacidad de pago.

En el gráfico 2 se puede observar el cronograma de deuda vigente, asumiendo las proyecciones de endeudamiento provistas por la Provincia y una evolución del tipo de cambio promedio para 2019 de \$44 y de \$53,5 en 2020. Del mismo se desprende un concentrado perfil de vencimientos en el período 2022-2024, período de amortización de la emisión realizada en el 2016 por USD 250 millones.

Debe mencionarse que en el 2012, a raíz de las regulaciones cambiarias impuestas por el Gobierno Nacional, la Provincia incumplió en la moneda de pago de los Bonos de Saneamiento Garantizado (BOSAGAR Serie I y Serie II), no calificados por FIX. Con el levantamiento del cepo cambiario, los vencimientos de deuda a partir de 2016 están siendo abonados en dólares estadounidenses.

Por último, respecto a los Títulos de Deuda (TD) 2026, calificados por FIX, los mismos cuentan con garantía de recursos de coparticipación de impuestos, cedidos a un Fideicomiso en Garantía, cuyo Fiduciario es el BBVA Francés. Si bien FIX pondera dentro de la calificación de estos títulos la garantía y la estructura de pago (el flujo cedido no pasa por la PCH, es retenido directamente por el Banco de la Nación Argentina), considera que la calidad crediticia de los instrumentos se encuentra altamente influenciada por la calidad crediticia del emisor. Para más detalle dirigirse al *Anexo C*.

Liquidez

La PCH registra un marcado deterioro de la situación de liquidez junto a un aumento del riesgo de refinanciación. Chaco, como forma de financiar los déficits estacionales de caja, recurrió durante 2018 a la emisión de Letras de Tesorería (Decreto 2.838 y Programa 2018). Estas emisiones han sido autorizadas por hasta un monto máximo en circulación de \$ 2.100 millones, y el saldo actual asciende a \$ 400 millones, con un vencimiento en el corto plazo. Durante 2019, la PCH utilizará el Programa de Emisión de Letras de Tesorería 2019 por hasta un monto máximo en circulación de \$ 1.200 millones o su equivalente en moneda extranjera. Estas Letras le otorgarán liquidez a la Provincia para cubrir deficiencias estacionales de caja. La participación relativa de instrumentos financieros de corto plazo sobre el total de recursos proyectados en el Presupuesto 2019 se mantendría en un nivel razonable del orden del 1,5%.

Desde el año 2012, Chaco hace uso de la emisión de Letras de Tesorería de corto plazo para administrar su posición de liquidez. Por Ley N°1.092-A, la Tesorería General podrá emitir Letras cuando así lo disponga el Poder Ejecutivo, hasta el monto que fije anualmente la Ley de Presupuesto de la Administración Pública Provincial, cuando el rescate de las Letras sea posterior a la finalización del ejercicio financiero. Asimismo, la Tesorería General podrá emitir Letras por hasta el monto que determine el Poder Ejecutivo por Decreto en acuerdo general de ministros para cubrir las deficiencias estacionales de caja las cuales deberán ser reembolsadas antes de la finalización del ejercicio financiero en el que se emitan o antes de la finalización del mandato del titular del Poder Ejecutivo en el último año de su gestión.

Adicionalmente, la PCH recibió durante 2017 y 2018 asistencias financieras del Fondo Fiduciario de Desarrollo Provincial (FFDP) para reducir el stock de compromisos a corto plazo. Al 31/12/2018 registra una deuda con el FFDP por \$5.100 millones.

Al igual que otras provincias argentinas, la PCH hace uso de la deuda operativa con proveedores y contratistas (deuda flotante) como mecanismo de financiamiento. Al cierre de 2017, la Provincia presentaba indicadores ajustados aunque con una tendencia declinante respecto a 2016. La deuda flotante fue equivalente al 9,7% de los Ingresos totales y 34 días de gasto primario, contra

el 12,7% y 37,8 días al cierre de 2016. En 2017 los saldos líquidos cubrieron sólo un 97% la deuda flotante mientras que en 2015 cubrían 42,2%.

Desde 2017 la PCH, al igual que varias provincias, comenzó a utilizar adelantos de coparticipación que se cancelan durante el mismo mes en que fueron solicitados. Estos adelantos no son consolidados como deuda pública con el Gobierno Nacional.

Finalmente, los fondos provenientes de la emisión de deuda en el mercado de capitales internacional en el 2016 se destinaron a la constitución de fideicomisos que generan rentabilidad a fin de mantener el poder adquisitivo de los mismos para afrontar el destino previsto en la ley N°7782. Estos fondos no están considerados como disponibilidades de la PCH y se encuentran invertidos en fondos comunes de inversión de alta liquidez.

Contingencias

La PCH es una de las provincias argentinas que no transfirió su sistema de Seguridad Social al gobierno nacional. En el período 2013-2017 las contribuciones de la seguridad social nunca fueron suficientes para cubrir las prestaciones a la misma.

Tal cual lo estipulado por ley, los déficits previsionales deben ser cubiertos por el Gobierno Nacional mediante acuerdos de transferencia, aunque desde el año 2011 al 2015 no se recibieron fondos de Nación, deteriorando el desempeño operativo de la PCH. Si se incluye la presión del sector previsional a las cuentas provinciales, el margen operativo de la PCH cae a 0,6% en promedio de los últimos años (2013-2017), sensiblemente inferior al 2,8% si se aísla el efecto adverso del Sistema de Seguridad Social (*ver gráfico 4*).

