

Ciudad de Buenos Aires

Informe Integral

Calificaciones

Títulos calificados
TDP Clase N°23 por h/ USD 1.500 millones AA+(arg)

Los Títulos de Deuda Pública (TDP) Clase N°23 fueron emitidos el 22/11/2017 por ARP 7.063,9 millones dentro del marco Ley N° 5.876 y la Resolución 3524/MHGC/17 que autorizaba la emisión en el mercado local por hasta un monto en pesos equivalente a USD 1.500 millones. Actualmente, se emitirán títulos adicionales dentro de la clase consolidándose todos en una sola. El monto total de la clase no podrá exceder los USD 1.500 millones o su equivalente en pesos.

Perspectiva

Estable

Información Financiera

Ciudad de Buenos Aires (CBA)	31 Dic 2016	31 Dic 2015
Ingresos Operativos (\$ millones)	127.856	80.833
Deuda (\$ millones)	47.405	31.432
Balance Operativo/ Ingresos Operativos (%)	10,8	7,3
Servicio de Deuda/ Ingresos Corrientes (%)	13,4	8,6
Deuda/ Balance Corriente (x)	4,65	7,6
Balance Operativo/ Intereses Pagados (x)	3,1	3,1
Gto de Capital/ Gto Total (%)	16,4	13,4
Balance Presupuestario/ Ing. Totales (exc. Nva Deuda) (%)	-11,3	-9,5
Balance Corriente/ Gto de Capital (%)	39,7	32,6

Analistas

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

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

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

Factores relevantes de la calificación

Calificación TDP: FIX SCR S.A. Agente de Calificación de Riesgo, "Afiliada de Fitch Ratings" (en adelante FIX o Calificadora), confirmó la calificación 'AA+(arg)' con perspectiva estable a los TDP Clase N°23 de la Ciudad de Buenos Aires (CBA) luego de que se anunciara la ampliación de la clase. FIX ya preveía en su escenario base una emisión de deuda bajo esta clase por un monto máximo en pesos al equivalente a USD 1.500 millones en el marco de la Ley N° 5.876. Estos títulos se adicionarán a los títulos originales emitidos por \$ 7.063,9 millones el 22/11/2017 y se consolidarán en una única clase con iguales términos y condiciones. El objetivo de esta nueva emisión es continuar la mejora en la estructura de deuda en cuanto a plazos y moneda. Los fondos de la emisión serán aplicados a la recompra y cancelación de los Títulos Elegibles (Clase 4, 5, 6, 16 y 18) y los que no sean aplicados al anterior fin, serán destinados exclusivamente al pago de amortizaciones de deuda.

Peso económico: la CBA es el principal centro económico y financiero del país, en 2016 aportó el 20,6% del PBI nacional y su PBI per cápita equivale a 2,7x el promedio nacional.

Buen desempeño presupuestal: la CBA presentó sólidos márgenes operativos en los últimos años (2012-2016). En 2016 el margen operativo fue de 10,8%, lo que significó una mejora respecto al año 2015 (7,3%) dado un incremento de los ingresos operativos (+58,2%), principalmente por el aumento de la coparticipación de la CBA, mayor al crecimiento de los gastos operativos (+52,2%). Para el año 2017 se presupuestaba un margen del 16,5%, aunque FIX estima que al cierre del ejercicio estará cercano al 12%. Al 30/09/2017 el margen alcanzó un 17,2% frente a un 15,1% en el mismo período del año anterior. Si bien para 2018 el presupuesto aprobado propone alcanzar un margen del 20,6%, FIX entiende será menor debido a que no considera en sus supuestos de elaboración las leyes nacionales de Consenso Fiscal y Reforma Tributaria, y la ley local de baja de Ingresos Brutos y Sellos.

Elevada flexibilidad financiera: el 89,6% de los ingresos operativos de CBA fueron recaudados y administrados localmente en el año 2015. En 2016 se registró una sensible baja (77,7%) por el aumento de la participación de la Ciudad en la coparticipación nacional; al 30/09/2017 este indicador fue de 77,8%. A partir del 2018, FIX analizará los cambios en la autonomía financiera en el marco de los cambios que establece la ley de Consenso Fiscal sobre el coeficiente de coparticipación de la CBA. Adicionalmente presenta una estructura de ingresos expuesta a las fluctuaciones económicas.

Adecuado nivel de endeudamiento: los indicadores de deuda mostraron una mejora en 2016 que continuó en 2017, y son adecuados al compararlos con sus pares. En 2016 la deuda consolidada representó un 36,8% de los ingresos corrientes y 4,7x (veces) el balance corriente frente a un 38,8% y 7,7x respectivamente en el 2015. El incremento nominal del stock de deuda en 2016 respecto a 2015 (+50,8%), se explica por la emisión de títulos públicos. FIX espera que al cierre del 2017 estos indicadores se mantengan estables, y el stock de deuda se ubique en 36,8% de los ingresos corrientes estimados para dicho ejercicio.

Mejora en la composición de la deuda: la deuda de la CBA evidenció una mejora en la exposición al riesgo cambiario. En el 2016 un 83,3% de la deuda estaba denominada en moneda extranjera frente al 88,32% en 2015, y al tercer trimestre del 2017 registra un 63,5%. El canje de deuda realizado en el último trimestre del 2017 tuvo como objetivo principal mejorar aún más la composición y plazos de vencimientos de deuda. De acuerdo a estimaciones oficiales, luego de la emisión, el ratio de deuda en moneda extranjera se habría reducido hasta un 54,9%. Adicionalmente, la CBA logró modificar favorablemente el perfil de vencimientos de la deuda pública, mejorando los indicadores de sustentabilidad presente y futuros.

Sensibilidad de las calificaciones

Política de endeudamiento y capacidad de refinanciación: una política de endeudamiento agresiva con términos y condiciones poco sustentables y/o un incremento del riesgo de refinanciación de la deuda podría afectar negativamente las calificaciones.

Entorno operativo: un importante deterioro del entorno económico que impacte sobre el margen operativo y su capacidad de pago podrían determinar bajas de las calificaciones.

Resumen: fortalezas y debilidades

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

Fuente: FIX

Principales Factores de Calificación

Fortalezas:

- Elevada flexibilidad presupuestaria.
- Buenos y sostenibles niveles de márgenes operativos.
- Adecuado nivel de endeudamiento en términos del presupuesto.
- Peso económico de la CBA en la economía nacional. Economía rica y diversificada.

