

Provincia de Santa Cruz

Informe Integral

Calificaciones

Emisor

Largo Plazo en Escala Nacional

B+(arg)

Perspectiva

Estable

Información Financiera

Provincia de Santa Cruz	31 Dic 2017	31 Dic 2016
Ingresos Operativos (\$ mn.)	26.202	20.686
Deuda Consolidada (\$ mn.)*	11.129	8.867
Balance Operativo/ Ingresos Operativos (%)	6,0	-5,4
Servicio de Deuda/ Ingresos Corrientes (%)	4,8	1,8
Deuda/ Balance Operativo (x)	7,1	-7,9
Balance Operativo/ Intereses Pagados (x)	2,07	-13,3
Gasto de Capital/ Gasto Total (%)	2,0	1,5
Balance Presupuestario/ Ingresos Totales (exc. Nueva Deuda) (%)	2,9	-4,8
Balance Corriente/ Gasto de Capital (%)	157,9	-321,6

Analistas

Analista Principal

Diego Estrada

Director Asociado

+54 11 5235-8126

diego.estrada@fixscr.com

Analista Secundario

Cintia Defranceschi

Directora

+54 11 5235-8143

cintia.defranceschi@fixscr.com

Responsable del sector

Mauro Chiarini

Director Senior

+54 11 5235-8140

mauro.chiarini@fixscr.com

Factores Relevantes de la Calificación

Asignación de Calificación: FIX SCR S.A. Agente de Calificación de Riesgo (Afiliada de Fitch Ratings) –en adelante FIX–, asignó la calificación pública de largo plazo de la Provincia de Santa Cruz (PSC) en 'B+(arg)'. FIX considera que en los últimos años registra una importante mejora en el desempeño presupuestario y una mayor flexibilidad financiera debido a la fuerte contención del gasto en personal. No obstante, la falta de reformas estructurales de las Instituciones de la Seguridad Social (ISS) impacta en una elevada presión sobre los márgenes operativos y una muy ajustada situación de liquidez, que deriva en una limitada capacidad de pago.

Fuerte presión de las ISS: los crecientes déficits previsionales afectan fuertemente el desempeño operativo. El margen operativo del 6% de 2017 se revirtió a un -10,4% si se incluye el peso de las ISS. A partir del 2016, parte del déficit de la Caja comenzó a ser financiado parcialmente por Nación por medio de anticipos, aunque no logró cerrar el Convenio Bilateral que determina el financiamiento definitivo de 2017. Estos anticipos fueron interrumpidos en agosto debido a la falta de remisión de la información correspondiente a Anses. FIX estima que en el corto plazo no existe una solución del sistema previsional que pueda morigerar esta presión a los márgenes operativos.

Muy ajustada liquidez y capacidad de pago: la presión de las ISS revierte los resultados operativos superavitarios registrados en 2017 y 2018, e induce a déficits financieros que presionan fuertemente a la posición de liquidez y capacidad de pago. Pese a la mejora presupuestaria observada, continúa exhibiendo una muy ajustada posición de liquidez, reflejada en el sobregiro (liquidez negativa) del Fondo Unificado de Cuentas Oficiales (FUCO).

Mejora en desempeño operativo y flexibilidad presupuestaria: en 2017 el margen operativo fue del 6%, evidenciando una importante mejora respecto al -10,1% y -5,4% registrado en 2015 y 2016. La tendencia se sostiene al tercer trimestre de 2018 (16,9% contra 3% a igual período de 2017) debido a un fuerte control del gasto en personal. La calificadora estima que el margen habría sido del 14,8% en 2018, y si bien el Presupuesto 2019 estima alcanzar un 26,7%, FIX entiende sería del orden del 14%. El mayor desafío es la elevada inflexibilidad presupuestaria (gasto operativo sobre ingresos operativos), pero se observan sensibles mejoras en los últimos tres años, período en el que se redujo desde el 110% en 2015 al 85,2% estimado en 2018. FIX asume que la fuerte contención del gasto en personal sería parcialmente relajada en 2019.

Bajo nivel de endeudamiento y adecuada composición: posee un bajo ratio de deuda sobre ingresos corrientes, del 29,5% proyectado al cierre del 2018, casi en su totalidad en pesos y con Nación como principal acreedor. FIX estima que en 2019 el apalancamiento registraría un 29% de los ingresos corrientes presupuestados asumiendo la totalidad del endeudamiento autorizado por el Presupuesto y el remanente de la Ley 3.479 (ambos por hasta \$5.809 millones).

Autonomía fiscal superior a la media provincial: habría contado en 2018 con recursos propios sobre ingresos corrientes equivalentes al 54,7%. Este indicador es superior al consolidado provincial, y se habría incrementado 5 puntos respecto a 2017 fruto del crecimiento de los ingresos propios en 2018 (+52,1%), impulsado por regalías (+95,9%), superior a la evolución de los de origen nacional (+22,3%).

Economía escasamente diversificada y dependiente del sector público: la PSC presenta una economía con una actividad de bajo valor agregado y con una importante participación del empleo público (80% del total), lo que condiciona la limitada autonomía financiera de la provincia.

Sensibilidad de la Calificación

Desempeño operativo y endeudamiento: un deterioro del margen operativo junto a un elevado nivel de endeudamiento con términos y condiciones poco sustentables que afecten la capacidad de pago de la provincia, podrían derivar en una acción a la baja de las calificaciones.

