

Ciudad de Buenos Aires

Informe Integral

Títulos calificados

TDP Clase N°22
 Ampliación por hasta USD 500 millones AAA(arg)

Los Títulos de Deuda Pública (TDP) Clase N°22 fueron emitidos el 29/03/2017 y ampliados el 27/10/2017 por ARP 9.429,8 millones dentro del marco de las leyes 5.541/5.725/5.727. La ampliación por hasta USD 500 millones se realizarán en el marco de la ley 5.876. Se emitirán títulos adicionales dentro de la clase consolidándose todos en una sola.

Perspectiva

Estable

Información Financiera

Ciudad de Buenos Aires (CBA)	31 Dic 2017	31 Dic 2016
Ingresos Operativos (\$ millones)	179.872	127.856
Deuda (\$ millones)	65.794	47.405
Balance Operativo/ Ingresos Operativos (%)	16,5	10,8
Servicio de Deuda/ Ingresos Corrientes (%)	13,0	13,4
Deuda/ Balance Corriente (x)	2,81	4,65
Balance Operativo/ Intereses Pagados (x)	4,4	3,1
Gto de Capital/ Gto Total (%)	18,9	16,4
Balance Presupuestario/ Ing. Totales (exc. Nva Deuda) (%)	-7,5	-11,3
Balance Corriente/ Gto de Capital (%)	57,9	39,7

Factores relevantes de la calificación

Calificación TDP: FIX SCR S.A. Agente de Calificación de Riesgo, "Afiliada de Fitch Ratings" (en adelante FIX o Calificadora), confirmó la calificación 'AAA(arg)' con perspectiva estable a los TDP Clase N°22 de la Ciudad de Buenos Aires (CBA) luego de que se anunciara la ampliación de la clase por un equivalente de hasta USD 500 millones. FIX ya preveía en su escenario base una emisión de deuda por un monto máximo en pesos al equivalente a USD 1.500 millones en el marco de la Ley N° 5.876, de los cuales ya fueron emitidos USD 716,97 millones. El monto ampliado se consolidará con los TDP Clase N°22 actualmente vigentes en una única clase con iguales términos y condiciones. El objetivo de emisión es continuar la mejora en la estructura de deuda en cuanto a plazos y moneda. Los fondos serán aplicados a la amortización de deuda.

Peso económico: la CBA es el principal centro económico y financiero del país, en 2017 aportó el 21,6% del PBI nacional y su PBI per cápita es 2,6x el promedio nacional.

Buen desempeño presupuestal: la CBA presentó sólidos márgenes operativos en los últimos años (2013-2017). En 2017 el margen fue de 16,5%, registrando una significativa mejora respecto al 2016 (10,8%), dado un incremento de los ingresos operativos (+40,7%), mayor al crecimiento de los gastos operativos (+31,7%). Al tercer trimestre del 2018 registra una mejora respecto a igual período del 2017 (23,4% frente a un 17,2%) y FIX estima que al cierre del ejercicio se habría ubicado en el orden del 20%, continuando la tendencia positiva de los últimos años. El Presupuesto 2019 prevé un margen del 22,6% pero FIX estima sería menor sobre la base de supuestos más conservadores sobre la actividad económica, evolución del gasto, asumiendo un año electoral, aunque consistente con las calificaciones vigentes.

Elevada flexibilidad financiera: el 76,9% de los ingresos operativos de CBA fueron recaudados y administrados localmente en el año 2017. Implica una sensible baja respecto a 2015, cuando los ingresos propios representaron el 89,6% de los ingresos operativos. Esta variación se explica por el aumento de la participación de la Ciudad en la coparticipación nacional de 1,4% a 3,75%, debido al traspaso de la fuerzas de seguridad. Este coeficiente fue actualizado al 3,5% en abril del 2018 por el Consenso Fiscal. Adicionalmente presenta una estructura de ingresos expuesta a las fluctuaciones económicas, donde los ingresos patrimoniales representan solo el 15,3% de los ingresos propios. El Presupuesto 2019 prevé que la autonomía presupuestaria se ubique en el orden del 74%.

Bajo nivel de endeudamiento y buena capacidad de pago: los indicadores de deuda mostraron una mejora en 2016 y 2017. En 2017 la deuda consolidada representó un 36,5% de los ingresos corrientes y 2,8x (veces) el balance corriente frente a un 36,8% y 4,7x respectivamente en el 2016. El incremento nominal del stock de deuda en 2017 respecto a 2016 (+38,8%) se explica por la emisión de títulos públicos en el mercado local. FIX estima que al cierre del 2018 este se habría elevado al 42,5% de los ingresos corrientes, producto de la devaluación del peso.