Debilidades:

- Composición desfavorable de la deuda en términos de moneda, aunque registra una notable mejora en el último año en términos de moneda y plazo.
- Presiones inflacionarias y salariales en el gasto.
- Necesidades de infraestructura que pueden impactar en deuda adicional.

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 muchos casos no objetivas sobre las autorizaciones para la emisión y refinanciación de deuda y las condiciones de corto plazo y altas tasas del mercado de capitales local.

FIX considera que el tratamiento de estos temas estructurales, implicarán cambios profundos en materia de redistribución de recursos, responsabilidades del gasto entre Nación-Provincias y

financiamiento de obras públicas. Esto se vio plasmado en parte en el Acuerdo Nación-Provincias del 23 de mayo de 2016 y en la Ley Nº 27.260 que abordan estos temas y en algunos casos lo inicia como son la armonización de regímenes jubilatorios y una reforma tributaria. El 16 de noviembre de 2017 las provincias argentinas firmaron un Consenso Fiscal con la Nación donde se acuerdan los lineamientos principales para armonizar las estructuras tributarias de las distintas jurisdicciones, eliminar distorsiones históricas en la redistribución de recursos, con una correspondiente compensación de ingresos, adoptar medidas para el saneamiento de las cuentas fiscales con la aprobación de una nueva Ley de Responsabilidad Fiscal y avanzar en la sanción de una nueva Ley de Coparticipación. Este Consenso fue ratificado por el Congreso Nacional y aún debe ser ratificado por las distintas legislaturas provinciales. FIX evaluará el impacto de las medidas a ejecutar como su instrumentación sobre las cuentas públicas de las distintas jurisdicciones.

Ciudad de Buenos Aires

La Ciudad tiene estatus de Estado autónomo y desde el año 1996, a través de la sanción de su propia Constitución, el distrito elige directamente por el voto popular a su Jefe de Gobierno y a los miembros del poder legislativo local.

El Poder Ejecutivo se compone por el Jefe de Gobierno y Vicejefe cuyo mandato dura cuatro años, autorizándose una única reelección inmediata. El jefe de gobierno designa a los ministros de gobierno. Por su parte, el Poder Legislativo está constituido por la Legislatura que cuenta con 60 miembros. La mitad de los miembros se renueva por voto popular cada dos años y cada miembro ejerce funciones por cuatro años. El Vicejefe de gobierno preside la Legislatura.

A su vez, la Ciudad está subdividida en 15 comunas, las cuales están regidas por una Junta Comunal de siete miembros elegidos por los vecinos de cada comunidad y tienen como principales responsabilidades el mantenimiento de caminos secundarios, áreas verdes y organización de actividades dirigidas a mejorar la calidad de vida de la comunidad.

Con la presidencia de Mauricio Macri, se establecieron una serie de medidas que parecen modificar el panorama de la relación Nación-Ciudad. En primer lugar, el 5/1/2016, se suscribió el “Convenio de Transferencia Progresiva” por el cual la Nación comenzó con el traspaso de ciertas facultades a la Ciudad como ser la Policía Federal. El acuerdo, convertido en Ley por la Legislatura de la Ciudad, incluyó el traspaso de aproximadamente 20.000 agentes de la Policía Federal que se sumaron a los 6.300 agentes de la Policía Metropolitana y pasaron a formar una nueva fuerza, el de la Superintendencia de Seguridad Metropolitana (las 54 comisarías porteñas, infantería y montada), la Superintendencia de Bomberos y parte de las áreas de la Policía Científica y de Investigaciones, entre otras.

En este contexto, mediante el Decreto Nº 194/2016 el Poder Ejecutivo Nacional aumentó el porcentaje de la coparticipación que recibe la Ciudad del 1,40% actual a 3,75% sobre el monto total recaudado por los gravámenes establecidos a partir del 1/1/2016. Esta medida no implica una reducción de los porcentajes que reciben el resto de las provincias argentinas, sino que se dio en el marco del artículo 8º de la Ley de Coparticipación Nº 23.548 en el cual se establece que la Nación podrá entregar de la parte que le corresponde (un 42,34% de lo recaudado) un porcentaje a la Ciudad y a la Provincia de Tierra del Fuego. El Consenso Fiscal (artículo G), firmado en noviembre de 2017, estipula reducir el porcentaje de participación de la CBA en los impuestos nacionales coparticipables, y eliminar los recursos percibidos por el Impuesto al Cheque, aunque se espera que estas partidas sean compensadas por la derogación del artículo 104 de la Ley de Impuesto a las Ganancias. En este marco, se entiende que estos cambios tendrán un impacto fiscal neutro por el lado de los ingresos nacionales recibidos; sin embargo, FIX monitoreará el impacto de todas las medidas como su instrumentación sobre las cuentas públicas de la CBA.

Deuda y Liquidez

En 2016 la deuda consolidada se incrementó un 50,8% nominalmente respecto a diciembre de 2015 alcanzando los \$ 47.405 millones, continuando la tendencia creciente de los últimos años. El crecimiento de 2016 se explicó por un mayor endeudamiento bajo títulos públicos y organismos internacionales de crédito. FIX estima que al cierre de 2017 el stock de deuda alcance los \$ 64.476 millones, registrando un incremento interanual de 36%.

No obstante, FIX entiende que los niveles de endeudamiento relativo siguen siendo adecuados y comparan favorablemente con sus pares. Los indicadores de deuda mostraron una mejora en 2016 que continúa al tercer trimestre de 2017. En 2016 la deuda consolidada representó un 36,8% de los ingresos corrientes (ver Gráfica 1) y 4,7x el balance corriente frente a un 38,8% y 7,7x respectivamente en el 2015. FIX entiende que los indicadores persistirán mostrando mejoras en 2017, y el stock de deuda representaría al cierre del año el 36,8% de los ingresos corrientes estimados por FIX y 3,9x el balance corriente.

