

Provincia de La Rioja

Informe Integral

Calificaciones

Emisor:

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 La Rioja (PLR)

	31 Dic 2017	31 Dic 2016
Ingresos Operativos (\$ millones)	19.388,5	14.537,9
Deuda (\$ millones)	8.188	2.107,5
Balance Operativo/ Ingresos Operativos (%)	4,2	7,7
Servicio de Deuda/ Ingresos Corrientes (%)	3,0	1,5
Deuda/ Balance Corriente (x)	13,1	2,2
Balance Operativo/ Intereses Pagados (x)	1,71	7,81
Gasto de Capital/ Gasto Total (%)	20,5	11,6
Balance Presupuestario/ Ingresos Totales (exc. Nueva Deuda) (%)	-10,4	2,1
Balance Corriente/ Gasto de Capital (%)	12,7	55,1

FIX o Calificadora: FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO, "Afiliada a Fitch Ratings".

Analistas

Analista Principal

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

Analista Secundario

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

Responsable del Sector

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

Factores relevantes de la calificación

Cambio de Perspectiva: FIX cambió la perspectiva a 'Estable' desde 'Positiva' de la calificación de largo plazo de la Provincia de La Rioja (PLR) debido a que se esperan márgenes operativos ajustados para los próximos años y en línea con lo registrado en el último ejercicio. En los últimos años se registró un deterioro del margen operativo junto a una mayor rigidez por el lado de los gastos y un crecimiento de la deuda aunque con términos y condiciones adecuados.

Alta dependencia de ingresos discrecionales de Nación: la PLR se encuentra expuesta a una mayor volatilidad que la media provincial debido a la elevada participación de transferencias corrientes sobre sus ingresos operativos (15,2% en 2017). Si bien la mayor parte de estos envíos se explican en Aportes del Tesoro Nacional (ATN) que se basan en la pérdida de un punto de coparticipación en 1988, anualmente la PLR debe negociar con el Gobierno Nacional el monto a percibir al año siguiente lo que la expone a una mayor incertidumbre. En 2017 la Provincia recibió un total de \$ 2.500 millones por este concepto, de los cuales un 80% se asignó como corriente y el resto a capital. Para 2018 el presupuesto nacional incluyó ATN para la PLR por \$ 2.800 millones de los cuales el 50% son automáticos y el resto se asigna como ingresos de capital lo que reduce la flexibilidad financiera de la provincia.

Márgenes operativos positivos aunque potencialmente volátiles: la PLR registró balances operativos positivos para el período 2013-2017 pero con tendencia a la baja en los últimos tres años y una alta dependencia de ingresos discrecionales provenientes de Nación. Al cierre de 2017 el margen operativo fue del 4,2% y si se asume un escenario conservador y se lo ajusta por el 50% de las transferencias de ATN que recibió la Provincia, el mismo se reduce a un -1,1% demostrando una alta sensibilidad a estos recursos. Para 2018 el presupuesto provincial estima un cierre con margen operativo del 11,3% aunque FIX estima un ratio similar al de 2017.

Moderado nivel de endeudamiento: si bien hasta 2016 se observó un bajo nivel de apalancamiento, la tendencia se revierte el año pasado con la emisión de títulos públicos internacionales por un monto total de USD 300 millones. Los requerimientos de corto plazo continúan siendo sostenibles pero ya exponen cierto riesgo de refinanciación en especial debido a elevada exposición de su apalancamiento en dólares (74,7% al cierre de 2017). Ello se encuentra mitigado parcialmente por el hecho de que el objetivo de la emisión fue financiar la ampliación del Parque Eólico Arauco cuyo flujo de ingresos se encuentra vinculado a la cotización del dólar.

Adecuada posición de liquidez: en 2017 el saldo de caja y bancos sobre ingresos totales se ubicó en el 13% frente al 11,2% registrado el año anterior. Esta mejora se explica principalmente en la emisión de deuda internacional sobre el final de 2017. Por su parte, la deuda flotante representó el 7,6% de los ingresos corrientes en el 2017 lo que refleja la sostenida mejora en este indicador desde el 9,8% registrado en 2013. Cabe mencionar que la PLR ha transferido su régimen de pensiones a la Nación, por lo que no debe manejar una fuerte erogación en el pago de pensiones.

Estructura económica dependiente de la administración pública: la PLR presenta una economía en general con una actividad de bajo valor agregado y con una importante participación del empleo público, lo que condiciona aún más la limitada autonomía financiera de la Provincia. FIX opina es necesario que al esfuerzo del sector público, se le complemente una actividad privada más dinámica y de mayor valor agregado.