Mejora en la composición de la deuda: en 2017 un 53,9% de la deuda estaba denominada en moneda extranjera frente al 94,9% en 2014. Esta mejora se da en parte por el canje de deuda realizado a fines de 2017 y principios de 2018. Al 30/03/2018 el ratio de deuda en moneda extranjera se redujo hasta un 47%, pero al 30/9/2018 se incrementó al 67,5% por la devaluación del peso. El perfil de vencimientos de la deuda pública también se modificó favorablemente, mejorando los indicadores de sostenibilidad presente y futuros.

Analistas

Analista Principal

Cintia Defranceschi
 Director
 +54 11 5235-8143
cintia.defranceschi@fixscr.com

Analista Secundario

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

Responsable del Sector

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

Sensibilidad de las calificaciones

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

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

Resumen: fortalezas y debilidades

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

Fuente: FIX

Principales Factores de Calificación

Fortalezas:

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

Debilidades:

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

Marco institucional

Contexto nacional

La Argentina adopta un sistema democrático, representativo, republicano federal, por lo cual las provincias cuentan con autonomía política y económica. 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 Nº 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.

Ciudad de Buenos Aires

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

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

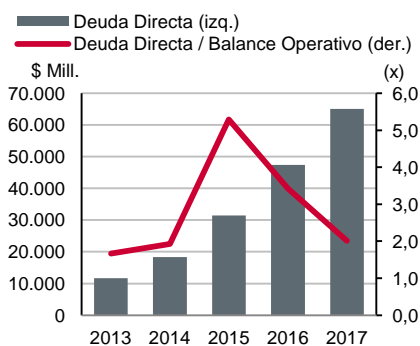
La Ciudad está subdividida en 15 comunas, las cuales están regidas por una Junta Comunal de siete miembros elegidos por los vecinos de cada comunidad y tienen como principales responsabilidades el mantenimiento de caminos secundarios, áreas verdes y organización de actividades dirigidas a mejorar la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

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

En este contexto, mediante el Decreto N° 194/2016 el Poder Ejecutivo Nacional aumentó el porcentaje de la coparticipación que recibe la Ciudad del 1,40% actual a 3,75% sobre el monto total recaudado por los gravámenes establecidos a partir del 1/1/2016. Esta medida se dio en el marco del artículo 8° de la Ley de Coparticipación N° 23.548 en el cual se establece que la Nación podrá entregar de la parte que le corresponde (un 42,34% de lo recaudado) un porcentaje a la Ciudad y a la Provincia de Tierra del Fuego. El Consenso Fiscal (artículo G), firmado en noviembre de 2017, estipulaba reducir el porcentaje de participación de la CBA en los impuestos nacionales coparticipables, y eliminar los recursos percibidos por el Impuesto al Cheque. En este marco, en abril del 2018 se redujo el coeficiente de coparticipación al 3,5%.

En diciembre del 2018, la CBA adhirió al Consenso Fiscal 2018, que estableció que las distribuidoras eléctricas Empresa Distribuidora Norte SA (Edenor) y Empresa Distribuidora Sur SA (Edesur) pasen a estar sujetas a la jurisdicción de la provincia de Buenos Aires y de la CABA. FIX monitoreará el impacto sobre el desempeño presupuestario.

Gráfica 1: Evolución de la Deuda



Fuente: Ciudad de Buenos Aires

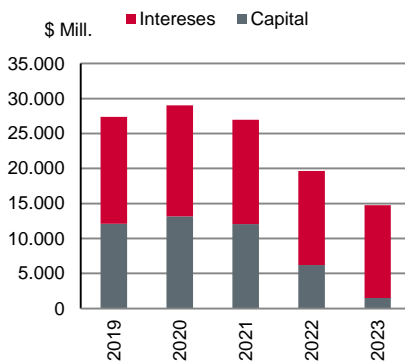
Deuda y Liquidez

En 2017 la deuda consolidada se incrementó un 37,2% nominalmente respecto a diciembre de 2016 alcanzando los \$ 65.051 millones, continuando la tendencia creciente en términos nominales de los últimos años. El crecimiento de 2017 se explicó por un mayor endeudamiento bajo títulos públicos y organismos internacionales de crédito. FIX estima que al cierre de 2018 el stock de deuda habría ascendido a \$ 104.409 millones, registrando un incremento interanual del 58,7% y representando el 42,5% de los ingresos corrientes proyectados.

Durante el cuarto trimestre 2017 y primero del 2018, la Ciudad realizó emisiones de deuda en el mercado local con el destino principal de refinanciar vencimientos, y proseguir mejorando el perfil de vencimientos y composición de la deuda. En noviembre del 2017, se emitieron los TPD Clase N°23 en pesos por \$ 7.063 millones (USD 402,9 millones) y en febrero del 2018 por \$ 6.199

millones (USD 314,0 millones), en virtud de la Ley 5876. Los fondos provenientes de dicha colocación fueron utilizados para la recompra y cancelación de los Títulos Clase 3, 4, 5, 6, 14, 15, 16, 18 y 19. Dentro del marco de esta autorización, al día de la fecha fueron emitidos USD 716,97 millones, quedando un remanente por USD 783,03 millones. Los fondos de la emisión son aplicados a la recompra y cancelación de los Títulos de las Clases mencionadas. Adicionalmente, los fondos provenientes de la colocación que no fueran aplicados al anterior fin, son destinados exclusivamente al pago de amortizaciones de deuda. En virtud de este canje de deuda, la CBA logró modificar el plazo de la deuda pública, mejorando los indicadores de sostenibilidad presente y futuros.