Aumento de la dependencia de ingresos discrecionales: una mayor dependencia de transferencias o asistencias financieras del gobierno nacional, junto a adelantos de regalías, podría presionar las calificaciones a la baja.

Entorno económico: una caída de los precios internacionales de los recursos hidrocarbúricos podría deteriorar los ingresos provinciales y afectar el desempeño operativo.

Reformas estructurales: una mejora en el sistema de información de las ISS que permita contar con mayor financiación del déficit por parte de Nación, o una propuesta de solución estructural del sistema previsional podría accionar a la suba la calificación. Adicionalmente, mayores niveles de transparencia sobre la situación patrimonial de las empresas públicas provinciales podrían accionar a la suba la calificación.

Resumen: Fortalezas y Debilidades

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

Nota: Conceptos analizados en el contexto Nacional y Regional

Fuente: FIX

Fortalezas:

- Bajo nivel de endeudamiento en términos del presupuesto provincial y de Producto Bruto Geográfico (PBG).
- Importante mejora en los márgenes operativos y flexibilidad presupuestaria a partir de una fuerte contención del gasto en personal, aunque se relajaría parcialmente en 2019.
- Autonomía fiscal superior a la media provincial debido a ingresos por recaudación propia y regalías.

Debilidades:

- Importante carga del déficit del sistema previsional sobre las finanzas provinciales que impactan sobre la solvencia fiscal y liquidez.
- Ajustados niveles de liquidez junto a un elevado nivel de deuda flotante.
- Importantes necesidades financieras.
- Bajos niveles de gastos de capital en un contexto de requerimientos de inversión en infraestructura.
- Economía concentrada en el sector público. Economía débil, poco diversificada y con baja capacidad contributiva.

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 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 de Santa Cruz

De acuerdo a la Constitución de la Provincia de Santa Cruz, la administración del gobierno provincial es responsabilidad del Poder Ejecutivo, cuyos titulares son el Gobernador y Vicegobernador, elegidos directamente por el voto popular y por mayoría simple, bajo el sistema electoral de la Ley de Lema. El mandato de gobierno dura cuatro años, con posibilidad de reelección indefinida. El gobernador designa o remueve a los ministros de gobierno.

Por su parte, el Poder Legislativo es ejercido por una Cámara de Diputados integrada por 24 miembros, elegidos directamente por voto popular en un distrito único. De estos 24 miembros, catorce son electos a razón de uno por cada municipio y los restantes elegidos directamente por el pueblo de la Provincia en distrito único. El Vicegobernador actúa como Presidente de la Legislatura, pero solamente vota en caso de empate. Los diputados son elegidos por períodos de cuatro años.

A su vez, la Provincia está subdividida en 7 departamentos y posee 15 municipios. Los municipios son independientes de todo otro poder en el ejercicio de sus funciones y gozan de autonomía política, administrativa y financiera. Los municipios financian sus actividades a través de los ingresos obtenidos por impuestos municipales, tales como Ingresos Brutos e Impuesto Automotor, por los servicios prestados por dependencias municipales, como recolección de residuos, inspecciones de salud e higiene en comercios y a través de los fondos proporcionados por la Provincia (11% de los ingresos que percibe la Provincia en concepto de coparticipación y el 7% de las regalías hidrocarbúferas).

La Provincia de Santa Cruz, no adhirió al Consenso Fiscal 2018, por lo que actualmente se encuentra comprometida a los lineamientos fiscales acordados en el Consenso Fiscal 2017.

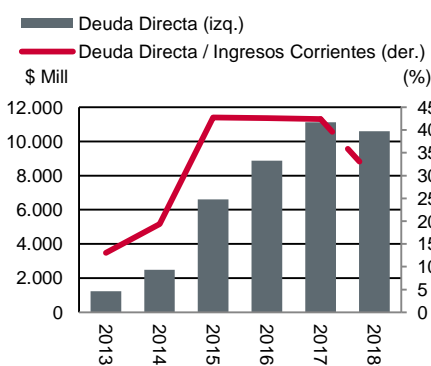
Deuda y Liquidez

Deuda

La deuda directa proyectada al cierre de 2018 habría ascendido a \$10.597 millones equivalentes al 29,5% de los ingresos corrientes proyectados al cierre del ejercicio, mientras que en 2017 era de \$ 11.129 millones, equivalente a 42,4% de los ingresos corrientes (Ver Gráfico 1). FIX estima que el nivel de apalancamiento al cierre de 2019 podría ascender hasta \$14.008 millones, equivalente al 29% de los ingresos corrientes presupuestados, de acceder al endeudamiento autorizado por el Presupuesto 2019 (\$ 809 millones) y el remanente de la Ley Provincial 3.479 (por hasta \$5.000 millones).

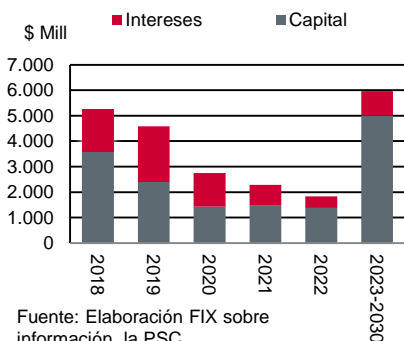
La deuda se incrementó en un 807% en el período 2013-2017, principalmente con el Gobierno Nacional, debido a adelantos de coparticipación, créditos con Anses y asistencias financieras por déficits estacionales de caja con el Fondo Fiduciario de Desarrollo Provincial.