En el 2016 un 83,3% de la deuda estaba denominada en moneda extranjera frente al 88,32% en 2015 y al tercer trimestre del 2017 se redujo hasta el 63,5%. FIX estima que al cierre del 2017, gracias al canje de deuda que tuvo lugar en el último trimestre, el ratio de deuda en moneda extranjera se ubique en un 54,9%. En el 2016 esta deuda en moneda extranjera se componía en un 88,2% por títulos públicos y en un 11,8% por préstamos con organismos internacionales de crédito. Adicionalmente, la CBA logró modificar el plazo de la deuda pública, mejorando los indicadores de sostenibilidad presente y futuros.

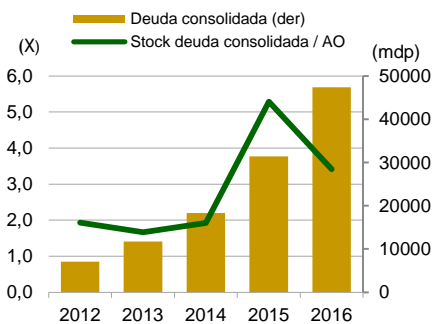
La Ciudad cuenta con una serie de títulos públicos vigentes emitidos bajo el Programa de Eurobonos de Mediano Plazo (Bonos Tango) y el Programa de Financiamiento en el Mercado Local (PFML). Parte de los títulos emitidos en el mercado local si bien son pagaderos en la moneda nacional al tipo de cambio oficial, se encuentran denominados en dólares y expuestos a la evolución del tipo de cambio. El detalle de los títulos se expone en el Anexo C.

La CBA recibió en 2016 el préstamo de libre disponibilidad con la ANSES (Fondo de Garantía de Sustentabilidad) por un monto de pesos \$1.867 millones, fruto de lo establecido en el artículo 3 del "Acuerdo Nación-Provincias" celebrado entre el Estado Nacional y los gobiernos provinciales, que fuera aprobado por Ley 5603. La CBA recibió durante 2016 un 3% de la masa coparticipable, y a su vez un crédito equivalente a un 6% adicional. Devenga la tasa de interés Badlar menos el subsidio del Estado Nacional para que la tasa resultante neta alcance el 15% en 2016 y 2017 y 12% en 2018 y 2019, estableciéndose pagos semestrales de interés. Asimismo en enero de 2017 la CBA utilizó el crédito por el 3%, estimado en \$1.219,5 millones y se espera que en 2018 reciba un nuevo crédito por \$ 1.475 millones.

Durante el 2017, la Ciudad realizó emisiones de deuda en el mercado local con el destino principal de refinanciar vencimientos, y proseguir mejorando el perfil de vencimientos y composición de la deuda. En noviembre del 2017, se emitieron los TPD Clase N°23 en pesos por \$ 7.063 millones (USD 402,9 millones), en virtud de la Ley 5876. Los fondos provenientes de dicha colocación fueron utilizados para la recompra y cancelación de los Títulos Seleccionados (Clase 3, 4, 5, 14, 15, 16, 18 y 19). En este marco, la Ciudad tiene intenciones de ampliar la Clase N°23 mediante la emisión de títulos adicionales. Estos títulos se consolidarán en una única clase cuyo monto total no podrá exceder en pesos el equivalente a USD 1.500 millones en el marco de la Ley N° 5.876. Contarán con los mismos términos y condiciones, a excepción de fecha de emisión, de la fecha de inicio del primer período de devengamiento de intereses, de la primera fecha de pago de intereses y del precio de emisión.

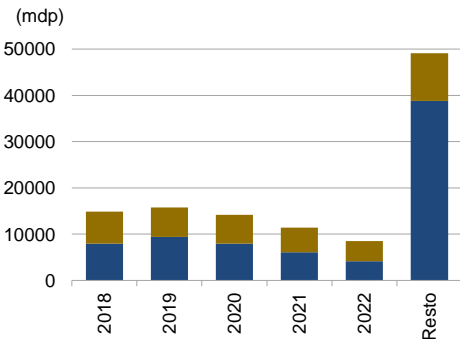
Los fondos de la emisión serán aplicados a la recompra y cancelación de los Títulos Elegibles (Clase 4, 5, 6, 16 y 18). Los fondos provenientes de la colocación que no sean aplicados al anterior fin, serán destinados exclusivamente al pago de amortizaciones de deuda.

Gráfica 1: Evolución de la Deuda



Fuente: Ciudad de Buenos Aires

Gráfica 2: Perfil de Vencimientos



Fuente: Ciudad de Buenos Aires

Liquidez

La posición de liquidez de la Ciudad se mantuvo en niveles razonables durante 2016, y se evidencia cierta mejora respecto al período anterior. En el 2015 el saldo de caja estimado representó 1,2% de los ingresos totales frente a 1,4% en el 2016. Sin embargo, el nivel de deuda flotante se incrementó sensiblemente durante 2016 (+79,1%). Este incremento se explica fundamentalmente por deudas con proveedores cuyas prestaciones de bienes y/o servicios se encuentran devengadas con órdenes de pago pendientes de cancelación, hecho que tuvo lugar en el transcurso de los primeros días del ejercicio fiscal 2017.

En el 2015, esta deuda representó 12% de los ingresos operativos y 40,6 días del gasto primario, mientras que en 2016 alcanzó el 13,7% y 47 días respectivamente. La deuda flotante comenzó una tendencia alcista, aunque se mantiene en niveles razonables sin generar presiones sobre la liquidez de la Ciudad en el corto plazo.

Por último, actualmente la Ciudad tiene la posibilidad de emitir Letras de Tesorería de corto plazo bajo un Programa de Letras del Tesoro por hasta \$10.000 millones, ampliado desde los \$ 6.500 millones de acuerdo a la Ley de Presupuesto 2018, como forma de financiar déficits estacionales de caja. El plazo de cada letra no podrá exceder los 365 días y pueden exceder el ejercicio financiero. FIX entiende que a pesar de la ampliación del monto en circulación, la participación relativa de este instrumento financiero sobre el total de recursos estimados en el Presupuesto 2018 se mantiene en un nivel razonable, del orden del 4,5%. El actual monto en circulación asciende a los \$ 3.855 millones.

Contingencias

El Banco de la Ciudad de Buenos Aires es la entidad oficial de la Ciudad y su agente financiero. La Ciudad es propietaria del 100% del banco y garantiza sus pasivos. En los últimos años el banco demostró un buen desempeño, siendo una entidad rentable, con buenos ratios de solvencia y liquidez, por lo cual si bien se constituye como una contingencia directa para la ciudad la misma se encuentra bajo control.

