

## Provincia de Salta

### Informe Integral

#### Calificaciones

##### Emisor

Largo Plazo en Escala Nacional A-(arg)

##### Instrumentos de Deuda

TD garantizados con Regalías Hidrocarburíferas por US\$ 185 MM A-(arg)

TD Clase 1 garantizados con Coparticipación por \$ 250 MM A+(arg)

TD por US\$ 350 MM A-(arg)

Programa de Letras del Tesoro 2017 por hasta \$1.965 MM A2(arg)

TD – Títulos de Deuda

#### Perspectiva

Negativa para calificaciones de largo plazo.

#### Información Financiera

| Provincia de Salta  | 31 Dic 2016 <sup>P</sup> | 31 Dic 2015 <sup>P</sup> |
|---|--------------------------|--------------------------|
| Ingresos Operativos (\$ millones)                               | 30.085                   | 23.173                   |
| Deuda Consolidada (\$ millones)                                 | 11.621,1                 | 4.815,7                  |
| Balance Operativo/ Ingresos Operativos (%)                      | (3,9)                    | 2,9                      |
| Servicio de Deuda/ Ingresos Corrientes (%)                      | 5,1                      | 4,4                      |
| Deuda Directa/ Balance Operativo (x)                            | (9,3)                    | 6,9                      |
| Balance Operativo/ Intereses Pagados (x)                        | (1,5)                    | 1,7                      |
| Gasto de Capital/ Gasto Total (%)                               | 9,2                      | 12,0                     |
| Balance Presupuestario/ Ingresos Totales (exc. Nueva Deuda) (%) | (7,5)                    | (5,3)                    |
| Balance Corriente/ Gasto de Capital (%)                         | (58,0)                   | 10,0                     |

Ejecuciones Presupuestarias 2015-2016 datos provisorios.

#### Analistas

##### Analista Principal

Diego Estrada  
 Director Asociado  
 +54 11 5235-8126  
[diego.estrada@fixscr.com](mailto:diego.estrada@fixscr.com)

##### Analista Principal

Cintia Defranceschi  
 Director  
 +54 11 5235-8143  
[cintia.defranceschi@fixscr.com](mailto:cintia.defranceschi@fixscr.com)

##### Responsable del sector

Mauro Chiarini  
 Director Senior  
 +54 11 5235-8140  
[mauro.chiarini@fixscr.com](mailto:mauro.chiarini@fixscr.com)

#### Factores Relevantes de la Calificación

**Baja de Calificaciones:** FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO “afiliada de Fitch Ratings” –en adelante FIX o la calificadora– bajó la calificación de largo plazo de la Provincia de Salta (PS) a ‘A-(arg)’ desde ‘A(arg)’ y la calificación de corto plazo a ‘A2(arg)’ desde ‘A1(arg)’. La baja se debe al deterioro del margen operativo observado en los últimos dos años, una mayor inflexibilidad del gasto que afecta negativamente la sostenibilidad de la deuda. FIX estima que 2017 el margen operativo será nuevamente negativo debido a las continuas presiones sobre el gasto corriente. Adicionalmente FIX bajó la calificación del TD garantizado con Regalías a ‘A-(arg)’ desde ‘A(arg)’ y el TD garantizado con coparticipación a ‘A-(arg)’ desde ‘A(arg)’. La perspectiva se cambia a ‘Negativa’ desde ‘Estable’ debido a que FIX prevé que las presiones sobre el gasto continuarán debido a la rigidez del mismo. En el caso del TD garantizado con Regalías se mantiene la perspectiva en ‘Estable’ debido a la perspectiva de mejoras en los ratios de cobertura.

**Mayor presión servicios de deuda:** al cierre provisorio 2016 los servicios de deuda de la PS se tornaron más ajustados a raíz de la generación de un balance operativo negativo. FIX prevé que este indicador se mantenga en niveles ajustados en 2017 dada la evolución del tipo de cambio, una menor flexibilidad financiera en un contexto con desafíos macroeconómicos, mayores requerimientos de inversión pública y necesidades financieras. La evolución de este indicador dependerá de la habilidad de la PS para volver a ahorros operativos más robustos, como así también de la evolución del tipo de cambio ante una estructura de deuda con mayor exposición cambiaria.

**Baja flexibilidad presupuestaria:** en el 2016 se registró un deterioro del margen operativo (-3,9%) debido a presiones inflacionarias sobre los salarios y el gasto. Este deterioro fue acompañado por un importante incremento del gasto en capital que afectó el balance financiero. La caída sostenida en los márgenes se evidencia desde el año 2013 pero se acentúa en los últimos dos años (2015 y 2016). Al primer trimestre del 2017, la PS registra un mayor deterioro del margen operativo (2,4% en 2016 contra un 2,1% en 2017), y si bien el Presupuesto 2017 estima un margen operativo del 2,8%, FIX entiende será aún más acotado.

**Adecuado nivel de endeudamiento:** en 2016 la deuda directa de Salta representó un bajo, aunque creciente, 38,5% de los ingresos corrientes. De acuerdo al presupuesto este ratio se reducirá hasta un 29,6% a fines de 2017. El 72,5% del stock de la deuda al 31/12/2016 estaba denominado en moneda extranjera aunque el riesgo cambiario está mitigado en parte por ingresos vinculados al USD (regalías). El stock de deuda consolidada se ubicó en \$11.621,1 lo que representó un 141,3% más que en el 2015. Este incremento se debió principalmente a la emisión en el mercado internacional de un bono en dólares por USD 300 millones en una primera instancia y luego por USD 50 millones adicionales bajo la autorización por hasta USD 350 millones con el objetivo de invertir en obras de infraestructura así como también brindar estímulo económico a la Provincia en un contexto recesivo.

**TD garantizado con regalías:** el desempeño de este bono ha estado afectado por un sector de hidrocarburos altamente regulado, por lo que FIX no desprende la calificación del riesgo emisor. Actualmente, la cuenta de reserva se encuentra totalmente fondeada de acuerdo a los términos y condiciones del fideicomiso. En marzo de 2016 se activó el gatillo de cobertura de regalías con un plazo de 180 días para ser subsanado. En base a los cambios del cuadro tarifario de gas, la recaudación de regalías mejoró lo cual permitió restituir el gatillo por encima del nivel mínimo requerido. FIX monitoreará de cerca la evolución de este gatillo.

**Adecuada liquidez:** al cierre de 2016 los saldos líquidos de la PS permitieron cubrir más de 4x (veces) la deuda flotante, que se ha mantenido en un bajo nivel de 4,5 días del gasto primario. La

provincia recurre a la utilización del FUCO para cubrir déficit transitorio del tesoro provincial, lo que le permite hacer uso de parte de las disponibilidades de caja sin costo financiero.

## Sensibilidad de las Calificaciones

**Desempeño operativo y endeudamiento:** una recomposición del margen operativo, en base a una mayor flexibilidad presupuestaria, que impacte en una mejor capacidad de pago de Salta, podría derivar en una revisión a la suba de las calificaciones.

**Deudas garantizadas:** cualquier cambio en la calificación de la provincia podría impactar sobre la calificación de los bonos garantizados en la misma dirección, como así también si se registra un cambio en la evolución de las garantías y las coberturas de los servicios.

## Resumen: Fortalezas y Debilidades

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

Nota: \* conceptos analizados en el contexto Nacional y Regional

Fuente: FIX

### Fortalezas:

- Moderado nivel de endeudamiento en términos del presupuesto provincial.
- Adecuada composición de la deuda pública con ingresos vinculados al USD.
- Adecuados márgenes operativos aunque decrecientes y acotados en los últimos años.
- Razonable nivel de obra pública en términos per cápita comparado contra el consolidado provincial.

### Debilidades:

- Mayor presión de los servicios de deuda.
- Ingresos operativos altamente dependientes de los ingresos federales.
- Elevada rigidez presupuestaria por el lado del gasto.
- Perfil socio-económico bajo.