Sensibilidad de las calificaciones

Dependencia de ingresos discrecionales: una mayor exposición a transferencias del gobierno nacional que no se sustenten en una distribución automática podría presionar las calificaciones a la baja. Por el contrario, un aumento de recursos predecibles y automáticos podría implicar una revisión de la calificación a la suba.

Sostenibilidad del endeudamiento: una creciente presión de los servicios de deuda que conlleve a necesidades de refinanciamiento, ya sea por un deterioro en el margen operativo y/o por una devaluación del peso sin poder efectivizar los ingresos del Parque Eólico Arauco vinculados a la cotización del dólar podría presionar a la baja de la calificación.

Resumen: Fortalezas y Debilidades

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

Fuente: FIX

Principales Factores de Calificación

Fortalezas:

- Márgenes operativos positivos aunque potencialmente volátiles por la dependencia de transferencias discrecionales y declinantes en los últimos tres años.
- Moderado nivel de endeudamiento en términos del presupuesto y adecuada sostenibilidad.

Debilidades:

- Baja flexibilidad presupuestaria y alta dependencia del Gobierno Nacional, con importante peso de las transferencias discrecionales.
- Estructura del gasto rígida, alta exposición a las presiones inflacionarias y salariales.
- Alta exposición a la deuda en moneda extranjera aunque con asignación específica a gastos de capital cuyo retorno se encuentra vinculado a la cotización del dólar
- Débiles indicadores socio-económicos. Economía débil, poco diversificada y con baja capacidad contributiva.
- Fuerte requerimiento de inversión en infraestructura.

Marco institucional

Contexto nacional

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

Crterios Relacionados

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

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 N° 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 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 La Rioja

De acuerdo a la Constitución de la Provincia de La Rioja (PLR), 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 una única reelección inmediata.

El Poder Legislativo provincial está compuesto por la Cámara de Diputados que cuenta con 36 miembros. La mitad de la cámara 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 y demás tribunales o jurados que las leyes establezcan.

La Provincia se encuentra dividida en 18 departamentos que coinciden con los municipios. Todos los municipios deben dictar su carta orgánica y el gobierno se compone de un departamento ejecutivo y otro deliberativo. Se reconoce la autonomía institucional, política, administrativa,

económica y financiera de cada municipio. En este sentido comenzó a regir a partir de enero de 2016 la nueva ley de distribución de recursos provinciales a municipios. La misma transfiere en forma automática a los municipios, previa detracción del 20% para el Fondo de Emergencias, Desarrollo y Desequilibrio Financiero, un 15% del total de los recursos que ingresan a las arcas de la PLR por Coparticipación Federal y un 50% de lo que ingresa por Ingresos Brutos, Automotores y Acoplado.

El Consenso Fiscal firmado en noviembre de 2017 y convertido en Ley provincial el 29/01/2018 (Ley N° 10.056), 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

A diciembre de 2017, la deuda consolidada ascendió a \$ 8.188 millones, incrementándose en un 288,5% a la registrada el año anterior. Esto significó un cambio muy marcado en la tendencia de bajo endeudamiento registrado en el período 2013-2016 cuando apenas representó en promedio 1,7x del balance corriente frente al 12,1x registrado en 2017 (ver Gráfico 1). Sin embargo, el nivel de apalancamiento se mantiene moderado y acorde al rango de calificación, la deuda representó 41,6% de los ingresos corrientes en el 2017.

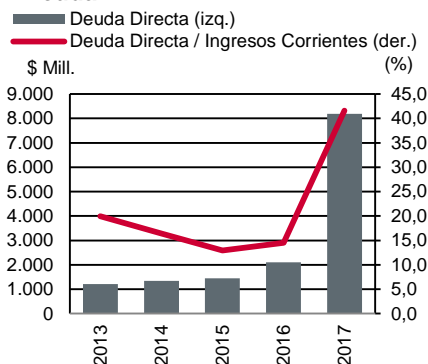
El crecimiento en el stock de endeudamiento se explica esencialmente en la emisión de títulos públicos internacionales por un monto total de USD 300 millones que la Provincia realizó durante 2017. Éstos devengan una tasa fija de intereses del 9,75% con pagos semestrales y amortización en 4 pagos anuales desde 2022.

Es de destacar que se trató de la emisión de 'Bonos Verdes' por constituir un instrumento financiero cuyos fondos se destinan a la generación de energías limpias y que le ha valido a la PLR reconocimiento internacional. El producido de la colocación se aplica fundamentalmente a la ampliación del Parque Eólico Arauco, una Sociedad Anónima con Participación Estatal Mayoritaria (SAPEM) cuyo potencial se estima en 700 MW. El dinero suscripto fue depositado en cuentas fiduciarias y los desembolsos a la empresa estatal se realizan en conformidad con un contrato de préstamo con el gobierno provincial que replica términos y condiciones del contrato de emisión de deuda. El acuerdo de préstamo contempla una cláusula de precancelación obligatoria en caso de un cambio de control en la empresa por el cual la participación de la Provincia se reduzca a menos del 50,1% del capital social. Esta disposición puede ser dispensada por el estado local a requerimiento de la empresa.