Gráfica 2: Perfil de Vencimientos



Fuente: FIX sobre perfil vigente de la Ciudad de Buenos Aires

En 2017 un 53,9% de la deuda estaba denominada en moneda extranjera frente al 94,9% en 2014. Esta mejora se da en parte por el canje de deuda realizado a fines de 2017 y principios de 2018. Al 30/03/2018 el ratio de deuda en moneda extranjera se redujo hasta un 47%, pero al 30/9/2018 se incrementó al 67,5% por la devaluación del peso. El perfil de vencimientos de la deuda pública también se modificó favorablemente, mejorando los indicadores de sostenibilidad presente y futuros.

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

Finalmente, en el marco de lo establecido en el “Acuerdo Nación-Provincias” celebrado entre el Estado Nacional y los gobiernos provinciales, aprobado por Ley 5603, la CBA recibió, durante 2016, 2017 y 2018 un 3% adicional de la masa coparticipable, y a su vez un crédito equivalente a un 6% adicional en 2016 y por el 3% en 2017 y 2018. Estos préstamos de libre disponibilidad con la ANSES (Fondo de Garantía de Sustentabilidad) ascendieron a \$ 1.867 millones en 2016, a \$ 1.246 millones en 2017 y a \$ 1.501 millones en 2018. Devengan la tasa de interés Badlar menos el subsidio del Estado Nacional para que la tasa resultante neta alcance el 15% en 2016 y 2017 y 12% en 2018 y 2019, estableciéndose pagos semestrales de interés.

Liquidez

La posición de liquidez de la Ciudad se mantuvo en niveles razonables durante 2017, y se evidenció cierta mejora respecto al período anterior en el transcurso del 2018. En el 2016 el saldo de caja estimado representó 1,4% de los ingresos totales frente a 1,6% en el 2017. Al tercer trimestre del 2018 registraba niveles del 1,6% contra un 1,1% a igual período del 2017. Asimismo, la deuda flotante se mantuvo en niveles razonables durante 2017, sin generar presiones sobre la liquidez de la Ciudad en el corto plazo: representó 12,6% de los ingresos operativos y 43,5 días del gasto primario. Esta deuda se compone, principalmente por deudas con proveedores cuyas prestaciones de bienes y/o servicios se encuentran devengadas con órdenes de pago pendientes de cancelación, y los salarios y aguinaldos correspondientes a diciembre del 2017 que fueron cancelados en el transcurso de los primeros días del ejercicio fiscal 2018.

Por último, durante 2018 la Ciudad tuvo la posibilidad de emitir Letras de Tesorería de corto plazo bajo un Programa de Letras del Tesoro por hasta \$ 10.000 millones, ampliado desde los \$ 6.500 millones de acuerdo a la Ley de Presupuesto 2018, como forma de financiar déficits estacionales de caja. El plazo de cada letra no puede exceder los 365 días, aunque sí el ejercicio financiero. No obstante, al 31/12/2018 no había saldo de Letras en circulación. El Presupuesto 2019 (Ley 6.068) amplió el Programa de Letras del Tesoro hasta \$ 15.000 millones en circulación. FIX entiende que la participación relativa de este instrumento financiero sobre el total de recursos estimados en el Presupuesto 2019 se mantiene en un nivel razonable, del orden del 4,7%.

Contingencias

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

La Ciudad también cuenta con participación accionaria en varias empresas públicas. Es propietaria del 100% de Subterráneos de Buenos Aires S.E., encargada de controlar el cumplimiento del concesionario del subterráneo de la ciudad, responsable de la extensión del sistema de subte y la autoridad de aplicación de la Ley 4472 (Ley de transferencia del subterráneo). A su vez es propietaria de Autopistas Urbanas S.A. (AUSA) cuya función es la administración, mantenimiento y explotación de la red de autopistas y vías rápidas interconectadas de la CBA. Esta empresa tiene un pasivo al 30/09/2018 de USD 210 millones con el BID (Banco Interamericano de Desarrollo) que está garantizada por la CBA.

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

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

Desempeño presupuestario

Para el análisis de las finanzas públicas se analizaron los ejercicios fiscales definitivos para el período 2013-2017, ejecuciones provisorias de 2018 y el presupuesto 2019. En los Anexos A y B se exponen los datos consolidados de la Administración Central y Organismos Descentralizados.