## Marco institucional

### Contexto nacional

La Argentina adopta un sistema democrático, representativo, republicano federal, por lo cual las provincias cuentan con autonomía política y económica. Sin embargo, 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 fue delineando un escenario de 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

### Criterios Relacionados

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

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. Lo anterior se agudizó en el 2015 afectado por ser un año electoral.

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 armonización de regímenes jubilatorios y una reforma tributaria.

Para un mayor detalle ver el comunicado de prensa: "[FIX \(afiliada de Fitch Ratings\) revisó la Perspectiva del Sector de Sub-Soberanos a Estable desde Negativa](#)" del 22 de julio de 2016 en [www.fixscr.com](http://www.fixscr.com).

## Provincia de Salta

De acuerdo a la Constitución de la Provincia de Salta, 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, con posibilidad de re-elección hasta un tercer mandato consecutivo. El gobernador designa a los 11 ministros de gobierno y al secretario general de la gobernación.

Por su parte, el Poder Legislativo provincial está compuesto por dos cámaras: la de senadores y la de diputados. La primera está constituida por 23 miembros y la segunda por 60. La mitad de cada cámara se renueva por voto popular cada dos años y cada miembro ejerce funciones por cuatro años. El Vicegobernador preside el Senado.

A su vez, la Provincia está subdividida en 60 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, limpieza, pavimentación, entre otros. Los municipios participan de un esquema de redistribución de los recursos provinciales y nacionales con la provincia. El 15% del monto recaudado por el sistema tributario provincial y el Régimen de Coparticipación Federal es distribuido a los municipios, como así también el 20% del total de las regalías de hidrocarburos provinciales.

## Deuda y Liquidez

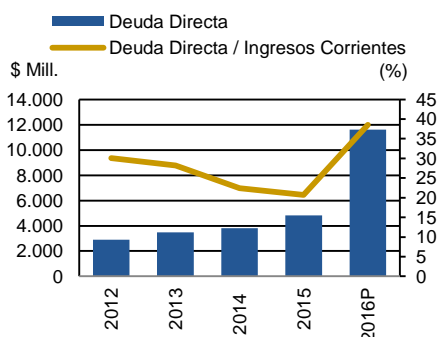
### Deuda

Al cierre de 2016, la deuda directa ascendió a \$11.621,1 millones, equivalente a 38,5% de los ingresos corrientes. Al cierre del 2015 esta deuda era de \$4.655,8 millones, equivalente al 20,7% de los ingresos corrientes, por lo que durante 2016 se registró un sensible aumento en el nivel de apalancamiento provincial en términos del presupuesto. Asimismo, la capacidad de pago de la provincia se tornó más ajustada, en el 2015 la deuda representó 7,1x (veces) el balance operativo mientras que en el 2016 fue de -10,2x debido al deterioro del margen operativo (ver Gráfico 1).

En abril del 2015, la Provincia emitió un bono en el mercado local por \$250 millones garantizado con recursos de coparticipación de impuestos. Esta emisión corresponde a la primera fase de la autorización de la Ley Nro.1207, que autoriza una deuda total de hasta \$650 millones a emitirse en el período 2015-2019 con el objetivo de aplicar los recursos a proyectos de agua y alcantarillado. La provincia aún está autorizada a emitir \$400 millones restantes.

Durante 2016, la PS emitió en el mercado internacional un bono en dólares por USD 300 millones en una primera instancia y luego por USD 50 millones adicionales bajo la autorización por hasta

**Gráfico 1: Deuda Directa de Salta**



P - Provisorio  
Fuente: Provincia de Salta

USD 350 millones. El mismo, fue autorizado por el Decreto No.792 de acuerdo a la Ley Nro. 7.931. El mismo fue emitido en dólares, a tasa de interés fija, devengada y pagadera semestralmente, amortización de capital en tres cuotas anuales en los últimos tres años y vencimiento final a 8 años. El 25 de agosto del mismo año, Salta emitió los restantes US\$ 50 millones obteniendo una colocación sobre la par. Los fondos netos de las emisiones están destinados a proyectos de inversión pública como ser el Plan del Bicentenario para estimular la economía provincial y municipal, en un contexto recesivo.

En la siguiente tabla se presenta el detalle de los títulos de deuda vigentes y calificados por FIX, acorde a los términos y condiciones estipulados en los documentos de la transacción (para más detalle ver Anexo C).

**Tabla 1: Instrumentos de Deuda**

| Instrumento   | Monto            | Emisión    | Vto.       | Saldo (30/06/2017) | Tasa   | Amortización  |
|---|------------------|------------|------------|--------------------|--|---|
| Bono Garantizado con Regalías de Hidrocarburos                    | US\$ 185.000.000 | 16/03/2012 | 16/03/2022 | US\$ 103.415.000   | Fija 9,5% n.a. / Pagos Trimestrales  | Cuotas iguales trimestrales a partir del 16/12/2013 |
| Títulos de Deuda Clase 1 Garantizados con Coparticipación Federal | \$ 250.000.000   | 24/04/2015 | 24/04/2018 | \$ 125.000.000     | Fija 27,5% n.a (primeros 3 trimestres) / Variable + 5,73% (restantes 9 trimestres)   | Cuotas iguales trimestrales a partir del mes 15     |
| Títulos de Deuda  | US\$ 350.000.000 | 07/07/2016 | 07/07/2024 | US\$ 350.000.000   | Fija 9,125% n.a./ Pagos en 3 cuotas de US\$ 99,99 millones (07/07/22), US\$ 99,99 millones (07/07/23) y el saldo pendiente de cancelación US\$ 100,020 millones (07/07/23) | Tres Cuotas anuales en los últimos 3 años           |

El total de deuda autorizado para el año 2017 asciende a 1.794,1 millones el cual incluye el préstamo de libre disponibilidad con el Fondo de Garantía de Sustentabilidad en el marco del Acuerdo Nación-Provincias por un monto de \$722 millones, \$94 millones con el BID y \$400 millones pendientes de emisión dentro del Programa de Emisión de Títulos de Deuda por hasta \$650 millones, entre otros.

FIX, asumiendo todo el endeudamiento autorizado para el 2017, prevé que el nivel de apalancamiento de Salta se mantendrá en niveles del 29,6%, razonable para el rango de calificación. El uso del crédito en 2017 en relación a los ingresos corrientes presupuestados es del 4,6%.

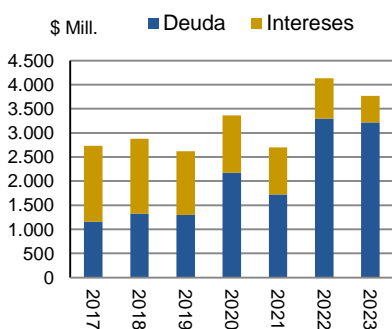
FIX considera que las condiciones de la deuda son adecuadas, si bien en los últimos años aumentó la exposición cambiaria: en 2016 la deuda denominada en moneda extranjera fue de 72,5% frente a un 56,3% en el 2012. El crecimiento del 2015 tuvo su correlato principalmente con la emisión en el 2012 del Bono garantizado con regalías por USD185 millones calificados por FIX y el de 2016 a la emisión de USD 350 millones mencionados anteriormente. A su vez, gran parte de la deuda está pactada a tasa fija (85%).

En cuanto a los niveles de sostenibilidad, en 2016 el servicio de la deuda totalizó \$1.531,2 millones (\$813,7 millones de interés y \$717,5 millones de capital), absorbiendo un bajo 5,1% de los ingresos corrientes y un -129,3% del balance operativo. El deterioro del indicador de sostenibilidad con relación al balance operativo responde principalmente a un desempeño operativo más ajustado.

