

FINANZAS PÚBLICAS

Standard & Poor's Ratings Argentina S.R.L., Agente de Calificación de Riesgo

Informe de Calificación

Ciudad de Buenos Aires

Informe Completo

Fecha de Publicación: 20 de octubre de 2017

Fecha de Información Financiera: 30 de junio de 2017

Analista Principal: Delfina Cavanagh, Buenos Aires, 54 (11) 4891-2153,
delfina.cavanagh@spglobal.com

Analista Secundario: Marina Neves, Sao Paulo, 55 (11) 3039-9719,
marina.neves@spglobal.com

Ciudad de Buenos Aires

Calificaciones en la escala nacional para Argentina

	Calificación	Tendencia o Revisión Especial (<i>CreditWatch</i>)
Calificación Institucional de largo plazo	raA+	Estable

Instrumento	Monto	Vencimiento	Calificación	Tendencia o Revisión Especial (<i>CreditWatch</i>)
Programa de Eurobonos a Mediano Plazo por US\$ 1.400 millones*			raA+	Estable
CLASE 3 emitida bajo el Programa**	US\$100 millones	15 de marzo 2018	raA+	Estable
CLASE 4 emitida bajo el Programa**	US\$327 millones°	17 de mayo de 2019	raA+	Estable
CLASE 5 emitida bajo el Programa**	US\$113 millones	20 de diciembre 2019	raA+	Estable
CLASE 6 emitida bajo el Programa**	US\$147 millones	28 de enero 2020	raA+	Estable
CLASE 14 emitida bajo el Programa**	ARP100 millones°°	31 de enero 2018	raA+	Estable
CLASE 15 emitida bajo el Programa**	ARP262 millones°	24 de junio 2018	raA+	Estable
CLASE 16 emitida bajo el Programa**	ARP948 millones	2 de febrero 2020	raA+	Estable
CLASE 17 emitida bajo el Programa**	ARP363 millones	19 de noviembre 2017	raA+	Estable
CLASE 18 emitida bajo el Programa**	ARP1.705 millones	19 de mayo 2020	raA+	Estable
CLASE 19 emitida bajo el Programa**	ARP1.378 millones	23 de julio 2018	raA+	Estable
CLASE 20 emitida bajo el Programa**	ARP3.708 millones	23 de enero 2022	raA+	Estable
CLASE 22~ emitida bajo el Programa** y Reapertura	ARP8.374 millones°°° + hasta el equivalente en pesos de US\$60,6 millones	29 de marzo 2024	raA+	Estable

* Autorizada por la ordenanza Nro. 51270 del Honorable Consejo Deliberante de la Ciudad de Buenos Aires y los decretos N°670/96 y 781/96 del Jefe de Gobierno de la Ciudad de Buenos Aires. Ampliación del programa hasta US\$ 600 millones autorizada por Ley Nro. 323/99 y los decretos Nro. 557/00 y Nro. 735/00 del Jefe de Gobierno de la Ciudad de Buenos Aires. Nueva ampliación del programa hasta US\$1.100 millones autorizada por Ley Nro 2789 el 10 de Julio 2008. El Programa fue ampliado a US\$1.400 millones desde US\$1.100 millones según la ley nro.3.380 del 3 de diciembre de 2009.

** Programa de Financiamiento en el Mercado Local por hasta US\$100 millones creado por la Ley Nro 4.315 de la Ciudad el 27 de septiembre de 2012. El programa fue ampliado a US\$185 millones desde US\$100 millones según la ley nro. 4.431 del 29 de noviembre de 2012. El programa se amplió hasta US\$285 millones según la ley 4.472 del 28 de diciembre de 2012. El programa se amplió US\$216 millones y nuevamente US\$400 millones por las leyes 4.810 del 28 de noviembre de 2013 y 4.885 del 5 de diciembre de 2013. El programa volvió a ampliarse por hasta US\$ 185 millones por ley 4.949 del 8 de mayo de 2014 y nuevamente por hasta €60 millones o su equivalente en otras monedas por la ley 5.496 y por hasta US\$460 millones o su equivalente en otras monedas por la ley 5.491, ambas del 3 de diciembre de 2015. El programa se amplió en 2016, por hasta US\$285 millones, de acuerdo con la ley 5.725.

° La Ciudad de Buenos Aires emitió la Clase 4 por US\$216 millones el 17 de mayo 2013. En septiembre 2014 reabrieron la Clase 4 por un valor nominal adicional de US\$111 millones con idénticos términos y condiciones que la emisión original bajo la ley 4885. En junio 2015, la Ciudad emitió la Clase 15 por el remanente de hasta US\$ 28.9 millones bajo la misma ley, denominada y pagadera en pesos, a tasa fija y luego Badlar más un margen.

°° La combinación de la emisión de las series 12, 13 y 14 se hizo por un total que no superó los US\$ 100 millones, en una combinación de bonos que incluyó una serie denominada en dólares y pagadera en pesos, otra denominada en pesos a tasa fija y luego Badlar más un margen, y una tercera con opción entre una tasa vinculada a LEBAC o Badlar más un margen.

°°° La Ciudad de Buenos Aires emitió la Clase 22 ARP8.374 millones el 29 de marzo de 2017. La ciudad está reabriendo la Clase 22 por el equivalente en pesos de hasta US\$60,6 millones bajo los mismos términos y condiciones que la emisión original. La autorización por dicho monto surge del remanente de (1) la autorización por hasta US\$160 millones para el desarrollo de los “Juegos Olímpicos de la Juventud 2018” según la Ley N° 5.541, de los cuales se emitieron US\$110 millones para la Clase 22; y (2) de la autorización por hasta US\$320 millones para la realización de obras de infraestructura, mejoramiento, conectividad y tránsito de la Ciudad, a llevarse a cabo en el marco del Programa de Movilidad Sustentable, el Programa de Seguridad Vial y el Plan de Inversiones para la Modernización del Subte según la Ley N° 5.727, de los cuales se emitieron US\$135 para la Clase 22, US\$124,4 para el préstamo celebrado entre Autopistas Urbanas Sociedad del Estado (AUSA) y US\$50 millones para el convenio suscrito con la Corporación Financiera Internacional (IFC).

~ La Ciudad de Buenos Aires adjudicó el monto máximo autorizado para las Clases 21 y 22 a la Clase 22, en base a las ofertas recibidas. Por lo tanto, declaró desierta la subasta de la Clase 21 (ver el Boletín Oficial N. 5097 del Gobierno de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires del 29/03/2017).

DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN

Significado de la calificación 'raA': Una entidad calificada raA es algo más susceptible a efectos adversos por cambios circunstanciales o de las condiciones de la economía que las entidades con calificaciones en categorías superiores. Sin embargo, la entidad tiene una capacidad fuerte de cumplir con sus obligaciones financieras en comparación con otras entidades en el mercado nacional.

Significado de la calificación 'raA': Una obligación calificada raA, es algo más susceptible a efectos adversos por cambios circunstanciales o de las condiciones de la economía que la deuda calificada en las categorías superiores. Sin embargo, la capacidad de pago del emisor para cumplir con sus compromisos financieros sobre la obligación es fuerte en relación con otros emisores en el mercado nacional.

Las calificaciones crediticias comprendidas de la raAA a la raCCC podrán ser modificadas agregándoles un signo de más (+) o menos (-) para destacar su relativa fortaleza o debilidad dentro de cada categoría de calificación.

