

## Provincia del Chaco

### Informe Integral

#### Calificaciones

##### Emisor

Largo Plazo en Escala Nacional BBB-(arg)  
Corto Plazo en Escala Nacional A3(arg)

##### Instrumentos de Deuda

Títulos de Deuda Vto. 2026 por USD 40.444.100 A-(arg)

Programa de Letras del Tesoro vto. 2017 por hasta \$ 1.600 millones\* A3(arg)

Programa de Letras de Tesorería 2017\*\* por hasta \$ 600 millones A3(arg)

##### Perspectiva

Negativa

\* Emisión autorizada por Decreto 98/17 en el marco del artículo 105 de la Ley 4.787 por \$600 MM y ampliado por el Decreto 1661/17 a \$1.600 MM.

\*\*Emisión autorizada por ley N°8.000 (Artículo 14), reglamentada por decreto 902/17

#### Provincia del Chaco

31 Dic 2016P 31 Dic 2015

Ingresos Operativos (\$ mill)	34.065	26.867
Deuda Consolidada (\$ mill)	12.720	7.201
Balance Operativo/ Ingresos Operativos (%)	-3,1	5,9
Servicio de Deuda/ Ingresos Corrientes (%)	10,4	5,0
Deuda/ Bce Corriente (x)	-9,3	5,5
Balance Operativo/ Intereses Pagados (x)	-2,8	5,1
Gasto de Capital/ Gasto Total (%)	12,0	18,5
Balance Presupuestario/ Ingresos Totales (exc. Nueva Deuda) (%)	-11,1	-2,0
Balance Corriente/ Gasto de Capital (%)	-26,1	21,6

P-Provisorio  
Información provista por la Contaduría General de la Provincia del Chaco

#### Analistas

##### Analista Principal

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

##### Analista Secundario

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

**Cambio de Perspectiva:** FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO “afiliada de Fitch Ratings” –en adelante FIX o la calificador– cambió la perspectiva a ‘Negativa’ desde ‘Estable’ de las calificaciones de largo plazo de la Provincia del Chaco (PCH) y sus títulos debido al deterioro del margen operativo y una mayor inflexibilidad del gasto que afecta negativamente la sostenibilidad de la deuda.

**Deterioro del desempeño operativo:** FIX considera que el margen operativo para 2017 será deficitario, a pesar que el presupuesto aprobado estima un margen del 7%. El primer trimestre del año evidencia un deterioro respecto a igual período del año pasado por un mayor aumento del gasto operativo que no fue acompañado por los ingresos operativos.

**Baja flexibilidad presupuestaria:** el deterioro del margen operativo fue acompañado por un incremento de la rigidez del gasto. FIX entiende que se mantendrá en niveles elevados durante 2017 producto de incrementos de nómina y presiones salariales. En 2015 el gasto en personal representó el 60,1% de los ingresos operativos, y en 2016 se incrementó hasta el 70,6%.

**Presión del Sistema de Seguridad Social:** el déficit de la Caja de Jubilaciones, no transferida y parcialmente armonizada, presiona aún más el margen operativo deficitario. Por la armonización, en 2017 recibiría \$ 600 millones (40% del déficit estimado).

**Ajustada liquidez:** FIX considera que la PCH registra un marcado deterioro de la situación de liquidez junto a un aumento del riesgo de refinanciación. Chaco, como forma de financiar los déficits estacionales de caja, recurre a la emisión de Letras de Tesorería. Estas emisiones han sido ampliadas en dos oportunidades a lo largo del año, y el saldo actual en circulación asciende a \$ 1.660 millones, pero con una concentración de vencimientos en el corto plazo.

**Moderado nivel de endeudamiento:** FIX estima que a fines de 2017 la deuda consolidada ascenderá a alrededor de \$17 mil millones ó 38,3% de los ingresos corrientes presupuestados. Se asumió que la PCH tomará todo el endeudamiento autorizado por la ley 7.999 en 2017 por \$ 4.900 millones. Esta política más agresiva en términos de la utilización del crédito público quebró la tendencia declinante de los últimos años en el nivel de endeudamiento.

**Adecuada composición de deuda:** para el cierre de 2017, FIX estima que la deuda con el gobierno nacional, considerado un acreedor amigable, será del 43%. Por su parte, la deuda en moneda extranjera sería de un 42%, frente a un 54% en 2016. Cabe destacar que Chaco (PCH) no posee ingresos que estén vinculados a la evolución del dólar.

**Baja autonomía financiera:** la PCH cuenta con una estructura de recursos fuertemente vinculada a los ingresos federales (recursos corrientes y de capital). 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.

**Débiles indicadores socio-económicos:** la PCH presenta débiles indicadores de desarrollo humano y económico. Esta condición incide en la limitada autonomía financiera de la Provincia dada la baja capacidad contributiva de la población y una actividad productiva de bajo valor agregado con importante participación del empleo público.

FIX ha utilizado la información provista por el Ministerio de Hacienda de la Provincia. Para el periodo 2012-2015, se utilizó las cuentas de inversión definitivas generadas por la Contaduría General de la Provincia. Para el cierre provisorio del 2016 y los parciales de 2016 y 2017, se utilizó la información del Ministerio de Hacienda de la Provincia confeccionados bajo la Ley de Responsabilidad Fiscal. Esta información es remitida periódicamente al Ministerio de Hacienda de la Nación.

## Sensibilidad de las Calificaciones

**Liquidez:** en caso de que no se completen exitosamente las operaciones de crédito previstas para el presente ejercicio a fines de superar los problemas de liquidez en el corto plazo, FIX podría accionar a la baja las calificaciones vigentes de la Provincia.

**Capacidad de pago:** una mejora del margen operativo con impacto en la capacidad de pago de la Provincia, podrían presionar las calificaciones a la suba. La calificadora opina que de no mediar una recomposición en el corto y mediano plazo del margen operativo, la capacidad de pago de PCH se mantendrá ajustada.

**Garantía de los TD:** un cambio en la evolución de la garantía y/o un incremento en la afectación de los recursos de coparticipación con impacto negativo en los niveles de cobertura de los servicios, podría presionar a la baja la calificación. A su vez cambios en la calificación de la Provincia podría impactar sobre la calificación de los TDP en la misma dirección.

## Resumen: Fortalezas y Debilidades\*

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

\* Relativo a su categoría de calificación

### Fortalezas:

- Adecuado nivel de endeudamiento en términos de los ingresos operativos, aunque con un deterioro en el nivel de sostenibilidad.
- Adecuada composición del stock de deuda.

### Debilidades:

- Ajustados márgenes operativos, con tendencia al deterioro.
- Elevada rigidez presupuestaria por el lado del gasto.
- Ajustada liquidez, junto a un elevado riesgo de refinanciamiento.
- Limitada autonomía por el lado de los ingresos.
- Débiles indicadores socio-económicos.