Gráfico 1: Deuda de PSC



Fuente: Elaboración FIX sobre información PSC
* Proyectado

Gráfico 2: Cronograma de Deuda de la PSC



FIX destaca la adecuada composición de la deuda pública, el Gobierno Nacional como acreedor representa el 86,5% de la deuda total al 30/09/2018, lo que implica que pese al aumento significativo en los últimos años, se trata de una deuda nominada casi íntegramente en pesos (1% en dólares), a tasa fija, con un acreedor considerado “amigable” que no implica un riesgo considerable de refinanciamiento. FIX entiende que el riesgo cambiario se encuentra mitigado, dada la casi nula exposición de la deuda a la moneda extranjera y porque una porción de los recursos de la Provincia provienen de las regalías hidrocarburíferas que se encuentran relacionadas directamente a la evolución del tipo de cambio (en 2018 habrían ascendido al 28% de los ingresos corrientes),.

El ratio de deuda directa con relación al ahorro operativo, pasó de ratios negativos (-4,2x y -7,9x en 2015 y 2016 respectivamente) dado a la registración de márgenes deficitarios, a niveles de 7,1x en 2017 y una proyección de FIX de 2x en 2018.

Adicionalmente, la Provincia cuenta con perfil de vencimientos poco concentrado en el corto plazo y decreciente en el tiempo: en 2019-2020 se concentra el 42,1% de los vencimientos, mientras que el 57,9% se concentran en el período 2021-2045.

Liquidez

La presión de las ISS revierte los resultados operativos superavitarios registrados en 2017 y 2018, e induce a déficits financieros que presionan fuertemente a la posición de liquidez y capacidad de pago. Pese a la mejora presupuestaria observada en los últimos dos ejercicios, continúa exhibiendo una muy ajustada posición de liquidez, reflejada en el sobregiro (liquidez negativa) del Fondo Unificado de Cuentas Oficiales (FUCO). Por este motivo, las disponibilidades no llegan a cubrir la actual deuda flotante de la Provincia. Ambos indicadores muestran niveles marcadamente inferiores al resto de las provincias calificadas por FIX. La utilización del FUCO (que permite hacer uso de parte de las disponibilidades transitorias de caja sin costo financiero) sobre ingresos totales se elevó desde el 7,6% en 2014 al 12% en 2017. No obstante, al tercer trimestre de 2018, esta utilización se redujo al 9,4%, desde el 13,7% a igual período de 2017, debido a la sensible mejora del desempeño presupuestario.

La deuda flotante se sextuplicó en el período 2013-2017 y ostentaba un nivel del 26,8% respecto de los ingresos operativo al finalizar el 2017 (con incrementos consecutivos desde 2013 cuando registraba un 12,4%) y un nivel de rotación de 102 días del gasto primario, casi el doble desde los 50,2 días que reflejaba en 2013. Estos niveles son considerados elevados respecto al resto de las entidades subnacionales calificadas. FIX observa que estos ratios se reducen levemente al tercer trimestre del 2018. En este marco, es que se normalizó el pago de salarios del sector público de activos y pasivos, siendo estos abonados íntegramente dentro del mes.

En cuanto a la deuda de corto plazo, la provincia no tiene en circulación Letras del Tesoro. Como mecanismo de liquidez utiliza adelantos de regalías con las empresas petroleras por hasta \$500 millones, que luego son retenidos el día 15 de cada mes cuando debe liquidarse el tributo. Estos adelantos son en pesos y sin costo financiero.

El Gobierno Nacional ha asistido financieramente a la Provincia a partir de créditos del Fondo Fiduciario para el Desarrollo Provincial (FFDP) bajo el esquema de convergencia fiscal. Asimismo, hasta el mes de septiembre del corriente año, la PSC ha utilizado adelantos de coparticipación intramés con el Gobierno Nacional. Estos fueron interrumpidos a partir de octubre debido a la suficiencia de recursos propios de la Provincia. Estos mecanismos de liquidez le permiten a la PSC afrontar deficiencias estacionales de caja.

Contingencias

La Provincia interviene en la economía mediante participaciones concretas en sociedades del estado y en distintas empresas. Actualmente, participa en empresas de generación de energía, saneamiento, producción, transporte y distribución de gas y, entre otros. La situación patrimonial de estas empresas es desconocida debido a la inexistencia de balances actualizados. La empresa Servicios Públicos Sociedad del Estado evidencia en su último balance el 30/06/2011 un resultado del ejercicio negativo en \$355,57 millones. En el caso de Distrigas S.A, el último balance es al 31/12/2014 y muestra un resultado negativo en \$25,3 millones. Si bien no existen balances actualizados, FIX advierte que la administración central realiza transferencias corrientes (registrados como inversiones financieras) y de capital para el pago de salarios. El Presupuesto 2019 estima un resultado financiero negativo para S.P.S.E por \$2.008 millones, que será financiado por la Provincia. Durante 2018, la PSC acordó con el Fondo Fiduciario de Desarrollo Provincial un préstamo de \$1.310 millones con asignación específica para la cancelación de la deuda que mantenía la empresa S.P.S.E con CAMMESA.