FUNDAMENTOS

Standard & Poor's afirmó la calificación de largo plazo en escala nacional de 'raA+' para la Ciudad de Buenos Aires y sus emisiones, incluyendo la reapertura de la Clase 22 por el equivalente en pesos de hasta US\$60,6 millones. La autorización surge del remanente de la emisión para la construcción de obras de infraestructura para el desarrollo de los "Juegos Olímpicos de la Juventud 2018" según la Ley N° 5.541 y la autorización para la realización de obras de infraestructura, mejoramiento, conectividad, y tránsito de la Ciudad bajo el marco del Programa de Movilidad Sustentable, el Programa de Seguridad Vial y el Plan de Inversiones para la Modernización del Subte, de acuerdo a la Ley N° 5.727. La tendencia de dichas calificaciones se mantiene estable. Standard & Poor's considera que el nivel de deuda se mantiene moderada y sin presionar el perfil financiero de la ciudad.

Si bien todavía evaluamos el marco institucional para todos los gobiernos locales y regionales argentinos (GLRs) como muy volátil y sin recursos suficientes, consideramos que éste refleja una tendencia positiva dada la mejora relativa en la previsibilidad del resultado de reformas potenciales, así como su ritmo de implementación. Consideramos positivo desde el punto de vista de la credibilidad, el incipiente diálogo constructivo entre el gobierno federal y los gobiernos locales y regionales, para resolver desafíos institucionales, administrativos y presupuestarios pendientes. Además, observamos que como resultado de un apoyo consistente desde el gobierno federal y las mejoras institucionales observadas, los GLRs, independientemente del partido político que lo administra, tienen mayor predictibilidad lo que les permite mejorar su planificación financiera de mediano plazo.

La administración de la ciudad bajo el mandato de Horacio Rodríguez Larreta, de la Propuesta Republicana (PRO) ha continuado con la rendición de cuentas y ha llevado a cabo políticas financieras prudentes durante la transición política desde que asumió su cargo en diciembre de 2015 y esperamos que la estabilidad continúe al menos hasta la finalización de su gestión en 2019. La creciente trayectoria de la gestión en promulgar leyes prudentes logrando consenso en la legislatura aunque no cuenta con la mayoría absoluta, respalda nuestra evaluación satisfactoria sobre la administración financiera. En el segundo semestre se llevarán a cabo las elecciones para renovar la mitad del parlamento porteño, pero no se esperan cambios relevantes. Esto, combinado con nuestra expectativa de que la economía de la Ciudad de Buenos Aires se recupere en los próximos dos años—lo que fortalecerá aún más la sólida base impositiva de la ciudad, sustentada por un PBI per cápita de alrededor de US\$35,705 en los últimos años—refleja en nuestra opinión las fortalezas de la ciudad en comparación con los otros GLRs que calificamos en Argentina.

En 2016, la estructura fiscal de Buenos Aires cambió como parte de una redefinición de los recursos y responsabilidades que son administrados por la ciudad respecto a los que son administrados por el gobierno nacional, y esperamos que estos replanteos continúen evolucionando en los próximos años. El Sr. Larreta sirvió anteriormente como jefe de gabinete de la ciudad durante el mandato del actual Presidente Mauricio Macri como jefe de gobierno, lo que refleja la estrecha relación entre ambos dirigentes políticos. Las dos administraciones acordaron en enero de 2016 transferir la responsabilidad de las facultades y funciones de seguridad pública local a la ciudad, incluido el cuerpo de policía, las estaciones de policía y los departamentos de bomberos, entre otras. El acuerdo también incluyó la transferencia de fondos a la Ciudad de Buenos Aires para compensar sus nuevas responsabilidades, aumentando su proporción en las transferencias de coparticipación a 3,75% desde 1,4%. Esperamos que durante la ejecución de los acuerdos, continúe la manera fiscalmente responsable en que ambos niveles de gobierno manejan las negociaciones, al menos hasta el 2019.

Con esta reforma, la estructura fiscal de la ciudad se volvió más dependiente del gobierno nacional. Sin embargo, aun creemos que su flexibilidad presupuestaria es más robusta que la de sus pares argentinos. Esperamos que la ciudad genere cerca del 76% de sus ingresos operativos en los próximos tres años, comparando positivamente con la mayor parte de los otros GLRs de Argentina y a nivel regional, aunque menor que los niveles históricos de la ciudad, debido al aumento de las transferencias de coparticipación. Las nuevas responsabilidades también incrementan los gastos recurrentes y menos flexibles. Esperamos que los gastos en capital en promedio superen el 16.3% en los próximos tres años, dado el plan de inversiones de la ciudad. Este tipo de gasto tendrá como objetivo la expansión de la red de subterráneos, obras para la salud, educación, alumbrado público y proyectos de vivienda, además de ciertos proyectos vinculados a los Juegos Olímpicos de la Juventud de 2018. Estimamos que sólo un tercio de los gastos de capital presenta menos flexibilidad y tiene por objetivo el mantenimiento de obras existentes.

Sin embargo, creemos que Buenos Aires posee altos costos operativos y, de forma similar que otros GLRs de Argentina, enfrenta continuas demandas salariales en el sector público debido a la aun elevada aunque decreciente inflación. Además, la constitución de la ciudad garantiza la seguridad laboral, lo que impide destituir a los empleados mediante paquetes de despido. Por lo tanto, esperamos que en 2017 los gastos operativos obligatorios –salarios e intereses de la deuda- representen el 62% del gasto operativo. Al mismo tiempo, creemos que la ciudad no tendría mucho espacio para elevar los impuestos debido a la ya alta carga impositiva y a que la administración nacional se propuso abordar de manera generalizada la elevada presión fiscal en Argentina.

Aunque no esperamos que la ciudad eleve las tasas impositivas o aplique nuevos impuestos en el corto plazo, anticipamos que el gobierno actualice tasas y tarifas, y que además refuerce la recaudación de impuestos. Esperamos que estos esfuerzos, combinados con la recuperación de la economía y la transición de sus recursos y estructura de responsabilidades, permitan que el desempeño presupuestal de la ciudad se recupere gradualmente. Prevemos que el superávit operativo de Buenos Aires promedie 9,3% en los siguientes tres años, mientras que su déficit después de ingresos y gastos de capital promedie 7,4%. Sin embargo, consideramos que el desempeño presupuestal seguirá sujeto a volatilidad debido a la inflación, la cual esperamos se mantenga en dos dígitos hasta 2019.

El manejo de la deuda de la ciudad de Buenos Aires refleja su creciente trayectoria en el desarrollo de políticas prudentes. Aunque la estructura de su deuda la expone al riesgo cambiario, ha reducido su exposición a la moneda extranjera en los últimos años y esperamos que continúe haciéndolo en el futuro. Al 31 de diciembre de 2016, cerca del 83% de su deuda estaba denominada en moneda extranjera, lo cual representa un descenso desde el 99% en 2014. Esperamos que las autoridades continúen trabajando para reducir este riesgo, aunque creemos que llevará algún tiempo hasta se vea reflejado en un cambio significativo. En 2017, la ciudad enfrentará amortizaciones en dólares y esperamos que, en línea con la reducción del riesgo cambiario, utilice emisiones denominadas en pesos en el mercado local para enfrentar estos pagos. La ciudad ya emitió tres clases de dichas notas en el mercado local en 2017 por más de ARP13 mil millones. Las amortizaciones totales de bonos denominados en moneda extranjera, tanto para la deuda externa e interna, llegará a más de \$400 millones en 2017. Al 30 de junio de 2017, la carga de la deuda de Buenos Aires ascendió a ARP56.586 millones. Esperamos que el stock de deuda de la ciudad alcance el 50% de sus ingresos operativos en 2019 en un contexto de condiciones de mercado favorables y elevadas necesidades de financiamiento.