Tabla 1: Ingresos Operativos
(millones de pesos corrientes)

	2015	2016	2017
– Ing. Brutos	51.188	69.304	93.444
– Inmobiliarios	7.192	10.075	13.547
– Sellos	5.628	7.800	12.764
– Patentes	4.445	5.562	7.501
– Otros	568	1.096	1.712
Tributarios locales	69.021	93.836	128.966
No tributarios locales	3.261	4.053	7.452
– Coparticipación	7.834	27.752	37.852
– Otras transf. ctes.	717	1.535	4.191
Ingresos federales	8.550	29.288	42.043
Total ingresos operativos^a	80.832	127.857	179.872

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

Fuentes: Ciudad de Buenos Aires y cálculos de FIX

Ingresos operativos

Los ingresos operativos de la CBA, que representan un 98% de los ingresos totales de la Ciudad, registraron en el 2017 un aumento anual nominal del 40,7% respecto del 2016, impulsados fuertemente por los ingresos federales (+43,6%) y en menor medida por los ingresos propios (+37,4%). El aumento de estos ingresos federales se explicó por el incremento en el nivel de actividad, nivel inflacionario y por el aumento de los recursos coparticipables en un 3% por la devolución de las retenciones que se realizaban para financiar a la ANSES.

El Consenso Fiscal estableció la reducción del porcentaje de participación de la CBA en los impuestos nacionales coparticipables a partir de 2018 al 3,5%. La derogación del artículo 104 de la Ley de Impuesto a las Ganancias generó ingresos adicionales superiores a lo resignado por el Impuesto al cheque y a la baja del coeficiente de coparticipación. Esto se convalida al tercer trimestre de 2018, período en el que los recursos de origen nacional se expandieron un 60,5% interanual, pese a la reducción del porcentaje de coparticipación.

Si bien la CBA, al igual que el resto de las provincias participa en la distribución secundaria de los recursos de coparticipación en una suma porcentual, dichos recursos representaron históricamente un muy bajo porcentaje de los ingresos operativos de la Ciudad (9,2% del total en

el período 2013-2015). En virtud de los aumentos de la coparticipación que recibió la CBA, los recursos coparticipados alcanzaron en 2016 y 2017 al 21,7% y 21% de los ingresos operativos respectivamente. Al tercer trimestre del 2018 este indicador se elevó al 23,2%, desde el 20,8% en igual período del 2017, debido a los cambios originados en el Consenso Fiscal. Estos incrementos acotaron en parte la elevada autonomía fiscal que tuvo históricamente la Ciudad, pero significó un crecimiento sustancial de los ingresos totales percibidos. Estos recursos tienen carácter automático, por lo que no están expuestos a discrecionalidad.

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

De acuerdo al presupuesto 2019, se espera que los ingresos operativos aumenten un 28,3% en términos nominales respecto al cierre proyectado por FIX para 2018, aunque su evolución depende en gran medida del contexto macroeconómico, nivel de actividad y precios. FIX entiende que es factible que sea levemente menor respecto a la meta presupuestaria debido a la estimación de un contexto recesivo de mayor magnitud al asumido en las pautas macrofiscales.

Gastos operativos

En el 2017 el gasto operativo representó el 76% del gasto total, un indicador inferior al registrado en el 2016 (79%) y 2015 (83%), marcando una tendencia declinante en los últimos años. La caída en la participación relativa del gasto operativo sobre el gasto total, tiene como contrapartida el incremento en el gasto de capital y pago de intereses de la deuda pública. Esta tendencia se sostuvo al tercer trimestre de 2018.

En 2017, el gasto operativo creció un 31,7% respecto del 2016, por debajo de la evolución de los ingresos (+40,7%), lo que explica la sensible mejora en el margen operativo. El crecimiento del gasto operativo fue impulsado por el gasto en personal (+28,5%) y por bienes y servicios (+43,6%).

Al igual que el resto de los gobiernos locales en la Argentina, el gasto en personal es el de mayor peso en la estructura de gastos corrientes y absorbió en 2017 el 49,6% de los ingresos operativos, aunque este ratio se encontró por debajo de la media provincial del 59,9% en 2017.

La actual administración mantiene una política implícita del gasto en personal que radica en mantener un nivel del orden del 50% del gasto total de la ciudad. FIX observa sostenibilidad en el cumplimiento de esta meta en los años 2013-2017 y al tercer trimestre del 2018 (ver Gráfica 3). El Presupuesto 2019 fija como pauta un ratio del 45,3% y FIX, asumiendo una mayor presión inflacionaria por el lado del gasto en el contexto de un año electoral, estima sería levemente más elevado.