Asimismo, PSC no transfirió la caja de jubilaciones y pensiones a la Nación, y su situación deficitaria es financiada por la administración central de la provincia. Durante el transcurso del 2017, el total del déficit consolidado de la seguridad social alcanzó los \$4.731 millones, un 14,5% superior a los \$4.131 millones del año 2016. El ritmo del crecimiento del déficit se desaceleró al tercer trimestre del 2018, al 3,9% interanual, debido a un incremento de los recursos de las ISS del 13,2% contra gastos creciendo al 9,1%. La mejora evidenciada, se debe en cierta medida al giro de transferencias del Gobierno Nacional a las provincias que no han transferido su caja a la Anses. Estos son a modo de anticipo a cuenta del Convenio Bilateral que sella el nivel de financiamiento definitivo que debe hacer la Anses. La Provincia no ha logrado cerrar el convenio bilateral, que determina el financiamiento definitivo del año 2017, y que fija los parámetros a futuro. En 2018 la PSC recibió anticipos mensuales hasta el mes de agosto, y luego fueron interrumpidos frente a la imposibilidad de remitir información en forma digital a la Anses. Las autoridades provinciales estiman no volver a contar con estos anticipos en 2019 en la medida que no se vuelva a enviar periódicamente la información requerida por la Anses.

Asimismo, la PSC cubre con recursos propios la falta de aportes personales y patronales de los empleados municipales a la Caja Previsional y la Obra Social, en las que estas incumplen regularmente. Si bien la Provincia se encuentra habilitada legalmente para retener estos recursos de las transferencias provinciales por coparticipación a las municipalidades, a la fecha del presente informe no se están realizando. La Provincia se encuentra trabajando para comenzar a realizar estas retenciones que podrían mitigar una sensible porción del déficit previsional. FIX considera que una mejora del déficit previsional, principal debilidad de la Provincia, podría impactar en una revisión al alza de la calificación. Estas transferencias de la Provincia a la Caja para compensar la falta de aportes municipales no son formalizadas a través de un crédito, y debido a la falta de adhesión de los Municipios a Responsabilidad Fiscal, no existe control sobre la designación de nuevo personal en las municipalidades, generando una potencial contingencia sobre las finanzas provinciales.

FIX entiende que es un desafío para la Provincia mantener el equilibrio entre la dinámica de los gastos operativos a la evolución de los ingresos operativos, y encontrar una solución o un plan de acción de reformas estructurales para contrarrestar el déficit del Sistema de Seguridad Social, dado que es una de los factores determinantes en la presión del margen operativo.

Desempeño Presupuestario

El sector público de Santa Cruz consiste en la administración central, los organismos descentralizados e Instituto de Seguridad Social. Los Anexos A y B incluyen las cuentas de la administración central y los organismos descentralizados a efectos de que las cuentas sean

comparables con el consolidado provincial. Se analizaron las ejecuciones presupuestarias anuales para el período 2013-2017, las ejecuciones presupuestarias trimestrales al 30 de septiembre de 2017 y 2018, así como la Presupuesto 2019.

Ingresos operativos

Los ingresos operativos de Santa Cruz registraron un crecimiento nominal del 26,7% en 2017 respecto al 2016, lo que significó un aumento real respecto a la inflación del 24,8% para igual período. El crecimiento negativo de las regalías del -3,4% (explicado por la baja del precio del petróleo en un contexto de estabilidad cambiaria) fue la principal causa de desaceleración de los ingresos, ya que los ingresos tributarios provinciales crecieron al 29,9%, los ingresos federales un 34,7% y las transferencias corrientes lo hicieron al 93,1% interanual, fundamentalmente por el envío de Aportes del Tesoro Nacional (ATN) de índole discrecional. El incremento en los ingresos tributarios provinciales y federales están relacionados principalmente con la variación en el nivel de precios, dado que estos ingresos en su mayor parte son pro-cíclicos.

Al tercer trimestre de 2018, en un contexto macroeconómico recesivo y de aceleración inflacionaria, los ingresos operativos crecieron un 41,7% respecto del mismo periodo del ejercicio anterior, impulsados por los ingresos tributarios nacionales (38,8%) y las regalías (89,8%), estas últimas beneficiadas por la devaluación del peso contra el dólar. Este efecto fue parcialmente compensado por el menor crecimiento de los ingresos tributarios provinciales (29%). FIX estima que en 2019, se registraría una desaceleración en el crecimiento de la recaudación provincial, principalmente por la baja gradual de las alícuotas de IIBB acordada en el Consenso Fiscal 2017.

La PSC cuenta con una autonomía fiscal superior a la media provincial como consecuencia de la alta participación de los ingresos propios en el total de los ingresos corrientes (49,3% en el 2017 versus un 44% de la media provincial). Los principales ingresos fueron originados en 2017 por el impuesto sobre los Ingresos Brutos (43,8% de los ingresos propios) y las regalías de hidrocarburos (40,2%). Esta flexibilidad presupuestaria está limitada por la concentración económica en el sector de hidrocarburos, un mercado altamente regulado, la escasa diversificación productiva de la provincia y la escasa dimensión de la actividad privada en la provincia.

Gastos operativos

Al igual que en todas las provincias argentinas, la estructura de gastos de Santa Cruz en los últimos cinco años se volvió más rígida, en la medida que fue aumentando la participación del gasto operativo sobre las erogaciones totales. Este proceso se produjo como consecuencia de las presiones inflacionarias y salariales, y la mayor responsabilidad en la provisión de servicios públicos.

