

## Provincia de Entre Ríos

### Informe Integral

#### Calificaciones

##### Emisor

Largo Plazo en Escala Nacional BBB-(arg)

##### Instrumentos de Deuda

TDP ER 2016 Serie I Clase 1 en pesos por AR\$ 600 MM A2(arg)

TDP ER 2016 Serie I Clase 3 en dólares por USD 4,66 MM BBB+(arg)

Letras ER 2016 por hasta AR\$ 1.218,4 MM A3(arg)

Programa de Letras 2017 por hasta AR\$ 1.649,91 MM A3(arg)

TDP: Títulos de Deuda Pública

##### Perspectiva

Negativa para calificaciones de largo plazo.

#### Información Financiera

##### Provincia de Entre Ríos (ER)

|   | 31 Dic 2016P | 31 Dic 2015 |
|---|--------------|-------------|
| Ingresos Operativos (\$ millones)                           | 39.119       | 29.835      |
| Deuda (\$ millones)   | 19,491       | 12.727      |
| Balance Operativo/ Ingresos Operativos (%)                  | 3,1          | 7,7         |
| Servicio de Deuda/ Ingresos Corrientes (%)                  | 25,0         | 18,3        |
| Deuda/ Balance Corriente (x)                                | 287,0        | 6,9         |
| Balance Operativo/ Intereses Pagados (x)                    | 1,06         | 4,9         |
| Gasto de Capital/ Gasto Total (%)                           | 7,9          | 11,3        |
| Balance Financiero/ Ingresos Totales (%)                    | -3,8         | -0,1        |
| Balance Corriente/ Gasto de Capital (%)                     | 1,67         | 43,61       |
| Gasto Total: incluye amortizaciones de deuda P + Provisorio |              |             |

#### Analistas

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

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

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

#### Factores relevantes de la calificación

**Baja de Calificaciones:** FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO “afiliada de Fitch Ratings” –en adelante FIX o la calificadora– bajó la calificación de largo plazo de la Provincia de Entre Ríos (PER) a ‘BBB-(arg)’ desde ‘BBB(arg)’ y confirmó la calificación de corto plazo en ‘A3(arg)’. La baja de calificación se debe al deterioro del margen operativo observado en los últimos dos años y una mayor inflexibilidad del gasto que afecta negativamente la sostenibilidad de la deuda. Si bien la PER logró la emisión internacional por USD 350 millones y armonizó parcialmente la Caja de Seguridad Social, no logró revertir la tendencia deficitaria de los márgenes operativos que incluyen las ISS, y esto presiona fuertemente la situación de liquidez. La perspectiva se mantiene en ‘Negativa’ debido a que FIX prevé que las presiones sobre el gasto continuarán debido a la rigidez del mismo. Adicionalmente FIX mantuvo la calificación del TD garantizado con coparticipación Serie I Clase 1 en ‘A2(arg)’ y bajó la del TD Serie I Clase 3 a ‘BBB+(arg)’ desde ‘A-(arg)’.

**Ajustada posición de liquidez:** en los últimos años la PER registró una posición de liquidez débil, con una deuda flotante equivalente al 14,4% de los ingresos operativos al cierre provisorio 2016. Por su parte, la deuda consolidada mantiene importantes vencimientos en el corto plazo lo que determina una continua necesidad de financiamiento. El 08/02/17, emitió deuda en el mercado internacional a 8 años, por USD 350 millones, a una tasa del 8,75% anual, con el objetivo de reestructurar deuda y financiar proyectos de obra pública. La emisión aportó un moderado alivio a la liquidez provincial, aunque FIX evaluará la evolución del ahorro operativo en un año electoral así como los términos y condiciones de futuros endeudamientos.