Desde 2016 el Gobierno Nacional comenzó a realizar transferencias para financiar parte de este déficit. Como consecuencia, en 2016/17 se registra una ligera baja de esta presión con respecto al período 2014/2015, ya que estas transferencias pasaron de insumir 3,6 puntos del margen operativo a 1,9 puntos en 2016 y 0,9 puntos en 2017.

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 40% del déficit de la Caja Previsional. No obstante, luego del Consenso Fiscal, se abandonó el criterio de armonización, sosteniendo el financiamiento a través de asistencias financieras mensuales, pero derogando todo tipo de penalización por la persistencia de puntos no armonizados.

Por medio de estas asistencias financieras Nación transfirió durante 2017 \$ 612 millones en forma de anticipos mensuales de \$51,08 millones, monto que se eleva a \$ 75.14 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. Si bien las autoridades provinciales entienden que Anses debería cubrir el 80% del déficit previsional, en 2017 sólo cubrió el 40% por medio de los anticipos mensuales. El 24/10/2018 la Provincia firmó un Acta de Intención con Anses para sellar el nivel definitivo de financiamiento nacional de 2017, pero aún no se ha firmado el Convenio Bilateral.

El déficit de la Caja fue en 2017 de \$1.530 millones, el cual fue financiado en un 40% vía transferencias del Anses por \$613 millones y 28% por medio de transferencias de la Obra Social de los empleados provinciales. El saldo restante por \$ 487 millones es la presión de la Caja Previsional sobre el margen operativo de la Administración Central y Organismos Descentralizados.

Por último, Chaco tiene sentencias judiciales en su contra por hasta \$ 1.800 millones por juicios de empleados del Poder Judicial y a través de la Ley N° 7751 se dispuso la consolidación en el Estado Provincial de las obligaciones vencidas y se reguló su pago en un período de diez años. Al 14/01/2019 se han suscripto 1.141 convenios de pago (sobre un total de 1.342), por un total de \$ 1.308,3 millones.

Desempeño presupuestario

Los *Anexos A y B* incluyen información de las cuentas de la administración central y los organismos descentralizados proporcionados por el Ministerio de Hacienda sobre la base de las cuentas de inversión cerradas por la Contaduría General (2013-2017). Adicionalmente, se analizaron los ejercicios fiscales parciales a septiembre de 2017 y 2018 y Presupuesto 2019 (Ley 2.962-F).

Ingresos operativos

En el año 2017, los ingresos operativos (sin incluir rentas de la propiedad) de la PCH ascendieron a \$ 46.817 millones, registrando un aumento nominal interanual del 37,4%, superior al 26,8% registrado en el 2016. La aceleración en el crecimiento se explica principalmente por el aumento de los ingresos nacionales (+37,1% en 2017 frente a +25,6% en el 2016), cuyo peso relativo en la estructura de ingresos de la Provincia es elevado. En igual sentido los ingresos propios se incrementaron un 39,2%, impulsado fundamentalmente por el Impuesto a los Ingresos Brutos (+37,5% interanual).

Al tercer trimestre del 2018, los ingresos operativos se incrementaron un 31,4% respecto al mismo periodo del año anterior totalizando \$44.938 millones. Este incremento fue impulsado por los ingresos de origen nacional (+34,4% interanual) y en menor medida por los ingresos de origen propio (+17%). Esta desaceleración de los ingresos propios se explica en la reducción de alícuotas comprometidas en el Consenso Fiscal, que comprime aún más la ya débil autonomía financiera. En ese marco los Ingresos Brutos se expanden al 14,6% interanual, por debajo de los indicadores de inflación. El Presupuesto 2019, estima incrementar los recursos operativos en un 25,3% respecto a los ingresos proyectados al cierre de 2018, dada la presión inflacionaria y el incremento del 3% de la coparticipación en base al acuerdo entre Nación-Provincias. El mismo fue ratificado por Ley Provincial N°7.821 y suscripto el 23 de mayo de 2016 (aunque con efectos retroactivos al 1 de enero de 2016), mediante el cual se acordó la eliminación gradual, a partir de 2016 y hasta 2020, de la retención del 15% de la masa coparticipable con destino al financiamiento del Sistema Nacional de Seguridad Social en función al Pacto Fiscal que existía entre Nación y Provincias.

Chaco, como todas las provincias argentinas con indicadores socioeconómicos relativamente débiles, tiene una baja autonomía financiera debido que los ingresos están concentrados en las transferencias de origen nacional (incluye Coparticipación): éstas promediaron una participación de 84,1% en los ingresos operativos en el período 2013-2017 versus el 54,8% de media provincial. Al tercer semestre del año, esta autonomía financiera se redujo aún más, dado el mayor incremento de los recursos nacionales que propios. Chaco se presenta como una de las provincias más débiles en cuanto a autonomía recaudatoria. Sin embargo, FIX destaca que la dependencia es principalmente de recursos que se distribuyen en forma automática bajo lo estipulado por Ley.