El gasto operativo de la provincia en 2017 aumentó un 13% respecto a 2016, muy por debajo de la inflación del 24,8% registrada en igual período, detentando un fuerte control del gasto. El aumento se explicó por el crecimiento del gasto en personal (11,5%), bienes y servicios (41,8%) y transferencias corrientes (13,2%). El gasto en personal representó en 2017 un 64,8% de los gastos totales frente al 67,8% que registraba en 2016. La mejora del margen operativo (-5,4% en 2016 al 6% en 2017) se debió principalmente al fuerte control del gasto en personal. Esta incremento en la flexibilidad presupuestaria se acrecienta en los primeros tres trimestres del 2018, en el que el gasto en personal se redujo al 55,8% del gasto total, 9 puntos porcentuales por debajo de igual período de 2017. FIX estima que este indicador registraría un leve incremento en el último trimestre, marcando un 56,5% al cierre del 2018, y podría elevarse hasta el 57,5% en 2019 debido al impacto de las paritarias en el marco de un año electoral a nivel nacional y provincial.

Tabla 1: Ingresos Operativos
(millones de pesos corrientes)

	2015	2016	2017
- Ingresos Brutos	3.369	4.422	5.661
- Sellos	209	274	443
- Inmobiliario	9	4	2
- Otros	2	3	4
Tributarios provinciales	3.589	4.704	6.110
Regalías^a	3.809	5.376	5.191
Tasas, Derechos y otros	887	1.155	1.596
Tributarios nacionales	6.616	8.461	11.394
Transferencias corrientes	542	990	1.912
Total ingresos operativos^b	15.444	20.686	26.203

Fuentes: Santa Cruz y cálculos de FIX

Tabla 2: Gastos Operativos
(millones de pesos corrientes)

	2015	2016	2017
- Personal	11.528	15.062	16.795
- Bs y Ss no personales	871	729	1.033
- Transferencias corrientes	4.612	6.017	6.809
Total gastos operativos^a	17.011	21.807	24.638

(^a) No incluye intereses pagados

Fuentes: Provincia de Santa Cruz y cálculos de FIX

Por su parte, la tendencia creciente de las transferencias corrientes en los últimos años se debe en parte al ritmo de los mayores fondos transferidos a los municipios y de los subsidios de la provincia a municipios para cubrir los gastos operativos de los mismos.

Al tercer trimestre del 2018, FIX registra un incremento del gasto operativo del 21,5%, muy por debajo de la inflación del 40,5% registrada en septiembre en forma interanual. La continuidad del control del gasto se sustentó en una expansión del gasto en personal del 15,4%, bienes y servicios 30,4% y transferencias en un 34,8%. Para el 2019 se presupuestó un incremento nominal en los gastos operativos del 15,8% respecto a lo proyectado por la calificadora para 2018. Este incremento se encuentra parcialmente subestimado dado el supuesto macrofiscal de inflación utilizado, y a que el Presupuesto 2019 no tiene incorporado una pauta de actualización salarial. FIX estima que la inflación se encontraría por encima de los supuestos macrofiscales utilizados para la elaboración del presupuesto, por lo que proyecta una mayor expansión del gasto operativo en el orden del 25%, asumiendo cierta recomposición real de los salarios públicos.

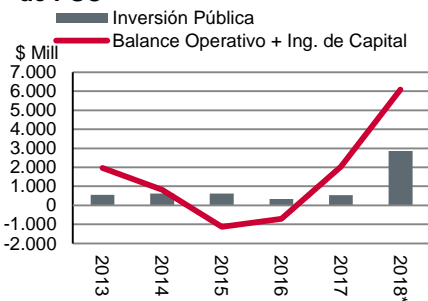
Ahorro operativo e inversión pública

Hasta el año 2014, Santa Cruz mostró márgenes operativos positivos, con un promedio de +8,9% en el período 2011-2014, tendencia que comenzó a revertirse fuertemente a partir del año 2014, con un gran deterioro en el año 2015, cuando el margen se transformó en negativo (-10,1%). A partir de 2016 la sensible contención del gasto, y recursos que se incrementaron por encima de la inflación, permitieron revertir la tendencia al deterioro. Si bien el margen fue negativo de -5,4% en 2016, reflejó cierta mejora respecto al 2015. El mejor desempeño se consolidó en 2017, registrando un margen de 6%, y se confirma la tendencia al tercer trimestre del 2018, en el que muestra un nivel del 16,9% contra un 3% a igual período de 2017.

Estos niveles de margen operativo negativo se encuentran muy por debajo del consolidado provincial y el resto de los estados subnacionales calificados por FIX, que registraron en el período 2013-2017 un promedio del 7,9%, contra un 1,7% en la PSC.

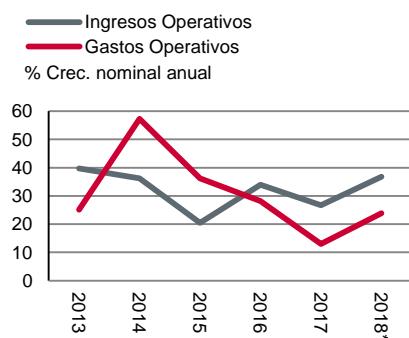
FIX estima un margen operativo del 14,8% al cierre de 2018, y cierta estabilidad para 2019, pero no proyecta una reversión del signo deficitario en el corto plazo al considerar las ISS, sin la aplicación de reformas estructurales. FIX advierte que el éxito de esta convergencia al equilibrio estará supeditado a la evolución favorable del precio de los commodities y la evolución del tipo de cambio.