## Marco institucional

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 muchos casos no objetivas sobre las autorizaciones para la emisión y refinanciación de deuda y

## Criterios Relacionados

[Metodología de Calificación de Finanzas Públicas](#) registrado ante la Comisión Nacional de Valores

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. Se espera que el 2017 sea similar en un contexto de importantes desafíos macroeconómicos.

FIX opina que un cambio en el marco institucional entre Nación-Provincias es complejo para ser resuelto en el corto-mediano plazo; sin embargo, reconoce un cambio positivo en el entorno operativo entre el gobierno nacional y los gobiernos provinciales y municipales, que resulta en un mayor diálogo y coordinación para abordar las diferentes problemáticas estructurales con el fin de garantizar una mejora en la sustentabilidad y en el desempeño fiscal-financiero de los gobiernos sub-soberanos.

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 del Chaco

De acuerdo a la Constitución de la PCH, la administración del gobierno provincial es responsabilidad del Poder Ejecutivo, cuyo titular es el Gobernador, y en caso de ausencia lo ejerce el Vice-gobernador, ambos elegidos directamente por el voto popular. Por su parte, el Poder Legislativo provincial está compuesto por una cámara de diputados.

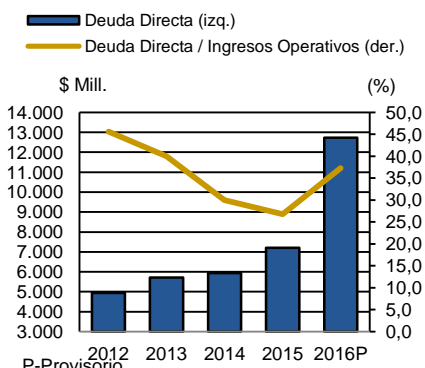
El Poder Judicial está presidido por el Superior Tribunal de Justicia, formando parte del mismo tribunales inferiores distribuidos en seis circunscripciones judiciales. Los miembros del Superior Tribunal de Justicia y el Procurador General son designados por el Poder Ejecutivo provincial a propuesta del Consejo de la Magistratura. Los demás miembros de la administración de justicia son designados por el Superior Tribunal de Justicia también a propuesta del Consejo de la Magistratura.

A su vez, la Provincia está subdividida políticamente en 25 departamentos, que carecen de forma de gobierno o administración autónoma y por su parte éstos se componen de municipios gobernados por un intendente elegido por voto popular. Los municipios de la Provincia reciben recursos que son distribuidos bajo los lineamientos estipulados en la Ley Provincial N°3188 y la Constitución Provincial de 1994. La Provincia distribuye a los municipios el 15,5% de los recursos provinciales recaudados bajo el impuesto de ingresos brutos e impuesto de sellos y el 15,5% de los recursos que recibe la Provincia por el régimen de coparticipación impuestos nacionales y algunos regímenes especiales de distribución automática de impuestos nacionales, como ser el impuesto a los bienes personales, el excedente conurbano bonaerense (imp. ganancias) y monotributo.

## Deuda y Liquidez

El nivel de endeudamiento con relación a los ingresos operativos descendió ininterrumpidamente en el período 2012-2015, la deuda versus los ingresos operativos era de 26,8% en 2015 comparado con el 45,5% al cierre de 2012 (ver gráfico 1). Sin embargo, al cierre de 2016, la deuda directa ascendió a \$ 12.720,1 millones, equivalente a 37,3% de los ingresos operativos de 2016, lo que rompió la tendencia a la baja registrada anteriormente. FIX, asumiendo que la PCH tomará todo el endeudamiento autorizado por ley por \$4.900 millones, y \$ 600 millones adicionales del Programa de Letras 2017 a 365 días que pueden trascender el ejercicio, estima

**Gráfico 1: Evolución de la Deuda**



P-Provisorio  
 Elaboración: FIX  
 Fuente: Provincia del Chaco -  
 Contaduría General

que finalizará el 2017 con un stock de deuda de \$17.205 millones, que representaría el 38,3% de los ingresos corrientes presupuestados.

La razón del incremento en 2016 se debió principalmente a la emisión de un bono en el mercado internacional por USD 250 millones, a tasa de interés fija de 9,375% devengada y pagadera semestralmente. El vencimiento es a 8 años (agosto de 2024), con pagos de capital anual en los últimos tres años. Estos títulos son una obligación senior no subordinada de la Provincia. La Ley Provincia N° 7782 del 02/04/2016 autorizó la emisión por la necesidad de afrontar el pago de sentencias judiciales contra el gobierno provincial por hasta \$ 1.800 millones y para financiar proyectos de inversión pública para estimular la economía provincial y municipal, en un contexto recesivo.

FIX considera que las condiciones de la deuda son adecuadas, si bien en los últimos años se observa cierto deterioro. Al cierre de 2016 la deuda con el gobierno nacional (en pesos, a tasa fija y de largo plazo), considerado un acreedor amigable, fue de 42,4%. Por su parte la deuda en moneda extranjera fue un 54,2% en 2016 frente a un 11% en 2012, incremento que se registra a partir del 2014 con la obtención del préstamo del BNDES y se acentuó al cierre del 2016 como consecuencia de la emisión por USD 250 millones. Cabe destacar que Chaco no posee ingresos vinculados a la evolución del dólar de manera de mitigar el descalce de moneda.

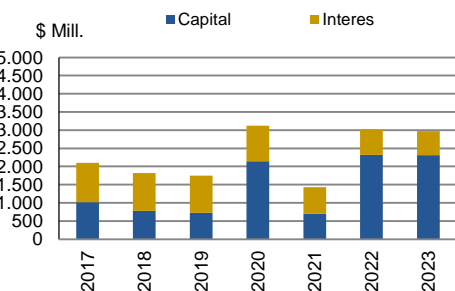
Adicionalmente, en el 2016 Chaco contrajo un préstamo con el Gobierno Nacional por un monto de \$1.410 millones en el marco del Acuerdo Nación-Provincias ratificado por la Ley Nacional N° 27.260 y la Ley Provincial N° 7.821. Este último acuerdo establece la posibilidad de que las provincias puedan tomar 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 FGS, equivalente a 6 puntos porcentuales 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 estarán garantizados con cesión de coparticipación federal que le corresponda a la respectiva Provincia. En el transcurso del primer trimestre del 2017, Chaco contrajo este nuevo préstamo con el FGS por \$940 millones.

Respecto a la capacidad de pago de la Provincia, el indicador de deuda versus el balance corriente se presenta volátil y más ajustado, en el 2015 fue de 5,5x (veces). Debido a que la Provincia finalizó el 2016 con un margen operativo deficitario (-3,1%), este ratio se deterioró notablemente (-9,3X). Por este motivo, FIX observa un sensible deterioro en la capacidad de pago. En el gráfico 2 se puede observar el cronograma de deuda asumiendo la deuda vigente y las proyecciones de endeudamiento provistas por la Provincia y la evolución del tipo de cambio sobre los supuestos de FIX, del cual se desprende un adecuado perfil de vencimientos, producto de la emisión internacional realizada durante 2016.