FIX espera se mantenga en niveles ajustados para el período 2017-2019 asumiendo la tendencia al deterioro del margen operativo que la Calificadora observa al cierre del 2016 y sus estimaciones para 2017. La evolución de este indicador dependerá de la habilidad de Salta para volver a ahorros operativos más robustos en el mediano plazo.

## Liquidez

**Gráfico 2: Perfil Amortización de Deuda**



Fuente: Provincia de Salta

Los indicadores de liquidez se deterioraron en el último año, aunque siguen siendo razonables en términos relativos a otras provincias calificadas por FIX. En el 2016 los saldos líquidos netos de la utilización del Fondo Unificado de Cuentas Oficiales (FUCO) representaron un elevado 5,9% los ingresos totales y 4,6x la deuda flotante. Estos indicadores en 2015 registraron un 1,7% y 0,3x, marcando una importante mejoras en los niveles de liquidez.

La deuda flotante se mantiene en un nivel bajo del 1,4% respecto de los ingresos operativo (en 2015 era del 6,4%) y un nivel de rotación de 4,5 días del gasto primario. FIX espera que estos ratios se mantengan en niveles razonables aún más en un escenario donde se busca fuentes de financiamiento de mayor plazo.

En cuanto a la deuda de corto plazo, actualmente la provincia tiene en circulación \$1.965 millones de Letras del Tesoro sobre un monto total de \$1.965 millones autorizado por la Ley de Presupuesto 7.972. La participación relativa de este instrumento financiero en el presupuesto 2017 de Salta se mantiene en un nivel razonable del orden del 5%.

## Contingencias

En cuanto a empresas públicas que no consolidan presupuestariamente con la administración provincial, se encuentran Sociedad Anónima de Transporte Automotor S.A., Compañía Salteña de Agua y Saneamiento S.A., REMSA, Sociedad Anónima Salta Forestal, entre otras. Estas empresas tienen sus resultados operativos en equilibrio o superavitarios y aquellas que arrojaron déficit no son significativos para el presupuesto provincial, por lo que estas empresas actualmente no generan una contingencia para la administración central provincial.

La principal contingencia que enfrentan las provincias argentinas son los eventuales déficits contraídos por el sistema previsional, aunque Salta pertenece al grupo de provincias que cedió su fondo de pensión al Gobierno Federal. La Provincia no es responsable de eventuales desfinanciamientos, habitualmente realiza aportes al sistema previsional a fines de elevar el nivel de retribución a los jubilados provinciales FIX no observa ningún riesgo contingente en este aspecto.

**Tabla 1: Ingresos Operativos**  
 (millones de pesos corrientes)

|  | 2014          | 2015 <sup>P</sup> | 2016 <sup>P</sup> |
|--|---------------|-------------------|-------------------|
| – Ingresos Brutos                            | 2.742         | 3.714             | 5.101             |
| – Sellos                                     | 262           | 388               | 513               |
| – Inmobiliario                               | 47,4          | 51,7              | 66,1              |
| – Otros                                      | 159           | 207               | 352               |
| <b>Tributarios provinciales</b>              | <b>3.211</b>  | <b>4.361</b>      | <b>6.032</b>      |
| Regalías                                     | 442           | 502               | 802,1             |
| Tasas, Derechos y otros                      | 207           | 286               | 398               |
| <b>Tributarios nacionales</b>                | <b>11.840</b> | <b>16.514</b>     | <b>20.091</b>     |
| Transferencias corrientes                    | 1.086         | 1.401             | 1.776             |
| <b>Total ingresos operativos<sup>a</sup></b> | <b>16.817</b> | <b>23.173</b>     | <b>30.085</b>     |

<sup>a</sup> – no incluye ingresos por rentas de la propiedad (intereses cobrados); <sup>P</sup> – datos provisorios

Fuentes: Salta y cálculos de FIX

## Desempeño Presupuestario

El sector público de Salta consiste en la administración central, los organismos descentralizados y las empresas públicas. Los Anexos A y B incluyen las cuentas de la administración central y los organismos descentralizados, mientras que las empresas públicas presentan sus presupuestos y liquidaciones de manera individual. Se analizaron las cuentas de inversión 2010-2014, ejecuciones presupuestarias 2015-2016, resultados parciales al primer trimestre 2017, así como el Presupuesto 2017.

## Ingresos operativos

Los ingresos operativos de Salta registraron un crecimiento nominal del 29,8% en el 2016 respecto al 2015. Sin embargo, un contexto de alta inflación y moderado crecimiento impacta en una desaceleración de los ingresos en el primer trimestre del 2017, los cuales crecieron un 35% respecto al mismo período del año anterior.

La variación de los ingresos del 2016 se explica por un crecimiento combinado de los ingresos provinciales (consolidando tributarios y no tributarios) en un 39,7% y de los ingresos federales en un 26,9%, impulsados por la devolución parcial del 15% de la masa coparticipable. El incremento en ambos rubros está relacionado principalmente con la variación en el nivel de precios, dado que estos ingresos en su mayor parte son pro-cíclicos.

La estructura de ingresos de Salta es dependiente de las transferencias de origen federal, principalmente por la coparticipación. En 2016 las participaciones federales representaron el 75,3% de los ingresos operativos y en el período 2012-2015 fueron en promedio un 76,4%, estando por encima de la media provincial. Sin embargo, la dependencia presupuestaria con el Gobierno Federal es propia de las provincias con indicadores socioeconómicos relativamente débiles y con habitantes de mediana-baja capacidad contributiva. FIX destaca que estos recursos se distribuyen en forma automática bajo lo estipulado por Ley (coparticipación de impuestos) y no se encuentran expuestos a ninguna discrecionalidad, lo que proporciona a esta estructura de ingresos estabilidad y previsibilidad sobre el flujo de recursos.

Desde 1992, la Nación retiene el 15% de la masa coparticipable con destino al financiamiento del Sistema Nacional de Seguridad Social en función al Pacto Fiscal entre Nación y Provincias, aunque no todas las provincias transfirieron sus cajas de jubilación al Gobierno Federal. Recientemente, se hizo un acuerdo entre el Gobierno Federal y las Provincias mediante el cual se frena esta retención sobre la masa coparticipable. El Acuerdo para el Nuevo Federalismo establece los términos y condiciones bajo las cuales se detendrá gradualmente la retención en un plazo de 4 años, a partir de 2016 hasta 2020. Este acuerdo determinó la devolución progresiva de la retención del 15% de la masa coparticipable a las provincias que previamente se destinaba a financiar la Anses. En 2016 comenzó la distribución del 3%, en el 2017 se eleva al 6%, y así progresivamente hasta llegar al total (15%). Debido a que esto incrementa los recursos provinciales de origen federal, se prevé que los niveles de autonomía fiscal se comprimirán aún más.

Por otro lado, Salta cuenta con las regalías hidrocarburíferas, que grava la producción de gas y petróleo que realizan las concesionarias privadas en territorio salteño, que son el único componente de ingresos relevante recaudado por la propia provincia y que no es totalmente procíclico. El mercado hidrocarburífero en Argentina en los últimos años ha estado fuertemente regulado por el Gobierno Federal, con precios y volúmenes administrados que desincentivaron la exploración de nuevos yacimientos. Cambios recientes en la política nacional de energía con aumentos en el cuadro tarifario de gas impactarán positivamente en la recaudación de regalías, al primer trimestre del 2017 se incrementan un 53% interanual, sin efecto por tipo de cambio. FIX sigue de cerca la evolución del mercado de hidrocarburos a nivel nacional y regional.

De acuerdo al presupuesto 2017, se espera que los ingresos operativos aumenten un 24,7% en términos nominales respecto a lo efectivamente recaudado en 2015, lo que evidencia cierta expectativa de estancamiento de la economía.