En nuestra opinión, la ciudad tiene pasivos contingentes moderados. Buenos Aires tiene 13 compañías públicas que no se incluyen en el presupuesto de la ciudad. Estas operan en sectores desde finanzas y transporte, hasta manejo de residuos y salud. La más grande de estas compañías es el Banco de la Ciudad de Buenos Aires, el cual es el banco oficial y al mismo tiempo actúa como su agente financiero.

TENDENCIA

La tendencia estable de la ciudad de Buenos Aires refleja la de la calificación soberana. La tendencia refleja nuestra opinión sobre un diálogo más consistente e institucionalizado entre los GLRs y el gobierno federal para enfrentar los desafíos fiscales y económicos que esperamos que se mantengan en los próximos 12 a 18 meses. Podríamos bajar la calificación de la ciudad si bajáramos la calificación soberana. Por otro lado, dado que no creemos que la ciudad cumpla con las condiciones para ser calificada por encima del soberano, sólo si revisáramos al alza la calificación soberana, subiríamos la calificación de la ciudad.

PRINCIPALES FACTORES DE CALIFICACIÓN

Marco Institucional

Si bien todavía evaluamos el marco institucional para todos los GLRs argentinos como muy volátil y sin recursos suficientes, consideramos que éste refleja una tendencia positiva dada la mejora relativa en la previsibilidad del resultado de reformas potenciales, así como su ritmo de implementación. Esperamos reformas moderadas en la coparticipación de ingresos impositivos a las provincias. Además, observamos que como resultado de un apoyo consistente desde el gobierno federal, los GLRs, independientemente del partido político que lo administra, parecen tener mayor habilidad para estimar el resultado de corto y largo plazo de sus finanzas. Consideramos positivo desde el punto de vista de la credibilidad, el incipiente diálogo constructivo entre el gobierno federal y los gobiernos locales y regionales, para resolver desafíos institucionales, administrativos y presupuestarios pendientes.

El Presidente Mauricio Macri mantiene un diálogo abierto con los gobiernos provinciales para resolver los desafíos económicos, fiscales y financieros que es probable que continúen en 2017. La agenda del presidente para tratar los obstáculos fiscales de los GLRs –transferencias de coparticipación, financiamiento del sistema previsional y necesidades de infraestructura– no está libre de conflictos políticos. Sin embargo, creemos que tanto el gobierno federal como los gobiernos provinciales han mantenido un diálogo constructivo a distintos niveles, demostrando voluntad política para considerar las demandas de largo plazo de los GLR para asegurar la sustentabilidad fiscal.

A pesar de esta incipiente mejora, la actual situación económica y política de Argentina todavía plantea problemas políticos y fiscales a los GLRs. Cada GLR argentino opera bajo regulaciones y reglas establecidas en la Ley de Coparticipación 23.548, la Ley de Responsabilidad Fiscal (LRF), y las regulaciones del Banco Central, entre otras. A su vez, todos los GLRs, comparten vínculos críticos con el gobierno central a través de la distribución de los ingresos fiscales (la coparticipación y las transferencias discrecionales representan alrededor de 50% de los ingresos totales de los GLRs), el financiamiento directo de los proyectos de infraestructura, y la autorización a los GLRs para emitir nueva deuda.

La decisión del gobierno federal de afrontar los problemas fiscales de los GLRs tiene lugar luego de que el sistema de coparticipación se haya vuelto más impredecible en los últimos años, resultando en la discrecionalidad de una gran parte de transferencias del gobierno federal hacia GLRs, fuera del sistema. En general, los GLRs se han vuelto más dependientes de las transferencias federales, lo que ha aumentado el control político desde el centro.

Economía

Buenos Aires tiene el mayor nivel de ingresos entre los GLRs calificados en Argentina, como muestra el PBI per cápita de US\$39.138 (último dato publicado por la ciudad a diciembre de 2015). Aunque la ciudad no fue inmune a la recesión de la economía nacional en 2016, creemos que continuará mostrando una economía relativamente rica en los próximos años. Para 2017, esperamos que la economía se recupere de la mano de la inversión pública y un aumento de la confianza de los consumidores, en el año de las elecciones legislativas. Estimamos un crecimiento de la economía del 3%, al mismo tiempo que esperamos que la inflación de dos dígitos tenga un marcado descenso en 2017, aunque continúe siendo elevada.

Buenos Aires además de ser la capital y la ciudad más grande del país, es el hogar del 7% de la población y genera el 22% de su PBI. La ciudad, también es el mayor centro financiero y de negocios, los servicios representan cerca del 19% del PBI local, mientras que los servicios de intermediación financiera alrededor del 11%. De todos modos, el sector de servicios en general es el que domina la economía y representa el 83% del PBI local. Luego de los servicios y la intermediación financiera, siguen en importancias el comercio (15%), manufacturas (15%), transporte y comunicaciones (10%), servicios de salud (6%) y administración pública (6%).

Dada la autonomía de la ciudad comparada con otros GLRs de Argentina y de su autoridad para recaudar un gran parte de sus ingresos, sus recursos están estrechamente influenciados por la dinámica de la economía y la inflación local. Su principal fuente de ingresos es el impuesto sobre los ingresos brutos, que grava los ingresos brutos de las ventas de los negocios y representa un 55% de sus ingresos operativos. En 2016, la recaudación de este impuesto se contrajo un 5% en términos reales, debido a la contracción de la economía. Aunque esperamos que la recaudación se recupere por el aumento de la actividad económica, creciendo cerca del 3% en términos reales para 2017 y 2018.

Administración Financiera

La administración de la ciudad bajo el mandato de Horacio Rodríguez Larreta (PRO) ha continuado con la rendición de cuentas y ha llevado a cabo políticas financieras prudentes durante la transición política desde que asumió su cargo en diciembre de 2015 y esperamos que la estabilidad continúe al menos hasta la finalización de su gestión en 2019. Desde 2007 hasta 2015, Larreta sirvió como jefe de gabinete de la ciudad bajo la administración del actual Presidente Mauricio Macri, lo que refleja la estrecha relación entre ambos dirigentes políticos. La transferencia de responsabilidades desde el cambio de gobierno en 2015 –en contraste con las diferencias políticas entre la ciudad y el gobierno nacional bajo la anterior administración- se realizó de manera prudente. En enero de 2016, se alcanzó un acuerdo, por el cual el gobierno nacional transfería la responsabilidad sobre la policía federal a la ciudad, estaciones de policía y bomberos, pero a su vez se pactó la transferencia de recursos a través de un aumento de los fondos de coparticipación de a 3.75% desde el 1.4%.

Aunque el gobierno posee una mayoría simple en la legislatura local, con 27 bancas de un total de 60, no tiene la mayoría absoluta y depende de las negociaciones con otros partidos para aprobar la legislación. El Frente para la Victoria (FPV), que es el principal partido de oposición, tiene 12 bancas y varios otros partidos políticos ocupan los 21 restantes. Mientras que la composición de la legislatura puede cambiar ligeramente tras las elecciones de 2017 donde se elegirá a la mitad del cuerpo legislativo, esperamos que la administración de Buenos Aires continúe legislando oportuna y prudentemente en los próximos años, incluyendo leyes presupuestarias anuales según la creciente trayectoria del gobierno.