Debe mencionarse que en el 2012, a raíz de las regulaciones cambiarias impuestas por el Gobierno Nacional, la Provincia incumplió en la moneda de pago de los Bonos de Saneamiento Garantizado (BOSAGAR Serie I y Serie II), no calificados por FIX. Con el levantamiento del cepo cambiario, los vencimientos de deuda a partir de 2016 están siendo abonados en dólares estadounidenses.

Por último, respecto a los Títulos de Deuda (TD) 2026, calificados por FIX, los mismos cuentan con garantía de recursos de coparticipación de impuestos, cedidos a un Fideicomiso en Garantía, cuyo Fiduciario es el BBVA Francés. Si bien FIX pondera dentro de la calificación de estos títulos, la garantía y la estructura de pago por la cual el flujo cedido no pasa por la PCH ya que es retenido directamente por el Banco de la Nación Argentina, considera que la calidad crediticia de los instrumentos se encuentra altamente influenciada por la calidad crediticia del emisor. Para más detalle dirigirse al Anexo C.

**Gráfico 2: Cronograma de Deuda**



Elaboración: FIX  
Fuente: Provincia del Chaco - Ministerio de Hacienda



## Liquidez

La PCH registra un marcado deterioro de la situación de liquidez junto a un aumento del riesgo de refinanciación. Chaco, como forma de financiar los déficits estacionales de caja, recurre a la emisión de Letras de Tesorería. Estas emisiones han sido ampliadas en dos oportunidades a lo largo del año, y el saldo actual en circulación asciende a \$ 1.660 millones, pero con una marcada concentración de vencimientos en el corto plazo.

El Programa de Letras autorizado por el Decreto provincial 98/17 (sancionado el 19/01/2017), permitió una emisión por un valor nominal de hasta \$ 600 millones, que deben ser cancelados previo a la finalización del ejercicio financiero, el 31/12/2017. Luego, el 26/04/2017, el Congreso Provincial emitió la ley N°8.000 (Artículo 14), reglamentada por decreto 902/17, que autorizó un nuevo programa por hasta \$ 600 millones con vencimiento a los 365 días desde su emisión (pueden trascender el ejercicio), con el destino original de reemplazar el saldo en circulación del Programa Decreto 98/17 (también por \$ 600 millones). El 10/08/2017 la Provincia emitió \$ 746,9 millones bajo el programa 98/17 con la autorización legal del Decreto 1661/17, que amplió el Programa 98/17 a \$ 1.600 millones que deben ser cancelados antes del 31/12/2017. Por la superposición de ambos programas, al 11/08/2017 el saldo en circulación de letras de la PCH es de \$ 1.660 millones, pero la PCH cuenta con autorización para que sólo \$600 millones trasciendan el ejercicio.

Desde el año 2012, Chaco hace uso de la emisión de Letras de Tesorería de corto plazo para administrar su posición de liquidez. Por Ley N°4.787, la Tesorería General podrá emitir Letras cuando así lo disponga el Poder Ejecutivo, hasta el monto que fije anualmente la Ley de Presupuesto de la Administración Pública Provincial, cuando el rescate de las Letras sea posterior a la finalización del ejercicio financiero. Asimismo, la Tesorería General podrá emitir Letras por hasta el monto que determine el Poder Ejecutivo por Decreto en acuerdo general de ministros para cubrir las deficiencias estacionales de caja las cuales deberán ser reembolsadas antes de la finalización del ejercicio financiero en el que se emitan o antes de la finalización del mandato del titular del Poder Ejecutivo en el último año de su gestión. Éste último fue el caso del de las Letras voto. 2017 por hasta \$ 600 millones, cuyo vencimiento puede trascender el ejercicio, aunque el plazo de cada serie no podrá ser mayor a los 365 días contados desde la fecha de emisión, con un vencimiento final del 31/12/2018.

Al igual que otras provincias argentinas, la PCH hace uso de la deuda operativa con proveedores y contratistas (deuda flotante) como mecanismo de financiamiento. Al cierre de 2016, la Provincia presentaba indicadores ajustados, con deuda flotante equivalente al 12,7% de los Ingresos totales y 38 días de gasto primario. Al cierre de 2016, los saldos líquidos cubrieron sólo un 14,7% la deuda flotante mientras que en 2015 cubrían 42,2%. Esta deuda se incrementó a 38 días del gasto primario contra 32,7 días en 2015.

Otro de los mecanismos para hacer frente a situaciones de falta de liquidez es la solicitud al Gobierno Nacional de adelantos de coparticipación, que se cancelan durante el mismo ejercicio a cuenta de futuros ingresos coparticipables. A través de este mecanismo, Chaco solicitó durante el 2016 adelantos por \$750 millones, que finalizado el año fueron retenidos por Nación y no presentó saldo deudor. Adicionalmente, desde 2017 la PCH, al igual que varias provincias, comenzaron a utilizar adelantos de coparticipación por parte del Gobierno Nacional que se cancelan durante el mismo mes que fueron solicitados a cuenta de futuros ingresos coparticipables. Estos adelantos no son consolidados como deuda pública con el Gobierno Nacional. Según informaron autoridades provinciales, este mecanismo de acceso a liquidez fue suspendido por el Gobierno Nacional, y se están negociando créditos a mayor plazo para reemplazar esta fuente de financiamiento.

Finalmente, los fondos provenientes de la emisión de deuda en el mercado de capitales internacional en el 2016 se destinaron a la constitución de fideicomisos que generan rentabilidad a fin de mantener el poder adquisitivo de los mismos para afrontar el destino previsto en la ley N°7782. Estos fondos no están considerados como disponibilidades de la PCH y se encuentran invertidos en fondos comunes de inversión de alta liquidez.

## Contingencias

La PCH es una de las provincias argentinas que no transfirió su sistema de Seguridad Social al gobierno nacional. En el período 2012-2016 las contribuciones de la seguridad social nunca fueron suficientes para cubrir las prestaciones a la misma.

Tal cual lo estipulado por ley, los déficits previsionales deben ser cubiertos por el Gobierno Nacional mediante acuerdos de transferencia, aunque desde el año 2011 no se han recibido fondos de Nación, deteriorando el desempeño operativo de la PCH. Si se incluye la presión del sector previsional a las cuentas provinciales, el margen operativo de la PCH cae a 0,7% en promedio de los últimos años (2012-2016), sensiblemente inferior al 2,9% si se aísla el efecto adverso del Sistema de Seguridad Social (*ver gráfico 4*).

