

Provincia de Corrientes

Informe Integral

Calificaciones

Emisor: Provincia de Corrientes

Largo Plazo en escala nacional BBB+(arg)
 Corto Plazo en escala nacional A3(arg)

Perspectiva

Estable para la calificación de largo plazo.

Información Financiera

Provincia de Corrientes (PC)

	31 Dic 2017p	31 Dic 2016
Ingresos Operativos (\$ millones)	34.241,2	25.346,5
Deuda Directa (\$ millones)	4.656,5	3.275,6
Balance Operativo/ Ingresos Operativos (%)	6,7	7,6
Servicio de Deuda/ Ingresos Corrientes (%)	1,1	0,4
Deuda/ Balance Corriente (x)	2,0	1,7
Balance Operativo/ Intereses Pagados (x)	9,38	215,8
Gasto de Capital/ Gasto Total (%)	15,7	10,3
Balance Presupuestario/ Ingresos Totales (exc. nueva deuda) (%)	-4,7	2,0
Balance Corriente/ Gasto de Capital (%)	41,1	79,2

P: provisorio

Factores relevantes de la calificación

Bajo nivel de deuda: la Provincia de Corrientes (PC) refleja hace cuatro años una prudente política de endeudamiento. En el 2017 (datos provisorios) la deuda totalizó \$ 4.656 millones, lo que representó un bajo 13,2% de los ingresos operativos y 1,84x (veces) del balance corriente que compara favorablemente con el promedio de 15% y 2,1x respectivamente registrados en el periodo 2013-2016. FIX estima para el 2018 –asumiendo el uso del crédito presupuestado por \$ 5.000 millones con destino exclusivo a obras de infraestructura- que la deuda total se ubicará en niveles muy razonables del orden del 28% de los ingresos operativos proyectados. Sin embargo, la evolución favorable de la capacidad de pago dependerá de los términos y condiciones de la deuda así como de la continuidad de balances operativos sustentables.

Favorable composición de deuda: al 31/12/2017 sólo el 8,8% de la deuda estaba denominada en dólares con organismos internacionales de crédito y un 89,6% contraída en pesos con el Gobierno Nacional, casi exclusivamente por el 'Programa Federal de Desendeudamiento' y con el 'Fondo de Garantía de Sustentabilidad'. En el 2018, en caso de que la Provincia efectivice la toma de deuda en el mercado de capitales, FIX analizará sus términos y condiciones con su correspondiente impacto en los indicadores de solvencia.

Adecuado desempeño operativo y bajo impacto de la Caja Provincial: al cierre de 2017 el margen operativo se ubicó en un 6,7% lo que resulta en un promedio de 8,9% para los tres últimos periodos. Si se incorpora el gasto en Instituciones de la Seguridad Social (ISS) el margen en 2017 baja a 5,1% y el promedio en los tres últimos ejercicios a 7,0%. Para el 2018, la Provincia prevé un cierre de 5,5% pero FIX estima podría ser algo superior sobre la base de supuestos macrofiscales más actualizados.

Limitada autonomía financiera: la PC presenta una baja flexibilidad presupuestaria que se refleja en el 83,6% que representaron los ingresos federales (incluyendo transferencias corrientes) sobre el total de ingresos operativos al cierre de 2017 y que se encuentra en línea con el promedio de 83,8% reflejado durante el período 2013-2016. FIX destaca que la dependencia de las transferencias del Gobierno Nacional es principalmente de recursos que se distribuyen en forma automática como es la coparticipación de impuestos.

Sensibilidad de las calificaciones

Desempeño operativo y peso del déficit previsional: de continuar los márgenes operativos positivos estables en torno al promedio de los últimos tres años y el bajo peso relativo de las ISS junto a niveles de deuda sustentables, las calificaciones podrían ser revisadas a la suba.

Endeudamiento: un mayor endeudamiento con términos y condiciones poco sustentables con la evolución del margen operativo podrían derivar en una acción de revisión a la baja en las calificaciones.

Analistas

Analista Principal

Carlos García Girón
 Analista
 +54 11 5235-8114
carlos.garcia@fixscr.com

Analista secundario

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

Responsable del Sector

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

Principales Factores de Calificación

Resumen: Fortalezas y Debilidades

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

Fuente: FIX

Fortalezas:

- Bajo nivel de endeudamiento en términos del presupuesto y adecuada sostenibilidad.
- Adecuados márgenes operativos y estables en los últimos años.
- Apropriados niveles de liquidez y deuda flotante
- Baja presión del déficit de la Caja Previsional sobre el desempeño operativo provincial.

Debilidades:

- Baja flexibilidad presupuestaria y alta dependencia del Gobierno Nacional.
- Estructura del gasto rígida, exposición a las presiones inflacionarias y salariales.
- Débiles indicadores socio-económicos
- Poca historia de acceso a mercado de capitales

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.

Las finanzas provinciales consolidadas se han visto afectadas en los últimos años, por el aumento de la presión del gasto operativo en un contexto inflacionario y la desaceleración de la economía con impacto en la dinámica de los ingresos. Las cuentas provinciales fueron aún más presionadas por el incremento de las necesidades financieras, las decisiones discrecionales y en muchos casos no objetivas sobre las autorizaciones para la emisión y refinanciación de deuda y las condiciones de corto plazo y altas tasas del mercado de capitales local.

FIX considera que el tratamiento de estos temas estructurales, implicarán cambios profundos en materia de redistribución de recursos, responsabilidades del gasto entre Nación-Provincias y financiamiento de obras públicas. Esto se vio plasmado en parte en el Acuerdo Nación-Provincias del 23 de mayo de 2016 y en la Ley Nº 27.260 que abordan estos temas y en algunos casos lo inicia como son la situación de los regímenes jubilatorios y una reforma tributaria.