La ciudad de Buenos Aires, a diferencia de la mayoría de los GLRs argentinos, es fiscalmente independiente del gobierno central. Históricamente, las transferencias federales sólo representaron aproximadamente el 10% de los ingresos operativos de la ciudad. Sin embargo, el porcentaje aumentó al 23% en 2016 y esperamos que se mantenga en este ratio en los próximos años. La ciudad también es uno de los mayores contribuyentes de los fondos de coparticipación. Además, el gobierno central no mantiene ninguna deuda de la ciudad, pero aunque Buenos Aires no necesita la autorización del gobierno central para emitir nueva deuda y opera bajo su propio marco fiscal, el soberano garantiza los créditos de agencias multilaterales que le son otorgados.

Al igual que otros GLRs en Argentina, la ciudad ha implementado varias reformas tributarias en los últimos años en medio de los crecientes gastos como resultado de la inflación y el acceso limitado al financiamiento externo. No esperamos que en 2017 se implementen nuevos impuestos o se eleven las tasas debido a la ya elevada carga fiscal y a la visión de la administración de que tales medidas no son necesarias. Esperamos que se actualicen los precios de ciertas tarifas y se refuerce la recaudación.

Aunque la ciudad no presente objetivos operativos formales de deuda y liquidez y trabaja en relación a objetivos informales, ha mostrado éxito en el manejo de riesgo en circunstancias macroeconómicas inciertas. Al mismo tiempo, ha demostrado estar trabajando para reducir el riesgo cambiario de su stock de deuda y ampliar sus emisiones en el mercado local. Sin embargo, no cuenta con instituciones que garanticen su implementación.

Flexibilidad Presupuestaria

La flexibilidad presupuestaria de Buenos Aires es mayor que la del resto de los GLRs. Aunque la estructura de ingresos y gastos se modificó en 2016, esperamos que esto continúe impactando en las finanzas de la ciudad en los próximos años y al mismo tiempo mantenga una mayor flexibilidad respecto a otros gobiernos de Argentina. Esperamos que la ciudad de Buenos Aires genere aproximadamente el 76% de sus ingresos operativos en los próximos tres años. Aunque este nivel sigue siendo superior al de la mayoría de sus pares regionales, esperamos que disminuya significativamente desde los niveles históricos cercanos al 89%-90%. Esto es debido principalmente al aumento de las transferencias de coparticipación que la ciudad recibió del gobierno federal a partir del 2016. Al mismo tiempo, tampoco esperamos cambios legislativos que autoricen modificaciones tributarias y que pudieran tener impacto en el tamaño de las transferencias del gobierno federal. También esperaríamos que el gobierno nacional compense las pérdidas que se derivarían en la recaudación de la ciudad.

Las nuevas responsabilidades transferidas a la ciudad, incrementarán la porción de ingresos destinados a gastos recurrentes y pocos flexibles. Respecto a los gastos de capital (capex) en relación al total de

gastos de la ciudad aumentaron al 17.5% en 2016 y esperamos que sean en promedio mayores al 16% durante los próximos 3 años, dados sus planes de inversión. Esperamos que el gasto en capital en 2017 se vincule mayormente con la expansión de la red de subterráneos, infraestructura para la salud, educación, pavimento, alumbrado público, sistema de drenaje, proyectos de vivienda en distintas villas y otras inversiones vinculadas a los Juegos Olímpicos de la Juventud de 2018. A pesar del descenso en la participación del capex en el total de gastos, aun creemos que es mayor al del resto de los GLRs en Argentina para los próximos años, y son una fuente de flexibilidad presupuestaria en un escenario crítico. Estimamos que sólo un tercio de estos gastos estaría vinculado con el mantenimiento de proyectos y sería difícil recortar.

A pesar de que los gastos en inversión de la ciudad le dan flexibilidad, creemos que queda limitada por los altos costos operativos, que se han incrementado con la transferencia de la policía federal a las fuerzas de seguridad metropolitana a partir de 2016, junto con otras responsabilidades. Al igual que otros GLRs de Argentina, Buenos Aires se enfrenta a demandas de aumentos salariales del sector público debido a la aun elevada inflación, y no prevemos que estas presiones disminuyan en los próximos dos años. Además, la seguridad laboral está incorporada en la constitución de la ciudad, lo que impide despidos en el sector público. Esperamos que en 2017, los gastos operativos obligatorios –salarios e intereses de la deuda- representaran el 62% de los gastos operativos. Al mismo tiempo, creemos que la ciudad no tiene mucho espacio para incrementar impuestos, debido a la ya elevada carga fiscal.

Desempeño Presupuestal

Durante los próximos tres años, esperamos que su desempeño presupuestal se beneficie de una economía en recuperación, junto con una transición estable de la estructura de sus recursos y responsabilidades. Prevemos que los superávits operativos promedien 9.3% de los ingresos operativos en los próximos tres años, mientras que los déficits después de ingresos y gastos de inversión promedien el 7.4% de los ingresos totales. Aunque el desempeño presupuestal mejoró en 2016 respecto a 2015, incluso con una contracción en la economía, creemos que se debió a la forma en que la ciudad cambió su estructura fiscal y a la transición política.

Dado que Buenos Aires comenzó a recibir fondos de la coparticipación adicionales a comienzos de 2016, pero la transferencia de los nuevos gastos y responsabilidades ocurrió de forma gradual durante el año, la ciudad se benefició en términos netos de esta transición. Sin embargo, creemos que el impacto positivo en 2016 se verá contrarrestado por los gastos que deberá afrontar en 2017. Al mismo tiempo, creemos que la transición política, incluyendo el movimiento de funcionarios públicos a los distintos niveles de gobierno dado el éxito del PRO en las elecciones provinciales y nacionales, retrasó la ejecución del gasto. Para 2017, esperamos un superávit operativo del 7.1% de los ingresos corrientes mientras que el déficit después de los ingresos y gastos de inversión alcance el 8.8% de los ingresos totales de los ingresos totales. Por otro lado, aunque el gobierno nacional le transfirió la autoridad sobre las agencias de juego y lotería formalmente en diciembre de 2016, su impacto sobre las finanzas de la ciudad aún no está claro.

Además de estos cambios estructurales, el desempeño presupuestal de la ciudad de Buenos Aires, también está sujeto a la volatilidad debido a la inflación, la cual ha permanecido elevada en 2016 y se mantendría en dos dígitos hasta 2019. Similar a otros GLRs en Argentina, la alta inflación hace difíciles las negociaciones salariales del sector público, agravadas por la incertidumbre macroeconómica y el conflicto político entre los sindicatos del sector público y la administración de la ciudad.

Liquidez

Si bien las emisiones de la ciudad en 2016 y principios de 2017 aliviaron sus necesidades inmediatas de liquidez, estimamos que el efectivo de la ciudad (no destinado a satisfacer las necesidades de funcionamiento diario o gastos de capital previstos) todavía es limitado. En parte, esta limitación se debe a los niveles aun elevados de inflación y la falta de opciones financieras rentables en el mercado doméstico de Argentina, lo cual ha impulsado el gasto de inversión en la ciudad como alternativa de ahorrar fondos líquidos.