La Ciudad también cuenta con participación accionaria en varias empresas públicas. Es propietaria del 100% de Subterráneos de Buenos Aires S.E., encargada de controlar el cumplimiento del concesionario del subterráneo de la ciudad, responsable de la extensión del sistema de subte y la autoridad de aplicación de la Ley 4472 (Ley de transferencia del subterráneo). A su vez es propietaria de Autopistas Urbanas S.A. (AUSA) cuya función es la administración, mantenimiento y explotación de la red de autopistas y vías rápidas interconectadas de la CBA. Esta empresa tiene un pasivo al 30/09/2017 de USD 178,9 millones con el BID (Banco Interamericano de Desarrollo) que está garantizada por la CBA.

También la CBA participa en el Hospital Garrahan, Corporación Antiguo Puerto Madero S.A., Corporación del Mercado Central de Buenos Aires, Coordinación Ecológica Área Metropolitana S.E. (CEAMSE) entre otras empresas.

A fines del año 2012 se concretó la transferencia del sistema de subterráneos a la Ciudad, por lo que la administración local se hace cargo no solo de las obras de infraestructura sino también de la operatoria. En diciembre de 2012 se promulgó la Ley N° 4472 que establece la regulación y reestructuración del sistema de subtes en la ciudad y se crea el "Fondo Subte". Este fondo permite cubrir el déficit entre los precios y los costos de operación y mantenimiento y expansión del sistema de subterráneos. Los ingresos que percibe este fondo provienen de las tarifas de los usuarios, los recursos que la administración decida destinar al mismo y del incremento de ciertos impuestos como patentes de autos, sellos y peajes afectados a este fondo.

Desempeño presupuestario

Para el análisis de las finanzas públicas se analizaron los ejercicios fiscales definitivos para el período 2012-2016, ejecuciones provisorias del tercer trimestre 2016 y 2017 y el presupuesto 2017. En los Anexos A y B se exponen los datos consolidados de la Administración Central y Organismos Descentralizados.

Ingresos operativos

Los ingresos operativos de la CBA, que representan un 98,8% de los ingresos totales de la Ciudad, registraron en el 2016 un aumento anual nominal del 58,2% respecto del 2015, impulsados fuertemente por los ingresos federales (+254%) y en menor medida de los ingresos propios (+37,3%). El aumento de estos ingresos federales se explicó principalmente por el incremento en la coparticipación de la Ciudad debido, por un lado a la suba en 2,35 puntos porcentuales (de 1,4% a 3,75%) la participación de la Ciudad en la masa de coparticipación, y por el otro, se comenzó a percibir el 3% por la devolución de las retenciones que se realizaban para financiar a la Anses.

En el marco del reciente Consenso Fiscal (artículo G), FIX monitoreará el impacto de las medidas como su instrumentación sobre las cuentas públicas de la CBA. El Consenso estipula reducir el porcentaje de participación de la CBA en los impuestos nacionales coparticipables, y eliminar los recursos percibidos por el Impuesto al Cheque, aunque se entiende estas partidas serían compensadas por la derogación del artículo 104 de la Ley de Impuesto a las Ganancias, por lo que debería tener un impacto fiscal neutro por el lado de los ingresos nacionales recibidos.

Si bien la CBA, al igual que el resto de las provincias participa en la distribución secundaria de los recursos de coparticipación en una suma porcentual, dichos recursos representaron históricamente un muy bajo porcentaje de los ingresos operativos de la Ciudad (9,7% del total en 2015). En virtud de los aumentos de la coparticipación que recibió la CBA, los recursos coparticipados alcanzan al tercer trimestre de 2017 al 20,8% de los ingresos operativos. Estos incrementos acotaron en parte la elevada autonomía fiscal que tuvo históricamente la Ciudad, pero significó un crecimiento sustancial de los ingresos totales percibidos. Estos recursos tienen carácter automático, por lo que no están expuestos a discrecionalidad.

A pesar de lo expuesto en el párrafo precedente, la CBA se caracteriza por ser la principal jurisdicción con una elevada flexibilidad presupuestaria y capacidad contributiva; los ingresos locales en el año 2016 representaron el 77,2% de los ingresos corrientes, mientras que este indicador para la media provincial asciende a 45,6%.

De acuerdo al presupuesto 2017, se esperaba que los ingresos operativos aumenten un 30% en términos nominales respecto al cierre de 2016, aunque su evolución depende en gran medida del contexto macroeconómico, nivel de actividad y precios. FIX observa que al tercer trimestre de 2017, estos recursos se incrementan a una tasa del 38,8%, por lo que entiende es factible que se haya cumplido con la meta presupuestaria. El Presupuesto 2018 estima un crecimiento de los ingresos operativos del 31,4% respecto a lo presupuestado para 2017, aunque FIX estima que sea levemente menor debido a las rebajas en las alícuotas de ingresos brutos que fueron aprobadas por la Legislatura posteriormente a la aprobación del Presupuesto 2018 y que no fueron consideradas en sus supuestos de elaboración.

Gastos operativos

En el 2016 el gasto operativo representó el 79% del gasto total, un indicador inferior al registrado en el 2015 (83,7%). En 2016, el gasto operativo creció un 52,2% respecto del 2015, por debajo de la evolución de los ingresos (+58,2%), lo que explica la sensible mejora en el margen operativo.

Tabla 1: Ingresos Operativos
(millones de pesos corrientes)

	2014	2015	2016
– Ing. Brutos	40.721	51.188	69.304
– Inmobiliarios	5.725	7.192	10.075
– Sellos	4.262	5.628	7.800
– Patentes	3.262	4.445	5.562
– Otros	471	568	1.096
Tributarios locales	54.441	69.021	93.836
No tributarios locales	2.624	3.261	4.053
– Coparticipación	5.758	7.834	27.752
– Otras transf. ctes.	589	717	1.535
Ingresos federales	6.347	8.550	29.288
Total ingresos operativos^a	63.413	80.832	128.692

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

Fuentes: Ciudad de Buenos Aires y cálculos de FIX

Tabla 2: Gastos Operativos
(millones de pesos corrientes)

	2014	2015	2016
– Personal	30.778	42.188	69.381
– Ss no personales	13.384	19.627	25.811
– Bs de consumo	1.603	1.958	3.257
– Transferencias corrientes	8.131	11.119	15.539
Total gastos operativos^a	53.897	74.892	113.988

^a – no incluye intereses pagados.