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. Adicionalmente, 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

Crterios Relacionados

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

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%. La amortización es a los 4 años del desembolso original y con intereses semestrales a una tasa de interés nominal subsidiada del 15% anual para los años 2016 y 2017 y del 12% para 2018 y 2019. Los préstamos están garantizados con cesión de coparticipación federal que le corresponda a la respectiva Provincia.

En 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.

Provincia de Corrientes

De acuerdo a la Constitución de la Provincia Corrientes, la administración del gobierno provincial es responsabilidad del Poder Ejecutivo, cuyos titulares son el Gobernador y Vicegobernador, elegidos directamente por el voto popular. El mandato de gobierno dura cuatro años, autorizándose desde el año 2007 una única reelección inmediata.

El Poder Legislativo provincial está compuesto por dos cámaras: la cámara de diputado que se compone de 30 miembros y la cámara de senadores compuesta por 15 miembros. La mitad de ambas cámaras se renueva por voto popular cada dos años y cada miembro ejerce funciones por cuatro años. Por su parte el Poder Judicial es ejercido por un Tribunal Superior de Justicia, jueces letrados de primera instancia e inferiores y cámaras de apelaciones.

A su vez, la Provincia está dividida en 25 departamento, subdivididos en 71 municipalidades, cuyas autoridades (Intendente y Consejo Deliberante) son elegidas por voto popular y tienen como principales responsabilidades la provisión de servicios locales básicos: alumbrado público, agua, cloacas, limpieza, pavimentación, entre otros.

Corrientes cuenta con una ley de distribución de recursos provincial mediante la cual las municipalidades tienen derecho a recibir el 19% de los recursos provinciales y de coparticipación de impuestos. Este porcentaje se elevó en los últimos cinco años, pasó de un 15% en el 2009 al 19% en agosto de 2014, lo que dota a los municipios de una mayor autonomía. Las municipalidades además tienen como recursos propios el impuesto automotor y el inmobiliario urbano y suburbano a través de la potestad de su recaudación.

El Consenso Fiscal firmado en noviembre de 2017 y convertido en Ley provincial el 14/02/2018 (Ley Nº 6434), estipula la eliminación de los recursos provenientes del excedente del Fondo del Conurbano Bonaerense y de los de los recursos percibidos por el Impuesto al Cheque, aunque estas partidas son compensadas por la derogación del artículo 104 de la Ley de Impuesto a las Ganancias y la compensación adicional por el diferencial (Ley 27.429 Punto II.a). Se entiende que estos cambios tendrán un impacto fiscal neutro por el lado de los ingresos nacionales recibidos; sin embargo, FIX monitoreará el impacto de todas las medidas como su instrumentación sobre las cuentas públicas

Deuda y Liquidez

Al 31/12/2017 (datos provisorios) la deuda consolidada ascendió a \$ 4.656 millones, lo que significó un incremento del 42,2% respecto a la registrada al cierre de 2016. Este crecimiento se explica, esencialmente, en nueva deuda contraída con el Gobierno Nacional a través del Fondo Fiduciario Federal de Infraestructura Regional (FFFIR) y del Fondo de Garantía de Sustentabilidad (FGS).

Desde 2013 se observa una mejora sustancial en el ratio de apalancamiento de deuda; en aquel año ésta representó 22,1% sobre ingresos operativos frente al 13,2% registrado en 2017. Asimismo, la deuda pasó de representar 5x del balance corriente en 2013 a 1,8x en 2017 (ver Gráfico 1). Estos indicadores mostraron un leve deterioro con respecto al 2016 (12,8% y 1,5x respectivamente), pero los mismos se mantienen consistentes con el rango de calificación asignado, algo que se refuerza por el carácter amigable del principal acreedor.

El proceso de desendeudamiento responde a una política de prudencia en los últimos años, a un crecimiento de los ingresos y al refinanciamiento de la mayor parte de la deuda provincial a través del Programa de Desendeudamiento Provincial lanzado en agosto de 2010 por el Gobierno Nacional. Al adherirse a este programa, la PC pudo mejorar la composición de su deuda y el perfil de vencimientos. El Estado Nacional descontó los ATN que le debía a la Provincia a la fecha de la firma del convenio en el 2010 por un monto de \$ 317,4 millones, eliminó la indexación de deuda por el CER y aplicó un período de gracia de capital e interés hasta el 31 de diciembre de 2011, que luego fue extendido en sucesivas oportunidades. A diciembre 2017 esta deuda representaba casi un 40% del total de deuda consolidada.

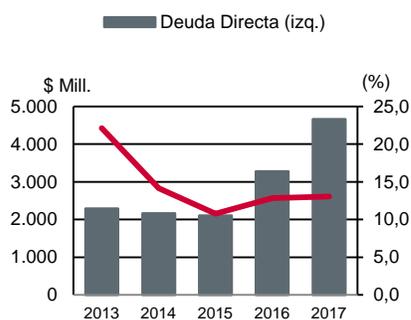
En el marco del Acuerdo Nación-Provincias, las provincias pudieron solicitar un préstamo a Nación como forma de compensar la falta de devolución total del 15% de los recursos desde el primer año. En el 2016, la PC recibió un crédito de libre disponibilidad por un monto de \$ 1.051 millones otorgado FGS, equivalente al 6% del total de la detracción del 15% y en el año 2017 por un monto de \$ 700,4 millones equivalente al 3%. Para los años 2018 y 2019 se espera solicitar nuevos préstamos por el equivalente al 3%.