El siguiente endeudamiento en importancia es con el FGS, cuyo crédito surge del Acuerdo Nación-Provincias pactado en 2016 (ver Contexto Nacional). A la fecha, los desembolsos significaron para la PLR un total de \$ 585 millones en 2016 y \$ 390 millones en 2017 con lo que representa poco más del 10% del stock de deuda al cierre de 2017. Su devolución está prevista en un solo pago al cuarto año y devenga la tasa de interés Badlar menos el subsidio del Estado Nacional para que la tasa resultante neta alcance el 15% en 2016 y 2017 y 12% en 2018 y 2019, estableciéndose pagos semestrales de interés.

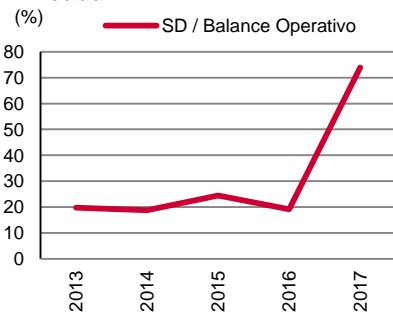
A raíz de la emisión de deuda en moneda extranjera, la PLR comenzó a registrar una elevada exposición de su apalancamiento en dólares (74,7% del total al cierre de 2017). Históricamente la Provincia no tuvo ingresos vinculados directamente a la cotización del dólar, sin embargo, el

Gráfica 1: Evolución de la Deuda



Fuente: Provincia de la Rioja

Gráfica 2: Sostenibilidad de Deuda



Fuente: Provincia de La Rioja

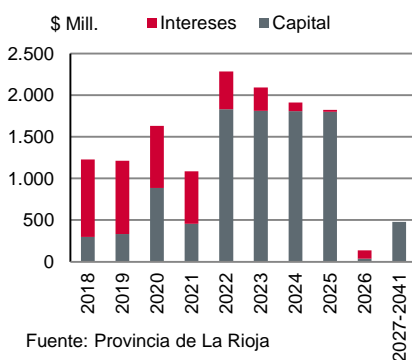
hecho de que el objetivo principal de la toma de deuda sea financiar un proyecto energético, minimiza parcialmente el descalce de moneda.

En relación a los servicios de deuda, éstos empiezan a tener un esperable mayor peso con relación al ahorro operativo como consecuencia de la merma en el margen y el crecimiento en el stock de endeudamiento (ver Gráfica 2). El mayor peso de la deuda en el perfil de vencimientos se presenta a partir del 2022, fecha en la que comienza la amortización de deuda de la emisión internacional. Al cierre de 2017 el pago de capital e intereses absorbió un 73,9% del ahorro operativo, mientras que durante el período 2013-2016 significó en promedio 20,5%.

Para 2018 el presupuesto provincial estima servicios de deuda de \$ 1.245 millones que de acuerdo a estimaciones de FIX absorberían aproximadamente el 100% del ahorro operativo esperado, lo que determina cierto riesgo de refinanciamiento. Si bien es cierto que en relación a la emisión de deuda internacional, el hecho de que se replique el endeudamiento mediante un préstamo con la empresa estatal en los términos antes mencionados hace esperar que el repago de la misma no termine impactando en las cuentas de la Provincia en la medida que el proyecto genere los flujos necesario, FIX no contempla este supuesto en su análisis cuantitativo.

Para el año en curso el Poder Ejecutivo posee autorización legislativa para incrementar el endeudamiento por hasta \$ 500 millones y para emitir Letras por hasta otros \$ 500 millones. FIX entiende que este permiso reduce las dificultades políticas de refinanciamiento en caso de deterioro en los indicadores de sostenibilidad aunque monitoreará que los términos y condiciones en caso de efectivizarse se adecuen al rango de calificación asignado. FIX espera que el endeudamiento al cierre del 2018 represente aproximadamente el 46% de los ingresos corrientes, en un escenario de máxima, en línea con lo observado en el último año.

Gráfico 3: Cronograma de Deuda



Fuente: Provincia de La Rioja

Liquidez

Al cierre de 2017 el saldo de caja y bancos fue de \$ 2.824 millones lo que representó un 13% sobre ingresos frente al 11,2% que se reflejó en 2016. Es de destacar que el monto al cierre del año pasado incluye los fondos obtenidos por la emisión de deuda internacional en el mes de diciembre y que aún no habían sido asignados a los fines para los que se tomaron.