Gastos operativos

Tabla 1: Ingresos Operativos
(millones de pesos corrientes)

	2015	2016	2017
– Ingresos Brutos	3.226	4.295	5.906
– Inmobiliario	27	48	59
– Sellos	400	517	693
– Otros	231	264	541
Tributarios provinciales	3.884	5.125	7.199
No tributarios provinciales	245	383	476
Tributarios nacionales	20.595	26.471	35.628
Transferencias corrientes	2.143	2.087	3.513
Total ingresos operativos^a	26.867	34.065	46.817

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

Fuente: Provincia del Chaco - Contaduría General. Cálculos de FIX.

Tabla 2: Gastos Operativos
(millones de pesos corrientes)

	2015	2016	2017
– Personal	16.146	24.051	31.177
– Bs y Ss no personales	2.388	2.832	3.763
– Transferencias corrientes	6.738	8.387	11.895
Total gastos operativos^a	25.272	35.269	46.835

^a – no incluye intereses pagados.

Fuente: Provincia del Chaco - Contaduría General. Cálculos de FIX.

Los gastos operativos en 2017 totalizaron \$ 46.835 millones, equivalente a un aumento nominal del 32,8% respecto al 2016, por debajo de la suba del 34,3% promedio anual para el período 2013-2016. Al 30.09.2018, este indicador aumentó un 23,1% respecto al mismo periodo del 2017, impulsado por el gasto en personal (+18,8%) y las transferencias al sector privado y municipios (+38,6%). Dentro de las transferencias, las que más se incrementan son las correspondientes a Municipios, dado que la PCH coparticipaba el fondo del conurbano y luego del Consenso Fiscal decidió continuar con la transferencia de los recursos de la compensación nacional por la derogación el artículo 104 de la Ley de Impuesto a las Ganancias (l.c del Consenso Fiscal firmado el 16/11/2017, Ley 27.429).

El Presupuesto 2019 estima un crecimiento de los gastos operativos del 18,3% respecto a lo proyectado por FIX para 2018, pero la calificadora, en base a pautas macrofiscales que estiman una mayor presión inflacionaria y de salarios, y una recesión económica más acentuada, estima que aumentarían un 30%.

El rol del sector público provincial como principal empleador combinado a las presiones inflacionarias, determinan una estructura de gastos cada vez más rígida y expuesta a las negociaciones salariales: el gasto en personal absorbió un 66,6% de los ingresos operativos del 2017 frente a un 70,6% en el 2016, siendo ésta partida la más representativa dentro del rubro gastos. Esta tendencia comienza a revertirse durante 2018, y al tercer trimestre del registró un 57,7% de los ingresos operativos contra un 63,9% a igual período de 2017. El incremento del gasto en personal al tercer trimestre de 2018 (+18,8% interanual) se debió a incrementos de nómina de personal (+0,8%) y a aumentos salariales, aunque menores a la evolución de los ingresos operativos (+31,4%), lo que permitió un relajamiento de la rigidez del gasto. En este sentido, el Poder Ejecutivo de la PCH presentó un proyecto de ley (1944/2018) de retiros voluntarios, pero no fue aprobado por el Poder Legislativo. El Presupuesto 2019 estima que este indicador alcanzaría el 55,2%, pero FIX entiende que sería cercano al 60%, debido a presiones salariales en el marco de un año electoral, y luego de una reducción real de los salarios durante el transcurso de 2018.

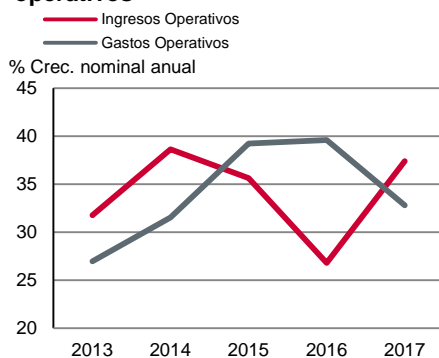
Balance operativo e Inversión

En el 2017 Chaco registró una mejora del margen operativo siendo el mismo de 0% frente a -3,5% en el 2016, mientras que durante el periodo 2013-2015 el promedio se ubicó en un 5,9%. El deterioro de 2016 se sustentó principalmente en el incremento de los gastos operativos (+39,6%) por encima de los ingresos (+26,8%), en donde el rubro gasto en personal se incrementó significativamente (+49,0% interanual). Las mejoras de 2016 por el lado del mayor ingreso por la eliminación gradual de la retención del 15% de la masa coparticipable, no permitió contrarrestar el significativo incremento en los gastos operativos. En 2017 la tendencia se revirtió, los ingresos se incrementaron un 37,4%, mientras que los gastos lo hicieron al 32,8%. Para 2018 el Presupuesto estimaba un margen operativo positivo (5,2%), pero FIX, en base a supuestos más conservadores e información al tercer trimestre, considera que el mismo sería del orden del 6,8%.

Si se incluye la presión del sector previsional a las cuentas provinciales, el margen operativo de la PCH cae a 0,6% en promedio de los últimos años (2013-2017), sensiblemente inferior al 2,8% si se aísla el efecto adverso del Sistema de Seguridad Social (*ver gráfico 4*). En tanto en 2017 el margen operativo equilibrado del 0% se deteriora al -0,9%. FIX observa una baja en la presión de la Seguridad Social sobre el desempeño operativo del 2017 y al tercer semestre de 2018. Mientras que en 2016 la Seguridad Social insumió 1,9 puntos porcentuales del margen operativo, en 2017 se redujo a 1,6 puntos (sin considerar los \$ 431 millones transferidos por la Obra Social). Esto se debe a un mayor grado de financiamiento nacional por medio de la Anses.