En definitiva, la composición de deuda es muy favorable en términos de acreedor, moneda, tasa y plazo. Al 31/12/2017 sólo el 8,8% de la deuda estaba denominada en dólares con organismos internacionales de crédito y el 89,6% contraída en pesos con el Gobierno Nacional, casi exclusivamente por los acuerdos antes mencionados ('Programa Federal de Desendeudamiento' y el 'FGS').

Por otra parte, durante 2017 la Provincia acordó un préstamo con el Fondo Fiduciario para el Desarrollo Provincial (FFDP) por un total de \$ 2.500 millones que recibirá en tres desembolsos a lo largo de 2018 y cuenta con garantía sobre las sumas a percibir por Coparticipación Federal de Impuestos. Para este endeudamiento el Poder Ejecutivo se valió de autorizaciones legislativas contempladas en la ley de presupuesto 2017. La devolución del capital se pactó en 48 cuotas mensuales que se efectivizan luego de un primer año de gracia, mientras que los intereses se devengan a tasa BADLAR y son pagaderos desde el mes siguiente a cada desembolso. El acuerdo contempla el cumplimiento de metas fiscales del programa convergencia impuestas por Nación que llevará adelante un seguimiento de la evolución fiscal y financiera de la Provincia. El obtenido del préstamo será destinado a obras viales y energéticas

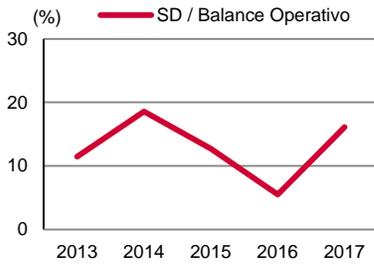
Por último, la ley de presupuesto 2018 contempla la autorización para tomar crédito público interno o externo por hasta \$ 5.000 millones con destino exclusivo a obras de infraestructura así como también autoriza al Poder Ejecutivo a emitir Letras del Tesoro por hasta \$ 300 millones. De acuerdo con lo informado por sus autoridades, la Provincia no tiene planes concretos de hacer uso de estos permisos.

Gráfico 1: Evolución de la Deuda



Fuente: Provincia de Corrientes

Gráfico 2: Sostenibilidad de Deuda



Fuente: Provincia de Corrientes

FIX al asignar su calificación, contempla en su análisis este posible endeudamiento junto al ya mencionado préstamo con el FFDP. Asumiendo los ingresos según el presupuesto para el año corriente y el escenario de máximo endeudamiento permitido bajo las autorizaciones actuales, FIX proyecta un escenario donde el stock de deuda representa poco más del 32% sobre los ingresos operativos presupuestados, lo que se mantiene en rangos adecuados a la calificación asignada. De todas maneras se monitoreará la evolución favorable de la capacidad de pago de acuerdo con los términos y condiciones de concretarse la toma de deuda, así como de la continuidad de balances operativos sustentables.

En relación a la sostenibilidad de deuda, cabe destacar que los servicios de deuda con relación al ahorro operativo son muy bajos representan un 16,1% en 2017 (*ver Gráfico 2*). El cronograma de deuda estimado por la Provincia, sin considerar nueva deuda, es parejo a lo largo del tiempo, con un plazo máximo en el año 2041 (*ver Gráfico 3*). Por ser una deuda en su mayor parte en pesos sin ningún tipo de ajuste, a tasa fija, es esperable que en escenarios de altos niveles de inflación, el peso relativo con relación al presupuesto provincial se reduzca.

Liquidez

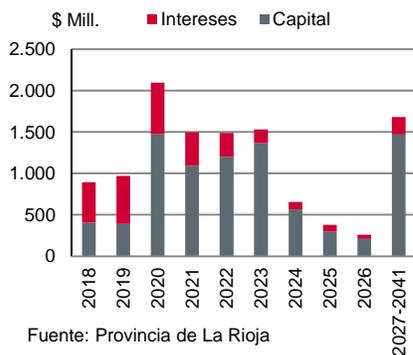
A diciembre 2017, las disponibilidades de la Provincia (sin incluir organismos descentralizados) representaron un 7,8% de los ingresos totales frente al 17,1% del 2016. Es de destacar que el indicador al cierre de 2016 reflejaba un fuerte impacto por los recursos recibidos y no aplicados del préstamo otorgado por Nación en relación a la devolución del 15% de coparticipación.

Respecto a los niveles de deuda flotante, la PC refleja muy buenos y estables indicadores en los últimos años. Al cierre de 2017 ésta representó 16,9 días del gasto primario y 5,1% de los ingresos operativos, reflejando valores incluso algo mejores que el promedio para el período 2013-2016 cuando significó 25,5 días del gasto primario y 7,2% de los ingresos operativos. La misma estabilidad relativa se refleja con el indicador de disponibilidades sobre deuda flotante que representó 1,6x en 2017, en línea con el 1,8x promedio para el período 2013-2016. FIX entiende que estos indicadores son muy adecuados.

Como otra fuente de liquidez, la PC está autorizada a través del Presupuesto 2018, a emitir instrumentos de corto plazo por hasta \$ 300 millones. El monto en circulación de estos instrumentos no llegaría a representar un 1% de los ingresos corrientes presupuestados para el 2018. De todas maneras, de acuerdo con lo informado por sus autoridades, la Provincia no planea hacer uso de la autorización. Es de destacar que durante 2017 también se contaba con permiso para utilizar este instrumento por el mismo monto sin haberse realizado la emisión.

Por último la Provincia tiene la posibilidad de cubrir déficits transitorios del tesoro provincial con la utilización del Fondo Unificado de Cuentas Oficiales (FUCO), que le permite hacer uso de parte de las disponibilidades transitorias de caja sin costo financiero. La Provincia está autorizada por Ley a utilizar las existencias de caja de todas las jurisdicciones y entidades del sector público provincial no financiero hasta un 50%. En los últimos años no ha sido necesaria la aplicación de esta herramienta.