En cuanto a la deuda flotante, se refleja una estabilidad relativa en los últimos años. Mientras que para el período 2013-2016 representó 27,1 días del gasto primario y 7,7% de los ingresos operativos, al cierre de 2017 estos indicadores fueron de 26,8 y 8,2% respectivamente. Respecto al indicador de disponibilidades sobre deuda flotante, éste representó 1,1x en el período 2013-2016, frente a un 1,9x al cierre del año pasado. Cabe mencionar que la PLR ha transferido su régimen de pensiones a la Nación, por lo que no debe manejar una fuerte erogación en el pago de pensiones.

Por último, el presupuesto provincial contempla la autorización para emitir letras por hasta \$ 500 millones para cubrir deficiencias estacionales de caja. Es de destacar que durante 2017 también se contaba con permiso para la utilización de este instrumento por el mismo monto sin haber sido utilizado.

Contingencias

La Rioja no tiene contingencias previsionales ya que la caja de previsión social la tiene cedida al gobierno nacional. Sólo hay un sector muy pequeño de jubilados que no fueron transferidos al sistema nacional. La Provincia no tiene entregados avales ni garantías a organismos descentralizados ni empresas públicas.

Por su parte, el sector público provincial que no consolida presupuestariamente con la administración central y los organismos descentralizados, consta de 33 empresas públicas,

constituidas con el fin de promover inversiones y generación de empleos en la Provincia y complementar al sector privado. Estas empresas generalmente han producido resultados positivos. Los posibles pasivos podrían surgir en situaciones de tensión especialmente para el banco (Nuevo Banco de La Rioja). A continuación se detallan las empresas más relevantes:

Empresa	Sector	Activos Totales	Patrimonio Neto	Resultado Operativo	Ingresos
Banco de La Rioja	Banca	2.580	521	336	607
Parque Eólico Arauco SAPEM*	Energía Eólica	1.587	703	123	178
Agroandina S.A	Agroindustria	651	530	12	129
Elargas SAPEM	Producción Gas	211,2	34,2	-1,2	-4,9
Energía Riojana-ERSA	Servicio Públicos	1.279	298	40	772
La Rioja telecomunicaciones SAPEM*	Telecomunicaciones	257	180	7	97
Granjas Riojanas SAPEM*	Agroindustria	188	137	-33	265

Datos con cierres contables a 2016

* SAPEM-Sociedades Anónimas con Participación Estatal Mayoritaria o Empresas con participación estatal

El 17 de junio de 2007, la ANSES demandó a la Provincia ante la Corte Suprema de Justicia de la Nación, solicitando la recaudación de sumas presuntamente depositadas en el ex Banco de la Provincia de La Rioja SA por \$ 52 millones a la fecha de liquidación de dicha entidad, que ocurrió en 1991. En marzo de 2014, el monto de la reclamación alcanzó \$106 millones.

Desempeño presupuestario

Para el análisis de las finanzas públicas se consideraron los ejercicios fiscales provisorios para el período 2013-2017 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, sin considerar Instituciones de la Obra Social a efectos de contar con información comparativa con el consolidado provincial.

Ingresos operativos

En 2017 los ingresos operativos de la PLR ascendieron a \$ 19.388,5 millones, equivalente a un crecimiento nominal de 33,4% respecto al año anterior. Esto fue explicado por una suba simultánea de la coparticipación (+34,5%), los tributos de origen provincial (+30,1%) y las transferencias corrientes (+33,6%).

La estructura de ingresos operativos de la PLR tiene como principal característica su limitada capacidad de generar recursos propios, tal como ocurre con otras economías pequeñas, de población escasa y baja capacidad contributiva. El ratio de ingresos federales incluyendo transferencias corrientes sobre el total de ingresos operativos alcanzó un muy elevado 90,1% en 2017, en línea con el promedio de 90% reflejado durante el período 2013-2016.

Si bien el ratio de ingresos propios sobre ingresos corrientes en 2017 cerró 11,3% reflejando una leve mejora respecto al período 2013-2016 cuando representó en promedio 10,1%, es de destacar que la misma se explica mayormente en excepcionales ingresos por rentas de la propiedad que se vinculan con la emisión de deuda internacional. De hecho, la continuidad en la baja capacidad tributaria propia se refleja en el indicador de impuestos locales sobre ingresos operativos que cerró en 8,3% el año pasado frente al promedio de 8,9% registrado en el período 2013-2016.