**Tabla 2: Gastos Operativos**  
(millones de pesos corrientes)

|  | 2014          | 2015 <sup>P</sup> | 2016 <sup>P</sup> |
|--|---------------|-------------------|-------------------|
| - Personal                                 | 9.845         | 14.562            | 20.773            |
| - Bs y Ss no personales                    | 1.200         | 1.670             | 1.971             |
| - Transferencias corrientes                | 4.537         | 6.266             | 8.480             |
| <b>Total gastos operativos<sup>a</sup></b> | <b>15.582</b> | <b>22.499</b>     | <b>32.083</b>     |

<sup>a</sup> - no incluye intereses pagados; <sup>P</sup> - datos provisorios

Fuentes: Provincia de Salta y cálculos de FIX

## Gastos operativos

Al igual que en todas las provincias argentinas, la estructura de gastos de Salta en los últimos cinco años se volvió más rígida, en el sentido de que fue aumentando la participación del gasto operativo sobre las erogaciones totales. Esto como consecuencia de las presiones inflacionarias y salariales, y la mayor provisión de servicios públicos. Asimismo, la flexibilidad presupuestaria se ha deteriorado sensiblemente en el período 2013-2016, el gasto operativo pasó de representar el 92,2% del ingreso operativo en 2013, al 103,9% en 2016. Al primer trimestre del 2017 se registra una continuidad en la tendencia alcista.

El gasto operativo de la provincia en 2016 aumentó un 39% respecto a 2015. El aumento se explicó por el crecimiento del gasto en personal (42,7%), bienes y servicios (62,3%) y transferencias corrientes (35,3%). El incremento interanual de las transferencias a municipios (35,3%), superior a la evolución de los ingresos corrientes (29,8%), se explica por un incremento en el coeficiente de coparticipación desde el 13,5% en 2015 al 15% en 2016. El aumento en

personal estuvo encima de lo registrado en el período 2012-2015 con un crecimiento promedio anual del 39,6% debido al nivel de inflación.

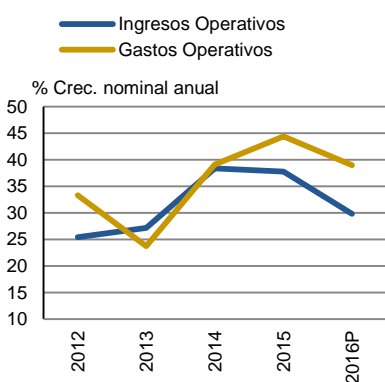
El gasto en personal pasó absorber el 62,8% de los ingresos operativos de 2015 al 69% en 2016, mientras que en 2012 representaba sólo el 55,3%. Por su parte, la tendencia creciente de las transferencias corrientes en los últimos años se debe en parte al ritmo de los mayores fondos de coparticipación transferidos a los municipios y de los subsidios de la provincia a hospitales, entes públicos y cooperativas.

Para el 2017 se presupuestó un incremento nominal en los gastos operativos de 19,5% respecto a lo ejecutado provisoriamente en 2016, pero FIX espera se encuentre muy por encima de estas previsiones, principalmente debido a que el presupuesto no contempló el acuerdo salarial para el corriente año. Al primer trimestre del 2017 el gasto operativo creció un 35,4% en comparación al mismo período del año anterior.

### Ahorro operativo e inversión pública

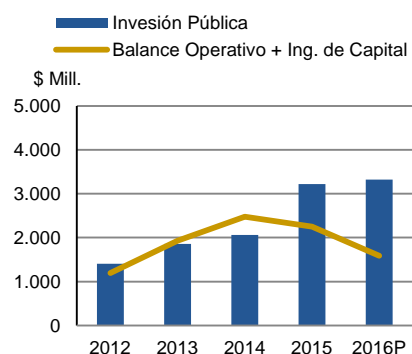
En los últimos años, Salta mostró márgenes operativos adecuados, aunque decrecientes por una mayor presión por el lado del gasto. En 2016 el margen operativo fue deficitario por primera vez en los últimos 5 años (-3,9% en 2016 frente a 2,9% en 2015), pero con una importante contención del gasto en capital que impidió un igual deterioro del balance financiero (-7,5% en 2016 frente a -5,3% en 2015). Si bien el Presupuesto 2017 estima un resultado financiero del -5,7%, FIX en base a supuestos más conservadores estima será sensiblemente menor.

**Gráfico 3: Ingresos y Gastos Operativos de Salta**



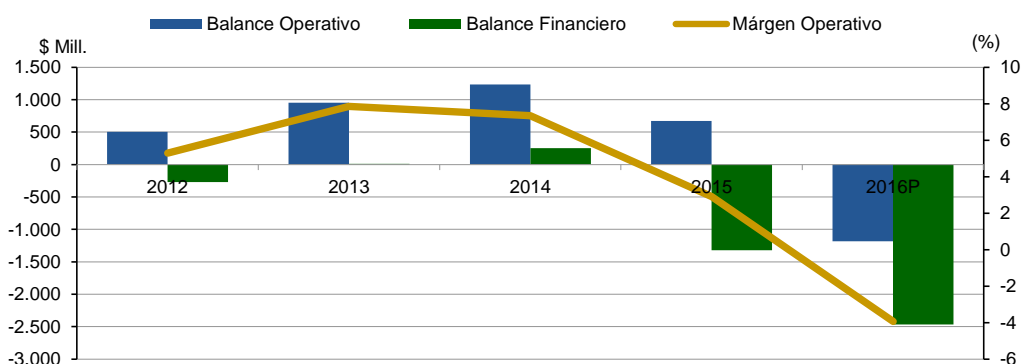
P: Provisorio  
Fuente: Provincia de Salta y cálculos de FIX

**Gráfico 5: Ahorro e Inversión de Salta**



P: Provisorio  
Fuente: Provincia de Salta y cálculos de FIX

**Gráfico 4: Desempeño Presupuestario de Salta**



P: Provisorio  
Fuente: Provincia de Salta y cálculos de FIX

Los márgenes operativos sumados a los ingresos de capital permitieron a la provincia financiar el 100% la inversión pública durante el período 2012-2014 (ver Gráfica 5). Los balances financieros han sido volátiles pero siempre superavitarios en el periodo de análisis, llegando a su nivel más bajo en 2012 (ver Gráfico 4). Esta tendencia se revierte en el año 2015 y se consolida en 2016, donde el gasto de capital se incrementó afectando directamente al balance financiero.

En los últimos años se registra una reducción de la participación del gasto de capital en el total del gasto por las fuertes presiones del gasto corriente (representó 9,2% en 2016 frente a un 12% en 2015). Dado que es una prioridad del gobierno mantener un buen nivel de obra pública, la provincia busca fuentes de financiamiento alternativas. En el 2012 se emitió el Bono garantizados con regalías hidrocarburíferas a fin de invertir en obras de infraestructura en las zonas más postergadas de la Provincia, como ser la región norte y a principios del 2015 recurrió al mercado de capitales para invertir en obras básicas de agua potable y saneamiento. La emisión de julio del

2016 por USD350 millones estuvo destinada a planes de infraestructura pública y estímulo económico.

## Gestión y Administración

El actual Gobernador es el Sr. Juan Manuel Urtubey, perteneciente al Frente Justicialista Renovador de la Victoria ("Frejurevi"), quien fue reelecto el 17 de mayo 2015, con el 51,2% de los votos, para ejercer su tercer mandato consecutivo durante el período 2015-2019.

El objetivo de gobierno del Sr. Urtubey es profundizar la provisión y cobertura de servicios sociales e inversión pública, pero adicionando fuertes incentivos a una actividad económica privada todavía poco desarrollada en la provincia. Adicionalmente, es prioridad de este gobierno impulsar la inversión en obra pública como fuente de desarrollo económico y motor de crecimiento de la provincia.