A pesar de que la ciudad obtuvo un nivel significativo de financiamiento en 2016 procedente de fuentes nacionales e internacionales, consideramos que el acceso de Buenos Aires a liquidez externa es incierto, igual que todos los GLRs en Argentina, basándonos en nuestra evaluación del desarrollo de los mercados internos de capital y en nuestra evaluación de la situación del sistema bancario nacional en Argentina. Este último se encuentra en el grupo '9' dentro de nuestro Análisis de Riesgos de la Industria Bancaria (BICRA). Nuestro BICRA, que evalúa y compara sistemas bancarios globales, agrupa en una escala del '1' al '10' los sistemas bancarios del menos riesgo (grupo '1') al más riesgoso (grupo '10').

Al mismo tiempo, la ciudad ha recurrido al uso de deuda flotante para cerrar su brecha fiscal. Al 31 de diciembre de 2016, el endeudamiento por deuda flotante alcanzó ARP17.4 millones, o 14% de sus ingresos operativos del mismo período.

Deuda

Esperamos que el stock de deuda de la ciudad de Buenos Aires alcance el 50% de sus ingresos operativos para 2019—en un contexto de condiciones de mercado favorables y elevadas necesidades de financiamiento desde un 37% en 2016—y que su nivel de deuda continúe siendo sostenible. Al mismo tiempo esperamos que su carga de intereses continúe en niveles relativamente bajos -promediando el 3.9%- para 2019. La deuda de la ciudad sumó ARP56.586 millones al 30 de junio de 2017.

En nuestra opinión, la estructura de su deuda expone a la ciudad al riesgo cambiario. Al 30 de junio de 2017 el 63% de su deuda pasó a estar denominada en moneda extranjera (61% en USD y 2% en EUR) mientras que al 31 de diciembre de 2016 se trataba del 83% (80% en USD y 3% EUR), lo cual representaba un porcentaje mayor al de otros GLRs de Argentina. Aunque el ratio ha descendido del 99% en 2014 y el peso argentino se ha apreciado en términos reales desde mediados de 2009, creemos que la elevada exposición sumada a la histórica volatilidad del tipo de cambio en Argentina, eleva el riesgo cambiario.

Aunque Buenos Aires planea trabajar en disminuir su riesgo de tipo de cambio, consideramos que pasará tiempo antes de que la ciudad logre alcanzar una mejora significativa. A lo largo de 2017, Buenos Aires tiene una serie de amortizaciones de bonos pagaderos en dólares o denominados en la misma moneda, pero pagaderos en pesos argentinos (ligados a dólar). Esperamos que el gobierno de la ciudad atienda estos pagos utilizando los recursos de sus emisiones denominadas en pesos en el mercado local y reduzca así su riesgo cambiario. Buenos Aires emitió dos clases de Títulos en el mercado local en enero de 2017 por alrededor de ARP5,086 millones. El total de amortizaciones de bonos denominados en moneda extranjera, tanto para en mercados externos como locales, llegará a más de US\$400

millones en 2017. El perfil de amortización de la ciudad se benefició de la oferta de compra de las notas Bono Tango 10 colocada en mayo de 2016, lo que redujo el tamaño de la amortización bullet de las notas Marzo 2017 a \$175 millones. La siguiente amortización de bonos externos grande de la ciudad será en 2019, por alrededor de \$167 millones, con sus notas Bono Tango 11, cuyos pagos de capital vencen entre el 2019 y el 2021. Sin embargo, Buenos Aires seguirá enfrentándose a amortizaciones periódicas vinculadas al dólar en el mercado interno.

Al mismo tiempo, la ciudad planea aumentar su exposición a los prestamistas oficiales, que suelen ofrecer condiciones crediticias más favorables que los acreedores comerciales. Buenos Aires, que exige la garantía del gobierno nacional para acceder a los préstamos multilaterales, está aprovechando su renovada relación con el gobierno federal, junto con la mejora en la postura de Argentina frente a las instituciones crediticias supranacionales a lo largo de 2016, para aumentar su deuda con estos prestamistas. Por ejemplo, la ciudad ha negociado con distintas instituciones crediticias multilaterales para obtener nuevas líneas de crédito que Buenos Aires planea gastar en proyectos de urbanización en los barrios pobres de la ciudad.

Al 31 de diciembre de 2016, los acreedores comerciales locales e internacionales mantenían alrededor del 85% de la deuda de la ciudad, seguido por entidades bilaterales y multilaterales de crédito como el Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento, el Banco Interamericano de Desarrollo y el Banco Export-Import de China (8%) y, en menor porcentaje, la Administración Nacional de Seguridad Social (ANSES) (4%).

Pasivos Contingentes

Las cuentas fiscales de las 13 compañías públicas de la ciudad están excluidas de su presupuesto y operan en sectores desde finanzas y transporte, hasta manejo de residuos y salud. La más grande de estas compañías es el Banco de la Ciudad de Buenos Aires, el cual es el banco oficial y al mismo tiempo actúa como su agente financiero.

La ciudad garantiza los pasivos del Banco Ciudad en virtud de las disposiciones legales del banco. El Banco Ciudad se ha mantenido rentable y ha generado utilidades por más de 1.645 millones de pesos en 2016. A diciembre de 2016, ha acumulado pasivos por 70.713 millones, mientras que su patrimonio neto alcanzó 7.593 millones de pesos. Dada la saludable posición fiscal del banco, no creemos que represente un riesgo significativo para las finanzas de la ciudad.

Además del banco, la ciudad posee Autopistas Urbanas S.A. (AUSA) que ha construido y operado dos peajes en la ciudad. En diciembre de 2014, AUSA obtuvo financiamiento del BID por 130 millones, que fue garantizado por la ciudad y que consideramos un pasivo contingente, junto con otros pasivos de la compañía. El total de pasivos alcanzó alrededor de 2.100 millones de pesos en diciembre de 2015. La ciudad también posee la totalidad de Subterráneos de Buenos Aires S.E., el operador de subterráneos de la ciudad, la Coordinación Ecológica Área Metropolitana S.E., responsable por el manejo de residuos, el Hospital Garrahan, Corporación del Mercado Central de Buenos Aires, Obra Social de BA, Corporación Antiguo Puerto Madero, Ubatec S.A. (una compañía de ciencia y tecnología), Corporación Buenos Aires Sur S.E., Fideicomiso Corporación Buenos Aires S.E., Agrupación Salud Integral y Fideicomiso SBASE..