La dependencia de la PLR sobre los ingresos federales presenta el agravante de registrar una histórica alta exposición a flujos discrecionales del Gobierno Nacional. En 2017 las transferencias

Tabla 1: Ingresos Operativos
(millones de pesos corrientes)

	2015	2016	2017
- Ingresos Brutos	733	997	1.267
- Inmobiliario	17	20	28
- Sellos	86	118	150
- Patentes	89	105	169
Ingresos tributarios locales	925	1.240	1.614
Vta. de bienes y servicios	119	172	273
Ingresos tributarios locales no	81	61	40
- Coparticipación	5.709	8.666	11.834
- Otras partic. federales	2.777	2.165	2716
Ingresos federales	8.485	10.828	14.549
Transferencias corrientes (incluye ATN)	1.551	2.238	2.912
Total ingresos operativos^a	11.161	14.538	19.389

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

Fuentes: La Rioja y cálculos de FIX

corrientes representaron un 15% de los ingresos operativos en línea con el promedio de 15,2% registrado en el período 2013-2016. Gran parte de estas transferencias consisten en ATN que tienen su origen en una forma compensatoria de la histórica pérdida de un punto porcentual en la distribución de la coparticipación federal de impuestos en el año 1988, aunque FIX opina que la Provincia se encuentra expuesta a una mayor volatilidad dada la discrecionalidad y requerimiento de negociaciones anuales para que sean incorporadas en el Presupuesto Nacional.

En 2017 los ATN representaron 10,3% de los ingresos operativos frente al 11,3% del 2016. Esta leve mejora se explica por un mayor crecimiento comparado de los ingresos por coparticipación respecto de las transferencias. Para el 2018, el presupuesto provincial incluyó ingresos por \$ 3.658 millones en este concepto pero el presupuesto nacional aprobó transferencias a la Provincia por \$ 2.800 millones de los cuales el 50% serán en forma automática y el resto como ingresos de capital. Lo anterior justifica aún más el histórico estrés adicional que FIX realiza sobre los ingresos operativos, equivalente al 50% de los ATN recibidos anualmente (*ver Gráfica 6*), para evaluar la sustentabilidad de la Provincia en un escenario crítico de fuertes restricciones en las transferencias corrientes por parte de la Nación.

Otra característica de la PLR pero común al total de las provincias argentinas, es su fuerte componente pro-cíclico, explicado por la alta participación y el origen de los fondos coparticipables (provenientes mayormente del IVA y el Impuestos a las Ganancias) y los principales tributos de origen provincial (ingresos brutos y sellos), todos ellos vinculados al nivel de actividad económica. Cabe destacar que el gobierno provincial logró re-incorporar en el año 2012 el impuesto a los sellos, que había sido derogado en 1996. En 2017 este tributo representó algo menos del 1% sobre el total de ingresos operativos, aunque de acuerdo a lo estipulado en el Consenso Fiscal, este impuesto deberá eliminarse en el año 2022.

Gastos Operativos

En 2017 los gastos operativos ascendieron a \$ 18.581,5 millones lo que significó un crecimiento nominal del 38,5% respecto al año anterior. El principal componente de crecimiento estuvo dado por gastos en bienes y servicios no personales (+64,7%), en un segundo término por las transferencias corrientes (+38,3%) y por último por el gasto en personal (+34,1%). El fuerte incremento en bienes y servicios no personales se debió a gastos en el área de Salud, principalmente por compra de medicamentos y pago de prestaciones, en tanto que el resto de los gastos tienen un impacto por efectos de incremento de precios y también en valores de contratos.

La PLR presenta una estructura de erogaciones rígida y expuesta a las presiones salariales e inflacionarias, el gasto operativo con relación a los ingresos operativos fue del 95,8% en 2017 contra el promedio de 89,2% que significó en el período 2013-2016. Por su parte, en 2017 el gasto en personal absorbió el 56% de los ingresos operativos, en línea con el 55,7% registrado en 2016, aunque se mantuvo el continuo deterioro de este indicador desde 2013 cuando significó 49,8%.

Según el presupuesto 2018, se espera un crecimiento de los gastos operativos del 22,2% respecto a 2017, dado por un incremento en el gasto salarial del 22,8% y 31,6% de bienes y servicios no personales. FIX coincide mayormente con los supuestos de elaboración en relación a la evolución del gasto operativo y que incluyen un incremento salarial del 15% (8% en marzo y 7% en agosto).

Balance operativo e inversión

Durante el período analizado, la PLR reflejó balances operativos positivos aunque en baja desde 2014 cuando representó un 12,7% respecto de los ingresos operativos (*ver Gráfico 6*). De hecho, al cierre del año pasado este indicador se redujo a 4,2% desde el 7,7% registrado en 2016.