## Perfil Socioeconómico

### Población

Según el censo 2010, Salta registró una población de 1.215.207 personas, número que la posiciona como la octava provincia argentina más poblada, con una participación del 3% sobre el total nacional. Con respecto al censo 2001, la población salteña aumentó en un 12,5%, por encima del crecimiento demográfico nacional del 10,6%. El envejecimiento de la población salteña aumentó levemente en la última década, aunque se aproximó a la media nacional: la participación de personas mayores a 65 años fue del 7% en 2010 (versus 10,2% a nivel nacional) comparado con el 6% en 2001 (versus 9.9% a nivel nacional).

Más allá del envejecimiento poblacional mencionado, FIX considera que la participación de los mayores a 65 años sigue siendo baja, tanto en Salta como a nivel nacional. Sin embargo, en el caso de la provincia, los gastos en servicios sociales pueden continuar en aumento si Salta conserva su política de mayor cobertura en sanidad y asistencia social.

### Economía

En 2015 el producto bruto geográfico (PBG) de Salta aumentó 4,6%, totalizando \$4.904,2 millones a precios constantes (equivalente al 2,1% del producto bruto interno argentino). Como todas las provincias argentinas, la economía de Salta se encuentra dominada por el sector terciario o de servicios, con una participación sobre el PBG provincial del 64,8% en 2014. Dentro de este sector, tiene peso la administración pública, teniendo el sector público un importante rol.

Por su parte, el sector primario también es muy importante para Salta, con una participación sobre el PBG provincial en 2014 equivalente al 13,7%, muy por encima de la media nacional (6,6%). Esta diferencia se explica por el peso en la economía provincial de la agricultura (enfocado en la producción de soja, porotos, caña de azúcar y tabaco) y la extracción de hidrocarburos (gas y petróleo).

Por último, el sector secundario salteño es relativamente débil, con una participación equivalente al 21,6% del PBG provincial de 2014, concentrado en industrias alimenticias y químicas, de baja tecnología aplicada y orientadas al mercado interno.

### Desempleo y pobreza

Históricamente el noroeste argentino es una de las regiones argentinas con los indicadores de desempleo y pobreza más altos. Sin embargo, a partir de 2003, debido a la recuperación económica y a la mayor provisión de servicios sociales e inversión pública, este perfil comenzó a revertirse. Según INDEC, la tasa de desempleo salteña fue del 7,3% al primer trimestre del 2017



comparada con el pico del 20,9% en mayo de 2002, mientras que la tasa de pobreza en junio de 2016 alcanzó un 33,2% versus el 70,3% en octubre de 2002.

Cabe destacar que gran parte de los nuevos empleos de la última década fueron creados por el sector público, o fueron de carácter “no registrado” en el sentido de corresponder a asalariados o cuentapropistas vinculados a actividades privadas informales, de baja productividad y niveles de ingreso.

## Anexo A

### Provincia de Salta

#### Consolidado Administración Central y Organismos Descentralizados

| \$ Millones  | 2012           | 2013            | 2014            | 2015 <sup>P</sup> | 2016 <sup>P</sup> | 3m 2016        | 3m 2017         |
|--|----------------|-----------------|-----------------|-------------------|-------------------|----------------|-----------------|
| Impuestos (incluye Coparticipación de Impuestos)         | 8.331,0        | 10.914,0        | 15.050,9        | 20.874,5          | 26.992,2          | 3.931,9        | 5.374,6         |
| Otras transferencias Corrientes recibidas                | 769,1          | 766,2           | 1.086,1         | 1.400,5           | 1.775,8           | 2.132,1        | 2.820,0         |
| Regalías, tasas, derechos, otros ingresos no tributarios | 458,0          | 474,2           | 680,1           | 897,8             | 1.317,0           | 297,9          | 397,1           |
| <b>Ingresos Operativos</b>                               | <b>9.558,1</b> | <b>12.154,4</b> | <b>16.817,2</b> | <b>23.172,8</b>   | <b>30.085,0</b>   | <b>6.361,9</b> | <b>8.591,8</b>  |
| Gastos operativos  | (9.052,5)      | (11.200,3)      | (15.582,0)      | (22.499,0)        | (31.269,2)        | (6.210,9)      | (8.410,2)       |
| <b>Balance Operativo</b>                                 | <b>505,5</b>   | <b>954,2</b>    | <b>1.235,3</b>  | <b>673,8</b>      | <b>(1.184,2)</b>  | <b>151,1</b>   | <b>181,5</b>    |
| Intereses cobrados                                       | 115,9          | 162,9           | 165,5           | 55,1              | 74,8              | -              | 96,1            |
| Intereses pagados  | (179,1)        | (222,3)         | (326,1)         | (405,1)           | (813,7)           | (144,1)        | (455,9)         |
| <b>Balance Corriente</b>                                 | <b>442,3</b>   | <b>894,8</b>    | <b>1.074,7</b>  | <b>323,8</b>      | <b>(1.923,1)</b>  | <b>7,0</b>     | <b>(178,4)</b>  |
| Ingresos de capital                                      | 690,4          | 975,6           | 1.240,6         | 1.576,5           | 2.773,9           | 442,5          | 822,9           |
| Gasto de capital   | (1.402,1)      | (1.858,9)       | (2.062,4)       | (3.222,8)         | (3.318,1)         | (519,8)        | (1.009,3)       |
| <i>Balance de capital</i>                                | <i>(711,7)</i> | <i>(883,3)</i>  | <i>(821,8)</i>  | <i>(1.646,3)</i>  | <i>(544,2)</i>    | <i>(77,2)</i>  | <i>(186,3)</i>  |
| <b>Balance Financiero</b>                                | <b>(269,4)</b> | <b>11,5</b>     | <b>252,9</b>    | <b>(1.322,5)</b>  | <b>(2.467,3)</b>  | <b>(70,3)</b>  | <b>(364,7)</b>  |
| Nueva deuda  | 922,0          | 37,6            | 48,2            | 360,4             | 6.382,4           | 2,4            | 729,2           |
| Amortización de deuda                                    | (392,7)        | (219,3)         | (545,0)         | (627,2)           | (717,5)           | (158,4)        | (208,9)         |
| <i>Endeudamiento neto: aumento, (disminución)</i>        | <i>529,2</i>   | <i>(181,6)</i>  | <i>(496,8)</i>  | <i>(266,9)</i>    | <i>5.664,9</i>    | <i>(156,1)</i> | <i>520,3</i>    |
| <b>Resultado Final</b>                                   | <b>259,8</b>   | <b>(170,2)</b>  | <b>(243,9)</b>  | <b>(1.589,3)</b>  | <b>3.197,7</b>    | <b>(226,4)</b> | <b>155,6</b>    |
| <b>DEUDA</b>   |                |                 |                 |                   |                   |                |                 |
| Corto Plazo  | 0,0            | 0,0             | 0,0             | 0,0               | 0,0               | -              | 2,3             |
| Largo Plazo  | 2.345,1        | 2.905,6         | 3.130,7         | 4.655,8           | 11.621,1          | 4.879,2        | 11.884,2        |
| <b>Deuda Directa</b>                                     | <b>2.345,1</b> | <b>2.905,6</b>  | <b>3.130,7</b>  | <b>4.655,8</b>    | <b>11.621,1</b>   | <b>4.879,2</b> | <b>11.886,4</b> |
| + Deuda cuasi directa                                    | 88,4           | 80,9            | 70,2            | 64,0              | 425,3             | 63,6           | 382,1           |
| <b>Riesgo Directo</b>                                    | <b>2.433,5</b> | <b>2.986,4</b>  | <b>3.200,9</b>  | <b>4.719,9</b>    | <b>12.046,4</b>   | <b>4.942,8</b> | <b>12.268,5</b> |
| - Liquidez   | 830,7          | 766,5           | 242,5           | 427,4             | 1.953,9           | 230,6          | 3.062,9         |
| <b>Riesgo Directo Neto</b>                               | <b>1.602,8</b> | <b>2.219,9</b>  | <b>2.958,4</b>  | <b>4.292,5</b>    | <b>12.046,4</b>   | <b>4.712,2</b> | <b>9.205,6</b>  |
| Garantías y otras deudas contingentes                    | 63,9           | 68,9            | 76,6            | 95,8              | 178,9             | 108,1          | 174,7           |
| Deuda neta indirecta (entes públicos exc. garantías)     | 0,0            | 0,0             | 0,0             | 0,0               | 0,0               | -              | -               |
| <b>Riesgo Final Neto</b>                                 | <b>1.666,7</b> | <b>2.288,8</b>  | <b>3.035,0</b>  | <b>4.388,2</b>    | <b>12.225,4</b>   | <b>4.820,3</b> | <b>9.380,3</b>  |
| <b>Datos sobre Riesgo Directo</b>                        |                |                 |                 |                   |                   |                |                 |
| % moneda extranjera                                      | 45,5           | 46,5            | 49,7            | 55,8              | 72,49             | 56,40          | 67,84           |
| % no bancaria  | 90,1           | 88,7            | 86,8            | 82,3              | 65,53             | 83,75          | 61,14           |
| % tasa de interés fija                                   | 63,4           | 69,3            | 64,5            | 60,3              | n.d.              | 61,80          | 84,98           |