ANEXO I: ESTADÍSTICAS FINANCIERAS / INFORMACIÓN CONTABLE COMPARATIVA

Tabla 1						
CIUDAD DE BUENOS AIRES - Información Financiera						
Al 31 de diciembre						
Millones de Pesos						
	2017M6*	2016	2015	2014	2013	2012
Ingresos operativos	82.001	127.907	80.950	63.713	47.349	33.304
Gastos operativos	65.567	115.042	76.843	55.179	40.959	30.006
Balance operativo	16.434	12.865	4.107	8.534	6.390	3.299
Balance operativo (% de ingresos operativos)	20,0	10,1	5,1	13,4	13,5	9,9
Ingresos de capital	1.661	865	758	648	444	460
Gasto de capital(capex)	13.085	24.473	12.615	13.690	9.940	5.227
Balance después de Capex	5.010	(10.743)	(7.750)	(4.508)	(3.106)	(1.469)
Balance después de Capex (% de ingresos totales)	6,0	(8,3)	(9,5)	(7,0)	(6,5)	(4,4)
Deuda repagada**	8.084	14.541	6.392	3.435	1.365	1.689
Balance después del repago de deuda y préstamos	(3.074)	(25.283)	(14.142)	(7.943)	(4.470)	(3.158)
Balance después del repago de deuda y préstamos (% del total de ingresos)	(3,7)	(19,6)	(17,3)	(12,3)	(9,4)	(9,4)
Créditos brutos***	14.918	19.123	9.105	6.072	2.772	3.355
Balance después de Créditos	11.844	(6.160)	(5.036)	(1.871)	(1.699)	197
Balance después de créditos (% del total de ingresos)	14,2	(4,8)	(6,2)	(2,9)	(3,6)	0,6
Capex (% del total de gastos)	16,6	17,5	14,1	19,9	19,5	14,8
Crecimiento de los ingresos operativos (%)	35,1	58,0	27,1	34,6	42,2	29,3
Crecimiento del gasto operativo (%)	42,1	49,7	39,3	34,7	36,5	31,6
Deuda directa (deuda pendiente al cierre del año)	56.586	47.175	31.432	18.302	11.703	7.055

Deuda directa (% de ingresos operativos)****	36,1	36,9	38,8	28,7	24,7	21,2
Intereses (% de ingresos operativos)	3,2	3,3	2,4	2,0	1,7	1,4
Servicio de deuda (% de total de ingresos)	13,0	14,6	10,3	7,4	4,5	6,5

N.D.--No disponible

*Información al 30 de junio de 2017

**Incluye aumento de la inversión financiera

***Incluye disminución de la inversión financiera

****Deuda directa como porcentaje de los ingresos operativos estimados para 2017

ANEXO II: GLOSARIO

Gobierno local y regional (GLR)

1. Entidad Relacionada con el Gobierno (ERG): Empresas potencialmente afectadas por la intervención gubernamental extraordinaria durante períodos de estrés, según se define en “Entidades Relacionadas con el Gobierno: Metodología y Supuestos”, publicado el 9 de diciembre de 2010. Las ERG a menudo están parcial o totalmente controladas por un gobierno (o gobiernos) y contribuyen a la implementación de políticas o a la prestación de servicios clave para la población. Sin embargo, hemos observado que algunas entidades con poca o ninguna propiedad del gobierno también pueden beneficiarse del apoyo del gobierno debido a su importancia sistémica o su papel crítico como proveedoras de bienes y servicios cruciales. En este informe, ERGs generalmente se refiere a las empresas que son propiedad o están controladas por GLRs.

2. Perfil crediticio individual (SACP, por sus siglas en inglés para stand-alone credit profile): Refleja la opinión de Standard & Poor's sobre la calidad crediticia de la entidad, antes de tomar en cuenta el potencial de intervención directa extraordinaria específica de su matriz, o en el caso de una ERG, del gobierno que la controla o es su propietario.

Flexibilidad presupuestaria y desempeño presupuestal

3. Balance después de las cuentas de capital: Resultado de la suma de los ingresos de capital y la resta de los gastos de capital del balance operativo.

4. Balance operativo: Es igual a los ingresos operativos ajustados menos los gastos operativos ajustados (incluyendo los gastos por intereses).

5. Gastos de inversión: Normalmente cubren la reparación y reemplazo de la infraestructura existente y el desarrollo de la nueva infraestructura.

6. Gastos operativos: Corresponden a los costos de operación de un GLR, su administración, y la prestación de servicios a la población, directamente o a través de otros organismos públicos.

7. Gastos operativos ajustados: Gastos operativos ajustados por renglones materiales no de efectivo (provisiones, depreciación) o de transferencia.

8. Ingresos operativos: Ingresos recurrentes que recibe un GLR. Los ingresos operativos incluyen impuestos e ingresos no fiscales, tales como garantías, subsidios operativos, multas, aprovechamientos, tarifas, rentas, y otras fuentes de las que el GLR obtiene ingresos. No incluyen ingresos de capital, como subvenciones de capital ni recursos de las ventas de activos, ni cualquier ingreso de fondos prestados.

9. Ingresos de capital: Comprenden principalmente los recursos de las ventas de activos y transferencias de capital.

10. Ingresos operativos ajustados: Ingresos operativos ajustados por los renglones materiales que no son en efectivo o que se transfieren.

11. Ingresos operativos consolidados: Ingresos operativos de un GLR y sus ingresos comerciales (que incluye aprovechamientos y ventas, entre otros) generados por las ERGs que son propiedad del GLR, o que las controla, para lo cual incluimos deuda en el índice de deuda con respaldo fiscal del GLR. Generalmente, restamos de los ingresos de las GREs sumas materiales que provienen de las ERGs mismas, como subsidios o contratos de servicio.

Liquidez

12. Efectivo libre y activos líquidos: Definidos como los activos líquidos no restringidos, que no se requieren para cubrir necesidades operativas diarias o costos de capital planeados en una perspectiva prospectiva, disponibles para cubrir el servicio de la deuda durante los siguientes 12 meses, y ajustado por riesgo del mercado sobre inversiones no de efectivo.

Nivel de deuda y pasivos contingentes

13. Deuda directa: Comprende la deuda financiera de largo y corto plazo asumida directamente por el deudor –préstamos, bonos, créditos y obligaciones de arrendamiento capitalizadas– que un GLR está obligado a pagar a otra entidad de conformidad con un acuerdo expreso o por cualesquiera otras razones vinculantes legalmente. Se excluye la deuda garantizada y la deuda de las ERGs, a menos que sea servida por el GLR de manera constante. Incluye la deuda a la que se da servicio a través de subsidios de otros niveles de gobierno, a menos que la obligación legal de servicio de esta deuda sea transferida al otro gobierno.

14. Deuda garantizada: Deuda financiera para la que los pagos del principal y de intereses son responsabilidad del GLR (como garante), si el deudor que es el responsable principal no paga la deuda. Si un GLR tiene que honrar la deuda que garantiza, entonces incluiríamos el monto garantizado en la deuda directa del GLR.

15. Deuda con respaldo fiscal: Suma de los siguientes elementos:

- Deuda directa del GLR;
- Deuda garantizada de las ERGs u otras entidades que no son autosuficientes;
- Deuda no garantizada de las ERGs que no son autosuficientes;

- Deuda de las ERGs no bancarias, cuando igualamos la calificación de largo plazo de la ERG con la calificación de largo plazo del GLR, con base en nuestra opinión de una probabilidad de apoyo "casi cierta" del GLR a la ERG (excluyendo en general a las ERGs que son autosuficientes) en caso necesario, o cuando la deuda de la ERG es emitida por la tesorería central del GLR (como es el caso de Australia), y

- La deuda de las PPPs y las bursatilizaciones, cuando la transferencia de riesgo al sector privado no es suficientemente importante para tratar el compromiso financiero de la entidad del sector público como pasivo contingente.

En los casos en los que consideramos que una ERG no es autosuficiente, consolidamos en el índice de deuda con respaldo fiscal, toda la deuda de la ERG y los ingresos comerciales propios, independientemente de la participación del GLR en la propiedad de la ERG.