La generación de márgenes operativos positivos, pero acotados, determinó que la dinámica de la inversión pública de la PCH quede atada a la evolución de las transferencias de capital de parte

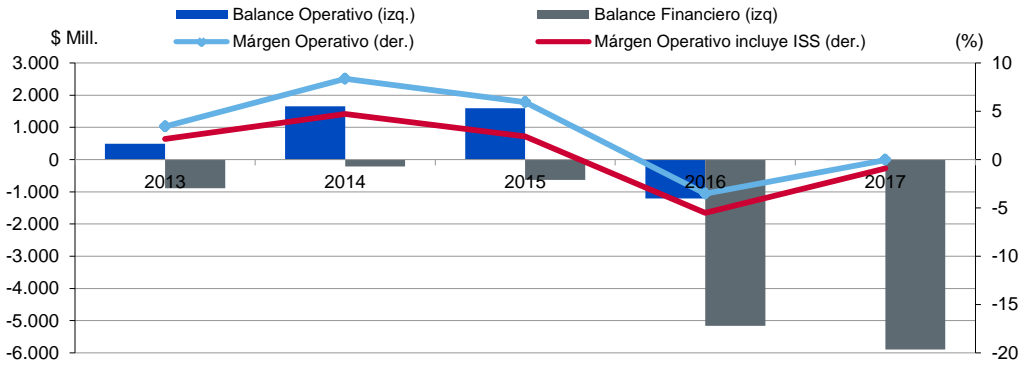
Gráfico 3: Ingresos y Gastos operativos



Elaboración: FIX
 Fuente: Provincia del Chaco - Contaduría General

del gobierno nacional en el período 2013-2015 (con balances financieros positivos o levemente negativos) y al endeudamiento en 2016 y 2017 (con sensibles déficits financieros). Adicionalmente, dado el nuevo contexto nacional las inversiones regionales están también vinculadas a fuentes de financiamiento en el mercado de capitales, tal es el caso de la emisión en el mercado internacional por USD 250 millones que incluía partidas de asignación específica a obras por \$1.850 millones que se encuentran en fondos fiduciarios específicos.

Gráfico 4: Desempeño Presupuestario



Elaboración: FIX / Fuente: Provincia del Chaco - Contaduría General

La inversión promedió el 16,8% del gasto total para el período 2013-2016, y en 2017 se ubicó en un 12,7%, frente al 18,5% registrado en 2016. Asimismo para 2018, la Ley de Presupuesto estimaba que insumiría el 13,7% del gasto total, pero al tercer trimestre del año se registra un 8,9%. La reducción en los niveles de inversión, junto a la mejora de los márgenes operativos, permitió prácticamente alcanzar el equilibrio financiero al tercer trimestre del año (-0,8%, contra -4,8% a igual período de 2017).

Gestión y Administración

El actual Gobernador es el Ingeniero Domingo Peppo, perteneciente al Partido Frente Chaco Merece Más. Peppo fue electo el 20 de septiembre de 2015 por el 55,43% para gobernar la Provincia durante el período 2015-2019.

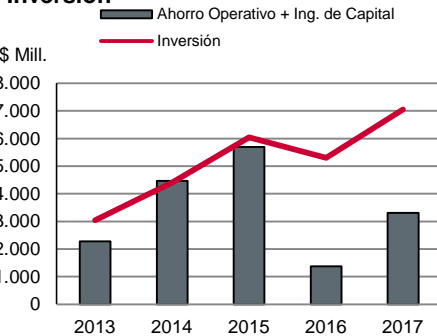
El Plan de Gobierno se sostiene sobre tres ejes que son el empleo, el sistema de ciudades y la presencia del Estado en sectores claves. Respecto al empleo, se busca potenciar el desarrollo económico mediante la promoción económica en el sector industrial, agropecuario y servicios, como así también afianzar el programa de obras públicas. El sistema de ciudades apunta a promover el desarrollo de los municipios de la Provincia y la presencia del Estado se centra en la seguridad, educación, salud y desarrollo humano.

De acuerdo a lo informado por las autoridades, lo anterior se logra mediante una buena solvencia fiscal del gobierno provincial entendida como la generación de recursos tributarios genuinos que permitan el financiamiento del gasto del Estado y así contar con ahorro para implementar las políticas de inversión pública y social. La búsqueda de nuevos instrumentos financieros también se presenta como una alternativa para el desarrollo siempre y cuando sea acorde a las finanzas provinciales.

Perfil socio-económico

Según el Censo 2010, la PCH registraba una población de 1.055.259 habitantes, equivalente al 2,6% de la población nacional. El crecimiento demográfico del Chaco respecto al Censo 2001 fue del 7,2%, por debajo del 10,6% a nivel nacional. De acuerdo a las proyecciones, se estima que viven en la Provincia 1.168.165 habitantes en el 2017.