Gráfico 3: Cronograma de Deuda



Fuente: Provincia de La Rioja

Contingencias

Corrientes no tiene transferida la caja de jubilaciones y pensiones a la Nación, por lo que mantiene el riesgo de financiar su déficit, aunque esta contingencia se presenta como manejable para la Provincia. En 2017, el margen operativo de la PC ascendió a 6,7% sin considerar las Instituciones de la Seguridad Social (ISS) y en caso de incorporar el impacto de las mismas, el margen operativo se reduce a 5,1%.

A partir de 2016, el Estado Nacional asumió el compromiso de contribuir al financiamiento del régimen previsional de las provincias que no transfirieron sus Cajas Previsionales. En el 2017 por \$ 285 millones y para el 2018 se espera recibir casi el doble. Todas estas transferencias se dan en el marco de anticipos hasta tanto la Provincia firme un Convenio de Asistencia Financiera de la Caja de Seguridad Social, mediante el cual determinar el cálculo teórico de cuánto debería financiar Anses sobre el déficit efectivamente registrado.

Con la firma del Consenso Fiscal del 2017, la Nación ya no exige la armonización de las cajas provinciales no transferidas sino que estipula que financiará la parte del déficit de la Caja por los desequilibrios que tendría la ANSES en caso que la jurisdicción hubiese transferido la caja previsional y tuviera que hacerse cargo de dichas jubilaciones y pensiones. Por otro lado, la Provincia cuenta con el 96,8% del paquete accionario del Banco de Corrientes. Es importante resaltar que en los últimos años el banco demostró un buen desempeño beneficiándose de su rol de agente financiero de la Provincia lo cual le brinda un importante fondeo a bajo costo proveniente de depósitos oficiales y judiciales así como también de empleados y jubilados provinciales. Si bien esto resulta una contingencia directa para la Provincia, la buena capitalización, holgada liquidez y muy buena calidad de activos del banco mitigan la misma. De hecho, durante 2017 la PC registró ingresos por la distribución de utilidades de la entidad. Banco de Corrientes se encuentra calificada en A-(arg) perspectiva estable para endeudamiento de largo plazo y A1(arg) para endeudamiento de corto plazo por FIX.

Por otro lado, la Dirección Provincia de Energía de la Provincia de Corrientes es un organismo que no consolida presupuestariamente con la administración central y los organismos descentralizados pero es una empresa del estado provincial. Tiene como objetivo la adquisición, venta y distribución de energía eléctrica en todo el territorio provincial. En términos generales esta entidad, al igual que gran parte de las empresas del sector, se encuentra en una situación débil tanto operativa como financieramente, registrando resultados negativos crecientes en los últimos dos ejercicios. Las transferencias a la empresa por parte del Tesoro Provincial fueron de \$ 411 millones en 2017, en tanto que no hubo aportes de capital como sí se registraron durante el período 2013-2016 cuando se ubicaron en torno al 0,2% dentro del presupuesto provincial.

Desempeño presupuestario

Para el análisis de las finanzas públicas se analizaron los ejercicios fiscales definitivos para el período 2012-2016 y provisorios de 2017 bajo el esquema de la Ley de Responsabilidad Fiscal presentados al Ministerio de Economía y Finanzas Públicas de la Nación. En los Anexos A y B se exponen los datos consolidados de la Administración Central y Organismos Descentralizados.

Ingresos operativos

En 2017, los ingresos operativos de Corrientes ascendieron a \$ 35.241,2 millones lo que significó un aumento nominal del 39% con respecto a 2016. Este incremento se da por un crecimiento combinado de los ingresos propios en un 39,8% y de los ingresos federales en un 39,6%.

Los ingresos propios con relación al total de ingresos corrientes representan un promedio de 16,3% para el período 2013-2017, lo que refleja la histórica baja flexibilidad presupuestaria de la

Tabla 1: Ingresos Operativos
(millones de pesos corrientes)

	2015	2016	2017
- Ingresos Brutos	2.331	3.116	4.082
- Sellos	317	455	694
- Inmobiliario	119	154	207
- Otros	-	-	-
Tributarios provinciales	2.766	3.725	4.983
Regalías	72	218	305
Tasas, Derechos y otros	112	130	253
Vta. de bienes y servicios	98	167	236
Tributarios nacionales	15.790	20.201	27.115
Transferencias corrientes	1.155	907	2.349
Total ingresos operativos^a	19.537	25.347	35.241,2

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

Fuentes: Corrientes y cálculos de FIX

Gráfico 4: Variación Ingresos y Gastos operativos



Fuente: Provincia de Corrientes

Provincia. En 2017 los mayores incrementos relativos respecto a ingresos propios se dieron por la distribución de utilidades del Banco de Corrientes que impacta en el concepto de ‘otros ingresos no tributarios’ (+94,9), por la mayor recaudación de sellos (+52,5%) y por el impacto de las actualizaciones tarifarias en las regalías (+40,3%). En tanto, el menor crecimiento relativo de ingresos propios se dio en la recaudación de Ingresos Brutos (+31,0%) que históricamente representa el tributo provincial de mayor peso, constituyendo el 11,6% de los ingresos operativos en 2017, y que se encuentra fuertemente correlacionado con el nivel de actividad económica y evolución del nivel de precios.