Respecto al crecimiento de los servicios no personales y bienes de consumo responde principalmente a la dinámica inflacionaria, mientras que el crecimiento de las transferencias se sustenta en transferencias a escuelas privadas, a sectores de la salud, mayores costos en programas sociales y subsidio al servicio de subterráneos.

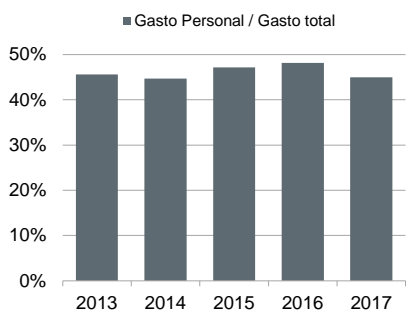
Tabla 2: Gastos Operativos
(millones de pesos corrientes)

	2015	2016	2017
– Personal	42.188	69.381	89.186
– Ss no personales	19.627	25.811	37.019
– Bs de consumo	1.958	3.257	4.720
–Transferencias corrientes	11.119	15.539	19.244
Total gastos operativos^a	74.892	113.988	150.168

^a – no incluye intereses pagados.

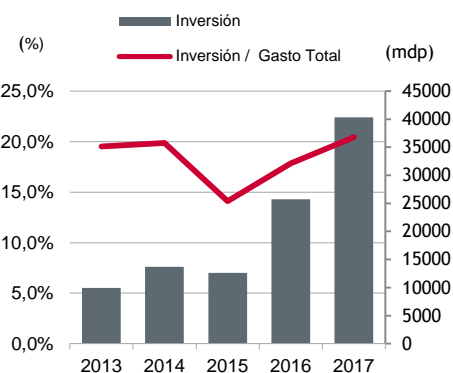
Fuentes: Ciudad de Buenos Aires y cálculos de FIX

Gráfica 3: Evolución Gasto Personal



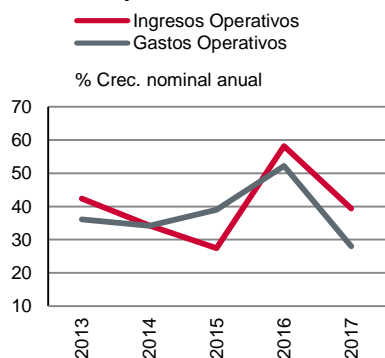
Fuente: Ciudad de Buenos Aires.

Gráfica 4: Ahorro e Inversión



Fuente: Ciudad de Buenos Aires

Gráfica 5: Variación de ingresos y Gastos operativos



Fuente: Ciudad de Buenos Aires

Inversión

La actual administración tiene como objetivo de gobierno mantener un nivel de inversión pública elevado. Si bien en el trienio 2013/2017, en promedio, el gasto en obra pública representó un 18,4% del gasto total, este indicador se redujo fuertemente durante 2015 (14,1%) y 2016 (17,8%), superando en 2017 el promedio del último quinquenio con un 20,4%. Al tercer trimestre del 2018, el ratio se ubica en el 18,9%, contra un 20,1% a igual período de 2017. El Presupuesto 2019 como meta el 16,3%.

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

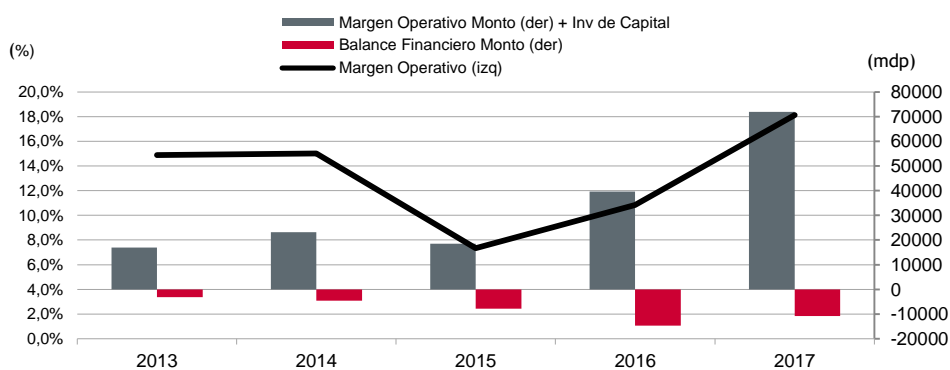
El ahorro operativo es el flujo libre disponible con el que cuenta la Ciudad para el pago de sus deudas y el desarrollo de obra pública. Gran parte de la inversión pública puede ser financiada con márgenes operativos positivos netos del pago de los servicios de deuda e ingresos de capital, aunque para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

Balance operativo

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

El margen operativo del 2017 del 16,5% se encuentra sensiblemente por encima a lo registrado en los últimos cinco años (12,9%) y compara muy favorablemente con media de sub-nacionales de la Argentina (6% en 2017). El Presupuesto 2019 aprobado estima alcanzar un margen del 22,6%, pero FIX entiende será levemente menor debido a presiones por el lado del gasto en el marco de un año electoral y a una sobreestimación de los recursos al considerar una contracción del PBI del 0,5%, menor a la estimada por la calificadoradora (-1,5%).