Gráfico 5: Financiamiento Inversión



Elaboración: FIX
 Fuente: Provincia del Chaco

En el 2016, el Producto Bruto Geográfico (PBG) de la PCH representó el 1,3% del producto nacional, en tanto que concentró el 1,9% del total del empleo nacional. Al igual que en todas las provincias argentinas, el PBG chaqueño, a datos del 2016, se concentra en los sectores de servicios con una participación del 69%, dentro de los cuales se destacan las actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler (11,1%), comercio (18,2%) y el sector público que ocupa el rol de principal empleador (17,9%). Por su parte el 30,9% restante del PBG lo representan los sectores de bienes, donde la construcción es un motor importante de la economía (4,2%). Le siguen en importancia la actividad primaria (20,7%) y la industria manufacturera (10,2%)

Históricamente la PCH fue líder en la producción de algodón, representado aproximadamente el 60% de la producción nacional de este cultivo. Sin embargo, al igual que en todas las provincias agropecuarias argentinas, el cultivo de soja adquirió enorme importancia en la última década, siendo hoy el principal producto de la PCH.

La escasa participación de sectores productivos de mayor valor agregado provoca que la generación de riqueza de la PCH sea inferior a la media nacional: el producto per cápita chaqueño a 2014 representaba poco menos del 50% de la media nacional; sin embargo desde 2003 hasta 2014 la economía provincial creció a un ritmo anual del 7,83%, tasa muy superior a la media nacional, crecimiento impulsado mayormente por la inversión pública y la industria manufacturera.

Los indicadores socioeconómicos de la PCH históricamente fueron de los más débiles del país, aunque en la última década se fortalecieron como resultado del crecimiento económico, la mayor cobertura social y las transferencias de parte del gobierno nacional.

Desempleo y pobreza

Se observó un repunte en el último año en la tasa de desempleo, según INDEC la misma fue del 3,1% al tercer trimestre de 2018 versus el 9,0% para el consolidado de aglomerados urbanos. La tasa de empleo al tercer trimestre 2018 era del 39%, en comparación con el 42,5% del consolidado nacional.

Por otro lado los niveles de pobreza al primer semestre del 2018 ascendieron al 28,8%, contra un consolidado de aglomerados urbanos del 27,3%. En tanto que la indigencia registró un nivel del 5,9% contra un consolidado del 4,9%.

Anexo A

Provincia del Chaco

Consolidado Administración Central y Organismos Descentralizados

\$ Millones	2013	2014	2015	2016	2017	9m 2017	9m 2018
Impuestos (incluye Coparticipación de Impuestos)	13.089,7	17.922,0	24.479,4	31.595,1	42.827,3	31.974,5	41.321,7
Otras transferencias Corrientes recibidas	1.059,6	1.723,8	2.142,9	2.087,2	3.513,5	1.931,3	3.186,1
Regalías, tasas, derechos, otros ingresos no tributarios	140,0	163,7	245,1	382,9	476,5	224,1	429,7
Ingresos Operativos	14.289,3	19.809,5	26.867,4	34.065,3	46.817,3	34.129,9	44.937,5
Gastos operativos	-13.801,0	-18.152,6	-25.272,3	-35.269,1	-46.835,4	-31.887,6	-39.249,1
Balance Operativo	488,3	1.657,0	1.595,1	-1.203,8	-18,1	2.242,3	5.688,5
Intereses cobrados	13,7	27,2	25,8	56,5	68,1	51,1	73,0
Intereses pagados	-134,8	-296,2	-315,0	-375,0	-1.408,5	-1.068,0	-2.465,1
Balance Corriente	367,2	1.387,9	1.305,9	-1.522,3	-1.358,5	1.225,4	3.296,4
Ingresos de capital	1.787,1	2.808,5	4.104,4	2.572,1	3.322,4	2.480,8	1.875,0
Gasto de capital	-3.045,4	-4.409,4	-6.039,0	-5.296,0	-7.043,5	-5.526,8	-4.622,3
<i>Balance de capital</i>	<i>-1.258,4</i>	<i>-1.600,9</i>	<i>-1.934,6</i>	<i>-2.723,9</i>	<i>-3.721,1</i>	<i>-3.046,0</i>	<i>-2.747,3</i>
Balance Financiero	-891,2	-213,0	-628,6	-4.246,2	-5.079,6	-1.820,6	549,1
Nueva deuda	820,6	644,6	504,9	5.309,9	4.323,5	1.134,5	2.478,4
Amortización de deuda	-368,9	-1.111,3	-1.018,8	-633,8	-390,0	-441,4	-5.319,7
<i>Endeudamiento neto: aumento, (disminución)</i>	<i>451,7</i>	<i>-466,7</i>	<i>-513,9</i>	<i>4.676,1</i>	<i>3.933,5</i>	<i>693,2</i>	<i>-2.841,3</i>
Resultado Final	-439,4	-679,7	-1.142,5	429,9	-1.146,0	-1.127,4	-2.292,1
DEUDA							
Corto Plazo	191,5	177,6	281,5	400,0	591,4	0,0	0,0
Largo Plazo	5.527,7	5.764,2	6.919,4	12.320,1	17.976,0	14.243,8	23.193,2
Deuda Directa	5.719,2	5.941,8	7.200,9	12.720,1	18.567,3	14.243,8	23.193,2
+ Deuda cuasi directa	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Riesgo Directo	5.719,2	5.941,8	7.200,9	12.720,1	18.567,3	14.243,8	23.193,2
- Liquidez	861,8	956,9	1.183,6	4.643,7	4.866,9	3.950,4	2.427,4
Riesgo Directo Neto	4.857,4	4.984,9	6.017,3	8.076,4	13.700,5	10.293,4	20.765,7
Garantías y otras deudas contingentes	0,0	0,0	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	0,0	0,0
Riesgo Final Neto	4.857,4	4.984,9	6.017,3	8.076,4	13.700,5	10.293,4	20.765,7