<sup>P</sup> datos provisorios / n.d.- no disponible

Fuente: Elaboración FIX sobre la base de la información proporcionada por la Provincia de Salta (cuentas de inversión cerradas 2010-2012 y ejecuciones presupuestarias 2013-2015).

## Anexo B

### Provincia de Salta

#### Consolidado Administración Central y Organismos Descentralizados

|  | 2012   | 2013   | 2014   | 2015 <sup>P</sup> | 2016 <sup>P</sup> | 3m 2016 | 3m 2017 |
|--|--------|--------|--------|-------------------|-------------------|---------|---------|
| <b>Ratios de Desempeño Presupuestario</b>                  |        |        |        |                   |                   |         |         |
| Balance operativo/Ingresos operativos (%)                  | 5,3    | 7,9    | 7,3    | 2,9               | (3,9)             | 2,4     | 2,1     |
| Balance corriente/Ingresos Corrientes <sup>a</sup> (%)     | 4,6    | 7,3    | 6,3    | 1,4               | (6,4)             | 0,1     | (2,1)   |
| Balance financiero/Ingresos totales <sup>b</sup> (%)       | (2,6)  | 0,1    | 1,4    | (5,3)             | (7,5)             | (1,0)   | (3,8)   |
| Resultado final/Ingresos totales (%)                       | 2,5    | (1,3)  | (1,3)  | (6,4)             | 9,7               | (3,3)   | 1,6     |
| Crecimiento de ingresos operativos (variación % anual)     | 25,4   | 27,2   | 38,4   | 37,8              | 29,8              | n.a.    | n.a.    |
| Crecimiento de gasto operativo (variación % anual)         | 33,3   | 23,7   | 39,1   | 44,4              | 39,0              | n.d.    | 35,0    |
| Crecimiento de balance corriente (variación % anual)       | (43,6) | 102,3  | 20,1   | (69,9)            | (693,8)           | n.d.    | 35,4    |
| <b>Ratios de Deuda</b>                                     |        |        |        |                   |                   |         |         |
| Crecimiento de deuda directa (variación % anual)           | n.d.   | 19,3   | 7,2    | 32,8              | 59,9              | n.d.    | 59,0    |
| Intereses pagados/Ingresos operativos (%)                  | 1,9    | 1,8    | 1,9    | 1,7               | 2,7               | 2,3     | 5,3     |
| Balance operativo/Intereses pagados (x)                    | 2,8    | 4,3    | 3,8    | 1,7               | (1,51)            | 104,8   | 39,8    |
| Servicios de deuda directa/Ingresos corrientes (%)         | 5,9    | 3,6    | 5,1    | 4,4               | 5,1               | 4,8     | 7,7     |
| Servicios de deuda directa/Balance operativo (%)           | 113,1  | 46,3   | 70,5   | 153,2             | (129,3)           | 200,3   | 366,3   |
| Deuda Directa/Ingresos operativos (%)                      | 30,4   | 27,3   | 22,0   | 20,0              | 38,5              | 19,2    | 34,2    |
| Riesgo Directo/Ingresos corrientes (%)                     | 30,9   | 27,6   | 22,2   | 20,3              | 39,9              | 19,4    | 35,3    |
| Deuda directa/Balance corriente (x)                        | 6,6    | 3,7    | 3,4    | 14,4              | (6,0)             | 175,5   | (1,6,7) |
| Riesgo directo/Balance corrientes (x)                      | 6,8    | 3,8    | 3,5    | 14,6              | (6,3)             | 177,7   | (17,2)  |
| Riesgo final neta/Ingresos corrientes (%)                  | 23,0   | 21,9   | 21,2   | 18,9              | 40,5              | 18,9    | 27,0    |
| Deuda directa/PBG (%)                                      | n.d.   | n.d.   | n.d.   | n.d.              | n.d.              | n.a.    | n.a.    |
| Deuda directa per capita (\$)                              | 2.392  | 2.732  | 3.045  | 3.831             | 9.563,1           | 4.015,1 | 9.781,4 |
| <b>Ratio de Ingresos</b>                                   |        |        |        |                   |                   |         |         |
| Ingresos operativos/Ingresos operativos presupuestados (%) | n.a.   | n.a.   | n.a.   | n.a.              | n.a.              | n.a.    | n.a.    |
| Impuestos/Ingresos operativos (%)                          | 87,2   | 89,8   | 89,5   | 90,1              | 89,7              | 61,8    | 62,6    |
| Impuestos locales/Ingresos operativos (%)                  | 20,2   | 20,5   | 21,3   | 20,9              | 22,3              | 31,7    | 32,8    |
| Transferencias corrientes/Ingresos operativos (%)          | 8,0    | 6,3    | 6,5    | 6,0               | 5,9               | 33,5    | 32,8    |
| Ingresos operativos/Ingresos totales <sup>b</sup> (%)      | 92,2   | 91,4   | 92,3   | 93,4              | 91,4              | 93,5    | 90,3    |
| Ingresos totales <sup>b</sup> per capita (\$)              | 8.529  | 10.939 | 14.996 | 20.412            | 27.101            | 5.599,4 | 7.826,4 |
| <b>Ratios de Gasto</b>                                     |        |        |        |                   |                   |         |         |
| Gasto operativo/Gasto operativo presupuestado (%)          | n.a.   | n.a.   | n.a.   | n.a.              | n.a.              | n.a.    | n.a.    |
| Gasto en personal/Gasto operativo (%)                      | 58,4   | 61,0   | 63,2   | 64,7              | 66,4              | 67,8    | 67,3    |
| Transferencias Corrientes realizadas/Gasto operativo (%)   | 32,6   | 30,6   | 29,1   | 27,9              | 27,3              | 27,3    | 28,0    |
| Gasto de capital/Gasto de capital presupuestado (%)        | n.a.   | n.a.   | n.a.   | n.a.              | n.a.              | n.a.    | n.a.    |
| Gasto de capital/Gasto total (%)                           | 12,7   | 13,8   | 11,1   | 12,0              | 9,2               | 7,4     | 10,0    |
| Gasto de capital/PBG (%)                                   | n.d.   | n.d.   | n.d.   | n.d.              | n.d.              | n.a.    | n.a.    |
| Gasto total per capita (\$)                                | 9.073  | 11.110 | 15.236 | 22.016            | 29.722            | 5.787   | 8.298   |
| <b>Financiamiento de Gasto de Capital</b>                  |        |        |        |                   |                   |         |         |
| Balance corriente/Gasto de capital (%)                     | 31,5   | 48,1   | 52,1   | 10,0              | (58,0)            | 1,3     | (17,7)  |
| Ingresos de capital/Gasto de capital (%)                   | 49,2   | 52,5   | 60,2   | 48,9              | 83,6              | 85,1    | 81,5    |
| Endeudamiento neto/Gasto de capital (%)                    | 37,7   | (9,8)  | (24,1) | (8,3)             | 170,7             | (30,0)  | 51,6    |

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

<sup>P</sup> datos provisorios

<sup>a</sup> incluye intereses cobrados

<sup>b</sup> excluye nueva deuda

Fuente: Elaboración FIX sobre la base de la información proporcionada por la Provincia de Salta (cuentas de inversión cerradas 2012-2015, ejecuciones presupuestarias 2016 y provisorias al primer trimestre 2017).