Con la Ley Nacional N°27.260, donde se ratifica el Acuerdo Nación-Provincias de mayo de 2016, se sentaron las bases para lograr un acuerdo sobre la armonización de los sistemas previsionales entre Nación y Provincias que no han transferido sus cajas previsionales, a efectos de lograr una igualdad de recursos entre todos los gobiernos provinciales. La medida busca establecer un sistema que guarde cierta automatización y evite las discrecionalidades a la hora de financiar los déficits previsionales de las cajas provinciales. Si bien la Ley Nacional N° 27.260 definió el marco legal de la armonización de los sistemas previsionales entre Nación y Provincias, aún no se han definido los puntos armonizados por la provincia. No obstante, la PCH recibió por este concepto \$320 M en 2016 y recibiría \$600M en 2017 (\$51M por mes), lo que refuerza la flexibilidad presupuestaria, aunque FIX evaluará la implementación y las implicancias fiscales y financieras de esta medida.

Por último, Chaco tiene sentencias judiciales en su contra por hasta \$ 1.800 millones por juicios de empleados del Poder Judicial y a través de la Ley N° 7751 se dispuso la consolidación en el Estado Provincial de las obligaciones vencidas y se reguló su pago en un período de diez años. Al 31/07/2017 se han suscripto 837 convenios de pago por un total de \$ 854 millones, de los cuales se pagó un total de \$548 millones de la deuda correspondientes, alcanzando a 837 actores sobre un total de 1.342.

A través del decreto N°39/16, Chaco adhirió a la Ley Nacional N°27.200 que mantiene la vigencia de la ley N°26.896 de manera que extiende la prórroga de la Ley de Emergencia Pública declarada por Ley Provincial N°5.054 hasta el 31.12.2017.

## Desempeño presupuestario

Los *Anexos A y B* incluyen información de las cuentas de la administración central y los organismos descentralizados proporcionados por el Ministerio de Hacienda sobre la base de las cuentas de inversión cerradas por la Contaduría General (2012-2015). Adicionalmente, se analizaron los ejercicios fiscales parciales de Hacienda al cierre provisorio de 2016 y marzo de 2016 y 2017.

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

	2014	2015	2016P
- Ingresos Brutos	2.370	3.226	4.295
- Inmobiliario	15	27	48
- Sellos	259	400	517
- Otros	152	231	264
<b>Tributarios provinciales</b>	<b>2.796</b>	<b>3.884</b>	<b>5.125</b>
<b>No tributarios provinciales</b>	<b>164</b>	<b>245</b>	<b>381</b>
<b>Tributarios nacionales</b>	<b>15.126</b>	<b>20.595</b>	<b>26.471</b>
<b>Transferencias corrientes</b>	<b>1.724</b>	<b>2.143</b>	<b>2.087</b>
<b>Total ingresos operativos<sup>a</sup></b>	<b>19.810</b>	<b>26.867</b>	<b>34.065</b>

<sup>a</sup> - no incluye ingresos por rentas de la propiedad (intereses cobrados).

P-Provisorio.

Fuente: Provincia del Chaco - Contaduría General. Cálculos de FIX.

## Ingresos operativos

En el año 2016, los ingresos operativos (sin incluir rentas de la propiedad) de la PCH ascendieron a \$ 34.065 millones, registrando un aumento nominal interanual del 26,8%, inferior al 35,6% registrado en el 2015. La desaceleración en el crecimiento se explica principalmente por el menor aumento de los ingresos nacionales (+34,9% en 2015 frente a +25,6% en el 2016), cuyo peso relativo en la estructura de ingresos de la Provincia es elevado. Al primer trimestre del 2017, los ingresos operativos se incrementaron un 40,3% respecto al mismo periodo del año anterior totalizando \$9.818 millones. Este incremento fue impulsado por los ingresos propios (+46,4% interanual) y en menor medida por los ingresos nacionales (+39,1%).

Chaco, como todas las provincias argentinas con indicadores socioeconómicos relativamente débiles, tiene una baja autonomía financiera debido que los ingresos están concentrados en las transferencias de origen nacional (incluye Coparticipación): éstas promediaron una participación de 84,9% en los ingresos operativos en el período 2012-2016 versus el 54,9% de media provincial, excluyendo a la Ciudad de Buenos Aires. Chaco se presenta como una de las provincias más débiles en cuanto a autonomía recaudatoria. Sin embargo, FIX destaca que la dependencia es principalmente de recursos que se distribuyen en forma automática bajo lo estipulado por Ley.

Tras el acuerdo entre Nación-Provincias ratificado por Ley Provincial N°7.821 y suscripto el 23 de mayo de 2016 (aunque con efectos retroactivos al 1 de enero de 2016), mediante el cual se acordó 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, Chaco estima percibir en concepto de coparticipación federal de impuestos un monto de \$ 34.515 millones en el año 2017, que se suman a los \$3.539 millones esperados por transferencias corrientes. De acuerdo al presupuesto aprobado, los ingresos nacionales se incrementarían un 33,3% en 2017 en relación a 2016 y en el caso de los ingresos propios lo harán al 22,8%.

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

	2014	2015	2016P
- Personal	11.656	16.146	24.041
- Bs y Ss no personales	1.765	2.388	2.832
-Transferencias corrientes	4.731	6.738	8.236
<b>Total gastos operativos<sup>a</sup></b>	<b>18.152</b>	<b>25.272</b>	<b>35.118</b>

<sup>a</sup> - no incluye intereses pagados.

P - Provisorio

Fuente: Provincia del Chaco - Contaduría General. Cálculos de FIX.

## Gastos operativos

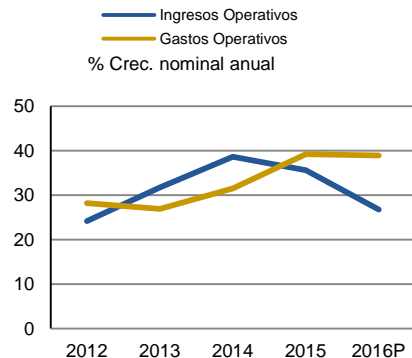
Los gastos operativos en 2016 totalizaron \$ 35.118 millones, equivalente a un aumento nominal del 39% respecto al 2015, por encima de la suba del 32,6% promedio anual para el período 2012-2015. Al 31.03.2017, este indicador aumentó un 47,1% respecto al mismo periodo del 2016, impulsado por el gasto en personal (+44,2%) y las transferencias al sector privado y municipios (+54,9%).

El rol del sector público provincial como principal empleador combinado a las presiones inflacionarias, determinan una estructura de gastos cada vez más rígida y expuesta a las negociaciones salariales: el gasto en personal absorbió un 68,5% de los ingresos operativos del 2016 frente a un 61,9% en el 2012, siendo ésta partida la más representativa dentro del rubro gastos. Esta tendencia se mantiene al primer trimestre del 2017, registrando un 70,2% de los gastos operativos debido a incrementos de nómina de personal y a aumentos salariales. Si bien el Presupuesto 2017 estima que este indicador alcanzará el 67,5%, FIX entiende que las presiones inflacionarias harán de difícil cumplimiento esta meta.