De la baja recaudación propia se desprende una dependencia presupuestaria con el gobierno federal, característica común a las provincias relativamente pequeñas, con habitantes de mediana-baja capacidad contributiva. Las transferencias de origen federal explicadas por la coparticipación, representaron el 76,9% de los ingresos operativos en 2017, algo por debajo del 78,6% que representaron en promedio para el período 2013-2016. Esta mejora en el indicador toma mayor relevancia si se tiene en cuenta que los ingresos por coparticipación del último período incluyen la devolución progresiva del 15% pactada en el acuerdo Nación-Provincias. Sin embargo, también es de destacar un mayor peso de las transferencias corrientes discrecionales o que no responden a distribuciones automáticas, que representaron 6,7% sobre los ingresos operativos en 2017 frente a un 3,6% en 2016 en un contexto de año electoral.

De acuerdo al presupuesto 2018, se espera una suba nominal de los ingresos operativos del 12,7% respecto a lo recaudado en el año 2017. En base a los ingresos por coparticipación de los primeros meses de 2018 la PC estima un 15% más respecto a lo presupuestado. Sobre la base a supuestos macrofiscales actualizadas FIX prevé un incremento mayor de alrededor del 21%.

Por otra parte, es de destacar que la Provincia tiene un reclamo con el Gobierno Nacional por regalías de la Central Hidroeléctrica Yacuyretá que podría impactar favorablemente en los ingresos operativos hacia adelante. De todas maneras, a la fecha no se registran mayores avances y se encuentran en pleno diálogo con autoridades federales, dejando abierta la posibilidad a una compensación con otros cargos adeudados por la Provincia a Nación.

Asimismo, como parte del paquete de reformas acordadas a fines de 2017, el Ministerio de Finanzas de la Nación dispuso la emisión de “Bonos de la Nación Argentina para el Consenso Fiscal” a través de la resolución 66/2018. Lo producido de la colocación será distribuido entre las jurisdicciones firmantes. La PC estima que esto resultará en ingresos por \$ 250 millones el año en curso y \$ 600 millones en 2019, que se registrarán como rentas de la propiedad.

Tabla 2: Gastos Operativos
(millones de pesos corrientes)

	2015	2016	2017
- Personal	11.307	15.082	21.277
- Bs y Ss no personales	2.553	3.732	5.023
-Transferencias corrientes	3.281	4.594	6.574
Total gastos operativos^a	17.141	23.408	32.874

^a - no incluye intereses pagados Fuentes: Provincia de Corrientes y cálculos de FIX

Con relación a las reformas pactadas con el Estado Nacional, la Provincia podría incrementar las alícuotas de Ingresos Brutos por encontrarse debajo del techo acordado en el Pacto Fiscal, sin embargo no tiene planes de realizarlo. Por último, desde 2019 el acuerdo contempla la eliminación gradual de impuestos a los sellos lo cual no afectaría al margen operativo dado su bajo su peso relativo en la estructura de ingresos operativos (2,0% en 2017)

Gastos operativos

En el año 2017 el gasto operativo (incluye transferencias corrientes) se incrementó en términos nominales un 40,4% con respecto al 2016. El principal componente de crecimiento estuvo dado por el aumento en gasto de personal (+41,1%) y las transferencias corrientes tanto al sector municipal (+42,4%) como al sector privado (+45,2%). El componente de mayor peso en lo que refiere a erogaciones corrientes corresponde al gasto en personal que absorbió un 60,4% de los ingresos operativos de 2017 algo por encima que el 59,5% reflejado en 2016.

Corrientes ha demostrado una mejora en la responsabilidad del nivel de gasto materializado tanto en un decreto promulgado en 2014 como en la idea de generar normas legales que regulen el gasto de los municipios. La evidencia de ello fue la caída del gasto como porcentaje del ingreso operativo a lo largo de los años, bajando a 86,5% en 2015 desde un elevado 95,5% en 2013. Sin embargo, esta tendencia se revirtió en los dos últimos años, cuando el indicador pasó a ser de 92,4% y 93,3% al cierre de 2016 y 2017 respectivamente. Esto se produce en un contexto en que las presiones salariales e inflacionarias no tuvieron correlato suficiente en el incremento de ingresos operativos, a lo cual se suma un contexto electoral para la Provincia. Si bien estos valores se mantienen en parámetros adecuados para el rango de calificación asignado, FIX evalúa negativamente la tendencia hacia una mayor rigidez del gasto y monitoreará su evolución,

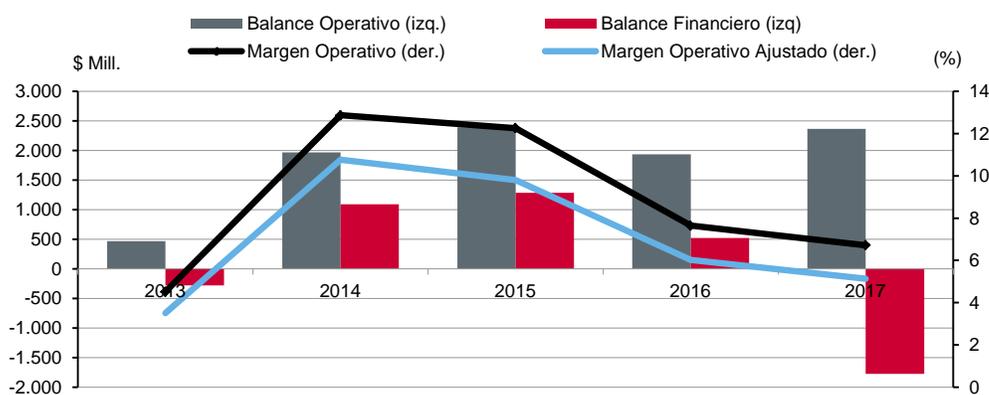
Según el presupuesto 2018, se espera un crecimiento de los gastos operativos del 13,4% respecto a 2017 empujado principalmente por gastos en bienes de consumo y servicios así como también por transferencias corrientes. El gasto en personal estima un crecimiento de un bajo 9%, sin embargo de acuerdo con las paritarias recientemente cerradas, la PC estima un incremento real del 20% en su gasto en personal respecto al observado en 2017. En base a lo anterior y a pautas macrofiscales diferentes, FIX estima un crecimiento del gasto operativo de alrededor de 21%.