**Fuerte presión de las ISS:** los crecientes déficits previsionales afectan fuertemente el desempeño operativo de PER. El margen operativo del 8,2% alcanzado en el período 2012-2016 se reduce a un bajo nivel de 0,03% si se incluye el peso de las ISS. Al cierre de 2016 el margen operativo ajustado con las ISS registra un déficit de -5,2%. Bajo el marco de la Ley Nacional N° 27.260 de armonización de los sistemas previsionales entre Nación y Provincias, en 2016 la PER recibió \$1.100 millones y recibirá \$1.500 millones durante 2017, que refuerza parcialmente la flexibilidad presupuestaria. Si bien el presupuesto 2017 estima alcanzar un margen operativo del 14,2% y si se incluye el peso de las ISS se reduzca a 6,7%. FIX en base a estimaciones más conservadoras estima que ambos resultados serán sensiblemente menores, pero superiores al provisorio 2016.

**Deterioro del desempeño operativo sin las ISS:** en 2016 el margen operativo registró un deterioro con relación al 2015 (3,1% frente al 7,6%) por una menor flexibilidad presupuestaria por presiones en el gasto operativo. En 2016, los ingresos operativos crecieron un 31,1% interanual, mientras el gasto lo hizo al 37,8%. Si bien el Acuerdo Nación-Provincias ratificado por Ley Nacional N° 27.260, le permitió a la Provincia recibir mayores ingresos en el 2016 gracias a la devolución gradual del 15% de la masa coparticipable, no se registró una contención por el lado del gasto. FIX entiende que para 2017 la PER recompondrá parcialmente el desempeño operativo, pero será sensiblemente menor a lo estimado en el presupuesto (14,2%).

**Baja flexibilidad presupuestaria:** el deterioro del margen operativo fue acompañado por un incremento de la rigidez del gasto. En 2012 el gasto en personal representó el 58,2% de los ingresos operativos, y en 2016 se incrementó hasta el 67,9%. FIX entiende que se mantendrá en niveles elevados e 2017 producto de incrementos de nómina y presiones salariales.

**Moderado y creciente nivel de endeudamiento:** en 2016 la deuda representó 49,8% de los ingresos operativos y 287x (veces) el balance corriente. Las necesidades financieras para el 2017 son elevadas por lo que se prevé un aumento nominal de la deuda consolidada que finalizaría el 2017 en los \$28.663 millones, equivalente al 56,6% de los ingresos corrientes presupuestados. FIX

estima que la provincia utilizará todo el endeudamiento autorizado por ley. Adicionalmente la Provincia recibió en 2017 el préstamo con el Fondo de Garantía de Sustentabilidad de la ANSeS (FGS) por \$920 millones.

**Desarrollo económico:** la economía de ER representa el 2,5% del producto nacional y se sustenta sobre la actividad agrícola-ganadera e industrias vinculadas al sector agropecuario. La Provincia posee aptitudes para desarrollar actividades productivas más intensivas en tecnología y conocimiento, que complementen el sector primario y agro-industrial.

## Sensibilidad de la calificación

**Desempeño operativo, endeudamiento y refinanciación:** deterioro del margen operativo con presión de las ISS junto a un mayor endeudamiento que afecten la solvencia de la Provincia y/o un mayor riesgo de refinanciación podrían derivar en una acción de revisión a la baja en las calificaciones.

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

---

## Resumen: Fortalezas y Debilidades

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

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

Fuente: FIX

---

### Fortalezas:

- Generación de márgenes operativos positivos, pero decrecientes y fuertemente afectados por el peso del Sistema de Seguridad Social.
- Moderado nivel de endeudamiento en términos del presupuesto y composición de deuda adecuada, aunque con tendencia negativa.
- Tamaño poblacional y económico medio con alto potencial de desarrollo.

### Debilidades:

- Importante carga del déficit del sistema previsional que impactan sobre la liquidez.
- Baja flexibilidad presupuestaria y alta dependencia del Gobierno Nacional.
- Ajustada liquidez, junto a una concentración de los servicios de deuda en el corto y mediano plazo.
- Importantes necesidades financieras.