## Balance operativo e Inversión

En el 2016 Chaco registró una reducción del margen operativo siendo el mismo de -3,1% frente a 5,9% en el 2015, mientras que durante el periodo 2013-2015 el promedio se ubicó en un 6%. El deterioro de 2016 se sustenta principalmente en el incremento de los gastos operativos (+39%) por encima de los ingresos (+26,8%), en donde el rubro gasto en personal se incrementó significativamente (+49,0% interanual). Las mejoras esperadas en 2016 por el lado del mayor ingreso por la eliminación gradual de la retención del 15% de la masa coparticipable, no permitió

**Gráfico 3: Ingresos y Gastos operativos**



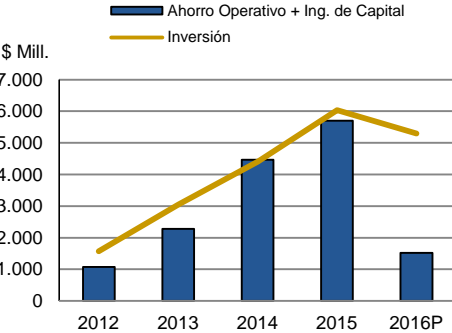
Elaboración: FIX  
P - Provisorio  
Fuente: Provincia del Chaco - Contaduría General

contrarrestar el significativo incremento en los gastos operativos. En el presupuesto 2017 se estimó un margen operativo positivo (7%), pero FIX, en base a supuestos más conservadores, considera que el mismo será deficitario.

Si se incluye la presión del sector previsional a las cuentas provinciales, el margen operativo de la PCH cae a 0,7% en promedio de los últimos años (2012-2016), sensiblemente inferior al 2,9% si se aísla el efecto adverso del Sistema de Seguridad Social (*ver gráfico 4*). En tanto en 2016 el margen operativo deficitario de -3,1% se deteriora al -5,1%. FIX observa un deterioro del desempeño operativo al primer trimestre del 2017, que registra un 3,9% frente a un 8,3% a igual período del 2016, por lo que estima que finalizará el año con un resultado operativo, sin incluir las ISS, deficitario. Asimismo, la calificadora estima que considerando la presión de las ISS, el margen operativo de 2017 será negativo, aunque más moderado que el de 2016 (-5,1%).

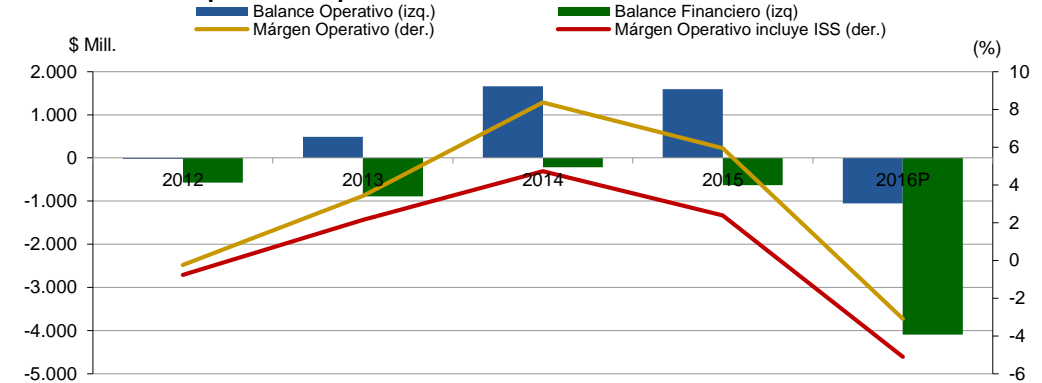
La generación de márgenes operativos positivos, pero acotados, determinó que la dinámica de la inversión pública de la PCH quede atada a la evolución de las transferencias de capital de parte del gobierno nacional en el período 2012-2014 (con balances financieros positivos o levemente negativos) y al endeudamiento en 2015 y 2016 (con sensibles déficits financieros). A partir del 2016 se esperaba que los ingresos de capital aumenten por el plan de inversión del gobierno

**Gráfico 5: Financiamiento Inversión**



Elaboración: FIX  
P - Provisorio  
Fuente: Provincia del Chaco

**Gráfico 4: Desempeño Presupuestario**



Elaboración: FIX / Fuente: Provincia del Chaco - Contaduría General  
P - Provisorio

federal en el norte del país (Plan Belgrano), aunque este flujo de capital aún está retrasado. Adicionalmente, dado el nuevo contexto nacional se espera que las inversiones regionales estén también vinculadas a fuentes de financiamiento en el mercado de capitales, tal es el caso de la emisión en el mercado internacional por USD 250 millones que incluye partidas de asignación específica a obras por \$1.850 millones que se encuentran en fondos fiduciarios específicos.

La inversión promedió el 15,8% del gasto total para el período 2012-2016, pero al primer trimestre del 2017 se ubica en un 10,2%, frente al 14,5% registrado en igual período de 2016.

## Gestión y Administración

El actual Gobernador es el Ingeniero Domingo Peppo, perteneciente al Partido Frente Chaco Merece Más. Peppo fue electo el 20 de septiembre de 2015 por el 55,43% para gobernar la Provincia durante el período 2015-2019.

El Plan de Gobierno se sostiene sobre tres ejes que son el empleo, el sistema de ciudades y la presencia del Estado en sectores claves. Respecto al empleo, se busca potenciar el desarrollo económico mediante la promoción económica en el sector industrial, agropecuario y servicios, como así también afianzar el programa de obras públicas. El sistema de ciudades apunta a



promover el desarrollo de los municipios de la Provincia y la presencia del Estado se centra en la seguridad, educación, salud y desarrollo humano.

De acuerdo a lo informado por las autoridades, lo anterior se logra mediante una buena solvencia fiscal del gobierno provincial entendida como la generación de recursos tributarios genuinos que permitan el financiamiento del gasto del Estado y así contar con ahorro para implementar las políticas de inversión pública y social. La búsqueda de nuevos instrumentos financieros también se presenta como una alternativa para el desarrollo siempre y cuando sea acorde a las finanzas provinciales.

## Perfil socio-económico

Según el Censo 2010, la PCH registraba una población de 1.055.259 habitantes, equivalente al 2,6% de la población nacional. El crecimiento demográfico del Chaco respecto al Censo 2001 fue del 7,2%, por debajo del 10,6% a nivel nacional. De acuerdo a las proyecciones, se estima que viven en la Provincia 1.168.165 habitantes en el 2017.

En el 2014, el Producto Bruto Geográfico (PBG) de la PCH representó el 1,7% del producto nacional. Al igual que en todas las provincias argentinas, el PBG chaqueño, a datos del 2014, se concentra en los sectores de servicios con una participación del 60,8%, dentro de los cuales se destacan las actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler (11,2%) y el sector público que ocupa el rol de principal empleador (22,3%). Por su parte el 39,2% restante del PBG lo representan los sectores de bienes, donde la construcción es un motor importante de la economía (19,8%). Le siguen en importancia la actividad primaria (9,4%) y la industria manufacturera (8,6%)

Históricamente la PCH fue líder en la producción de algodón, representado aproximadamente el 60% de la producción nacional de este cultivo. Sin embargo, al igual que en todas las provincias agropecuarias argentinas, el cultivo de soja adquirió enorme importancia en la última década, siendo hoy el principal producto de la PCH.

