

### Desempeño 2018 y Perspectiva 2019

#### Perspectiva 2019: Estable

FIX prevé cierto deterioro de los resultados en 2019 en el marco del contexto electoral, presiones inflacionarias y asumiendo cierta recomposición real de los salarios de la planta vigente. La calificadoradora estima que los márgenes operativos, los indicadores de sostenibilidad de deuda y el riesgo de refinanciación se mantendrán en niveles consistentes con las calificaciones vigentes. Un deterioro del nivel de actividad mayor a lo esperado podría afectar negativamente los recursos tributarios y los resultados presupuestarios. Los resultados estarán condicionados a la decisión de cada provincia del nivel de inversión deseada, el traslado a tarifas de mayores costos operativos en el transporte terrestre y el nivel de subsidio sobre las mismas. La sensibilidad de las calificaciones individuales dependerá del grado de flexibilidad financiera con el que cuente cada sub-soberano.

#### Mejoras en los resultados presupuestarios en 2018

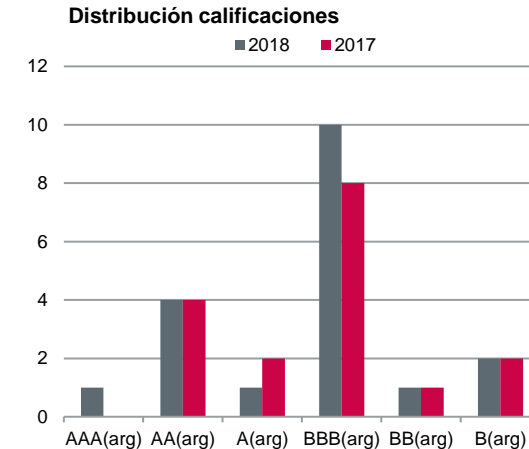
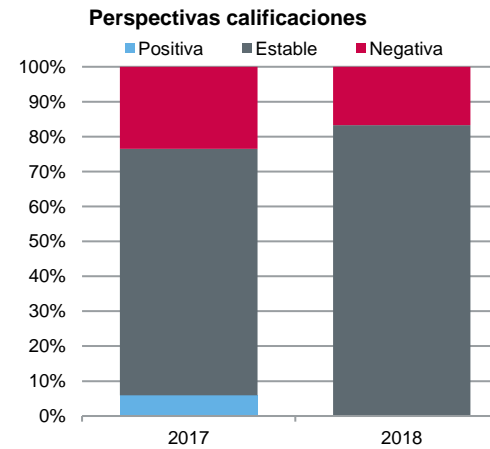
A pesar de un contexto de elevada inflación, tasas, devaluación y caída de la actividad económica, el consolidado provincial muestra sensibles mejoras en sus resultados primarios y financieros a datos estimados para el cierre 2018. En términos reales, los ingresos corrientes se incrementaron 1,1% y los gastos corrientes se contrajeron 2,8%. La mejora del resultado corriente alcanzó el 129%, mientras que el resultado primario revirtió tres años deficitarios y alcanzó el 0,4% del PBI. FIX destaca la mejora de los resultados de los subnacionales en su conjunto, ya que se redujo sensiblemente la dispersión de estos.