16. Entidades autosuficientes: La deuda de una ERG que no necesita apoyo financiero de su GLR y es improbable que requiera apoyo en el futuro es una deuda autosuficiente. El apoyo financiero incluye la contribución directa o indirecta, destinado a equilibrar las cuentas operativas, inversiones de financiamiento o repago de deuda. Cuando una ERG recibe ingresos considerables de su GLR por un servicio, evaluamos el intercambio como si fuera una forma de remuneración a precios de mercado por un servicio que podría ser prestado en términos comparables por un contratista privado. En general, las entidades autosuficientes tienen un SACP de grado de inversión (o una calidad crediticia estimada, si el SACP no está formalmente establecido). Para los GLRs en grado especulativo, las ERGs cuyos SACPs (o calidad crediticia estimada) se encuentra en el mismo nivel o por arriba de la del GLR (y por lo tanto es improbable que requiera apoyo del gobierno), también pueden clasificarse como autosuficientes.

17. Ingresos totales ajustados: Suma de los ingresos operativos ajustados e ingresos de capital para un periodo presupuestal determinado.

18. Obligación de beneficios proyectados: Estimación del valor presente de la pensión de un empleado que supone que este continuará trabajando y que sus contribuciones de pensiones se incrementará en la misma medida que su salario.

19. Obligación de beneficios acumulados: Método que asume que el empleado deja de trabajar para la empresa al momento que se realiza la estimación actuarial.

20. Pagos de intereses: Corresponden al monto de los intereses pagados en un periodo presupuestal determinado, incluyendo el componente de intereses de arrendamientos financieros.

21. Servicio de deuda: Es igual a los pagos de intereses más el monto del principal reembolsado en un periodo determinado del presupuesto, incluyendo el componente de capital de arrendamientos financieros y deuda de corto plazo repagada durante ese período. Consideramos que el servicio de la deuda en una línea de crédito renovable tiende a ser exagerado si el monto total del refinanciamiento de dicha línea se registra como pago. Por lo tanto, en nuestro cálculo, el repago bajo la línea renovable incluiría sólo el monto máximo dispuesto en virtud de la línea durante el año, menos la deuda vigente bajo la línea renovable al cierre del año.

Ciudad de Buenos Aires

Calificaciones en la escala nacional para Argentina

	Calificación	Tendencia o Revisión Especial (<i>CreditWatch</i>)
Calificación Institucional de largo plazo	raA+	Estable

Instrumento	Monto	Vencimiento	Calificación	Tendencia o Revisión Especial (<i>CreditWatch</i>)
Programa de Eurobonos a Mediano Plazo por US\$ 1.400 millones*			raA+	Estable
CLASE 3 emitida bajo el Programa**	US\$100 millones	15 de marzo 2018	raA+	Estable
CLASE 4 emitida bajo el Programa**	US\$327 millones°	17 de mayo de 2019	raA+	Estable
CLASE 5 emitida bajo el Programa**	US\$113 millones	20 de diciembre 2019	raA+	Estable
CLASE 6 emitida bajo el Programa**	US\$147 millones	28 de enero 2020	raA+	Estable
CLASE 14 emitida bajo el Programa**	ARP100 millones°°	31 de enero 2018	raA+	Estable
CLASE 15 emitida bajo el Programa**	ARP262 millones°	24 de junio 2018	raA+	Estable
CLASE 16 emitida bajo el Programa**	ARP948 millones	2 de febrero 2020	raA+	Estable
CLASE 17 emitida bajo el Programa**	ARP363 millones	19 de noviembre 2017	raA+	Estable
CLASE 18 emitida bajo el Programa**	ARP1.705 millones	19 de mayo 2020	raA+	Estable
CLASE 19 emitida bajo el Programa**	ARP1.378 millones	23 de julio 2018	raA+	Estable
CLASE 20 emitida bajo el Programa**	ARP3.708 millones	23 de enero 2022	raA+	Estable
CLASE 22* emitida bajo el Programa**	ARP8.374 millones	29 de marzo 2024	raA+	Estable

SÍNTESIS METODOLÓGICA DE CALIFICACIÓN

[Metodología de Standard & Poor's para calificar gobiernos locales y regionales no estadounidenses](#)

FUENTES DE INFORMACIÓN

- Información suministrada por la Ciudad de Buenos Aires durante el proceso de calificación.
- Leyes de Presupuestos del 2010, 2011, 2012, 2013, 2014, 2015, 2016 y 2017 disponibles en la página web del Ministerio de Hacienda (<http://www.buenosaires.gob.ar/hacienda/presupuesto>)
- Pactos Fiscales, Acuerdos Nación-Provincias, Ley de Responsabilidad Fiscal y Programa de Financiamiento Ordenado.
- Ejecuciones presupuestarias disponibles en la página web del Ministerio de Hacienda (http://www.buenosaires.gob.ar/areas/hacienda/contaduria/contable/ejecuciones.php?menu_id=23067) correspondientes a los ejercicios finalizados el:
 - 31 de diciembre de 2010
 - 31 de diciembre de 2011

- 31 de diciembre de 2012
- 31 de diciembre de 2013
- 31 de diciembre de 2014
- 31 de diciembre de 2015
- 31 de diciembre de 2016
- 30 de junio de 2017
- Stock de deuda y servicio de deuda disponible en la página web del Ministerio de Hacienda (http://www.buenosaires.gob.ar/areas/hacienda/cp_letras_tesoro_3.php?menu_id=32684) al:
 - 31 de diciembre de 2010
 - 31 de diciembre de 2011
 - 31 de diciembre de 2012
 - 31 de diciembre de 2013
 - 31 de diciembre de 2014
 - 31 de diciembre de 2015
 - 31 de diciembre de 2016
 - 30 de junio de 2017

Información publicada en el Ministerio de Economía, Subsecretaría de Hacienda (http://www.buenosaires.gob.ar/areas/hacienda/?menu_id=12)

Información publicada por la Dirección General de Estadística y Censo (http://www.buenosaires.gob.ar/areas/hacienda/sis_estadistico/?menu_id=5867)

SERVICIOS AFINES

Los Servicios Afines provistos por Standard & Poor's Ratings Argentina S.R.L., Agente de Calificación de Riesgo son publicados en su página web, pudiendo ser accedidos cliqueando [aquí](#).

DEFINICIONES DE INCUMPLIMIENTO

Definición de la calificación institucional de largo plazo 'SD' y 'D': Una entidad calificada con SD (siglas en inglés para *Selective Default* --Incumplimiento Selectivo) o D (incumplimiento) ha incurrido en incumplimiento de una o más de sus obligaciones financieras incluyendo las calificadas y no calificadas, pero excluyendo los instrumentos híbridos clasificados como capital regulatorio o en impago de acuerdo con los términos. Se considera que un obligado está en incumplimiento a menos que Standard & Poor's considere que dichos pagos se cubrirán dentro de un periodo de cinco días hábiles de la fecha en caso de no existir un periodo de gracia establecido o bien dentro del periodo de gracia establecido o 30 días calendario, lo que ocurra primero. La calificación de D o de SD se asigna cuando Standard & Poor's considera que el incumplimiento será generalizado y que la entidad incumplirá en el pago de todas o una parte sustancial de todas sus obligaciones a medida que vayan venciendo. Una calificación SD se asigna cuando Standard & Poor's considera que el emisor ha incumplido selectivamente en una emisión o clase de obligaciones, pero que continuará al corriente en el pago del resto de sus obligaciones y emisiones de deuda. Bajamos la calificación de un emisor a D o SD si está realizando un canje de deuda desventajoso.