La escasa participación de sectores productivos de mayor valor agregado provoca que la generación de riqueza de la PCH sea inferior a la media nacional: el producto per cápita chaqueño a 2014 representaba poco menos del 50% de la media nacional; sin embargo desde 2003 hasta 2014 la economía provincial creció a un ritmo anual del 7,83%, tasa muy superior a la media nacional, crecimiento impulsado mayormente por la inversión pública y la industria manufacturera.

Los indicadores socioeconómicos de la PCH históricamente fueron de los más débiles del país, aunque en la última década se fortalecieron como resultado del crecimiento económico, la mayor cobertura social y las transferencias de parte del gobierno nacional.

## Desempleo y pobreza

Se observó un repunte en el último año en la tasa de desempleo, según INDEC la misma fue del 1,4% al primer trimestre de 2017 versus el 9,2% para el consolidado de aglomerados urbanos. La tasa de empleo al primer trimestre 2017 era del 34,7%, en comparación con el 37,5% del segundo trimestre del 2016, un mejor desempeño que la nación que registraba 41.3% y 41.7%, respectivamente.

## Anexo A

### Provincia del Chaco

#### Consolidado Administración Central y Organismos Descentralizados

\$ Millones	2012	2013	2014	2015	2016P	3m 2016	3m 2017
Impuestos (incluye Coparticipación de Impuestos)	9.683,6	13.089,7	17.922,0	24.479,4	31.595,1	6.724,6	8.964,6
Otras transferencias Corrientes recibidas	1.051,4	1.059,6	1.723,8	2.142,9	2.087,2	196,2	788,7
Regalías, tasas, derechos, otros ingresos no tributarios	110,8	140,0	163,7	245,1	382,9	76,1	64,4
<b>Ingresos Operativos</b>	<b>10.845,8</b>	<b>14.289,3</b>	<b>19.809,5</b>	<b>26.867,4</b>	<b>34.065,3</b>	<b>6.996,8</b>	<b>9.817,7</b>
Gastos operativos	(10.871,2)	(13.801,0)	(18.152,6)	(25.272,3)	(-35.118,0)	(6.414,1)	(9.435,1)
<b>Balance Operativo</b>	<b>(25,4)</b>	<b>488,3</b>	<b>1.657,0</b>	<b>1.595,1</b>	<b>(1.052,8)</b>	<b>582,7</b>	<b>382,6</b>
Intereses cobrados	10,3	13,7	27,2	25,8	56,5	10,2	11,4
Intereses pagados	(86,9)	(134,8)	(296,2)	(315,0)	(375,0)	(47,7)	(466,1)
<b>Balance Corriente</b>	<b>(102,0)</b>	<b>367,2</b>	<b>1.387,9</b>	<b>1.305,9</b>	<b>(1.371,3)</b>	<b>545,2</b>	<b>(72,1)</b>
Ingresos de capital	1.102,5	1.787,1	2.808,5	4.104,4	2.572,1	700,8	617,4
Gasto de capital	(1.570,7)	(3.045,4)	(4.409,4)	(6.039,0)	(5.263,0)	(1.108,0)	(1.633,4)
<i>Balance de capital</i>	<i>(468,2)</i>	<i>(1.258,4)</i>	<i>(1.600,9)</i>	<i>(1.934,6)</i>	<i>(2.690,9)</i>	<i>(407,2)</i>	<i>(1.016,0)</i>
<b>Balance Financiero</b>	<b>(570,2)</b>	<b>(891,2)</b>	<b>(213,0)</b>	<b>(628,6)</b>	<b>(4.062,2)</b>	<b>138,0</b>	<b>(1.088,1)</b>
Nueva deuda	402,6	820,6	644,6	504,9	9.323,9	13,1	5.005,9
Amortización de deuda	(158,2)	(368,9)	(1.111,3)	(1.018,8)	(3.177,3)	(76,8)	(4.422,4)
<i>Endeudamiento neto: aumento, (disminución)</i>	<i>244,4</i>	<i>451,7</i>	<i>(466,7)</i>	<i>(513,9)</i>	<i>6.146,6</i>	<i>(63,7)</i>	<i>583,5</i>
<b>Resultado Final</b>	<b>(325,8)</b>	<b>(439,4)</b>	<b>(679,7)</b>	<b>(1.142,5)</b>	<b>2.084,5</b>	<b>74,3</b>	<b>(504,6)</b>
<b>DEUDA</b>							
Corto Plazo	113,2	191,5	177,6	281,5	400,0	83,0	600,0
Largo Plazo	4.827,4	5.527,7	5.764,2	6.919,4	12.320,1	7.113,8	13.365,9
<b>Deuda Directa</b>	<b>4.940,6</b>	<b>5.719,2</b>	<b>5.941,8</b>	<b>7.200,9</b>	<b>12.720,1</b>	<b>7.196,8</b>	<b>13.965,9</b>
+ Deuda cuasi directa	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Riesgo Directo</b>	<b>4.940,6</b>	<b>5.719,2</b>	<b>5.941,8</b>	<b>7.200,9</b>	<b>12.720,1</b>	<b>7.196,8</b>	<b>13.965,9</b>
- Liquidez	n.d.	861,8	956,9	1.183,6	4.643,7	1.560,4	5.197,7
<b>Riesgo Directo Neto</b>	<b>4.940,6</b>	<b>4.857,4</b>	<b>4.984,9</b>	<b>6.017,3</b>	<b>12.720,1</b>	<b>7.196,8</b>	<b>13.965,9</b>
Garantías y otras deudas contingentes	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda neta indirecta (entes públicos exc. garantías)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Riesgo Final Neto</b>	<b>4.940,6</b>	<b>4.857,4</b>	<b>4.984,9</b>	<b>6.017,3</b>	<b>12.720,1</b>	<b>7.196,8</b>	<b>13.965,9</b>

#### Datos sobre Riesgo Directo

% moneda extranjera	11,0	18,3	22,5	38,2	54,2	42,5	52,2
% no bancaria	89,3	79,9	73,4	66,4	81,1	56,6	89,1
% tasa de interés fija	86,9	76,5	70,4	61,4	84,6	62,1	84,8

FIX ha utilizado la información provista por el Ministerio de Hacienda de la Provincia. Para el periodo 2012-2015, se utilizó las cuentas de inversión definitivas generadas por la Contaduría General de la Provincia. Para el cierre provisorio del 2016 y los parciales de 2016 y 2017, se utilizó la información del Ministerio de Hacienda de la Provincia confeccionados bajo la Ley de Responsabilidad Fiscal. Esta información es remitida periódicamente al Ministerio de Economía de la Nación. n.d.- no disponible

Fuente: Elaboración FIX sobre la base de la información proporcionada por la Provincia del Chaco - Ministerio de Hacienda y Contaduría General.