#### Contexto electoral y mercados de capitales restringidos

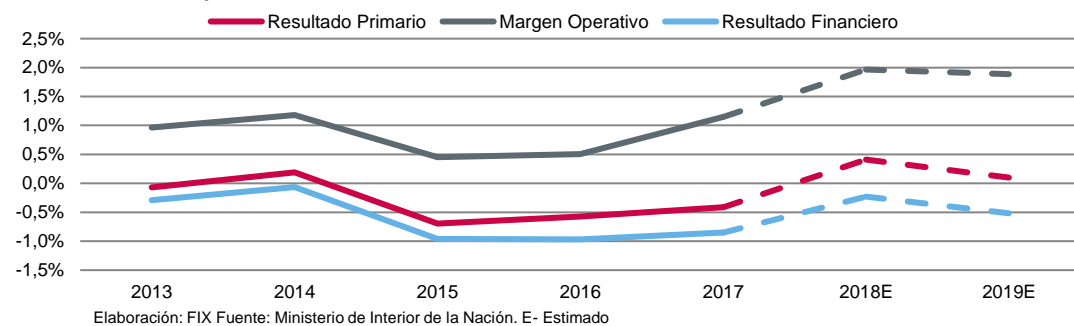
La evolución de los resultados presupuestarios en 2019 dependerá fundamentalmente de la capacidad de las provincias de contener el gasto operativo con foco en el gasto en personal luego de una sensible contracción real durante 2018 y en el marco de un año electoral durante 2019. La transferencia de responsabilidades de Nación a Provincias en la fijación de los subsidios al transporte terrestre y tarifas eléctricas diferenciales, presionará al alza en gasto operativo, con impacto negativo en los resultados esperados. Sobre estos supuestos, y asumiendo un tipo de cambio promedio de \$ 44, inflación del 31%, cierta recomposición real de los salarios de los empleados del sector público, y la financiación provincial de los subsidios al transporte; FIX estima para 2019 un deterioro del margen operativo (aunque en niveles superiores a los históricos), y del resultado primario (pero aún en terreno positivo). En este escenario, el resultado financiero sería deficitario, con cierto riesgo de refinanciación y a un mayor costo en el mercado de capitales, asumiendo la continuidad de los préstamos federales a través del Fonda de Garantía de Sustentabilidad (FGS) y el Fondo Fiduciario para el Desarrollo Provincial (FFDP).

#### Mayor dinamismo de los recursos corrientes

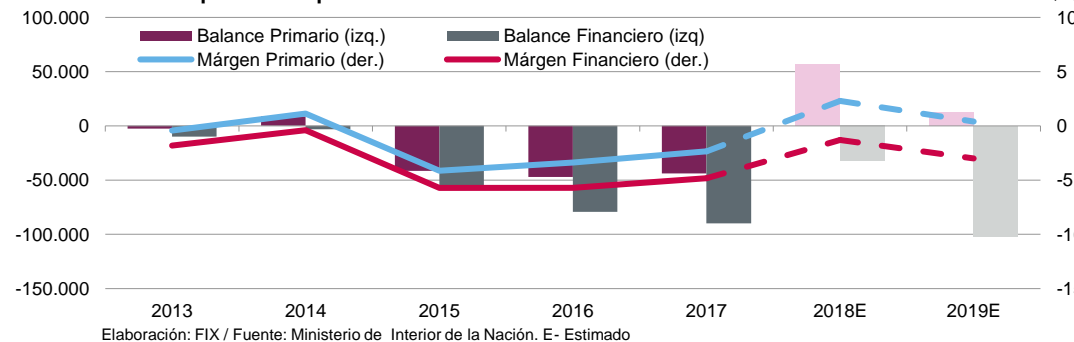
Las mejoras evidenciadas en 2018 se explican en incrementos interanuales reales de los recursos de origen nacional (3,2%) y en los ingresos por regalías (42,9%) debido a la evolución del precio internacional de los hidrocarburos y del tipo de cambio. Asimismo se registró una caída real del 2,3% en los recursos tributarios provinciales en el contexto de baja de las alícuotas de IIBB por el Consenso Fiscal. Dado el contexto recesivo, y la baja esperada de las alícuotas, esperamos para 2019 una caída real de los recursos corrientes del 3,8%, impulsada por la retracción de los tributos provinciales (-7,2% real), parcialmente compensada por mayores regalías (+12,5% real) y coparticipación nacional (+0,7% real).