Gráfica 6: Ahorro e Inversión de PSC



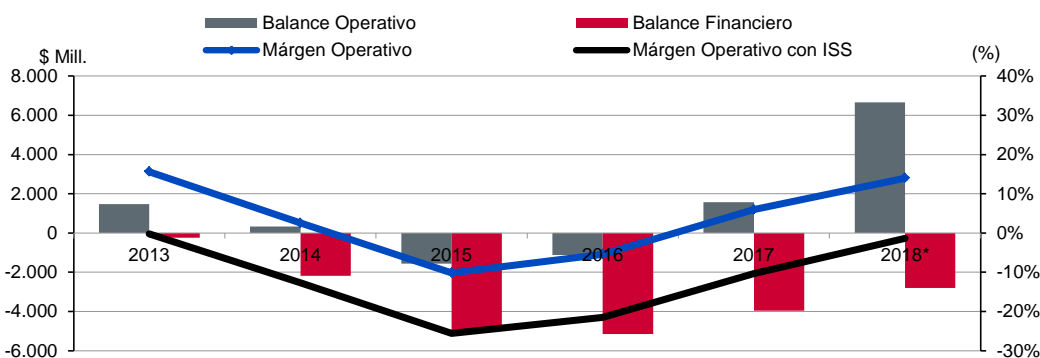
Fuente: Elaboración FIX sobre información PSC
* Proyectado

Gráfico 3: Ingresos y Gastos Operativos de la PSC



Fuente: Elaboración FIX sobre información PSC
* Proyectado

Gráfico 4: Desempeño Presupuestario



* - datos proyectados por FIX. Fuente: Provincia de Santa Cruz

La PSC ha presentado históricamente un nivel de inversiones por debajo del promedio nacional en términos de los ingresos corrientes (en 2017, 2% versus 16,1% consolidado nacional). Para el período 2013-2017, los gastos de capital representaron un promedio del 3,7% de los ingresos corrientes o un 3,6% de los gastos totales. Al tercer trimestre de 2018, los indicadores se

incrementaron sensiblemente desde una base muy reducida, representando sólo el 8,6% del gasto total y el 8,2% sobre el ingreso corriente. FIX entiende que en la medida que no se logren consolidar los márgenes operativos superavitarios con ISS, la inversión se mantendrá en niveles históricamente bajos pese a las necesidades de inversión en infraestructura que tiene la Provincia, como forma de reducir los elevados déficits financieros (ver Gráfico 4).

FIX advierte que la presión de la ISS y el gasto en personal sobre el desempeño operativo de la Provincia es una de las principales debilidades en la calificación. FIX observa que se requieren de cambios estructurales para revertir esta débil situación fiscal-financiera, por lo que en el corto plazo no se esperan grandes cambios en los indicadores. La Provincia no pudo cubrir el déficit de los ejercicios anteriores dado que no obtuvo excedentes financieros ni tampoco fuentes de financiamiento de largo plazo que permitieran aliviar la presión de liquidez en el corto plazo, por lo que incrementó la deuda flotante para financiar los desequilibrios.

Gestión y Administración

La actual Gobernadora es la Lic. Alicia Margarita Antonia Kirchner, perteneciente al Frente para la Victoria Santacruceña, quien fue electa el 25 de octubre 2015, con el 50,89% de los votos (ley de lemas), para ejercer su primer mandato en la Provincia. Las prioridades de la actual gestión se centran en ordenar los desequilibrios de la Provincia, manteniendo y acrecentando la calidad y extensión de los servicios públicos brindados. Para lograr estos objetivos la actual Administración se ha fijado como meta promover el desarrollo de la actividad privada a fin de relajar la actual concentración en el empleo público (actualmente 80% del total). El foco ha sido puesto en el desarrollo de sectores estratégicos y de alto potencial a largo plazo como los hidrocarburos y la minería. Por otro lado, FIX ha observado avances en la calidad institucional de la Provincia que se evidencian en la publicación periódica de las ejecuciones presupuestarias, la creación de la ASIP, el intento de generar una cultura tributaria y de contar con una Ley de Presupuesto aprobada previo al inicio del año, cortando con la historia reciente de prorrogar el presupuesto del año anterior.

Perfil Socioeconómico

Población

Según el censo 2010, Santa Cruz registró una población de 273.964 habitantes, número que la posiciona como la vigésima tercera provincia argentina más poblada, con una participación del 0,68% sobre el total nacional. Con respecto al censo 2001, la población santacruceña aumentó en un 39,1%. Río Gallegos, Caleta Olivia, Pico Truncado y Puerto Deseado constituyen los principales centros urbanos concentrando más del 67% de la población provincial. A pesar de ser una de las provincias menos pobladas, presenta una tasa de crecimiento elevada en relación al promedio nacional.

Economía

Santa Cruz aporta aproximadamente el 1,6% del PBI nacional y más del 17% respecto al PGB correspondiente a la región Patagonia. La evolución del PGB provincial se vincula al desempeño prioritario del sector primario (extracción de hidrocarburos), seguido por el sector de servicios.

El sector de servicios junto a las actividades vinculadas a la minería y a los hidrocarburos reportaron los mayores crecimientos en empleos formales. El sector minero, gasífero y petrolero desempeñan un rol multiplicador esencial, especialmente vinculado a los servicios y la construcción.