Tabla 2: Gastos Operativos

(millones de pesos corrientes)

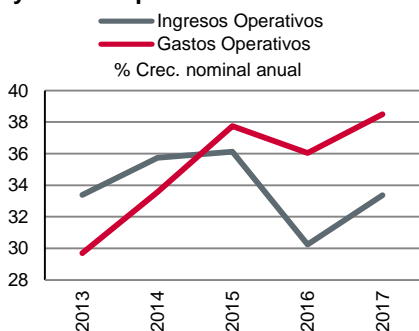
	2015	2016	2017
- Personal	5.836	8.101	10.860
- Bs y Ss no personales	928	1.412	2.326
- Otros gastos	49	43	56
-Transferencias corrientes	3.050	3.861	5.340
Total gastos operativos^a	9.863	13.417	18.581

(^a) No incluye intereses pagados

Fuentes: Provincia del La Rioja y cálculos de FIX

Debido a la elevada trascendencia de los ingresos discrecionales en el balance operativo, FIX realiza un escenario de sensibilidad ajustando el balance operativo por un 50% de las transferencias de Aportes No Reintegrables que recibió la Provincia en el período analizado. Con este ajuste el margen operativo del 2017 se torna por primera vez negativo (ver Gráfico 6), reflejando un guarismo de -1,1% y expone la creciente relevancia de estas transferencias en la salud financiera de la PLR.

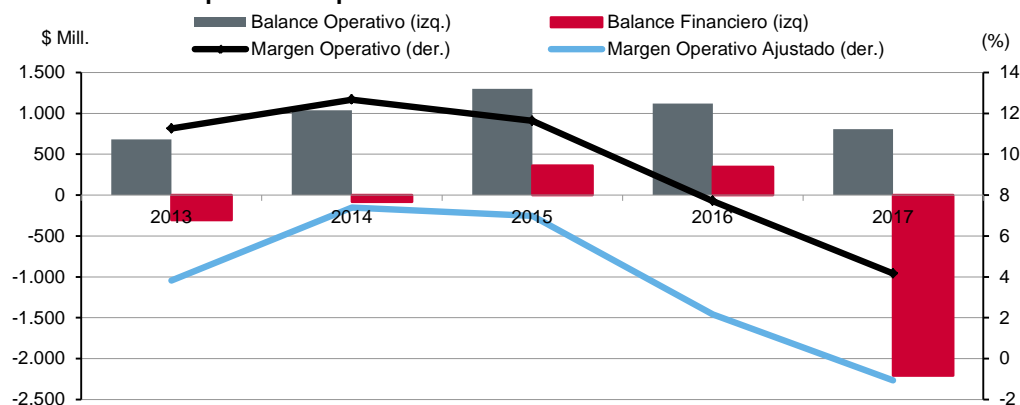
Gráfico 5: Variación Ingresos y Gastos operativos



p: datos provisorios
Fuente: Provincia de La Rioja

El presupuesto provincial para 2018 estima un margen operativo de 11,3%, aunque FIX espera un cierre mucho menor y más cercano al registrado en 2017. Lo que explica tamaña diferencia es la sobreestimación que realizara la PLR de los ingresos por ATN a recibir respecto de los aprobados por ley de presupuesto nacional (casi 2,6x). La PLR se encuentra recalibrando sus guarismos a partir de esa diferencia.

Gráfico 6: Desempeño Presupuestario



p: datos provisorios
Fuente: Provincia de La Rioja

Por otra parte, el balance financiero en 2017 registró un fuerte déficit que se explica esencialmente en la registración del préstamo al Parque Eólico Arauco como una inversión financiera dentro de los gastos de capital y que fue financiado precisamente con la emisión internacional de deuda que hiciera la Provincia. Ello modificó la tendencia registrada en el período 2013-2016 cuando el ahorro operativo más las transferencias de capital recibidas de parte del gobierno nacional permitieron a la PLR financiar gran parte de la obra pública (ver Gráfico 7). Como consecuencia de lo anterior el nivel de inversión pública en 2017 reflejó un fuerte crecimiento del 177,9% respecto al año anterior dando un ratio de inversión sobre gasto total del 20,5% que compara favorablemente contra el 11,6% registrado en 2016.

Gráfico 7: Ahorro e Inversión



p: datos provisorios
Fuente: Provincia de La Rioja

Gestión y Administración

El actual Gobernador de la PLR es Sergio Casas, que está cumpliendo su primer mandato y fue electo en julio de 2015 con el 52,7% de los votos, lo que demostró el fuerte apoyo popular. Casas pertenece al partido político Frente para la Victoria (FPV). FIX entiende que el actual Gobernador dará continuidad a las políticas llevadas a cabo en las últimas gestiones del FPV en la Provincia. El Congreso Provincial está compuesto de 36 diputados y el FPV cuenta con mayoría, ratificada en las elecciones legislativas provinciales del corriente año.