Balance operativo e inversión

Durante el período analizado, la PC presentó márgenes operativos (ahorro operativo sobre ingresos operativos) positivos aunque volátiles. A partir del 2014, se registra una importante mejora de este margen tras la implementación de una serie de reformas relacionadas con la contención y buen manejo del gasto operativo. Desde 2016 esta tendencia se revierte siendo el margen operativo 7,6% y 6,7% en los últimos dos cierres. Esto se da producto de la disparidad de la evolución de los ingresos y gastos operativos, en un contexto de fuertes presiones inflacionarias y salariales y cierta desaceleración del crecimiento de los ingresos (*ver Gráfico 4*).

El margen operativo de 2017 se reduce a 5,1% si se incorporara el déficit de las ISSS, lo que refleja un bajo peso relativo en comparación con el de otras provincias que no transfirieron sus cajas de jubilaciones. Es de destacar que la PC ha recibido \$ 285 millones durante 2017 y estima recibir casi el doble en 2018 en el marco de financiamiento de los déficits previsionales por parte de Nación. Ello presenta al déficit de las ISSS como una contingencia manejable y que no compromete la solvencia fiscal y presupuestaria de la Provincia.

Gráfica 5: Desempeño Presupuestario



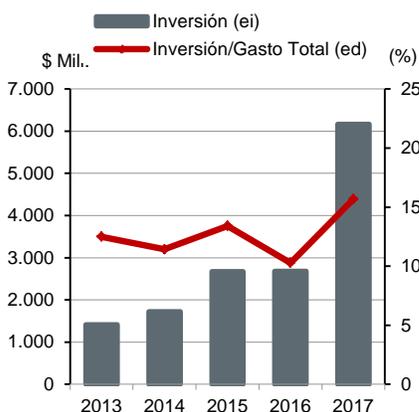
*: Presupuesto

Fuentes: Provincia de Corrientes – Esquema bajo la Ley de Responsabilidad Fiscal

En 2013 el balance operativo sumado a los ingresos de capital no permitió financiar al 100% los gastos de capital razón por la cual se generó déficit financiero que fue financiado en su mayoría con reducción de disponibilidades. Entre el año 2014 y 2016 se registra superávit financiero lo que se revierte de acuerdo con datos al cierre del año pasado. Esto responde por un lado al leve deterioro del margen operativo pero principalmente a la fuerte suba del gasto en capital (+129,8%) que se registró respecto al año anterior (*ver Gráfico 6*) y que se explica principalmente en inversiones en obra pública financiadas mayormente mediante préstamos con el Estado Nacional. Al cierre de 2017 el gasto en capital representó 17,5% de los ingresos corrientes, significando un incremento respecto al 12,2% promedio registrado en el período 2013-2016. Las obras están orientadas a emprendimientos hidráulicos y energéticos, planes de vivienda y todo aquello que fortalezca el desarrollo productivo de la región.

Por último, el presupuesto 2018 prevé una leve caída del margen operativo y continuidad en balance financiero negativo producto del incremento esperado en gastos de capital y que sería financiado mediante la obtención de préstamos con Nación. FIX sobre la base de diferentes supuestos prevé un margen operativo muy similar al de 2017.

Gráfica 6: Ahorro e inversión



Fuentes: Provincia de Corrientes

Gestión y Administración

El gobernador de la PC es el Dr. Gustavo Valdés, luego del triunfo electoral en octubre pasado con una 54,08% de los votos. Perteneció al mismo signo político que el anterior mandatario, Dr. Ricardo Colombi quien gobernara la Provincia desde 2013, lo que supone una continuidad en las políticas públicas y de gestión. De hecho, gran parte de los ministerios de la anterior gestión continúan en sus cargos, incluido el Ministro de Hacienda. El oficialismo local cuenta con mayorías en ambas cámaras legislativas provinciales.

Durante la gestión del gobernador Colombi, se encaró un proceso de desarrollo productivo y de servicios, priorizando la obra pública mediante la acción conjunta del sector público y privado. Se financió a pequeños emprendedores con créditos a tasas de interés subsidiadas y se establecieron fuertes incentivos fiscales a través de la exención impositiva de Ingresos Brutos para los sectores primario, industrial y de servicios. A su vez se el sector industrial se dinamizó mediante la construcción de Parques Industriales en la región.

A raíz de lo anterior existen tres Fondos Fiduciarios en la Provincia que permiten financiar con recursos propios parte de las acciones mencionadas. Se creó el Fondo de Desarrollo Rural para promover principalmente la obra pública en la zona rural (obras hidráulicas, de infraestructura vial y energética), el Fondo de Desarrollo Industrial y el Fondo de Inversión para el Desarrollo de Corrientes para posibilitar el acceso al crédito más barato. Se espera haya continuidad de estas políticas de gobierno con la actual gestión.

Perfil socio-económico

Corrientes está ubicada en la región noreste de la Argentina. Su capital es la ciudad de Corrientes. La superficie provincial representa el 3,2% de la nacional. La Provincia limita con tres países del Mercosur (Brasil, Paraguay y Uruguay), con los cuales tiene una relación comercial y para el interior del país con dos provincias de la región del noreste (Chaco y Misiones) y con Entre Ríos y Santa Fe.