Fuentes: Ciudad de Buenos Aires y cálculos de FIX

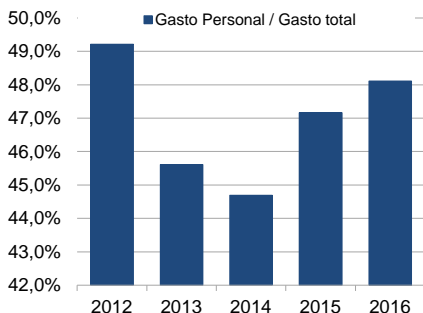
Al igual que el resto de los gobiernos locales en la Argentina, el gasto en personal es el de mayor peso en la estructura de gastos corrientes y absorbió en 2016 el 54% de los ingresos operativos, aunque este ratio se encontró por debajo de la media provincial (60,4%).

La actual administración mantiene una política implícita del gasto en personal que radica en mantener un nivel del orden del 50% del gasto total de la ciudad (ver Gráfica 3). FIX observa cierta sostenibilidad en el cumplimiento de esta meta, aunque con cierta tendencia al alza, pasando de un 48,5% en 2014, al 54% en 2016, explicado fundamentalmente por la expansión de los servicios de seguridad y el traspaso de la Policía Federal a la jurisdicción de la CBA. El Presupuesto 2017 fijaba como pauta un ratio del 46,3%, y FIX, en base a datos al tercer trimestre, estima que al cierre del año se encontrará en el orden del 51,6%. El Presupuesto 2018 prevé nuevamente la pauta del 47,1%, pero FIX estima sería mayor debido a las presiones inflacionarias.

Respecto al crecimiento de los servicios no personales y bienes de consumo responde principalmente a la dinámica inflacionaria, mientras que el crecimiento de las transferencias se sustenta en transferencias a escuelas privadas, a sectores de la salud, mayores costos en programas sociales y subsidio al servicio de subterráneos.

Al tercer trimestre de 2017 los gastos operativos crecían un 35,4%, impulsado fundamentalmente por los gastos de personal (+33,1%), y los bienes y servicios (+46,6%). Asimismo el gasto en personal representa el 44,9% de los gastos totales, contra un 49,0% a igual período de 2016.

Gráfica 3: Evolución Gasto



Fuente: Ciudad de Buenos Aires.

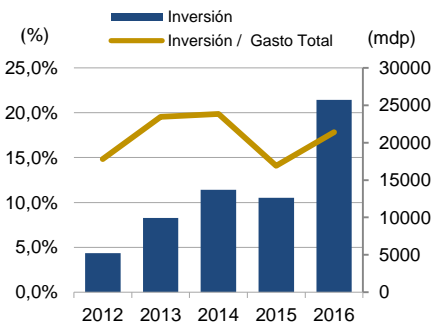
Inversión

La actual administración tiene como objetivo de gobierno mantener un nivel de inversión pública elevado. Si bien en el trienio 2012/2015, en promedio, el gasto en obra pública representó un 17% del gasto total, este indicador se redujo fuertemente durante 2015 y 2016. En el año 2015 la inversión se redujo al 14,1% del gasto total, pero se recuperó parcialmente en 2016 registrando un 17,8%, cercano al promedio del 17%. El Presupuesto 2017 planeaba volver a los ratios elevados del trienio 2012/2014, fijando como meta el 18,6%, mientras que el Presupuesto 2018 reduce este ratio al 17,7%.

Al tercer trimestre de 2017 se observa un sustancial incremento interanual de la inversión (+106%), y se encontraba por encima de la pauta presupuestaria establecida, alcanzando un 20,0% del gasto total. Las inversiones consideradas prioritarias para el año 2017 fueron las de urbanización y vivienda, obras para contener posibles inundaciones, hospitales, escuelas y la red de subterráneo.

El ahorro operativo es el flujo libre disponible con el que cuenta la Ciudad para el pago de sus deudas y el desarrollo de obra pública. Gran parte de la inversión pública puede ser financiada con márgenes operativos positivos netos del pago de los servicios de deuda e ingresos de capital, aunque para obras de envergadura es necesario el uso del crédito público como una fuente de financiación alternativa (ver Gráfica 4).

Gráfica 4: Ahorro e Inversión



Fuente: Ciudad de Buenos Aires

Balance operativo

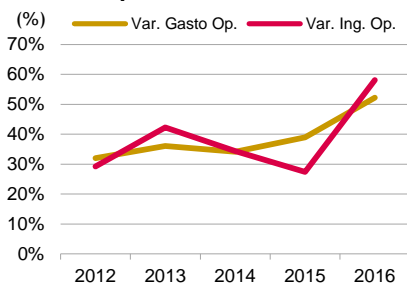
La Ciudad se caracteriza por un muy buen desempeño presupuestario, con sólidos márgenes operativos en los últimos años, si bien en 2015 se registró un deterioro con relación al 2014 (7,3% frente al 15%), producto más de una desaceleración de los ingresos que de un incremento excesivo del gasto. Sin embargo hay que destacar que el 2015 fue un año electoral.

El margen operativo del 2016 del 10,8% se encuentra en línea a lo registrado en los últimos cinco años (11,8%), evidenciando una sensible recuperación del 7,3% del 2015, y se considera razonable para la media de sub-nacionales de la Argentina. Al tercer trimestre de 2017, se registraba un incremento del margen operativo (17,2% desde 15,1% a igual período de 2016),

por lo que FIX proyecta que el margen operativo será cercano al 12,8% en 2017, en línea con el promedio de los últimos años y por debajo de lo presupuestado (16,5%).