Perfil socio-económico

Población

La PLR está ubicada en la región noroeste de la Argentina. Su capital es la ciudad de La Rioja. La superficie provincial representa el 3,2% de la nacional. Según el censo 2010, la población de

La Rioja era de 333.642 habitantes, lo que representó un crecimiento del 15,1% respecto a lo registrado en el censo 2001, por encima del crecimiento demográfico nacional del 10,6%. No obstante, la población riojana al año 2010 siguió explicando una baja proporción de la población argentina, apenas un 0,8%.

Economía

La economía riojana es pequeña, según datos de 2014, ésta aportaba sólo el 0,5% al Producto Bruto Nacional. Como todas las provincias argentinas, posee una estructura económica dominada por el sector de servicios: representa el 77,6% del producto provincial. La particularidad de La Rioja respecto a las provincias de mayor envergadura, es la importancia relativa de su sector público (incluyendo administración pública, servicios educativos, sanitarios y sociales) dentro de la economía provincial: éstos representan de manera consolidada el 31,3% del producto riojano mientras que a nivel nacional, lo hacían en un 12,6%.

Por su parte, el sector manufacturero representa aproximadamente el 10,65% del producto riojano cuando a nivel nacional es del 17,3%, lo que refleja una economía provincial todavía muy dependiente de la administración pública y poco industrializada. Las principales manufacturas riojanas son las relacionadas con el procesamiento de los principales productos primarios de la Provincia: vid y olivos.

Desempleo y pobreza

Históricamente la PLR mostró indicadores socioeconómicos relativamente débiles. Sin embargo, el crecimiento económico promedio evidenciado en los últimos años, combinado con la mayor cobertura de servicios sociales, permitió que los indicadores socio-económicos riojanos mejoraran, sobretodo en términos de pobreza y desempleo.

El nivel de actividad, empleo y desocupación fueron del 42,0%, 40,4% y 3,7% respectivamente en el cuarto trimestre de 2017 mientras que estos indicadores ascendieron a 41,0%, 39,3% y 4,2% respectivamente en igual período de 2016.

Por su parte, la población bajo la línea de pobreza representó el 18,7% a diciembre de 2017, frente al 26,1% en el segundo semestre de 2016.

Anexo A

Provincia de La Rioja

Consolidado Administración Central y Organismos Descentralizados

\$ Millones	2013	2014	2015	2016	2017
Impuestos (incluye Coparticipación de Impuestos)	4.895,6	6.719,0	9.410,3	12.068,4	16.163,1
Otras transferencias Corrientes recibidas	965,9	1.261,9	1.551,1	2.237,5	2.912,0
Tasas, derechos y otros ingresos operativos	179,2	218,2	199,6	232,0	313,4
Ingresos Operativos	6.040,7	8.199,1	11.161,1	14.537,9	19.388,5
Gasto operativo	-5.360,6	-7.160,0	-9.829,6	-13.416,6	-18.581,5
Balance Operativo	680,1	1.039,1	1.331,5	1121,3	807,1
Intereses cobrados	12,0	0,0	13,5	0,0	289,9
Inereses pagados	-73,8	-113,5	-135,7	-143,6	-473,1
Balance Corriente	618,4	925,7	1.209,3	977,6	623,8
Ingresos de capital	784,9	1.241,0	1.352,7	1142,1	2.095,8
Gasto de capital	-1.707,1	-2.249,9	-2.169,0	-1773,2	-4928,4
<i>Balance de capital</i>	-922,1	-1.008,9	-816,4	-631,1	-2.832,5
Balance Financiero	-303,8	-83,2	393,0	346,5	-2.208,7
Nueva deuda	204,5	191,8	14,5	201,4	5276,0
Amortización de deuda	-60,3	-81,8	-181,3	-71,3	-123,1
<i>Endeudamiento neto</i>	144,3	110,0	-166,9	130,1	5.152,9
Resultado Final	-159,5	26,8	193,2	476,7	5.040,1
DEUDA					
Corto Plazo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Largo Plazo	1.207,3	1.346,3	1.445,1	2.107,5	8.188,0
Deuda Directa	1.207,3	1.346,3	1.445,1	2.107,5	8.188,0
+ Deuda cuasi directa	0,0	0,0	0,0	-	-
Riesgo Directo	1.207,3	1.346,3	1.445,1	2.107,5	8.188,0
- Liquidez	390,9	643,8	871,7	1.752,9	812,0
Riesgo Directo Neto	816,4	702,5	573,4	354,5	7.376,0
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	816,4	702,5	573,4	354,5	7.376,0
Datos sobre Riesgo Directo					
% moneda extranjera	16,4	20,6	30,5	18,5	74,7
% no bancaria	57,8	42,4	33,1	58,0	88,4
% tasa de interés fija	74,8	63,0	63,7	76,5	94,7