Definición de la calificación Institucional de corto plazo 'SD' y 'D': Una entidad calificada con SD (siglas en inglés correspondientes a *Selective Default* --Incumplimiento Selectivo) o D (incumplimiento) ha incurrido en incumplimiento de una o más de sus obligaciones financieras (calificadas o no calificadas) excluyendo instrumentos de capital híbrido clasificados como capital regulatorio o en incumplimiento de acuerdo con los términos al vencimiento. Consideramos que una entidad está en incumplimiento a menos que Standard & Poor's considere que dichos pagos se realizarán dentro del periodo de gracia establecido. Sin embargo cualquier periodo de gracia establecido mayor a cinco días hábiles, será considerado como de cinco días hábiles. La calificación de D se asigna cuando Standard & Poor's considera que el incumplimiento será generalizado y que la entidad incumplirá en el pago de todas o una parte sustancial de todas sus obligaciones a medida que vayan venciendo. La calificación SD se asigna cuando Standard & Poor's considera que el emisor ha incumplido selectivamente en una emisión o clase de emisiones de deuda, excluyendo instrumentos de capital híbrido clasificados como capital regulatorio, pero continuará al corriente en el pago del resto de su deuda. Bajamos la calificación de una obligación a SD o D si está realizando una oferta de canje de deuda desventajoso (*distressed exchange offer*).

Una obligación calificada con D se encuentra en default o en violación de una promesa imputada. Para los instrumentos de capital no híbrido, la categoría de calificación D se aplica cuando los pagos de una obligación no se realizaron en la fecha de vencimiento, a menos que Standard & Poor's considere que dichos pagos se cubrirán dentro de un periodo de cinco días hábiles en ausencia de un periodo de gracia establecido o bien dentro del periodo de gracia establecido o 30 días calendario, lo que suceda primero. La calificación D también se usará cuando el emisor se declare en quiebra o cuando tome alguna acción similar y cuando el incumplimiento de una obligación es una certeza virtual, por ejemplo debido a provisiones de suspensión automática. La calificación de una obligación se baja a D si está sujeta a una oferta de canje de deuda desventajoso (*distressed exchange offer*).

Copyright © 2017 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos los derechos reservados.

Ningún contenido (incluyendo calificaciones, análisis e información crediticia relacionada, valuaciones, modelos, software u otra aplicación o resultado derivado del mismo) o cualquier parte aquí indicada (Contenido) puede ser modificada, revertida, reproducida o distribuida en forma alguna y/o por medio alguno, ni almacenada en una base de datos o sistema de recuperación de información, sin permiso previo por escrito de Standard & Poor's Financial Services LLC o sus filiales (conjuntamente denominadas S&P). El Contenido no debe usarse para ningún propósito ilegal o no autorizado. S&P y todos sus proveedores así como sus directivos, funcionarios, accionistas, empleados o agentes (en general las Partes S&P) no garantizan la exactitud, integridad, oportunidad o disponibilidad del Contenido. Las Partes S&P no son responsables de errores u omisiones (por negligencia o cualquier otra causa), independientemente de su causa, de los resultados obtenidos a partir del uso del Contenido o de la seguridad o mantenimiento de cualquier información ingresada por el usuario. El Contenido se ofrece sobre una base "como está". LAS PARTES S&P DENIEGAN TODAS Y CUALESQUIER GARANTÍAS EXPLÍCITAS O IMPLÍCITAS, INCLUYENDO, PERO SIN LIMITACIÓN DE, CUALESQUIER GARANTÍA DE COMERCIALIZACIÓN O ADECUACIÓN PARA UN PROPÓSITO O USO EN PARTICULAR, DE AUSENCIA DE DEFECTOS, DE ERRORES O DEFECTOS EN EL SOFTWARE, DE INTERRUPCIÓN EN EL FUNCIONAMIENTO DEL CONTENIDO O DE OPERACIÓN DEL CONTENIDO CON CUALQUIER CONFIGURACIÓN DE SOFTWARE O HARDWARE. En ningún caso, las Partes S&P serán sujetos de demanda por terceros derivada de daños, costos, gastos, comisiones legales o pérdidas (incluyendo, sin limitación, pérdidas de ingresos o de ganancias y costos de oportunidad o pérdidas causadas por negligencia) directos, indirectos, incidentales, punitivos, compensatorios, ejemplares, especiales o consecuenciales en conexión con cualesquier uso del Contenido incluso si se advirtió de la posibilidad de tales daños.

Los análisis crediticios relacionados y otros, incluyendo las calificaciones, y las declaraciones en el Contenido, son opiniones a la fecha en que se expresan y no declaraciones de hecho. Las opiniones, análisis y decisiones de reconocimiento de calificaciones (como tal término se describe más abajo) de S&P no constituyen recomendaciones para comprar, retener o vender ningún instrumento o para tomar decisión de inversión alguna, y no se refieren a la conveniencia de ningún instrumento o título-valor. S&P no asume obligación para actualizar el Contenido tras su publicación en cualquier forma o formato. No debe dependerse del Contenido y éste no es sustituto de la capacidad, juicio y experiencia del usuario, de su administración, empleados, asesores y/o clientes al realizar inversiones y tomar otras decisiones de negocio. S&P no actúa como fiduciario o asesor de inversiones excepto donde esté registrado como tal. Aunque S&P ha obtenido información de fuentes que considera confiables, no realiza labores de auditoría ni asume la tarea de revisión o verificación independiente de la información que recibe.

En la medida en que las autoridades regulatorias permitan a una agencia calificadoras reconocer en una jurisdicción una calificación emitida en otra jurisdicción para fines regulatorios determinados, S&P se reserva el derecho de asignar, retirar o suspender tal reconocimiento en cualquier momento y a su sola discreción. Las Partes S&P no asumen obligación alguna derivada de la asignación, retiro o suspensión de un reconocimiento así como cualquier responsabilidad por cualesquiera daños que se aleguen como derivados en relación a ello.

S&P mantiene algunas actividades de sus unidades de negocios independientes entre sí a fin de preservar la independencia y objetividad de sus respectivas actividades. Como resultado de ello, algunas unidades de negocio de S&P podrían tener información que no está disponible a otras de sus unidades de negocios. S&P ha establecido políticas y procedimientos para mantener la confidencialidad de la información no pública recibida en conexión con cada uno de los procesos analíticos.

S&P recibe un honorario por sus servicios de calificación y por sus análisis, el cual es pagado normalmente por los emisores de los títulos o por suscriptores de los mismos o por los deudores. S&P se reserva el derecho de diseminar sus opiniones y análisis. Las calificaciones y análisis públicos de S&P están disponibles en sus sitios web, www.standardandpoors.com y www.standardandpoors.com.ar (gratuitos) y www.ratingsdirect.com y www.globalcreditportal.com (por suscripción) y pueden distribuirse por otros medios, incluyendo las publicaciones de S&P y por redistribuidores externos. Información adicional sobre los honorarios por servicios de calificación está disponible en www.standardandpoors.com/usratingsfees.

La escala nacional de calificaciones para la República Argentina utiliza los símbolos globales de S&P Global Ratings con la adición del prefijo 'ra' (República Argentina) y está dirigida al mercado financiero argentino, no siendo directamente comparable con la escala global de calificaciones de S&P Global Ratings. La escala completa está disponible en www.standardandpoors.com.ar o bien haga clic [aquí](#).

Standard & Poor's Ratings Argentina S.R.L., Agente de Calificación de Riesgo, Registro CNV N°5, una unidad de S&P Global Ratings, Leandro N. Alem 815, Piso 3° (C1001AAD), Buenos Aires, Argentina. Prohibida su reproducción total o parcial.