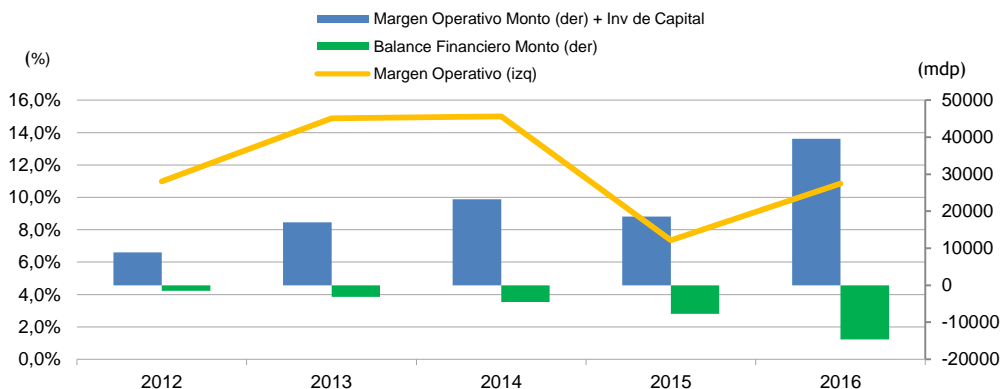
El Presupuesto 2018 aprobado estima alcanzar un margen del 20,6%, pero FIX entiende será menor debido a presiones por el lado del gasto y a una sobreestimación de los recursos al no considerar la rebaja de alícuotas de IIBB y Sellos decidida posteriormente y que no formaba parte de los supuestos de elaboración.

Gráfica 5: Variación de ingresos y Gastos operativos



Fuente: Ciudad de Buenos Aires

Gráfica 6: Desempeño Presupuestario



Fuente: Ciudad de Buenos Aires

Dada la fuerte expansión del gasto de capital, la Ciudad registra déficits financieros desde el año 2012 (ver Gráfica 6). Esta tendencia se mantuvo en 2016, y de acuerdo al Proyecto de Presupuesto 2018, hay intenciones de alcanzar un equilibrio el próximo año. FIX dará seguimiento a la evolución del déficit, pero considera que la Ciudad tiene un nivel de gasto de capital superior a la media del consolidado provincial, que le proporciona cierta flexibilidad para realizar ajustes en el gasto en caso de ser necesario.

Gestión y Administración

El actual Jefe de Gobierno es el Sr. Horacio Rodríguez Larreta, perteneciente al partido político PRO, quién fue electo para gobernar durante el período 2015-2019. Durante el gobierno del Sr. Mauricio Macri, Larreta se desempeñó como Jefe de Gabinete.

FIX entiende que el actual Jefe de Gobierno está dando continuidad a las políticas llevadas a cabo en las últimas gestiones del PRO. El objetivo de gobierno ha sido profundizar la inversión pública, focalizando en la mejora de la infraestructura vial, transporte (extensión de las líneas de subterráneos), proyectos de prevención de inundaciones y obras de drenaje de aguas y desarrollo de viviendas públicas, como así también en aumentar la seguridad de la ciudad, optimizar el control del gasto y expandir el desarrollo de la ciudad hacia la zona sur a través de la relocalización del edificio municipal.

Perfil socio-económico

La CBA es la capital federal de la República Argentina y sede del gobierno nacional. Posee una superficie territorial de 203 km² y se encuentra rodeada por el área metropolitana más importante del país, el Gran Buenos Aires. Se presenta como el principal centro financiero y de negocios del país, con un gran peso económico sobre la economía nacional.

Población

Según el censo 2010, la CBA registró una población de 3,08 millones de personas, equivalente a un 7,3% sobre el total de población nacional. Con respecto al censo 2001, la población de la Ciudad aumentó en un 4,1%, muy por debajo del crecimiento demográfico nacional del 10,6%.

La CBA cuenta con una importante población flotante, equivalente a 3x la población residente en un día laboral, lo que ejerce una importante presión en materia de infraestructura local.

Economía

La CBA es principal centro financiero y de negocios del país, con un gran peso económico sobre la economía nacional. En el 2016 la Ciudad aportó aproximadamente el 20,6% del PBI a nivel nacional, mientras que el PBI per cápita es equivalente a 2,7 veces el promedio nacional.

A diferencia del resto de las provincias argentinas, en la economía de la CBA, el sector servicios sector terciario o de servicios tiene un peso muy superior en el PBG con relación a lo que sucede a nivel nacional. Este sector aporta en el PBG de la ciudad el 82,7% en el año 2016 frente al 61,9% de la media nacional. En la composición del sector servicios sobresalen los servicios inmobiliarios y empresariales, comercio y la intermediación financiera.

Por su parte, el sector secundario también es importante para la economía de la Ciudad, con una participación sobre el PBG en 2016 del 17,3%, aunque por debajo de la media nacional (38,0%). Se encuentra concentrado en pequeñas y medianas empresas, laboratorios y compañías procesadoras de alimentos. Por último, el sector primario es débil, con una participación sobre el PBG de la ciudad en 2016 equivalente a 1,2%, muy por debajo de la media nacional (15,7%).

Desempleo y pobreza

Si bien en términos de indicadores de desempleo y pobreza la Ciudad históricamente ha comparado favorablemente con la media nacional. Según INDEC, la tasa de pobreza de la ciudad fue del 13,4% en el primer semestre de 2017 comparada con un 28,6% a nivel nacional. Asimismo, el desempleo registró un nivel del 7% contra un registro nacional del 8,7%. La mejora en el nivel de desempleo se dio a través de la recuperación económica principalmente en los sectores inmobiliarios, de negocios, comercio y hoteles y restaurantes.