Población

Según el censo 2010, la población de Corrientes cuenta con 992.595 habitantes, equivalente al 2,5% de la población nacional. Con relación al censo del 2001, la población correntina creció 6,6%, por debajo del crecimiento demográfico nacional del 10,6%. La población se concentra principalmente en la ciudad de Corrientes con un participación del 36,1% en el total provincial. En

promedio la población correntina es una población joven, aproximadamente el 48,5% de la población tiene menos de 25 años.

Economía

Según datos provisorios de la Dirección de Estadística y Censos de la Provincia de Corrientes, al primer trimestre 2015 el 64% del PBG estuvo explicado por el área de servicios mientras que el restante 36% estuvo dado por el sector bienes. Dentro del sector servicios se destaca el comercio, servicio de hotelería y restaurantes, le sigue en importancia transporte, comunicaciones e intermediación financiera y servicios comunitarios, sociales y personales.

Tanto las actividades inmobiliarias y servicios empresariales como las industrias manufactureras tuvieron el mayor peso sobre el total del PBG evidenciando un 16,7% y 13,7% respectivamente.

Por su parte, el sector secundario ha sido el sector que mayor crecimiento experimentó en los últimos años, promovido principalmente por la producción de electricidad, gas y agua y en segundo lugar por la industria. Esto es el reflejo de las políticas de desarrollo productivo encaradas por la actual administración que permiten apoyar la diversificación de la economía y apuntar a una mayor generación de valor agregado.

Por último el sector primario explica el 7% del Producto Bruto Geográfico (PBG) de Corrientes con actividades productivas predominantes como ser el sector arrocero, forestal, cítrico, ganadero, hortícola, tabacalero y yerbatero. La actividad arrocera es un gran motor de la economía de Corrientes, actualmente es la primera Provincia productora de arroz con el 40% del total nacional y es un producto netamente de exportación contribuyendo en un 80% a las exportaciones de arroz de la Argentina.

La PC por su buena ubicación geográfica y dotación de recursos naturales cuenta con ventajas competitivas para la explotación de las actividades primarias como así también para desarrollar cadenas de valor dentro de la región. FIX opina que es importante consolidar estas ventajas a través de mayores inversiones en tecnología y logística que permitan un mayor desarrollo productivo y social de la Provincia. Se considera muy positivo todas las acciones de inversión y financiamiento que ya viene tomando la administración provincial.

Desempleo y pobreza

Si bien los indicadores socioeconómicos de la Provincia se encuentran por debajo de los registrados a nivel nacional, el crecimiento económico promedio durante el período 2011-2015 y la mayor cobertura de servicios sociales por parte de la Provincia, permitieron una mejora del PBG per cápita y de los indicadores de desempleo, pobreza e indigencia.

El nivel de actividad, empleo y desocupación fueron del 42,2%, 40,9% y 3,1% respectivamente en el cuarto trimestre de 2017 mientras que estos indicadores ascendieron a 43,7%, 42,1% y 3,7% respectivamente en igual período de 2016. Por su parte, la población bajo la línea de pobreza representó el 36,9% en diciembre de 2017, frente al 39,5% en diciembre de 2016.

FIX considera que para afianzar en el tiempo esta mejora en los indicadores socioeconómicos es necesario continuar con el esfuerzo del sector público en materia de desarrollo productivo y promoción de una actividad privada cada vez más dinámica y de mayor valor agregado.

Anexo A

Provincia de Corrientes

Consolidado Administración Central y Organismos Descentralizados

\$ Millones	2013	2014	2015	2016	2017
Impuestos (incluye Coparticipación de Impuestos)	9.671,1	13.457,8	18.556,0	23.925,6	32.098,3
Otras transferencias Corrientes recibidas	537,6	952,8	706,7	907,0	2.348,9
Tasas, derechos y otros ingresos operativos	139,0	877,0	274,2	514,0	794,0
Ingresos Operativos	10.347,6	15.287,5	19.537,1	25.346,5	35.241,2
Gasto operativo	-9.881,2	-13.320,3	-17.141,4	-23.408,4	-32.873,9
Balance Operativo	466,4	1.967,2	2.395,6	1.938,2	2.367,3
Intereses cobrados	0,1	0,1	11,4	194,9	418,5
Intereses pagados	-4,9	-5,8	-5,2	-9,0	-252,4
Balance Corriente	461,6	1.961,5	2.401,9	2.124,1	2.533,5
Ingresos de capital	698,2	870,7	802,6	1.095,8	1.873,9
Gasto de capital	-1.410,1	-1.719,5	-1.920,3	-2.681,7	-6.161,7
<i>Balance de capital</i>	<i>-711,9</i>	<i>-848,8</i>	<i>-1.117,7</i>	<i>-1.585,8</i>	<i>-4.287,8</i>
Balance Financiero	-250,3	1.112,7	1.284,2	538,2	-1.754,3
Nueva deuda	9,0	34,0	73,6	1.191,2	2.103,1
Amortización de deuda	-48,5	-359,5	-335,4	-97,1	-129,1
<i>Endeudamiento neto</i>	<i>-39,4</i>	<i>-325,5</i>	<i>-261,9</i>	<i>1.094,1</i>	<i>1.974,0</i>
Resultado Final	-289,8	787,2	1.022,3	1.632,3	219,7
DEUDA					
Corto Plazo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Largo Plazo	2.289,8	2.160,5	2.101,5	3.275,6	4.656,5
Deuda Directa	2.289,8	2.160,5	2.101,5	3.275,6	4.656,5
+ Deuda cuasi directa	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Riesgo Directo	2.289,8	2.160,5	2.101,5	3.275,6	4.656,5
- Liquidez	684,6	1.727,2	1.776,4	4.567,4	2.930,2
Riesgo Directo Neto	1.605,2	433,3	325,1	-1.291,8	1.726,2
Garantías y otras deudas contingentes	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda neta indirecta (entes públicos exc. garantías)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Riesgo Final Neto	1.605,2	433,3	2.101,5	-1.291,8	1.726,2
Datos sobre Riesgo Directo					
% moneda extranjera	9,39%	11,53%	18,04%	9,51%	8,72%
% no bancaria	90,18%	88,03%	81,62%	90,39%	90,83%
% tasa de interés fija	90,6%	88,46%	86,32%	90,49%	91,28%

Fuente: Elaboración FIX sobre la base de la información proporcionada por la Provincia de Corrientes – Esquema bajo la Ley de Responsabilidad Fiscal.