#### Resultados Presupuestarios / PBI



#### Desempeño Presupuestario



## Mayor peso relativo de las transferencias automáticas de origen nacional

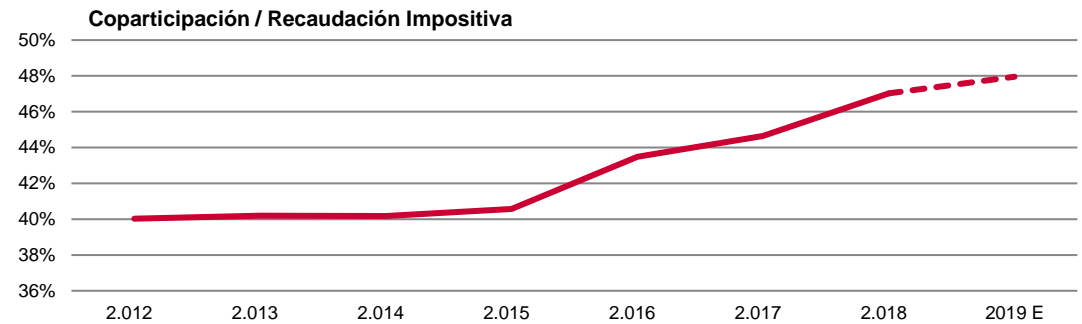
El Acuerdo Nación Provincias repercutió en un incremento real de los recursos automáticos transferidos del 7,4% en 2017 y 6,8% en 2018. Para 2019 FIX estima se incrementarán en términos reales un 0,7% asumiendo una retracción del PBI del 1,5% y una inflación del 31%, pero podría reducirse en 0,6% real en un escenario de mayor recesión económica (-2,5%). El acuerdo implicó una creciente participación de los estados subnacionales en la recaudación impositiva nacional (40% en 2012 y 47% en 2018) y estimamos un 48,1% en 2019. Este incremento le otorga a los subnacionales mayor previsibilidad y menor exposición a la discrecionalidad de Nación, aunque no es igual para todos los subnacionales. La suba, está fuertemente impulsada por la recuperación de recursos de la Provincia de Buenos Aires, que evidenciaría incrementos muy por encima del resto de las provincias (+14% i.a. ene'19), y compensa la caída real que evidenciaría Córdoba, Santa Fe y San Luis (-5,3% i.a. promedio a ene'19), que recibieron en dic'15 íntegramente la devolución de la retención del 15% de la masa coparticipable con destino al financiamiento del Sistema Nacional de Seguridad Social. El resto de los subnacionales cuentan en 2019 y 2020 con un incremento gradual del 3% anual, que sostiene en términos reales los recursos coparticipados por Nación.

## Mayor financiamiento nacional de la seguridad social

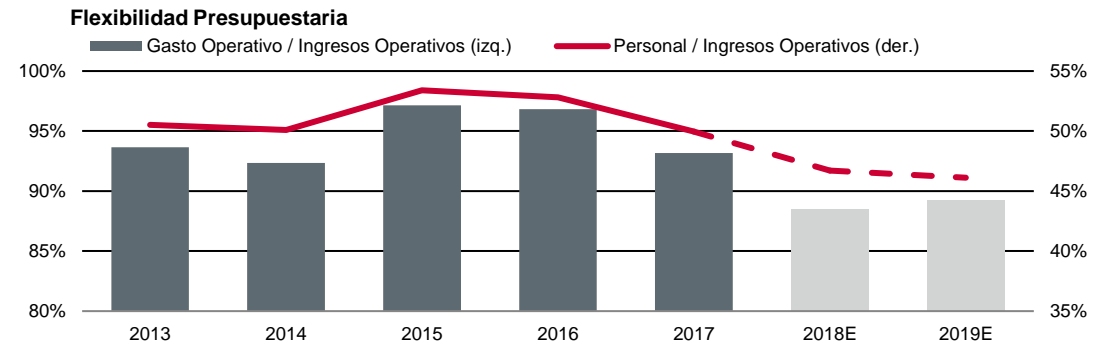
Los déficits de las cajas de jubilaciones provinciales no transferidas presionan los márgenes operativos debido a sus crónicas situaciones deficitarias. Desde 2016, Nación comenzó a realizar transferencias para financiar parte de estos déficits, lo que derivó en una baja en la presión sobre las finanzas provinciales. Las transferencias comprometidas serán para 2019 un 29,4% superior a 2018. Estas se realizan mensualmente a modo de anticipos a cuenta de un Convenio Bilateral que fija el financiamiento total. FIX registra pocos avances en la firma de los Convenios Bilaterales, escasa previsibilidad en los anticipos y riesgo presupuestario, dado que se negocia anualmente el nivel de asistencia nacional.