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

Anexo B

Provincia de La Rioja

Consolidado Administración Central y Organismos Descentralizados

	2013	2014	2015	2016	2017
Ratios de Desempeño Presupuestario					
Balance operativo/Ingresos operativos (%)	11,3	12,7	11,9	7,7	4,2
Balance corriente/Ingresos Corrientes ^a (%)	10,2	11,3	10,8	6,7	3,2
Balance financiero/Ingresos totales ^b (%)	-4,4	-0,9	3,1	2,2	-10,1
Resultado final/Ingresos totales (%)	-2,3	0,3	1,8	3,0	13,5
Crecimiento de ingresos operativos (variación anual)	33,4	35,7	36,1	30,3	33,4
Crecimiento de gasto operativo (variación anual)	29,7	33,6	37,3	36,0	38,5
Crecimiento de balance corriente (variación anual)	73,1	49,7	30,6	-16,9	-36,2
Ratios de Deuda					
Crecimiento de deuda directa (variación anual)	15,7	10,3	6,8	45,8	288,5
Intereses pagados/Ingresos operativos (%)	1,2	1,4	1,2	1,0	2,4
Balance operativo/Intereses pagados (x)	9,2	9,2	9,8	7,8	170,6
Servicios de deuda directa/Ingresos corrientes (%)	2,2	2,4	2,8	1,5	3,0
Servicios de deuda directa/Balance operativo (%)	19,7	18,8	23,8	19,2	73,9
Deuda Directa/Ingresos operativos (%)	19,9	16,4	12,9	14,5	41,6
Riesgo Directo/Ingresos corrientes (%)	19,9	16,4	12,9	14,5	41,6
Deuda directa/Balance corriente (x)	2,0	1,5	1,2	2,2	13,1
Riesgo directo/Balance corrientes (x)	2,0	1,5	1,2	2,2	13,1
Riesgo final neto/Ingresos corrientes (%)	13,5	8,6	5,1	2,4	37,5
Deuda directa/PBG (%)	9,8	7,7	n.d.	n.d.	n.d.
Deuda directa per capita (\$)	3.618,6	4.035,2	4.331,2	6.316,5	24.541,2
Ratio de Ingresos					
Ingresos operativos/Ingresos operativos presupuestados (%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Impuestos/Ingresos operativos (%)	81,0	81,9	84,3	83,0	83,4
Impuestos locales/Ingresos operativos (%)	8,4	9,0	9,8	8,5	8,3
Transferencias corrientes/Ingresos operativos (%)	16,0	15,4	13,9	15,4	15,0
Ingresos operativos/Ingresos totales ^b (%)	88,3	86,9	89,1	92,7	89,0
Ingresos totales ^b per capita (\$)	20.494,0	28.294,2	37.546,9	46.996,3	65.262,3
Ratios de Gasto					
Gasto operativo/Gasto operativo presupuestado (%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Gasto en personal/Gasto operativo (%)	56,1	56,6	59,4	60,4	58,4
Transferencias Corrientes realizadas/Gasto operativo (%)	33,0	32,9	30,7	28,8	28,7
Gasto de capital/Gasto de capital presupuestado (%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Gasto de capital/Gasto total (%)	23,7	23,4	17,6	11,5	20,4
Gasto de capital/PBG (%)	13,8	12,9	n.d.	n.d.	n.d.
Gasto total per capita (\$)	21.585,2	28.788,6	36.912,6	46.171,4	72.251,2
Financiamiento de Gasto de Capital					
Balance corriente/Gasto de capital (%)	36,2	41,1	55,8	55,1	12,7
Ingresos de capital/Gasto de capital (%)	46,0	55,2	62,4	64,4	42,5
Endeudamiento neto/Gasto de capital (%)	8,5	4,9	-7,7	7,3	104,6

^a incluye intereses cobrados

^b excluye nueva deuda

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

Anexo C. Dictamen de calificación

El Consejo de Calificación de FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO “Afiliada de Fitch Ratings” - Reg. CNV N°9, reunido el día 15 de mayo de 2018 confirmó las calificaciones vigentes de la Provincia de La Rioja y cambió la perspectiva de largo plazo a ‘Estable’ desde ‘Positiva’:

Detalle	Calificación Actual	Perspectiva Actual	Calificación anterior	Perspectiva anterior
Endeudamiento de Largo Plazo	BBB(arg)	Estable	BBB(arg)	Positiva
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: 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 12/2017.

- Ejecuciones presupuestarias provisorias 2013-2017.
- Stock de deuda para el período 2013-2017.

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 calificador–, 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.