Datos sobre Riesgo Directo

% moneda extranjera	18,3	22,5	38,2	54,2	42,22	30,38	63,13
% no bancaria	79,9	73,4	66,4	81,2	86,14	88,84	79,55
% tasa de interés fija	76,5	70,4	61,4	84,6	87,60	88,84	86,57

FIX ha utilizado la información provista por el Ministerio de Hacienda de la Provincia. Para el periodo 2012-2015, se utilizó las cuentas de inversión definitivas generadas por la Contaduría General de la Provincia. Para el cierre definitivo del 2016, 2017 y los parciales de 2017 y 2018, se utilizó la información del Ministerio de Hacienda de la Provincia confeccionados bajo la Ley de Responsabilidad Fiscal y elaborado por la Contaduría General de la Provincia.

n.d.- no disponible

Desde el segundo trimestre 2018 se considera la liquidez neta de FUCO.

Fuente: Elaboración FIX sobre la base de la información proporcionada por la Provincia del Chaco - Ministerio de Hacienda y Contaduría General.

Anexo B

Provincia del Chaco

Consolidado Administración Central y Organismos Descentralizados

	2013	2014	2015	2016	2017	9m 2017	9m 2018
Ratios de Desempeño Presupuestario							
Balance operativo/Ingresos operativos (%)	3,4	8,4	5,9	-3,5	-0,04	6,57	12,66
Balance corriente/Ingresos Corrientes ^a (%)	2,6	7,0	4,9	-4,4	-2,90	3,59	7,32
Balance financiero/Ingresos totales ^b (%)	-5,5	-0,9	-2,0	-11,5	-10,12	-4,97	1,17
Resultado final/Ingresos totales (%)	-2,7	-3,0	-3,7	1,1	-2,28	-3,08	-4,89
Crecimiento de ingresos operativos (variación % anual)	31,7	38,6	35,6	26,7	37,43	n.d.	31,67
Crecimiento de gasto operativo (variación % anual)	27,0	31,5	39,2	39,5	32,79	n.d.	23,09
Crecimiento de balance corriente (variación % anual)	460,0	278,0	-5,9	-216,5	-10,76	n.d.	169,01
Ratios de Deuda							
Crecimiento de deuda directa (variación % anual)	15,8	3,9	21,2	76,6	45,97	n.d.	62,83
Intereses pagados/Ingresos operativos (%)	0,9	1,5	1,2	1,1	3,01	3,13	5,49
Balance operativo/Intereses pagados (x)	3,6	5,6	5,1	-3,2	-0,01	2,10	2,31
Servicios de deuda directa/Ingresos corrientes (%)	3,5	7,1	5,0	2,9	3,84	4,42	17,30
Servicios de deuda directa/Balance operativo (%)	103,2	84,9	83,6	-83,8	-9923,68	67,31	136,85
Deuda Directa/Ingresos operativos (%)	40,0	30,0	26,8	37,2	39,60	31,25	38,65
Riesgo Directo/Ingresos corrientes (%)	40,0	30,0	26,8	37,2	39,60	31,25	38,65
Deuda directa/Balance corriente (x)	15,6	4,3	5,5	-8,3	-13,67	8,72	5,28
Riesgo directo/Balance corrientes (x)	15,6	4,3	5,5	-8,3	-13,67	8,72	5,28
Riesgo final neta/Ingresos corrientes (%)	34,0	25,1	22,4	23,6	29,22	22,59	34,60
Deuda directa/PBG (%)	11,2	9,4	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Deuda directa per capita (\$)	5.116	5.255	6.299	11.127	16.242	12.460	20.288
Ratio de Ingresos							
Ingresos operativos/Ingresos operativos presupuestados (%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Impuestos/Ingresos operativos (%)	91,6	90,5	91,1	92,7	91,5	93,7	92,0
Impuestos locales/Ingresos operativos (%)	16,3	15,6	15,9	16,2	16,8	17,3	15,4
Transferencias corrientes/Ingresos operativos (%)	7,4	8,7	8,0	6,1	7,5	5,7	7,1
Ingresos operativos/Ingresos totales ^b (%)	88,8	87,5	86,7	92,8	93,2	93,1	95,8
Ingresos totales ^b per capita (\$)	14.392	20.029	27.115	32.097	43.919	32.069	41.013
Ratios de Gasto							
Gasto operativo/Gasto operativo presupuestado (%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Gasto en personal/Gasto operativo (%)	62,6	64,2	63,9	68,2	66,6	68,5	66,1
Transferencias Corrientes realizadas/Gasto operativo (%)	27,2	26,1	26,7	23,8	25,4	24,1	27,1
Gasto de capital/Gasto de capital presupuestado (%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Gasto de capital/Gasto total (%)	17,6	18,4	18,5	12,7	12,7	14,2	8,9
Gasto de capital/PBG (%)	n.d.	n.d.	n.d.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Gasto total per capita (\$)	15.520	21.201	28.556	36.366	48.703	34.048	45.186
Financiamiento de Gasto de Capital							
Balance corriente/Gasto de capital (%)	12,1	31,5	21,6	-28,7	-19,3	22,2	71,3
Ingresos de capital/Gasto de capital (%)	58,7	63,7	68,0	48,6	47,2	44,9	40,6
Endeudamiento neto/Gasto de capital (%)	14,8	-10,6	-8,5	88,3	55,8	12,5	-61,5