## Fuerte contención del gasto con foco en personal

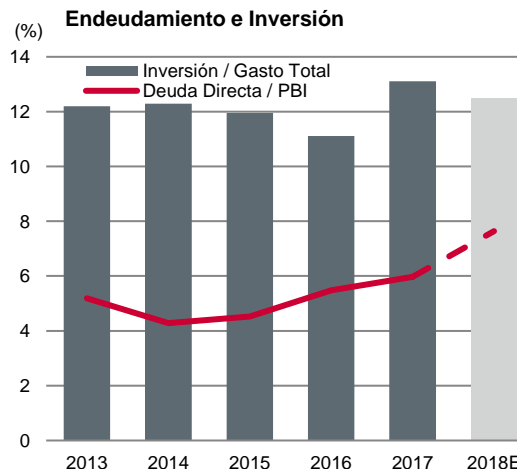
Por el lado de las erogaciones, en 2018 se evidenció una contención real del gasto en personal (-5,6%) y de la inversión (-7,8%). Esta contención del gasto fue compensada en parte por el sustancial incremento real de los pagos por intereses (44,8%) dada la suba del tipo de cambio y elevadas tasas, en un contexto de mayores niveles de apalancamiento. En 2019, la Ley de Responsabilidad Fiscal (artículo 15 bis), que impide incrementos del gasto corriente de carácter permanente durante los dos últimos trimestres del año de fin de mandato será una herramienta legal para la contención del mismo. No obstante, estimamos una leve suba de la rigidez presupuestaria por el lado del gasto en 2019 sobre el supuesto de un incremento real de los salarios de la planta existente en el marco de un año electoral, y mayores subsidios económicos para el transporte público terrestre y tarifa eléctrica diferencial.



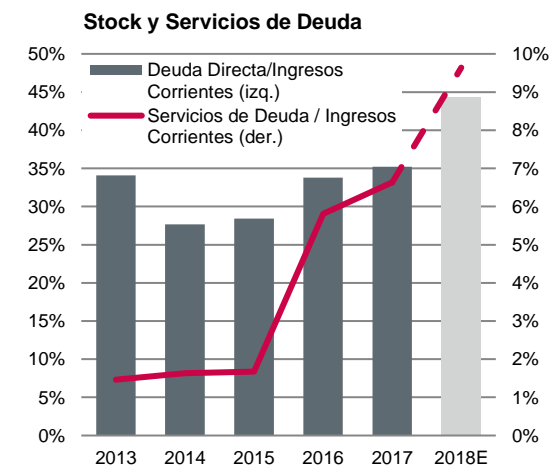
Elaboración: FIX / Fuente: Ministerio de Economía de la Nación. E - Estimado



Elaboración: FIX / Fuente: Ministerio de Interior de la Nación. E - Estimado



Elaboración FIX / Fuente: Ministerio de Interior de la Nación. E - Estimado



Elaboración: FIX / Fuente: Ministerio de Interior de la Nación. E - Estimado

## Bajo pero creciente apalancamiento y mayor presión de los servicios de deuda

El nivel de apalancamiento del consolidado provincial en términos del PBI evidenció un alza en el período 2016-2017 en línea con la apertura de los mercados internacionales. En 2018 el apalancamiento se mantiene en niveles acotados aunque se registró un incremento, principalmente por la depreciación de la moneda, y en menor medida por emisiones en el mercado local. El aumento del stock de deuda permitió refinanciar en parte pasivos de más corto plazo, concentrando los riesgos de refinanciamiento en el período 2022/2024, y, también afrontar mayores niveles de inversión pública en 2017 y más moderado en 2018. El incremento del apalancamiento y la suba del tipo de cambio presionan al alza el peso de los servicios de deuda en 2019, aunque mitigado en parte por la concentración de vencimientos de capital (mayor al 50%) con Nación. El nivel de endeudamiento consolidado provincial se encuentra concentrado por deudor en la Provincia de Buenos Aires (43,5%) y la CABA (10,2%), niveles que se elevan al 53,2% y 11,1% respectivamente si se tiene en cuenta sólo la deuda en títulos públicos.

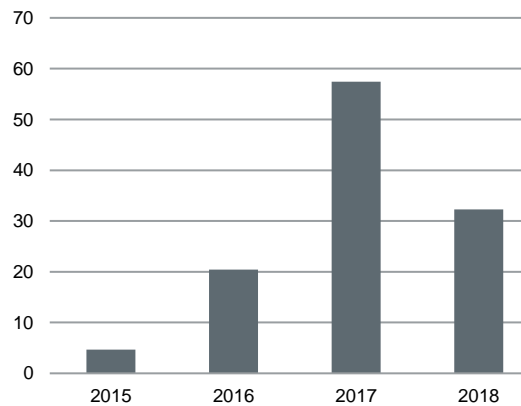
## Nivel de inversión acotado y condicionado al financiamiento de multilaterales

En 2019, FIX estima que la evolución de la inversión pública no tendrá los estímulos históricos de un año electoral debido al adelantamiento general de las elecciones provinciales y menores transferencias nacionales de capital, por lo que si bien estimamos un incremento nominal del 30% respecto a 2018, vemos poco probable el incremento interanual del 0,4% del PBI asumido en los supuestos del Presupuesto Nacional 2019. Un mayor dinamismo de las inversiones provinciales dependerá del acceso al financiamiento con organismos multilaterales de crédito. FIX asume para 2019 la continuidad de los préstamos federales a través del FGS, el FFDP, y el Fondo Fiduciario Federal de Infraestructura Regional (FFIR).