Las actividades principales (con mayores potencialidades de desarrollo y encadenamientos) se vinculan a la minería, los hidrocarburos y la pesca. La producción ganadera (ovinos y bovinos), de frutas finas y el turismo destacan por su creciente contribución. En relación a la actividad

hidrocarburífera, la actual administración ha mostrado proactividad en la revocación de áreas no explotadas, concesión de nuevas áreas y beneficios impositivos para promover la actividad en la región.

Desempleo y pobreza

Históricamente la Patagonia argentina es una de las regiones argentinas con los indicadores de desempleo y pobreza más bajos, aunque no está exento del ciclo económico del país. Según INDEC, la tasa de desempleo en Río Gallegos fue del 6,6% al tercer trimestre de 2018, contra un 6,0% a igual período del 2017, pero compara favorablemente contra el 9% registrado a nivel nacional. La tasa de pobreza al primer semestre del año fue del 18,4%, contra el 9,6% a igual período de 2017. Si bien se refleja un incremento sustancial de los niveles de pobreza, aun compara favorablemente contra el 27,3% del total nacional. No obstante, el 80% del empleo en la Provincia es generado por el sector público, situación que intenta revertirse actualmente a partir de la promoción de la actividad privada.

Anexo A

Provincia de Santa Cruz

Consolidado Administración Central y Organismos Descentralizados

\$ Millones	2013	2014	2015	2016	2017	IIIT 2017	IIIT 2018
Impuestos (incluye Coparticipación de Impuestos)	5.496,6	7.879,9	10.205,5	13.164,8	17.503,8	12.740,4	17.246,0
Otras transferencias Corrientes recibidas	429,0	182,6	542,4	990,4	1.912,2	1.056,4	531,3
Regalías, tasas, derechos, otros ingresos no tributarios	3.481,5	4.752,1	4.695,6	6.531,3	6.786,5	4.576,0	8.258,2
Ingresos Operativos	9.407,2	12.814,6	15.443,6	20.686,4	26.202,5	18.372,7	26.035,6
Gastos operativos	-7.939,3	-12.491,0	-17.010,9	-21.807,3	-24.637,6	-17.819,4	-21.643,1
Balance Operativo	1.467,9	323,6	-1.567,3	-1.120,9	1.565,0	553,4	4.392,5
Intereses cobrados	0,0	0,0	5,1	122,2	29,4	29,4	68,6
Intereses pagados	-174,4	-163,0	-125,6	-84,5	-755,1	-518,5	-1.265,6
Balance Corriente	1.293,5	160,6	-1.687,9	-1.083,2	839,2	64,3	3.195,6
Ingresos de capital	496,5	492,9	439,3	404,6	461,4	342,3	355,9
Gasto de capital	-547,6	-621,1	-626,5	-336,8	-531,6	-368,0	-2.144,6
<i>Balance de capital</i>	<i>-51,1</i>	<i>-128,2</i>	<i>-187,2</i>	<i>67,8</i>	<i>-70,2</i>	<i>-25,6</i>	<i>-1.788,7</i>
Balance Financiero previo ítems figurativos	1.242,4	32,4	-1.875,1	-1.015,3	769,0	38,7	1.406,9
Nueva deuda	9,2	0,0	25,9	1.282,0	2.453,4	1.653,4	2.287,0
Amortización de deuda	-163,8	-241,2	-501,4	-295,2	-494,6	-274,9	-5.871,4
<i>Endeudamiento neto: aumento, (disminución)</i>	<i>-154,6</i>	<i>-241,2</i>	<i>-475,6</i>	<i>986,8</i>	<i>1.958,8</i>	<i>1.378,6</i>	<i>-3.584,4</i>
Resultado Final	1.087,9	-208,9	-2.350,7	-28,5	2.727,8	1.417,2	-2.177,5
DEUDA							
Corto Plazo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Largo Plazo	1.226,6	2.479,1	6.605,9	8.866,9	11.128,8	10.544,5	10.852,0
Deuda Directa	1.226,6	2.479,1	6.605,9	8.866,9	11.128,8	10.544,5	10.852,0
+ Deuda cuasi directa	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Riesgo Directo	1.226,6	2.479,1	6.605,9	8.866,9	11.128,8	10.544,5	10.852,0
- Liquidez	4,4	397,0	1.138,5	-39,5	260,6	-545,0	-457,5
Riesgo Directo Neto	1.222,2	2.082,1	5.467,4	8.906,3	10.868,2	11.089,5	11.309,5
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	1.222,2	2.082,1	5.467,4	8.906,3	10.868,2	11.089,5	11.309,5
Datos sobre Riesgo Directo							
% moneda extranjera	0,00	0,00	0,00	0,00	0,58	0,76	1,00
% no bancaria	44,01	77,30	93,56	88,29	86,12	86,46	89,32
% tasa de interés fija	49,54	80,38	94,89	88,29	86,71	86,46	90,32

(*) datos provisorios / n.d.: no disponible

Fuente: Elaboración FIX sobre la base de la información proporcionada por la Provincia de Santa Cruz (cuentas de inversión cerradas 2013, ejecuciones presupuestarias 2014-2017 y parciales 2017 y 2018).