## Marco institucional

### Contexto nacional-provincial

La Argentina adopta un sistema democrático, representativo, republicano federal, por lo cual las provincias cuentan con autonomía política y económica. 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 impactó en 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

### Criterios Relacionados

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

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. Lo anterior se agudizó en el 2015 afectado por ser un año electoral. Se espera que el 2017 sea similar en un contexto de importantes desafíos macroeconómicos.

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

FIX considera que el tratamiento de estos temas estructurales, implicarán cambios profundos en materia de redistribución de recursos, responsabilidades del gasto entre Nación-Provincias y financiamiento de obras públicas. Esto se vio plasmado en el Acuerdo Nación-Provincias del 23 de mayo de 2016 y la ley N° 27.260 que abordan estos temas y en algunos casos lo inicia como son la armonización de regímenes jubilatorios y una reforma tributaria. Para un mayor detalle ver el comunicado de prensa: "[FIX \(afiliada de Fitch Ratings\) revisó la Perspectiva del Sector de Sub-Soberanos a Estable desde Negativa](#)" del 22 de julio de 2016 en [www.fixscr.com](http://www.fixscr.com).

## **Provincia de Entre Ríos**

De acuerdo a la Constitución de ER, la administración del gobierno provincial es responsabilidad del Poder Ejecutivo, cuyos titulares son el Gobernador y Vicegobernador, elegidos directamente por el voto popular. El mandato de gobierno dura cuatro años, autorizándose una única reelección inmediata.

Por su parte, el Poder Legislativo provincial está compuesto por dos cámaras: la de senadores y la de diputados. La primera está constituida por 17 miembros y la segunda por 34. Los mandatos de los legisladores duran cuatro años y las cámaras se renuevan completamente en cada elección. En ambas cámaras el partido gobernante cuenta con mayoría.

A su vez, la Provincia está subdividida políticamente en 17 departamentos, que carecen de forma de gobierno o administración autónoma y en 78 municipios que gozan de autonomía institucional, política, administrativa, económica y financiera gracias a la reforma de la Constitución Provincial del 2008.

La Constitución Provincial garantiza a los municipios un régimen de coparticipación impositiva obligatoria del 16% de los impuestos Nacionales que corresponden a la Provincia por el régimen provincial de coparticipación de impuestos sin afectación específica y del 18% de la totalidad de la recaudación de los impuestos provinciales.

## Deuda y Liquidez \*

### Deuda

Al cierre provisorio de 2016 la deuda consolidada directa ascendió a \$19.491 millones un 53,1% por encima a la deuda en igual periodo de 2015 (*ver gráfico 1*). Este incremento se explica por el aumento de la deuda contraída con diversas Entidades Financieras y con Organismos Multilaterales de Crédito en términos nominales y por la activa participación de la Provincia en el mercado de capitales local con la emisión de títulos de deuda y letras del tesoro a fin de cubrir las necesidades financieras del ejercicio y déficits acumulados. Adicionalmente, durante 2016, la Provincia recibió el préstamo con el Fondo de Garantía de Sustentabilidad de la ANSeS (FGS) por \$1.380 millones. Al primer trimestre del 2017, el stock de deuda se incrementó hasta los \$20.911 millones, fruto de la emisión internacional por USD 350 millones y el nuevo crédito con el FGS por \$ 920 millones, mientras que se amortizaron obligaciones por \$ 2.354 millones y se cancelaron saldos pendientes del FUCO 2016 por \$2.130 millones.

La deuda directa respecto a los ingresos corrientes se ha incrementado sensiblemente en los últimos 5 años, mientras al 2012 representaba el 39,6%, al de 2016 alcanzó un 49,6%. FIX estima que la deuda consolidada al cierre de 2017 alcanzará los \$ 28.663 millones, equivalente al 56,6% de los ingresos corrientes estimados. Para llegar a este ratio, la calificadora estima que la PER tomará todo el endeudamiento que tiene autorizado por ley: 1) remanente de USD 150 millones de la emisión internacional y 2) \$ 4.000 millones autorizados por la ley 10.480.