Anexo B

Provincia de Corrientes

Consolidado Administración Central y Organismos Descentralizados

	2013	2014	2015	2016	2017
Ratios de Desempeño Presupuestario					
Balance operativo/Ingresos operativos (%)	4,5	12,9	12,3	7,6	6,7
Balance corriente/Ingresos Corrientes ^a (%)	4,5	12,8	12,3	8,3	7,1
Balance financiero/Ingresos totales ^b (%)	-2,3	6,9	6,3	2,0	-4,7
Resultado final/Ingresos totales (%)	-2,6	4,9	5,0	6,1	0,6
Crecimiento de ingresos operativos (variación % anual)	29,7	47,7	27,8	27,0	39,0
Crecimiento de gasto operativo (variación % anual)	28,5	34,8	28,7	35,5	40,4
Crecimiento de balance corriente (variación % anual)	61,3	324,9	22,4	-21,2	19,3
Ratios de Deuda					
Crecimiento de deuda directa (variación % anual)	5,0	-6,0	-2,8	34,0	54,9
Intereses pagados/Ingresos operativos (%)	0,0	0,0	0,0	0,04	0,7
Balance operativo/Intereses pagados (x)	0,1	0,3	0,4	215,8	938,1
Servicios de deuda directa/Ingresos corrientes (%)	0,5	2,4	1,7	0,42	1,1
Servicios de deuda directa/Balance operativo (%)	11,4	18,6	14,2	5,5	16,1
Deuda Directa/Ingresos operativos (%)	22,1	14,1	10,8	12,8	13,1
Riesgo Directo/Ingresos corrientes (%)	22,1	14,1	10,8	12,8	13,1
Deuda directa/Balance corriente (x)	5,0	1,1	0,9	1,5	1,8
Riesgo directo/Balance corrientes (x)	5,0	1,1	0,9	1,5	1,8
Riesgo final neto/Ingresos corrientes (%)	15,5	2,8	10,8	-8,6	484,1
Deuda directa/PBG (%)	n.d	n.d	n.d	n.d.	n.d.
Deuda directa per capita (\$)	2.460	2.320,6	2.257,3	3.518,4	5.001,6
Ratio de Ingresos					
Ingresos operativos/Ingresos operativos presupuestados (%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Impuestos/Ingresos operativos (%)	93,5	88,0	95,0	94,4	91,1
Impuestos locales/Ingresos operativos (%)	13,6	14,7	14,9	15,6	15,5
Transferencias corrientes/Ingresos operativos (%)	5,2	6,2	3,6	3,58	6,7
Ingresos operativos/Ingresos totales ^b (%)	93,7	94,6	96,0	95,15	93,9
Ingresos totales ^b per capita (\$)	11.865	17.356	21.860	28.612	40.316
Ratios de Gasto					
Gasto operativo/Gasto operativo presupuestado (%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Gasto en personal/Gasto operativo (%)	67,0	66,9	65,9	64,43	64,7
Transferencias Corrientes realizadas/Gasto operativo (%)	18,8	19,6	19,1	19,63	20,0
Gasto de capital/Gasto de capital presupuestado (%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Gasto de capital/Gasto total (%)	12,4	11,2	9,9	10,27	15,7
Gasto de capital/PBG (%)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Gasto total per cápita (\$)	12.186	16.547	20.841	28.138	42.339
Financiamiento de Gasto de Capital					
Balance corriente/Gasto de capital (%)	32,7	114,1	125,1	79,2	41,1
Ingresos de capital/Gasto de capital (%)	49,5	50,6	41,8	40,9	30,4
Endeudamiento neto/Gasto de capital (%)	-2,8	-18,9	-13,6	40,8	32,0

^a incluye intereses cobrados

^b excluye nueva deuda

Fuente: Elaboración FIX sobre la base de la información proporcionada por la Provincia de Corrientes – Esquema bajo la Ley de Responsabilidad Fiscal.

Anexo B. 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 15 de mayo de 2018 confirmó las siguientes calificaciones a la Provincia de Corrientes:

Detalle	Calificación actual	Perspectiva actual	Calificación actual	Perspectiva actual
Emisor: Endeudamiento de Largo Plazo	BBB+(arg)	Estable	BBB+(arg)	Estable
Emisor: Endeudamiento de Corto Plazo	A3(arg)	No aplica	A3(arg)	No aplica

Categoría BBB(arg): “BBB” nacional implica una adecuada calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país. Sin embargo, cambios en las circunstancias o condiciones económicas tienen una mayor probabilidad de afectar la capacidad de pago en tiempo y forma que para obligaciones financieras calificadas con categorías superiores.

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

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

Fuentes de Información: la presente calificación se determinó en base a la información cuantitativa y cualitativa suministrada por el emisor de carácter privado al 31/12/2017. Asimismo se utilizó la siguiente información pública disponible en www.cgpcorrientes.gov.ar:

- Ejecuciones presupuestarias y stock de deuda para el período 2013-2016 y provisorio al 31/12/2017.

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.