Anexo A

Ciudad de Buenos Aires

Consolidado Administración Central y Organismos Descentralizados

\$ Millones	2012	2013	2014	2015	2016	9m 2016	9m 2017
Impuestos (incluye Coparticipación de Impuestos)	31.205,0	44.688,2	60.199,2	76.854,7	121.588,7	87.712,5	119.437,5
Otras transferencias Corrientes recibidas	614,2	479,8	589,4	716,7	1.535,3	1.105,3	2.100,4
Regalías, tasas, derechos, otros ingresos no tributarios	1.351,2	2.040,7	2.624,4	3.261,3	4.732,8	2.639,1	5.411,9
Ingresos Operativos	33.170,4	47.208,7	63.413,0	80.832,8	127.856,8	91.456,9	126.949,8
Gastos operativos	-29.526,6	-40.180,3	-53.897,0	-74.892,5	-113.988,4	-77.602,3	-105.066,1
Balance Operativo	3.643,8	7.028,4	9.516,0	5.940,2	13.868,4	13.854,5	21.883,7
Intereses cobrados	133,9	140,2	300,5	117,0	835,7	493,9	266,8
Intereses pagados	-479,0	-777,9	-1.282,1	-1.950,2	-4.500,7	-2.987,2	-4.125,7
Balance Corriente	3.298,8	6.390,7	8.534,3	4.107,1	10.203,4	11.361,1	18.024,8
Ingresos de capital	459,5	0,0	0,0	757,6	871,8	701,6	2.216,0
Gasto de capital	-5.227,1	-9.939,8	-13.690,0	-12.614,6	-25.711,7	-13.303,2	-27.419,9
<i>Balance de capital</i>	<i>-4.767,5</i>	<i>-9.939,8</i>	<i>-13.690,0</i>	<i>-11.857,0</i>	<i>-24.839,9</i>	<i>-12.601,6</i>	<i>-25.203,9</i>
Balance Financiero	-1.468,8	-3.549,0	-5.155,7	-7.749,9	-14.636,5	-1.240,4	-7.179,2
Nueva deuda	2.939,7	2.377,9	4.774,1	8.191,6	21.605,0	18.877,5	15.790,9
Amortización de deuda	-1.057,7	-454,6	-2.257,9	-5.037,5	-12.723,7	-9.006,3	-8.142,7
<i>Endeudamiento neto: aumento, (disminución)</i>	<i>1.882,0</i>	<i>1.923,3</i>	<i>2.516,2</i>	<i>3.154,2</i>	<i>8.881,4</i>	<i>9.871,2</i>	<i>7.648,2</i>
Resultado Final	413,2	-1.625,7	-2.639,5	-4.595,8	-5.755,2	8.630,8	469,0
DEUDA*							
Corto Plazo	0,0	0,0	430,5	2.400,0	2.107,9	2.402,0	0,0
Largo Plazo	7.054,8	11.703,7	17.871,1	29.032,3	45.297,2	45.741,4	57.682,9
Deuda Directa	7.054,8	11.703,7	18.301,6	31.432,3	47.405,1	48.143,4	57.682,9
+ Deuda cuasi directa	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Riesgo Directo	7.054,8	11.703,7	18.301,6	31.432,3	47.405,1	48.143,4	57.682,9
- Liquidez	1.898,7	856,0	1.083,4	989,2	1.770,4	n.d.	1.882,7
Riesgo Directo Neto	5.156,1	10.847,7	17.218,2	30.443,1	45.634,7	48.143,4	55.800,2
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
Riesgo Final Neto	5.156,1	10.847,7	17.218,2	30.443,1	45.634,7	48.143,4	55.800,2
Datos sobre Riesgo Directo							
% moneda extranjera	94,08	97,72	94,92	88,32	82,66	82,06	63,55
% no bancaria	80,88	86,61	89,90	91,09	87,62	86,88	85,04
% tasa de interés fija	82,89	86,97	87,82	83,67	79,89	76,92	93,96

*- Incluye sólo el saldo de capital a vencer.

Fuente: Elaboración FIX sobre la base de la información proporcionada por la Ciudad de Buenos Aires.

Anexo B

Ciudad de Buenos Aires

Consolidado Administración Central y Organismos Descentralizados

	2012	2013	2014	2015	2016	9m 2016	9m 2017
Ratios de Desempeño Presupuestario							
Balance operativo/Ingresos operativos (%)	10,99	14,89	15,01	7,35	10,85	15,15	17,24
Balance corriente/Ingresos Corrientes ^a (%)	9,90	13,50	13,39	5,07	7,93	12,36	14,17
Balance financiero/Ingresos totales ^b (%)	-4,35	-7,50	-8,09	-9,48	-11,30	-1,34	-5,55
Resultado final/Ingresos totales (%)	1,22	-3,43	-4,14	-5,62	-4,44	9,32	0,36
Crecimiento de ingresos operativos (variación % anual)	29,28	42,32	34,32	27,47	58,17	n.d.	38,81
Crecimiento de gasto operativo (variación % anual)	31,99	36,08	34,14	38,95	52,20	n.d.	35,39
Crecimiento de balance corriente (variación % anual)	11,29	93,73	33,54	-51,88	148,43	n.d.	58,65
Ratios de Deuda							
Crecimiento de deuda directa (variación % anual)	71,88	65,90	56,37	71,75	50,82	n.d.	16,54
Intereses pagados/Ingresos operativos (%)	1,44	1,65	2,02	2,41	3,52	3,27	3,25
Balance operativo/Intereses pagados (x)	7,61	9,04	7,42	3,05	3,08	4,64	5,30
Servicios de deuda directa/Ingresos corrientes (%)	4,61	2,60	5,56	8,63	13,38	13,04	9,64
Servicios de deuda directa/Balance operativo (%)	42,17	17,54	37,20	117,63	124,20	86,57	56,06
Deuda Directa/Ingresos operativos (%)	21,18	24,72	28,72	38,83	36,84	39,27	34,01
Riesgo Directo/Ingresos corrientes (%)	21,18	24,72	28,72	38,83	36,84	39,27	34,01
Deuda directa/Balance corriente (x)	2,14	1,83	2,14	7,65	4,65	3,18	2,40
Riesgo directo/Balance corrientes (x)	2,14	1,83	2,14	7,65	4,65	3,18	2,40
Riesgo final neta/Ingresos corrientes (%)	15,48	22,91	27,02	37,61	35,40	39,27	32,90
Deuda directa/PBG (%)	1,37	1,80	2,18	2,99	n.d.	n.d.	n.d.
Deuda directa per capita (\$)	2.441	4.050	6.333	10.876	16.403	16.659	19.959
Ratio de Ingresos							
Ingresos operativos/Ingresos operativos presupuestados (%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Impuestos/Ingresos operativos (%)	94,07	94,66	94,93	95,08	95,10	95,91	94,08
Impuestos locales/Ingresos operativos (%)	89,57	90,56	90,44	89,81	77,18	77,42	77,89
Transferencias corrientes/Ingresos operativos (%)	1,85	1,02	0,93	0,89	1,20	1,21	1,65
Ingresos operativos/Ingresos totales ^b (%)	98,24	99,70	99,53	98,93	98,68	98,71	98,08
Ingresos totales ^b per capita (\$)	11.683	16.384	22.046	28.272	44.832	32.060	44.786
Ratios de Gasto							
Gasto operativo/Gasto operativo presupuestado (%)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Gasto en personal/Gasto operativo (%)	58,73	57,78	57,11	56,33	60,87	59,34	58,33
Transferencias Corrientes realizadas/Gasto operativo (%)	14,53	16,26	15,09	14,85	13,63	13,80	12,59
Gasto de capital/Gasto de capital presupuestado (%)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Gasto de capital/Gasto total (%)	14,40	19,36	19,25	13,35	16,38	12,93	18,94
Gasto de capital/PBG (%)	1,01	1,53	1,63	1,20	1,67	n.a.	n.a.
Gasto total per capita (\$)	12.557	17.769	24.611	32.697	54.299	35.605	50.088
Financiamiento de Gasto de Capital							
Balance corriente/Gasto de capital (%)	63,11	64,29	62,34	32,56	39,68	85,40	65,74
Ingresos de capital/Gasto de capital (%)	8,79	0,00	0,00	6,01	3,39	5,27	8,08
Endeudamiento neto/Gasto de capital (%)	36,01	19,35	18,38	25,00	34,54	74,20	27,89