## Anexo C. Instrumentos de Deuda

### Bono Garantizado con Regalías Hidrocarburíferas

Emisor: Provincia de Salta.

Marco Legal: deuda autorizada por la Ley Provincial Nro. 7691.

Monto: US\$ 185.000.000.

Vencimiento: 16 de marzo de 2022.

Intereses: devengan una tasa fija del 9,5% nominal anual, pagaderos trimestralmente los meses de marzo, junio, septiembre y diciembre.

Amortización de capital: en 34 cuotas trimestrales equivalentes, cada una al 2,94% del capital emitido, con un período de gracia de 21 meses; el primer pago se realizó en diciembre de 2013.

Moneda: pagaderos en dólares estadounidenses.

Garantía: regalías petrolíferas y gasíferas.

Eventos de Incumplimiento: falta de pago de los servicios de deuda, cambios adversos en la normativa provincial, incumplimiento en general de la deuda pública provincial y de ciertos covenants (acuerdos o pactos bajo el contrato de emisión), entre otros, que de activarse alguno se podrá declarar el Bono vencido y exigible con la aprobación de, al menos, el 25% de los tenedores.

Objetivo: financiar proyectos de infraestructura y obras públicas dentro del Fondo de "Reparación Histórica del Norte de la Provincia de Salta" en los Departamentos productores de hidrocarburos. Las obras se encuentran detalladas en la Ley Provincial N° 7691 y están orientadas a cubrir las necesidades de infraestructura de servicios básicos (agua y alcantarillados, electricidad y gas), instalaciones educativas y de salud y proyectos de infraestructura vial.

Legislación: el fideicomiso de garantía será constituido bajo la Ley argentina y los títulos serán emitidos bajo la Ley de Inglaterra.

### Seguimiento del Bono

En el año 2001 la PS constituyó el fideicomiso financiero "Salta Hydrocarbon Royalty Trust" mediante el cual se emitieron títulos de deuda por US\$ 234 millones con garantía de regalías de hidrocarburos. Estas obligaciones tenían un vencimiento legal en diciembre de 2015, pero bajo un cronograma de pagos teórico fueron repagados efectivamente el 28 de diciembre de 2012. Desde el mes de enero de 2013 se perfeccionó la cesión en garantía de las regalías hidrocarburíferas para el nuevo bono y a partir de la cancelación de los títulos existentes, el bono garantizado tiene prioridad sobre la garantía cedida.

A la fecha del presente informe se han abonado veinte servicios trimestrales de interés a una tasa fija del 9,5% nominal anual y catorce pagos de amortización de capital, luego de finalizado un período de gracia de 21 meses.

Como se mencionó, las regalías comenzaron a entrar al fideicomiso en diciembre de 2012, realizando el primer pago de intereses por medio del mismo en marzo del 2013. En promedio la cobertura de los servicios de deuda durante el período de gracia de capital fue de 2,2x. No obstante, a partir de diciembre de 2013 con el comienzo de los pagos de capital, el nivel de cobertura se redujo; en promedio en los servicios del 2014-2015 fue de 1,1x y durante 2016 se incrementó hasta 1,25x.

La estructura cuenta con una serie de eventos desencadenantes y gatillos que son monitoreados dado que protegen en términos generales al inversor para que no sean liberados fondos excedentes a la Provincia en caso de existir y/o para que se acelere la cancelación de los títulos (ver informes relacionados para más detalles de la estructura).

Luego del pago de junio 2016, el gatillo referido al ratio de coberturas de regalías se ubicó por encima del mínimo requerido de 1,1x. De esta manera, se subsanó el gatillo activado en el mes de marzo 2016 dejándolo sin efecto. A junio 2017, el gatillo se ubica por encima del mínimo requerido (1,75).

Años anteriores el gatillo ha sido muy volátil debido a la alta regulación del mercado de hidrocarburos con tarifas de gas rezagadas. Sin embargo, luego de la implementación del nuevo marco tarifario del gas se evidenció una mejora sobre el nivel de regalías mensuales materializado en el ratio de coberturas.

Debido al desempeño de la garantía en los últimos años y las previsiones que se realizaron originalmente, FIX no asignó ninguna mejora en la calificación de este bono. Sin embargo, FIX monitoreará la evolución de las regalías y de la regulación en el mercado de hidrocarburos de la Argentina, a fin de analizar futuras mejoras en los niveles de cobertura del bono. No obstante FIX sostiene la perspectiva como 'Estable' debido a la generación de marcos regulatorios y senderos de precios que convergen a los internacionales y auspician mejoras en los ratios de cobertura.

A continuación se detalla la evolución de pagos de los bonos garantizados hasta el mes de junio de 2017 inclusive:

## Evolución de pagos Bono Garantizado

(en dólares estadounidenses)

| Nro. de pago | Fecha de pago | Interés   | Capital   | Cuota     | Saldo       |
|--------------|---------------|-----------|-----------|-----------|-------------|
|              | 16-Mar-2012   | -         | -         | -         | 185.000.000 |
| 1            | 18-Jun-2012   | 4.393.750 | -         | 4.393.750 | 185.000.000 |
| 2            | 17-Sep-2012   | 4.393.750 | -         | 4.393.750 | 185.000.000 |
| 3            | 17-Dic-2012   | 4.393.750 | -         | 4.393.750 | 185.000.000 |
| 4            | 18-Mar-2013   | 4.393.750 | -         | 4.393.750 | 185.000.000 |
| 5            | 17-Jun-2013   | 4.393.750 | -         | 4.393.750 | 185.000.000 |
| 6            | 16-Sep-2013   | 4.393.750 | -         | 4.393.750 | 185.000.000 |
| 7            | 16-Dic-2013   | 4.393.750 | 5.439.000 | 9.832.750 | 179.561.000 |
| 8            | 16-Mar-2014   | 4.264.574 | 5.439.000 | 9.703.574 | 174.122.000 |
| 9            | 16-Jun-2014   | 4.135.398 | 5.439.000 | 9.574.398 | 168.683.000 |
| 10           | 16-Sep-2014   | 4.006.221 | 5.439.000 | 9.445.221 | 163.244.000 |
| 11           | 16-Dic-2014   | 3.877.045 | 5.439.000 | 9.316.045 | 157.805.000 |
| 12           | 16-Mar-2015   | 3.747.869 | 5.439.000 | 9.186.869 | 152.366.000 |
| 13           | 16-Jun-2015   | 3.618.693 | 5.439.000 | 9.057.693 | 146.927.000 |
| 14           | 16-Sept-2015  | 3.489.516 | 5.439.000 | 8.928.516 | 141.488.000 |
| 15           | 16-Dic-2015   | 3.360.340 | 5.439.000 | 8.799.340 | 136.049.000 |
| 16           | 16-Mar-2016   | 3.231.164 | 5.439.000 | 8.670.164 | 130.610.000 |
| 17           | 16-Jun-2016   | 3.101.988 | 5.439.000 | 8.540.988 | 125.171.000 |
| 18           | 16-Sep-2016   | 2.972.811 | 5.439.000 | 8.411.811 | 119.732.000 |
| 19           | 16-Dic-2016   | 2.843.635 | 5.439.000 | 8.153.458 | 114.293.000 |
| 20           | 16-Mar-2017   | 2.714.449 | 5.439.000 | 8.153.449 | 108.854.000 |

La estructura cuenta como mejora crediticia con una Cuenta de Reserva por el próximo servicio de deuda. Esta cuenta se constituye de una cuenta en el exterior y otra local y fue fondeada paulatinamente de acuerdo a lo estipulado en los documentos de la transacción. Luego de la última fecha de pago el 16/06/2017, la suma de los saldos en USD en el exterior y en pesos al tipo de cambio oficial en la cuenta local se encuentra por encima de los requerimientos mínimos, llegando a cubrir el 100% el próximo servicio deuda.