## Anexo B

### Provincia del Chaco

#### Consolidado Administración Central y Organismos Descentralizados

	2012	2013	2014	2015	2016P	3m 2016	3m 2017
<b>Ratios de Desempeño Presupuestario</b>							
Balance operativo/Ingresos operativos (%)	(0,2)	3,4	8,4	5,9	(3,1)	8,3	3,9
Balance corriente/Ingresos Corrientes <sup>a</sup> (%)	(0,9)	2,6	7,0	4,9	(4,0)	7,8	(0,7)
Balance financiero/Ingresos totales <sup>b</sup> (%)	(4,8)	(5,5)	(0,9)	(2,0)	(11,1)	1,8	(10,4)
Resultado final/Ingresos totales (%)	(2,7)	(2,7)	(3,0)	(3,7)	5,7	1,0	(4,8)
Crecimiento de ingresos operativos (variación % anual)	24,2	31,7	38,6	35,6	26,8	n.d.	n.d.
Crecimiento de gasto operativo (variación % anual)	28,2	27,0	31,5	39,2	39,0	n.d.	40,3
Crecimiento de balance corriente (variación % anual)	(145,8)	460,0	278,0	(5,9)	(205,0)	n.d.	47,1
<b>Ratios de Deuda</b>							
Crecimiento de deuda directa (variación % anual)	7,1	15,8	3,9	21,2	76,6	n.d.	94,06
Intereses pagados/Ingresos operativos (%)	0,8	0,9	1,5	1,2	1,1	0,7	4,7
Balance operativo/Intereses pagados (x)	(0,3)	3,6	5,6	5,1	(2,8)	12,2	0,8
Servicios de deuda directa/Ingresos corrientes (%)	2,3	3,5	7,1	5,0	10,4	1,78	49,73
Servicios de deuda directa/Balance operativo (%)	(964,1)	103,2	84,9	83,6	(337,4)	21,37	1277,70
Deuda Directa/Ingresos operativos (%)	45,5	40,0	30,0	26,8	37,3	25,7	35,5
Riesgo Directo/Ingresos corrientes (%)	45,5	40,0	30,0	26,8	37,3	25,7	35,5
Deuda directa/Balance corriente (x)	(48,4)	15,6	4,3	5,5	(9,3)	3,3	(48,4)
Riesgo directo/Balance corrientes (x)	(48,4)	15,6	4,3	5,5	(9,3)	3,3	(48,4)
Riesgo final neta/Ingresos corrientes (%)	45,5	34,0	25,1	22,4	37,3	25,7	35,5
Deuda directa/PBG (%)	12,3	11,2	9,4	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Deuda directa per capita (\$)	4.470	5.116	5.255	6.299	11.127	6.295	12.216
<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 (%)	89,3	91,6	90,5	91,1	92,7	96,1	91,3
Impuestos locales/Ingresos operativos (%)	13,5	16,3	15,6	15,9	16,2	15,5	17,6
Transferencias corrientes/Ingresos operativos (%)	9,7	7,4	8,7	8,0	6,1	2,8	8,0
Ingresos operativos/Ingresos totales <sup>b</sup> (%)	90,7	88,8	87,5	86,7	92,8	90,8	94,0
Ingresos totales <sup>b</sup> per capita (\$)	10.819	14.392	20.029	27.115	32.097	6.742	9.138
<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 (%)	61,9	62,6	64,2	63,9	68,5	71,6	70,2
Transferencias Corrientes realizadas/Gasto operativo (%)	28,0	27,2	26,1	26,7	23,5	22,7	23,9
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 (%)	12,4	17,6	18,4	18,5	12,0	14,5	10,2
Gasto de capital/PBG (%)	3,9	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.a.	n.a.
Gasto total per capita (\$)	11.478	15.520	21.201	28.556	38.430	6.689	13.958
<b>Financiamiento de Gasto de Capital</b>							
Balance corriente/Gasto de capital (%)	(6,5)	12,1	31,5	21,6	(26,1)	49,2	(4,4)
Ingresos de capital/Gasto de capital (%)	70,2	58,7	63,7	68,0	48,9	63,2	37,8
Endeudamiento neto/Gasto de capital (%)	15,6	14,8	(10,6)	(8,5)	116,1	(5,7)	35,7

FIX ha utilizado la información provista por el Ministerio de Hacienda de la Provincia. Para el período 2012-2015, se utilizó las cuentas de inversión definitivas generadas por la Contaduría General de la Provincia. Para el cierre provisorio del 2016 y los parciales de 2016 y 2017, se utilizó la información del Ministerio de Hacienda de la Provincia confeccionados bajo la Ley de Responsabilidad Fiscal. Esta información es remitida periódicamente al Ministerio de Economía de la Nación.

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

<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 del Chaco - Ministerio de Hacienda y Contaduría General.

## Anexo C. Instrumentos de Deuda

### Títulos de Deuda Vto. 2026 (TD Vto. 2026)

Monto: USD 40.444.100.

Vencimiento: 4/12/2026.

Moneda de pago: dólares o, en caso de evento cambiario, pesos al tipo de cambio vigente el día hábil anterior a la fecha de pago.

Rango: obligaciones garantizadas, directas e incondicionales de la PCH.

Colateral: recursos provenientes de la coparticipación federal de impuestos por hasta el monto total de los servicios de deuda, comisiones y gastos.

Servicios de Deuda: 80 cuotas trimestrales y consecutivas sobre el importe reestructurado, más los intereses devengados y capitalizados durante Nov.06-Feb.07, a partir del 04.03.2007. Las primeras 30 cuotas son equivalentes al 2,5% del monto y las 50 restantes al 0,5%. La tasa de interés es 4% anual sobre el saldo de capital adeudado, pagaderos en forma trimestral.

Garantía: coparticipación federal de impuestos cedida al fideicomiso en garantía, cuyo fiduciario es el BBVA Banco Francés. El fiduciario, retiene mensualmente un tercio de la cuota trimestral de capital, interés y gastos, a un tipo de cambio estimado. Al existir un descalce de moneda, el ajuste final de la recolección de los fondos se realiza sobre el último mes del trimestre. La cesión instrumentada estará en vigencia hasta que la PCH cumpla en su totalidad con todas y cada una de las obligaciones garantizadas.

Fondo de Reserva: equivalente a un servicio de capital e interés.

Seguimiento: a la fecha del presente informe se han abonado los servicios de amortización y renta de acuerdo a los términos y condiciones estipulados.