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

^a incluye intereses cobrados

^b excluye nueva deuda

Fuente: Elaboración FIX sobre la base de la información proporcionada por la Ciudad de Buenos Aires.

Anexo C. Instrumentos de Deuda

Tabla 1: Títulos Públicos emitidos por la CBA

Instrumento	Programa	Monto	Emisión	Vto.	Saldo (30/09/2017)	Tasa	Amortización
Serie 11	Bonos Tango	USD 500,0 millones	19/02/2015	19/02/2021	USD 500,0 millones	Fija 8,95% n.a. / Pagos Semestrales	Anual en los últimos tres años
Serie 12	Bonos Tango	USD 890 millones	01/06/2016	01/06/2027	USD 890 millones	Fija 7,50% / Pagos Semestralmente	3 pagos semestrales a partir del 01/06/2025.
Clase N°3	Mercado Local	USD 100,0 millones	15/03/2013	15/03/2018	USD 25,0 millones	Fija 3,98% n.a. / Pagos Semestrales	Semestral a partir del 15/09/2016
Clase N°4	Mercado Local	USD 327,1 millones	17/05/2013	17/05/2019	USD 218,0 millones	Fija 3,98% n.a. / Pagos Semestrales	Semestral a partir del 17/11/2016
Clase N°5	Mercado Local	USD 113,3 millones	20/12/2013	20/12/2019	USD 94,4 millones	Fija 1,95% n.a. / Pagos Semestrales	Semestral a partir del 20/06/2017
Clase N°6	Mercado Local	USD 146,8 millones	28/01/2014	28/01/2020	USD 122,3 millones	Fija 1,95% n.a. / Pagos Semestrales	Semestral a partir del 28/07/2017
Clase N°14	Mercado Local	ARP 100,0 millones	20/01/2015	20/01/2018	ARP 100,0 millones	Variable la mayor entre Badlar mas 4,5%; y 95% de la tasa Lebac / Pagos Trimestrales	Al vencimiento
Clase N°15	Mercado Local	ARP 261,9 millones	24/06/2015	24/06/2018	ARP 104,8 millones	Fija 27,5% n.a (primeros 3 trimestres) / Variable Badlar + 4,9% (restantes 9 trimestres) / Pagos Trimestrales	5 pagos semestrales a partir del 24/06/2016.
Clase N°16	Mercado Local	ARP 948,0 millones	02/02/2016	02/02/2020	ARP 948,0 millones	Variable Badlar mas 4,45% / Pagos Trimestrales	4 pagos semestrales a partir del 02/08/2018.
Clase N°17	Mercado Local	ARP 363,6 millones	19/05/2016	19/11/2017	ARP 363,6 millones	Variable Badlar mas 4,24% / Pagos Trimestrales	Al vencimiento
Clase N°18	Mercado Local	ARP 1.705,5 millones	19/05/2016	19/05/2020	ARP 1.705,5 millones	Variable Badlar mas 5% / Pagos Trimestrales	4 pagos semestrales a partir del 19/11/2018.
Clase N°19	Mercado Local	ARP 1.378,0 millones	18/01/2017	23/07/2018	ARP 1.378,0 millones	Variable Badlar mas 3,25% / Pagos Trimestrales	Al vencimiento
Clase N°20	Mercado Local	ARP 3.707,8 millones	18/01/2017	23/01/2022	ARP 3.707,8 millones	Variable Badlar mas 5% / Pagos Trimestrales	Al vencimiento
Clase N°22	Mercado Local	ARP 8.374,0 millones	29/03/2017	29/03/2024	ARP 8.374,0 millones	Variable Badlar mas 3,25% / Pagos Trimestrales	Al vencimiento

Anexo D. Dictamen de calificación

El Consejo de Calificación FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO "Afiliada de Fitch Ratings" - Reg. CNV N°9, reunido el día 9 de febrero de 2018 confirmó la calificación 'AA+(arg)', Perspectiva Estable a los Títulos de Deuda Pública Clase N°23 de la Ciudad de Buenos Aires luego de que se anunciara la ampliación de la clase. Estos títulos se adicionarán a los títulos originales emitidos por \$ 7.063,9 millones el 22/11/2017. Considerando los títulos originales, el monto total en pesos no podrá superar el equivalente a USD 1.500 millones en el marco de la Ley N° 5.876. La calificación anterior era 'AA+(arg)', Perspectiva Estable,

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.

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

Fuentes de Información: La presente calificación se determinó en base a la información cuantitativa y cualitativa suministrada por el emisor en forma privada a septiembre de 2017 y a la siguiente información pública disponible en www.buenosaires.gob.ar:

- Ejecuciones Presupuestarias para el período 2012-2016 y parciales de 2016 y 2017.
- Presupuesto aprobado del año 2018.
- Detalle de ingresos y egresos de la CBA.
- Stock de Deuda para el período 2012-2016. Perfil de vencimientos stock deuda consolidada.
- Detalle de Saldo de Caja y Bancos para cada cierre de ejercicio.

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 o en 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 dissemination 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.