Gráfica 6: Desempeño Presupuestario



Fuente: Ciudad de Buenos Aires

Dada la fuerte expansión del gasto de capital, la Ciudad registra déficits financieros desde el año 2013 (ver Gráfica 6). Esta tendencia se mantuvo en 2017, y de acuerdo al Proyecto de Presupuesto 2019, hay intenciones de alcanzar un equilibrio el próximo año. FIX dará seguimiento a la evolución del déficit, pero considera que la Ciudad tiene un nivel de gasto de capital superior a la media del consolidado provincial, que le proporciona cierta flexibilidad para realizar ajustes en el gasto en caso de ser necesario.

Gestión y Administración

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

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

Perfil socio-económico

La CBA es la capital federal de la República Argentina y sede del gobierno nacional. Posee una superficie territorial de 203 km² y se encuentra rodeada por el área metropolitana más importante del país, el Gran Buenos Aires. Se presenta como el principal centro financiero y de negocios del país, con un gran peso económico sobre la economía nacional.

Población

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

Economía

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

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

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

Desempleo y pobreza

Si bien en términos de indicadores de desempleo y pobreza la Ciudad históricamente ha comparado favorablemente con la media nacional. Según INDEC, la tasa de pobreza de la ciudad fue del 11,2% al primer semestre de 2018 (13,4% a igual período de 2017) comparada con un 27,3% a nivel nacional. Asimismo, el desempleo al tercer trimestre de 2018 registró un nivel del 8,4% contra un registro nacional del 9%.

Anexo A

Ciudad de Buenos Aires

Consolidado Administración Central y Organismos Descentralizados

\$ Millones	2013	2014	2015	2016	2017	2017 IIIT	2018 IIIT
Impuestos (incluye Coparticipación de Impuestos)	44.688,2	60.199,2	76.854,7	121.588,7	166.817,8	119.437,5	163.614,0
Otras transferencias Corrientes recibidas	479,8	589,4	716,7	1.535,3	4.190,9	2.100,4	5.092,8
Regalías, tasas, derechos, otros ingresos no tributarios	2.040,7	2.624,4	3.261,3	4.732,8	8.863,3	5.411,9	6.719,8
Ingresos Operativos	47.208,7	63.413,0	80.832,8	127.856,8	179.872,0	126.949,8	175.426,6
Gastos operativos	-40.180,3	-53.897,0	-74.892,5	-113.988,4	-150.168,3	-105.066,1	-134.398,3
Balance Operativo	7.028,4	9.516,0	5.940,2	13.868,4	29.703,7	21.883,7	41.028,3
Intereses cobrados	140,2	300,5	117,0	835,7	410,1	266,8	561,3
Intereses pagados	-777,9	-1.282,1	-1.950,2	-4.500,7	-6.739,1	-4.125,7	-9.045,2
Balance Corriente	6.390,7	8.534,3	4.107,1	10.203,4	23.374,7	18.024,8	32.544,5
Ingresos de capital	0,0	0,0	757,6	871,8	3.212,9	2.216,0	1.992,8
Gasto de capital	-9.939,8	-13.690,0	-12.614,6	-25.711,7	-40.310,2	-27.419,9	-33.503,1
<i>Balance de capital</i>	<i>-9.939,8</i>	<i>-13.690,0</i>	<i>-11.857,0</i>	<i>-24.839,9</i>	<i>-37.097,2</i>	<i>-25.203,9</i>	<i>-31.510,3</i>
Balance Financiero	-3.549,0	-5.155,7	-7.749,9	-14.636,5	-13.722,5	-7.179,2	1.034,1
Nueva deuda	2.377,9	4.774,1	8.191,6	21.605,0	28.814,2	15.790,9	11.446,3
Amortización de deuda	-454,6	-2.257,9	-5.037,5	-12.723,7	-16.638,6	-8.142,7	-7.851,7
<i>Endeudamiento neto: aumento, (disminución)</i>	<i>1.923,3</i>	<i>2.516,2</i>	<i>3.154,2</i>	<i>8.881,4</i>	<i>12.175,6</i>	<i>7.648,2</i>	<i>3.594,5</i>
Resultado Final	-1.625,7	-2.639,5	-4.595,8	-5.755,2	-1.546,9	469,0	4.628,7
DEUDA*							
Corto Plazo	0,0	430,5	2.400,0	2.107,9	3.916,4	0,0	0,0
Largo Plazo	11.703,7	17.871,1	29.032,3	45.297,2	61.878,0	57.682,9	103.286,0
Deuda Directa	11.703,7	18.301,6	31.432,3	47.405,1	65.794,4	57.682,9	103.286,0
+ Deuda cuasi directa	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Riesgo Directo	11.703,7	18.301,6	31.432,3	47.405,1	65.794,4	57.682,9	103.286,0
- Liquidez	856,0	1.083,4	989,2	1.770,4	2.995,4	1.882,7	3.871,9
Riesgo Directo Neto	10.847,7	17.218,2	30.443,1	45.634,7	62.799,0	55.800,7	99.414,1
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	10.847,7	17.218,2	30.443,1	45.634,7	62.799,0	55.800,2	99.414,1
Datos sobre Riesgo Directo							
% moneda extranjera	97,72	94,92	88,32	82,66	53,87	63,55	67,49
% no bancaria	86,61	89,90	91,09	87,62	85,38	85,04	85,88
% tasa de interés fija	86,97	87,82	83,67	79,89	56,12	62,28	58,75