### Evolución de pagos TD vto. 2026

Nro. de pago	Fecha de pago	Interés (USD)	Capital (USD)	Cuota (USD)	Saldo
	04-Nov-2006	-	-	-	40.444.100
0	04-Feb-2007	407.765	-	407.765	40.851.865
1	04-Mar-2007	125.354	1.021.297	1.146.651	39.830.568
2	04-Jun-2007	401.579	1.021.297	1.422.876	38.809.272
3	04-Sep-2007	391.283	1.021.297	1.412.580	37.787.975
4	04-Dic-2007	376.844	1.021.297	1.398.141	36.766.679
5	04-Mar-2008	366.659	1.021.297	1.387.956	35.745.382
6	04-Jun-2008	360.392	1.021.297	1.381.689	34.724.085
7	04-Sep-2008	350.095	1.021.297	1.371.392	33.702.789
8	04-Dic-2008	336.105	1.021.297	1.357.402	32.681.492
9	04-Mar-2009	322.338	1.021.297	1.343.635	31.660.195
10	04-Jun-2009	319.204	1.021.297	1.340.501	30.638.899
11	04-Sep-2009	308.907	1.021.297	1.330.204	29.617.602
12	04-Dic-2009	295.365	1.021.297	1.316.661	28.596.306
13	04-Mar-2010	282.046	1.021.297	1.303.342	27.575.009
14	04-Jun-2010	278.017	1.021.297	1.299.313	26.553.712
15	04-Sep-2010	267.720	1.021.297	1.289.016	25.532.416
16	04-Dic-2010	254.625	1.021.297	1.275.921	24.511.119
17	04-Mar-2011	241.753	1.021.297	1.263.050	23.489.822
18	04-Jun-2011	236.829	1.021.297	1.258.126	22.468.526
19	04-Sep-2011	226.532	1.021.297	1.247.829	21.447.229
20	04-Dic-2011	213.884	1.021.297	1.235.181	20.425.933
21	04-Mar-2012	203.699	1.021.297	1.224.996	19.404.636
22	04-Jun-2012	195.641	1.021.297	1.216.938	18.383.339
23	04-Sep-2012	185.344	1.021.297	1.206.641	17.362.043
24	04-Dic-2012	173.145	1.021.297	1.194.441	16.340.746
25	04-Mar-2013	161.169	1.021.297	1.182.466	15.319.449
26	04-Jun-2013	154.454	1.021.297	1.175.750	14.298.153
27	04-Sep-2013	144.156	1.021.297	1.165.453	13.276.856
28	04-Dic-2013	132.404	1.021.297	1.153.701	12.255.560



29	04-Mar-2014	120.876	1.021.297	1.142.173	11.234.263
30	04-Jun-2014	113.266	1.021.297	1.134.563	10.212.966
31	04-Sep-2014	102.969	204.259	307.228	10.008.707
32	04-Dic-2014	99.813	204.259	304.072	9.804.448
33	04-Mar-2015	96.702	204.259	300.961	9.600.189
34	04-Jun-2015	96.791	204.259	301.050	9.395.930
35	04-Sep-2015	94.732	204.259	301.050	9.191.671
36	04-Dic-2015	91.665	204.259	295.924	8.987.412
37	04-Mar-2016	89.628	204.259	293.887	8.783.151
38	04-Jun-2016	88.554	204.259	292.813	8.578.892
39	04-Sep-2016	86.494	204.259	290.753	8.374.632
40	04-Dic-2016	83.516	204.259	287.776	8.170.373
41	04-Mar-2017	80.584	204.259	284.843	7.966.114
42	04-Jun-2017	80.313	204.259	284.572	7.761.854

A partir de la fecha de pago de septiembre de 2014, el peso de esta deuda sobre la coparticipación es aún menor al ya bajo nivel de un 0,4%, dado que las cuotas de amortización se redujeron a un 0,5% desde un 2,5% del monto original capitalizado según los términos y condiciones de la reestructuración.

Los servicios de deuda comenzaron a abonarse nuevamente en dólares estadounidenses a partir del vencimiento de marzo de 2016 a raíz de los nuevos cambios regulatorios en términos del mercado cambiario. El 1 de marzo de 2011 se aprobó en Asamblea de Tenedores una adenda que fue suscripta al Contrato del Fideicomiso en Garantía el 6 de Mayo de 2011 mediante la cual el Fiduciario estaba autorizado pagar los servicios venideros en pesos, al tipo de cambio vigente del día hábil anterior, en caso de un evento cambiario. Por ello FIX entendió que bajo el escenario de restricciones cambiarias de los últimos años, el pago en pesos al tipo de cambio de referencia no implicó un incumplimiento bajo los términos y condiciones de los Títulos 2026.

El próximo vencimiento de la cuota del Título es el 4/09/2017 por la suma de USD 282.515,83 de los cuales USD 204.259,33 corresponden a amortización. Al 17.07.2017, el saldo del Fondo de Reserva del Fideicomiso de Garantía ascendió a USD 641.298,86 colocado a plazo fijo y el saldo en la Cuenta Fiduciaria en pesos a \$ 2.794.649,49 y en dólares a USD 64.233,64.

## 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 17 de agosto de 2017 confirmó las calificaciones vigentes y cambió la perspectiva de largo plazo de la Provincia del Chaco (PCH), y sus títulos de largo plazo, a ‘Negativa’ desde ‘Estable’:

Concepto / Título	Calificación actual	Perspectiva actual	Calificación anterior	Perspectiva anterior
Emisor Endeudamiento de Largo Plazo	BBB-(arg)	Negativa	BBB-(arg)	Estable
Emisor Endeudamiento de Corto Plazo	A3(arg)	No Aplica	A3(arg)	No Aplica
Títulos de Deuda Vto. 2026 por USD 40.444.100	A-(arg)	Negativa	A-(arg)	Estable
Programa de Letras 2017 por hasta \$ 1.600.000.000 *	A3(arg)	No Aplica	A3(arg)	No Aplica
Programa de Letras de Tesorería 2017 (Ley 8.000) por hasta \$ 600.000.000**	A3(arg)	No Aplica	A3(arg)	No Aplica

\* Emisión autorizada por Decreto 98/17 en el marco del artículo 105 de la Ley 4.787 por \$600 MM y ampliado por el Decreto 1661/17 a \$1.600 MM. \*\* Emisión autorizada por Ley N°8.000 (Artículo 14), reglamentada por decreto 902/17.

**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 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) de corto plazo:** 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.

**Fuentes de Información:** la presente calificación se determinó en base a la información cuantitativa y cualitativa suministrada por el emisor, fiduciario del fideicomiso en garantía a diciembre 2016 y asesor legal de carácter privada a septiembre de 2016. Asimismo, se ha utilizado la siguiente información pública:

- Ejecuciones presupuestarias y stock de deuda para los períodos 2012-2016 disponibles en <http://contaduriageneral.chaco.gov.ar/>.
- Ejecuciones Presupuestarias del Ministerio de Hacienda de la Provincia confeccionadas bajo la Ley de Responsabilidad para el cierre provisorio del 2016 y los parciales de 2016 y 2017.
- 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.gov.ar](http://www.cnv.gov.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 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.