Por último, gracias a las nuevas políticas del BCRA, el fiduciario puede acceder al mercado único de cambios para la compra de divisas sin límite mensual, lo que permite mitigar el impacto de futuras devaluaciones para el pago de los servicios y ya contar con saldos en las cuentas fiduciarias en dólares.

## Títulos de Deuda Garantizado con Coparticipación Federal

Emisor: Provincia de Salta.

Marco Legal: deuda a emitirse bajo el Programa de Emisión de Deuda por hasta \$ 650 millones autorizado por Ley Provincial N°7867 y creado bajo el Decreto N°1207.

Monto: hasta \$ 250.000.000.

Vencimiento: 24 de abril de 2018.

Intereses: devengan una tasa fija del 27,5% nominal anual para los tres primeros servicios trimestrales y una tasa variable equivalente a la BADLAR más un 5,73% para los próximos 9 servicios trimestrales. El primer servicio de intereses será efectivo el 24 de julio de 2015.

Amortización de capital: en 8 cuotas trimestrales, iguales y consecutivas por un monto igual al 12,5% del capital de los títulos, pagaderos trimestralmente a partir del mes 15 contados a partir de la fecha de emisión.

Garantía: recursos provenientes del Régimen de Coparticipación Federal de Impuestos.

Eventos de Incumplimiento: falta de pago de los servicios de deuda, cambios adversos en la normativa provincial, incumplimiento en general de la deuda pública provincial y de ciertos covenants (acuerdos o pactos bajo el contrato de emisión), entre otros, que de activarse alguno se podrá declarar el Bono vencido y exigible con la aprobación de, al menos, el 25% de los tenedores.

Objetivo: financiación del plan de infraestructura básica de agua potable y saneamiento a ser ejecutadas en el período 2015-2019 de acuerdo a lo estipulado en la Ley Provincial N°7867.

Legislación: bajo la Ley argentina.

### Estructura y niveles de Cobertura

Según lo estipulado en el Contrato del Fideicomiso en Garantía, la coparticipación comenzará a retenerse por orden del Banco Macro (Fiduciario), mediante notificación al Banco de la Nación (Agente de Retención), en función a un cronograma de pago que puede ser modificado acorde a la evolución de la tasa de interés. La cuenta de cobranza deberá contar con los siguientes saldos mínimos:

#### 1. Durante el Periodo de Gracia:

- 1,20x el monto de los intereses de los TD pagaderos en la próxima fecha de pago deberá ser transferido tan pronto como sea posible dentro de los 30 días corridos anteriores a cada fecha de cálculo (5to día hábil anterior a cada fecha de pago);

#### 2. Durante el Periodo de Repago de Capital:

- 1,125x el monto de los intereses de los TD pagaderos en la próxima fecha de pago deberá ser transferido tan pronto como sea posible dentro de los 30 días corridos anteriores a cada fecha de cálculo;
- 1,125x el monto de capital de los TD pagadero en la próxima fecha de pago deberá ser transferido tan pronto como sea posible en un 50% entre el 25º día corrido y el 55º día corrido de cada período de intereses y el restante 50% dentro de los 30 días corridos anteriores a cada fecha de cálculo.

Si durante el Período de Repago de Capital, a los 30 días corridos anteriores a cualquier fecha de cálculo, la cuenta de cobranza no tuviera al menos el 50% del monto de capital de los TD correspondiente a la próxima fecha de pago, el Fiduciario intimará a la Provincia para que deposite dentro de los 5 días hábiles en la cuenta de cobranza las sumas necesarias para alcanzar mínimo requerido.

FIX analizó los niveles de cobertura en distintos niveles de estrés y concluyó que los mismos son adecuados. Esto sumado al mecanismo de la garantía de retención y pago permite que la calificación de los TD Clase 1 se encuentre 2 escalones por encima del riesgo emisor.

### Seguimiento del Bono

A la fecha del presente informe de calificación se abonaron ocho servicios de intereses bajo estos títulos. En estos primeros servicios se devenga una tasa fija del 27,5%. Respecto al pago de capital, se encuentra en período de gracia hasta el mes 15.

## Anexo D. 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 27 de julio de 2017, bajó las calificaciones vigentes de la Provincia de Salta a 'A-(arg)' desde 'A(arg)' y la calificación de corto plazo a 'A2(arg)' desde 'A1(arg)', como así también la de los instrumentos de deuda. El detalle se presenta a continuación:

| Concepto / Título   | Calificación | Perspectiva | Calificación anterior | Perspectiva anterior |
|---|--------------|-------------|-----------------------|----------------------|
| Emisor Endeudamiento de Largo Plazo   | A-(arg)      | Negativa    | A(arg)                | Estable              |
| Títulos de Deuda garantizados con Regalías Hidrocarburíferas por USD185.000.000 | A-(arg)      | Estable     | A(arg)                | Estable              |
| Títulos de Deuda Clase 1 garantizados con Coparticipación por \$250.000.000     | A+(arg)      | Negativa    | AA-(arg)              | Estable              |
| Títulos de Deuda por USD350.000.000   | A-(arg)      | Negativa    | A(arg)                | Estable              |
| Programa de Letras del Tesoro vto. 2017 por hasta \$1.965.000.000               | A2(arg)      | No aplica   | A1(arg)               | No aplica            |

**Categoría AA(arg):** "AA" nacional implica una muy sólida calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país. El riesgo crediticio inherente a estas obligaciones financieras difiere levemente de los emisores o emisiones mejor calificados dentro del país.

**Categoría A(arg):** "A" nacional implica una sólida calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país. Sin embargo, cambios en las circunstancias o condiciones económicas pueden afectar la capacidad de repago en tiempo y forma en un grado mayor que para aquellas obligaciones financieras calificadas con categorías superiores.

**Categoría A1(arg):** Indica la más sólida capacidad de pago en tiempo y forma de los compromisos financieros respecto de otros emisores o emisiones del mismo país. Bajo la escala de calificaciones nacionales de FIX, esta categoría se asigna al mejor riesgo crediticio respecto de todo otro riesgo en el país. Cuando las características de la emisión o emisor son particularmente sólidas, se agrega un signo "+" a la categoría.

**Categoría A2(arg):** indica una satisfactoria capacidad de pago en tiempo y forma de los compromisos financieros respecto de otros emisores o emisiones del mismo país. Sin embargo, el margen de seguridad no es tan elevado como en la categoría superior.

**Nota:** 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:** las presentes calificaciones se realizaron en base a la información cuantitativa y cualitativa suministrada por la Provincia de Salta y el fiduciario de carácter privado al cierre provisorio 2016 y asimismo la siguiente información pública:

- Ejecuciones Presupuestarias y stock de deuda para el período 2012-2015 y provisorios al cierre 2016 y al primer trimestre 2017 disponible en [www.salta.gov.ar](http://www.salta.gov.ar).
- Presupuesto aprobado del año 2017 disponible en [www.salta.gov.ar](http://www.salta.gov.ar)
- Información de los pagos a los bonos disponible en [www.bolsar.gov.ar](http://www.bolsar.gov.ar)

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

**Determinación de las calificaciones:** Metodología de calificación Finanzas Públicas registrado ante la Comisión Nacional de Valores (disponible en [www.fixscr.com](http://www.fixscr.com) o en [www.cnv.gob.ar](http://www.cnv.gob.ar)).

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

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

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

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

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

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

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