*- Incluye sólo el saldo de capital a vencer.

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

Anexo B

Ciudad de Buenos Aires

Consolidado Administración Central y Organismos Descentralizados

	2013	2014	2015	2016	2017	2017 IIIT	2018 IIIT
Ratios de Desempeño Presupuestario							
Balance operativo/Ingresos operativos (%)	14,89	15,01	7,35	10,85	16,51	17,24	23,39
Balance corriente/Ingresos Corrientes ^a (%)	13,50	13,39	5,07	7,93	12,97	14,17	18,49
Balance financiero/Ingresos totales ^b (%)	-7,50	-8,09	-9,48	-11,30	-7,48	-5,55	0,58
Resultado final/Ingresos totales (%)	-3,43	-4,14	-5,62	-4,44	-0,84	0,36	2,60
Crecimiento de ingresos operativos (variación % anual)	42,32	34,32	27,47	58,17	40,68	n.d.	38,19
Crecimiento de gasto operativo (variación % anual)	36,08	34,14	38,95	52,20	31,74	n.d.	27,92
Crecimiento de balance corriente (variación % anual)	93,73	33,54	-51,88	148,43	129,09	n.d.	80,55
Ratios de Deuda							
Crecimiento de deuda directa (variación % anual)	65,90	56,37	71,75	50,82	38,79	n.d.	79,06
Intereses pagados/Ingresos operativos (%)	1,65	2,02	2,41	3,52	3,75	3,25	5,16
Balance operativo/Intereses pagados (x)	9,04	7,42	3,05	3,08	4,41	5,30	4,54
Servicios de deuda directa/Ingresos corrientes (%)	2,60	5,56	8,63	13,38	12,97	9,64	9,60
Servicios de deuda directa/Balance operativo (%)	17,54	37,20	117,63	124,20	78,70	56,06	41,18
Deuda Directa/Ingresos operativos (%)	24,72	28,72	38,83	36,84	36,50	34,01	44,02
Riesgo Directo/Ingresos corrientes (%)	24,72	28,72	38,83	36,84	36,50	34,01	44,02
Deuda directa/Balance corriente (x)	1,83	2,14	7,65	4,65	2,81	2,40	2,38
Riesgo directo/Balance corrientes (x)	1,83	2,14	7,65	4,65	2,81	2,40	2,38
Riesgo final neta/Ingresos corrientes (%)	22,91	27,02	37,61	35,40	34,83	32,90	42,37
Deuda directa/PBG (%)	1,80	2,18	2,99	n.d.	5,96	n.d.	n.d.
Deuda directa per capita (\$)	4.050	6.333	10.876	16.403	22.766	19.959	35.739
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 (%)	94,66	94,93	95,08	95,10	92,74	94,08	93,27
Impuestos locales/Ingresos operativos (%)	90,56	90,44	89,81	77,18	77,31	77,89	75,15
Transferencias corrientes/Ingresos operativos (%)	1,02	0,93	0,89	1,20	2,33	1,65	2,90
Ingresos operativos/Ingresos totales ^b (%)	99,70	99,53	98,93	98,68	98,03	98,08	98,56
Ingresos totales ^b per capita (\$)	16.384	22.046	28.272	44.832	63.493	59.715	82.113
Ratios de Gasto							
Gasto operativo/Gasto operativo presupuestado (%)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Gasto en personal/Gasto operativo (%)	57,78	57,11	56,33	60,87	59,39	58,33	55,15
Transferencias Corrientes realizadas/Gasto operativo (%)	16,26	15,09	14,85	13,63	12,81	12,59	11,43
Gasto de capital/Gasto de capital presupuestado (%)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Gasto de capital/Gasto total (%)	19,36	19,25	13,35	16,38	18,85	18,94	18,06
Gasto de capital/PBG (%)	1,53	1,63	1,20	1,67	3,65	n.d.	n.d.
Gasto total per capita (\$)	17.769	24.611	32.697	54.299	73.999	66.784	85.259
Financiamiento de Gasto de Capital							
Balance corriente/Gasto de capital (%)	64,29	62,34	32,56	39,68	57,99	65,74	97,14
Ingresos de capital/Gasto de capital (%)	0,00	0,00	6,01	3,39	7,97	8,08	5,95
Endeudamiento neto/Gasto de capital (%)	19,35	18,38	25,00	34,54	30,20	27,89	10,73

n.d. 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 Ciudad de Buenos Aires.