## Modificaciones en el marco regulatorio

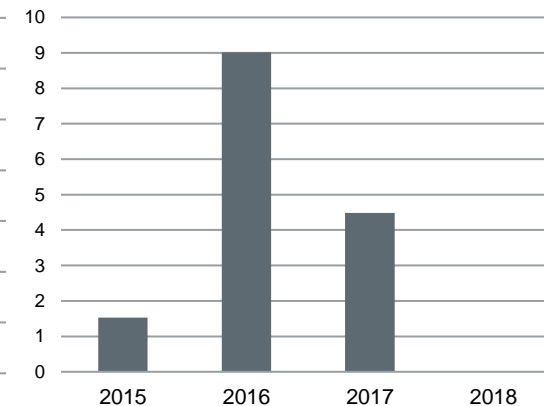
Desde el 2016 se abordaron ciertas problemáticas estructurales del contexto regulatorio donde opera el reparto de los recursos Nación a Provincias, aunque sigue sin resolución la reforma de la Ley de Coparticipación. El Acuerdo Nación-Provincias determinó la devolución gradual de la retención del 15% de la masa coparticipable con destino al financiamiento del Sistema Nacional de Seguridad Social luego del fallo favorable que tuvieron las Provincias de Córdoba, San Luis y Santa Fe en diciembre de 2015. En 2017 la firma del Consenso Fiscal estableció los lineamientos principales para armonizar las estructuras tributarias de las distintas jurisdicciones, eliminar distorsiones históricas en la redistribución de recursos y adoptar medidas para el saneamiento de las cuentas fiscales con la aprobación de una nueva Ley de Responsabilidad Fiscal. Por último el Acuerdo de Nación con el FMI en el 2018, determinó menores transferencias corrientes discrecionales y de capital desde la Nación a los sub-soberanos, la delegación de responsabilidades sobre subsidios al transporte terrestre y tarifas eléctricas diferenciales, y la eliminación del Fondo Federal Solidario que financiaba la ejecución de la obra pública en subnacionales. Para 2019, no se esperan cambios regulatorios estructurales el marco de un año electoral.

**Emisiones de deuda - Mercado local**  
ARP mil millones



Fuente: Bloomberg, Fitch

**Emisiones de deuda - Mercado externo**  
USD mil millones



Fuente: Bloomberg, Fitch

**Diego Estrada**  
+54 011 5235-8126  
[diego.estrada@fixscr.com](mailto:diego.estrada@fixscr.com)

**Cintia Defranceschi**  
+54 11 5235-8124  
[cintia.defranceschi@fixscr.com](mailto:cintia.defranceschi@fixscr.com)

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

## Finanzas Públicas de Subnacionales

Mauro Chiarini	+54 11 5235-8140	<a href="mailto:mauro.chiarini@fixscr.com">mauro.chiarini@fixscr.com</a>
Cintia Defranceschi	+54 11 5235-8143	<a href="mailto:cintia.defranceschi@fixscr.com">cintia.defranceschi@fixscr.com</a>
Laura Ramos	+54 11 5235-8129	<a href="mailto:laura.ramos@fixscr.com">laura.ramos@fixscr.com</a>
Diego Estrada	+54 11 5235-8126	<a href="mailto:diego.estrada@fixscr.com">diego.estrada@fixscr.com</a>
Soledad Reija	+54 11 5235-8124	<a href="mailto:soledad.reija@fixscr.com">soledad.reija@fixscr.com</a>
Carlos García Girón	+54 11 5235-8114	<a href="mailto:carlos.garcia@fixscr.com">carlos.garcia@fixscr.com</a>
Belén Carrera	+54 11 5235-8138	<a href="mailto:belen.carrera@fixscr.com">belen.carrera@fixscr.com</a>
Juan Langer	+54 11 5235-8144	<a href="mailto:juanmartin.langer@fixscr.com">juanmartin.langer@fixscr.com</a>

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. ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB 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.