FIX ha utilizado la información provista por el Ministerio de Hacienda de la Provincia. Para el período 2012-2015, se utilizó las cuentas de inversión definitivas generadas por la Contaduría General de la Provincia. Para el cierre definitivo del 2016, 2017 y los parciales de 2017 y 2018, se utilizó la información del Ministerio de Hacienda de la Provincia confeccionados bajo la Ley de Responsabilidad Fiscal y elaborado por la Contaduría General de la Provincia.

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

^a incluye intereses cobrados / ^b excluye nueva deuda

Fuente: Elaboración FIX sobre la base de la información proporcionada por la Provincia del Chaco - Ministerio de Hacienda y Contaduría General.

Anexo C. Instrumentos de Deuda

Títulos de Deuda Vto. 2026 (TD Vto. 2026)

Monto: USD 40.444.100.

Vencimiento: 4/12/2026.

Moneda de pago: dólares o, en caso de evento cambiario, pesos al tipo de cambio vigente el día hábil anterior a la fecha de pago.

Rango: obligaciones garantizadas, directas e incondicionales de la PCH.

Colateral: recursos provenientes de la coparticipación federal de impuestos por hasta el monto total de los servicios de deuda, comisiones y gastos.

Servicios de Deuda: 80 cuotas trimestrales y consecutivas sobre el importe reestructurado, más los intereses devengados y capitalizados durante Nov.06-Feb.07, a partir del 04.03.2007. Las primeras 30 cuotas son equivalentes al 2,5% del monto y las 50 restantes al 0,5%. La tasa de interés es 4% anual sobre el saldo de capital adeudado, pagaderos en forma trimestral.

Garantía: coparticipación federal de impuestos cedida al fideicomiso en garantía, cuyo fiduciario es el BBVA Banco Francés. El fiduciario, retiene mensualmente un tercio de la cuota trimestral de capital, interés y gastos, a un tipo de cambio estimado. Al existir un descalce de moneda, el ajuste final de la recolección de los fondos se realiza sobre el último mes del trimestre. La cesión instrumentada estará en vigencia hasta que la PCH cumpla en su totalidad con todas y cada una de las obligaciones garantizadas.

Fondo de Reserva: equivalente a un servicio de capital e interés.

Seguimiento: a la fecha del presente informe se han abonado los servicios de amortización y renta de acuerdo a los términos y condiciones estipulados.

Evolución de pagos TD vto. 2026

Nro. de pago	Fecha de pago	Interés (USD)	Capital (USD)	Cuota (USD)	Saldo
	04-Nov-2006	-	-	-	40.444.100
0	04-Feb-2007	407.765	-	407.765	40.851.865
1	04-Mar-2007	125.354	1.021.297	1.146.651	39.830.568
2	04-Jun-2007	401.579	1.021.297	1.422.876	38.809.272
3	04-Sep-2007	391.283	1.021.297	1.412.580	37.787.975
4	04-Dic-2007	376.844	1.021.297	1.398.141	36.766.679
5	04-Mar-2008	366.659	1.021.297	1.387.956	35.745.382
6	04-Jun-2008	360.392	1.021.297	1.381.689	34.724.085
7	04-Sep-2008	350.095	1.021.297	1.371.392	33.702.789
8	04-Dic-2008	336.105	1.021.297	1.357.402	32.681.492
9	04-Mar-2009	322.338	1.021.297	1.343.635	31.660.195
10	04-Jun-2009	319.204	1.021.297	1.340.501	30.638.899
11	04-Sep-2009	308.907	1.021.297	1.330.204	29.617.602
12	04-Dic-2009	295.365	1.021.297	1.316.661	28.596.306
13	04-Mar-2010	282.046	1.021.297	1.303.342	27.575.009
14	04-Jun-2010	278.017	1.021.297	1.299.313	26.553.712
15	04-Sep-2010	267.720	1.021.297	1.289.016	25.532.416
16	04-Dic-2010	254.625	1.021.297	1.275.921	24.511.119
17	04-Mar-2011	241.753	1.021.297	1.263.050	23.489.822
18	04-Jun-2011	236.829	1.021.297	1.258.126	22.468.526
19	04-Sep-2011	226.532	1.021.297	1.247.829	21.447.229
20	04-Dic-2011	213.884	1.021.297	1.235.181	20.425.933
21	04-Mar-2012	203.699	1.021.297	1.224.996	19.404.636
22	04-Jun-2012	195.641	1.021.297	1.216.938	18.383.339
23	04-Sep-2012	185.344	1.021.297	1.206.641	17.362.043
24	04-Dic-2012	173.145	1.021.297	1.194.441	16.340.746
25	04-Mar-2013	161.169	1.021.297	1.182.466	15.319.449
26	04-Jun-2013	154.454	1.021.297	1.175.750	14.298.153
27	04-Sep-2013	144.156	1.021.297	1.165.453	13.276.856
28	04-Dic-2013	132.404	1.021.297	1.153.701	12.255.560
29	04-Mar-2014	120.876	1.021.297	1.142.173	11.234.263