Anexo C. Instrumentos de Deuda

Tabla 1: Títulos Públicos emitidos por la CBA

Instrumento	Programa	Monto	Emisión	Vto.	Saldo (30/09/2018)	Tasa	Amortización
Serie 11	Bonos Tango	USD 500,0 millones	19/02/2015	19/02/2021	USD 500,0 millones	Fija 8,95% n.a. / Pagos Semestrales	Anual en los últimos tres años
Serie 12	Bonos Tango	USD 890,0 millones	01/06/2016	01/06/2027	USD 890,0 millones	Fija 7,50% / Pagos Semestralmente	3 pagos semestrales a partir del 01/06/2025.
Clase N°4	Mercado Local	USD 327,1 millones	17/05/2013	17/05/2019	USD 22,7 millones	Fija 3,98% n.a. / Pagos Semestrales	Semestral a partir del 17/11/2016
Clase N°5	Mercado Local	USD 113,3 millones	20/12/2013	20/12/2019	USD 13,0 millones	Fija 1,95% n.a. / Pagos Semestrales	Semestral a partir del 20/06/2017
Clase N°6	Mercado Local	USD 146,8 millones	28/01/2014	28/01/2020	USD 33,9 millones	Fija 1,95% n.a. / Pagos Semestrales	Semestral a partir del 28/07/2017
Clase N°16	Mercado Local	ARP 948,0 millones	02/02/2016	02/02/2020	ARP 190,7 millones	Variable Badlar más 4,45% / Pagos Trimestrales	4 pagos semestrales a partir del 02/08/2018.
Clase N°18	Mercado Local	ARP 1.705,5 millones	19/05/2016	19/05/2020	ARP 660,0 millones	Variable Badlar más 5% / Pagos Trimestrales	4 pagos semestrales a partir del 19/11/2018.
Clase N°20	Mercado Local	ARP 3.707,8 millones	18/01/2017	23/01/2022	ARP 3.707,8 millones	Variable Badlar más 5% / Pagos Trimestrales	Al vencimiento
Clase N°22	Mercado Local	ARP 9.429,0 millones	29/03/2017	29/03/2024	ARP 9.429,0 millones	Variable Badlar más 3,25% / Pagos Trimestrales	Al vencimiento
Clase N°23	Mercado Local	ARP 13.262,5 millones	22/11/2017	22/02/2028	ARP 13.262,5 millones	Variable Badlar más 3,75% / Pagos Trimestrales	Al vencimiento

Anexo D. Dictamen de calificación

El Consejo de Calificación FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO "Afiliada de Fitch Ratings" - Reg. CNV N°9, reunido el día 8 de febrero de 2019 confirmó la calificación 'AAA(arg)', Perspectiva Estable a los Títulos de Deuda Pública Clase N°22 de la Ciudad de Buenos Aires luego de que se anunciara la ampliación de la clase. El monto ampliado se consolidará con TDP Clase N°22 actualmente vigentes y se consolidarán en una única clase con iguales términos y condiciones. La nueva emisión será por hasta un monto en pesos equivalente a USD 500 millones, en el marco de la Ley N° 5.876. La calificación anterior era 'AAA(arg)', Perspectiva Estable.

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

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

Fuentes de Información: La presente calificación se determinó en base a la información cuantitativa y cualitativa suministrada por el emisor en forma privada a diciembre de 2018 y a la siguiente información pública disponible en www.buenosaires.gob.ar:

- Ejecuciones Presupuestarias para el período 2013-2017 y parciales a septiembre de 2018.
- Presupuesto aprobado del año 2019.
- Detalle de ingresos y egresos de la CBA.
- Stock de Deuda para el período 2013-2017 y parciales a septiembre de 2018. Perfil de vencimientos stock deuda consolidada.
- Detalle de Saldo de Caja y Bancos para cada cierre de ejercicio.

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

Determinación de las calificaciones: Metodología de calificación Finanzas Públicas registrado ante la Comisión Nacional de Valores (disponible en www.fixscr.com 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 dissemination de una calificación de FIX SCR S.A. no constituye el consentimiento de FIX SCR S.A. a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de cualquier jurisdicción, incluyendo, no de modo excluyente, las leyes del mercado de títulos y valores de Estados Unidos de América y la "Financial Services and Markets Act of 2000" del Reino Unido. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y distribución electrónica, los informes de FIX SCR S.A. pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.