Anexo B

Provincia de Santa Cruz

Consolidado Administración Central y Organismos Descentralizados

	2013	2014	2015	2016	2017	IIIT 2017	IIIT 2018
Ratios de Desempeño Presupuestario							
Balance operativo/Ingresos operativos (%)	15,60	2,53	-10,15	-5,42	5,97	3,01	16,87
Balance corriente/Ingresos Corrientes ^a (%)	13,75	1,25	-10,93	-5,21	3,20	0,35	12,24
Balance financiero/Ingresos totales ^b (%)	12,55	0,24	-11,80	-4,79	2,88	0,21	5,32
Resultado final/Ingresos totales (%)	10,98	-1,57	-14,80	-0,13	10,22	7,56	-8,23
Crecimiento de ingresos operativos (variación % anual)	39,75	36,22	20,52	33,95	26,67	n.d.	41,71
Crecimiento de gasto operativo (variación % anual)	25,07	57,33	36,19	28,20	12,98	n.d.	21,46
Crecimiento de balance corriente (variación % anual)	431,70	-87,59	1151,11	-35,83	-177,48	n.d.	4870,23
Ratios de Deuda							
Crecimiento de deuda directa (variación % anual)	21,70	50,52	62,47	25,50	20,32	n.d.	2,92
Intereses pagados/Ingresos operativos (%)	1,85	1,27	0,81	0,41	2,88	2,82	4,86
Balance operativo/Intereses pagados (x)	8,42	1,98	-12,47	-13,26	2,07	1,07	3,47
Servicios de deuda directa/Ingresos corrientes (%)	3,59	3,15	4,06	1,82	4,76	4,31	27,34
Servicios de deuda directa/Balance operativo (%)	23,03	124,92	-40,01	-33,88	79,86	143,37	162,48
Deuda Directa/Ingresos operativos (%)	13,04	19,35	42,76	42,61	42,42	42,98	31,18
Riesgo Directo/Ingresos corrientes (%)	13,04	19,35	42,76	42,61	42,42	42,98	31,18
Deuda directa/Balance corriente (x)	0,95	15,44	-3,91	-8,19	13,26	123,00	2,55
Riesgo directo/Balance corrientes (x)	0,95	15,44	-3,91	-8,19	13,26	123,00	2,55
Riesgo final neta/Ingresos corrientes (%)	12,99	16,25	35,39	42,80	41,43	45,20	32,49
Deuda directa/PBG (%)	2,66	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.d.	n.d.
Deuda directa per capita (\$)	4.477	9.049	24.112	32.365	40.621	38.489	39.611
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 (%)	58,43	61,49	66,08	63,64	66,80	69,34	66,24
Impuestos locales/Ingresos operativos (%)	35,72	38,62	35,17	35,73	34,91	35,03	33,38
Transferencias corrientes/Ingresos operativos (%)	4,56	1,42	3,51	4,79	7,30	5,75	2,04
Ingresos operativos/Ingresos totales ^b (%)	93,83	94,99	96,30	97,20	98,16	98,02	98,40
Ingresos totales ^b per capita (\$)	26.186	36.150	48.574	57.993	97.434	68.420	96.583
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 (%)	66,02	68,11	67,77	69,07	68,17	67,91	64,52
Transferencias Corrientes realizadas/Gasto operativo (%)	28,32	27,59	27,11	27,59	27,64	28,59	31,73
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 (%)	6,21	4,60	3,43	1,50	2,01	1,94	6,93
Gasto de capital/PBG (%)	1,19	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Gasto total per capita (\$)	32.212	49.336	66.668	82.214	96.432	69.282	112.878
Financiamiento de Gasto de Capital							
Balance corriente/Gasto de capital (%)	236,22	25,86	-269,41	-321,58	157,86	17,47	149,01
Ingresos de capital/Gasto de capital (%)	90,67	79,36	70,12	120,13	86,79	93,03	16,60
Endeudamiento neto/Gasto de capital (%)	-28,23	-38,84	-75,90	292,98	368,46	374,64	-167,14

n.a. no aplica / n.d. no disponible ^p datos provisorios ^a incluye intereses cobrados ^b excluye nueva deuda

Fuente: Elaboración FIX sobre la base de la información proporcionada por la Provincia de Santa Cruz (cuentas de inversión cerradas 2013, ejecuciones presupuestarias 2014-2017 y parciales 2017 y 2018).

Anexo C. Dictamen de calificación

El Consejo de Calificación de FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO “Afilada de Fitch Ratings” - Reg. CNV N°9, reunido el día 12 de marzo de 2018 asignó la calificación pública de largo plazo de la Provincia de Santa Cruz en ‘B+(arg)’:

Detalle	Calificación	Perspectiva
Emisor: Endeudamiento de Largo Plazo	B+(arg)	Estable

Categoría B (arg): “B” nacional implica un riesgo crediticio significativamente más vulnerable respecto de otros emisores del país. Los compromisos financieros actualmente se están cumpliendo pero existe un margen limitado de seguridad y la capacidad de continuar con el pago en tiempo y forma depende del desarrollo favorable y sostenido del entorno económico y de negocios.

Notas: 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 de carácter privado al 30/09/2018.

- Ejecuciones presupuestarias y stock de deuda para el período 2013-2017, y parciales 2017 y 2018.
- Presupuesto 2019.
- Detalle de ingresos y egresos de la Provincia.
- Detalle de Saldo de Caja y Bancos para cada cierre de ejercicio.

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

Informes relacionados

- Metodología de calificación Finanzas Públicas registrado ante la Comisión Nacional de Valores.

Informes disponibles en ‘www.fixscr.com’

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.