30	04-Jun-2014	113.266	1.021.297	1.134.563	10.212.966
31	04-Sep-2014	102.969	204.259	307.228	10.008.707
32	04-Dic-2014	99.813	204.259	304.072	9.804.448
33	04-Mar-2015	96.702	204.259	300.961	9.600.189
34	04-Jun-2015	96.791	204.259	301.050	9.395.930
35	04-Sep-2015	94.732	204.259	301.050	9.191.671
36	04-Dic-2015	91.665	204.259	295.924	8.987.412
37	04-Mar-2016	89.628	204.259	293.887	8.783.151
38	04-Jun-2016	88.554	204.259	292.813	8.578.892
39	04-Sep-2016	86.494	204.259	290.753	8.374.632
40	04-Dic-2016	83.516	204.259	287.776	8.170.373
41	04-Mar-2017	80.584	204.259	284.843	7.966.114
42	04-Jun-2017	80.313	204.259	284.572	7.761.854
43	04-Sep-2017	78.257	204.259	282.516	7.557.596
44	04-Dic-2017	75.369	204.259	279.628	7.353.336
45	04-Mar-2018	72.526	204.259	276.785	7.149.076
46	04-Jun-2018	72.078	204.259	276.337	6.944.817
47	04-Sep-2017	70.019	204.259	274.278	6.740.558
48	04-Dic-2018	67.221	204.259	271.480	6.536.298

A partir de la fecha de pago de septiembre de 2014, el peso de esta deuda sobre la coparticipación es aún menor al ya bajo nivel de un 0,4%, dado que las cuotas de amortización se redujeron a un 0,5% desde un 2,5% del monto original capitalizado según los términos y condiciones de la reestructuración.

Los servicios de deuda comenzaron a abonarse nuevamente en dólares estadounidenses a partir del vencimiento de marzo de 2016 a raíz de los cambios regulatorios en términos del mercado cambiario. El 1 de marzo de 2011 se aprobó en Asamblea de Tenedores una adenda que fue suscripta al Contrato del Fideicomiso en Garantía el 6 de Mayo de 2011 mediante la cual el Fiduciario estaba autorizado pagar los servicios venideros en pesos, al tipo de cambio vigente del día hábil anterior, en caso de un evento cambiario. Por ello FIX entendió que bajo el escenario de restricciones cambiarias de los últimos años, el pago en pesos al tipo de cambio de referencia no implicó un incumplimiento bajo los términos y condiciones de los Títulos 2026.

Anexo C. Dictamen de calificación

El Consejo de Calificación de FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO “Afiliada de Fitch Ratings” - Reg. CNV N°9, reunido el día 14 de enero de 2019 asignó la calificación ‘A3(arg)’ a las Letras de Tesorería 2019 por hasta VN\$ 1.200 millones o su equivalente en moneda extranjera, a emitirse por la Provincia del Chaco en el marco de la Ley 2962-F:

Concepto / Título	Calificación actual	Perspectiva actual	Calificación anterior	Perspectiva anterior
Programa de Emisión de Letras de Tesorería 2019 (Ley 2962-F) por hasta \$ 1.200.000.000*	A3(arg)	No Aplica	No Aplica	No Aplica

* Los títulos se emitirán en pesos en el mercado local por hasta un monto máximo en circulación de ARP 1.200 millones o su equivalente en moneda extranjera autorizada por la Ley N° 2962-F / Plazo máximo de hasta 365 días, contados a partir de la fecha de su emisión no pudiendo trascender el 31/12/2020.

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

Fuentes de Información: la presente calificación se determinó en base a la información cuantitativa y cualitativa suministrada por el emisor, fiduciario del fideicomiso en garantía a septiembre 2018. Asimismo, se ha utilizado la siguiente información:

- Ejecuciones presupuestarias, cuentas de inversión para los períodos 2012-2015.
- Stock de deuda para los períodos 2012-2016.
- Ejecuciones Presupuestarias del Ministerio de Hacienda de la Provincia confeccionadas bajo la Ley de Responsabilidad y elaborado por la Contaduría General de la Provincia para el cierre definitivo del 2016 y los parciales de 2017 y 2018.
- Presupuesto 2019.
- Información de los pagos a los bonos disponible en www.bolsar.gov.ar

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

Determinación de las calificaciones: Metodología de calificación Finanzas Públicas registrado ante la Comisión Nacional de Valores disponible en www.fixscr.com o en www.cnv.gob.ar.

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

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

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

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

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

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

Las calificaciones representan una opinión y no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. FIX SCR S.A. recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD 1.000 a USD 200.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, FIX SCR S.A. calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD 1.000 y USD 200.000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o 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.