El 8 de febrero de 2017, la Provincia emitió deuda en el mercado internacional por USD 350 millones a una tasa del 8,75% anual, con el objetivo de reestructurar deuda y financiar proyectos de obra pública. El bono emitido tiene un plazo de amortización de 8 años y un vencimiento en febrero 2025. Los intereses de los títulos se pagarán semestralmente los días 8 de febrero y 8 agosto de cada año a partir del 8 de agosto de 2017 y hasta la fecha de vencimiento. El capital se amortizará en tres cuotas: 33,33% el 8 de febrero de 2023, el 33,33% el 8 de febrero de 2024 y 33,34% el 8 de febrero de 2025. FIX considera que la emisión en el mercado de capitales internacionales le otorgó a la Provincia una mayor holgura económico-financiera mejorando la liquidez, aunque el estrecho ahorro operativo contrarresta parcialmente dicho efecto.

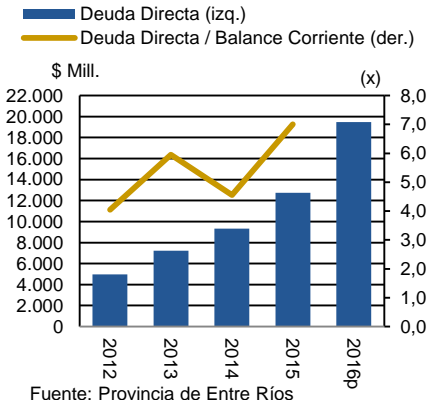
La composición de la deuda provincial es favorable en términos de acreedor, moneda y tasa, aunque la tendencia es negativa: en el 2016 el 39,3% de la deuda se concentraba en el Gobierno Nacional, una deuda de largo plazo, en pesos, a tasa fija y con un acreedor amigable; mientras que en 2012 esta deuda representaba el 66%. Dadas las necesidades financieras de la Provincia y las condiciones del mercado local, la deuda se volvió más de corto plazo, con un aumento de la deuda en Títulos Públicos y denominada en moneda extranjera.

En 2016 los servicios de deuda representaron un 820,0% del ahorro operativo (AO) cuando en el 2012 representaron el 53,6%. FIX a fines de ser equitativos con la comparación de este ratio con otros pares calificados, realizó un ajuste sobre los servicios de deuda por el impacto del Fondo Unificado de Cuentas Oficiales (FUCO), por lo cual en el 2016 el ratio se reduce a 681,1%, aunque se mantiene en un nivel ajustado, mientras que en el 2012 al 28,6%. FIX estima que para 2017 los servicios de deuda insumirán el 190% del ahorro operativo proyectado por la calificadora.

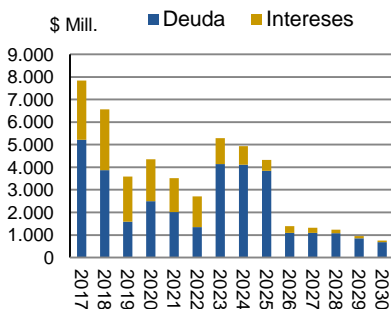
El plazo máximo de la deuda de ER vigente, se extiende hasta el año 2030, aunque el 34,7% de los vencimientos de la misma se encuentra concentrado en el período 2017-2019 (*ver gráfico 2*).

Todos los TD ER calificados por FIX si bien son obligaciones directas de la Provincia, cuentan con garantía de los recursos de coparticipación de impuestos que actúan en forma de retención y pago, la cual fue ponderada en la calificación de los instrumentos (*ver Anexo C*).

**Gráfica 1: Evolución de la Deuda**



**Gráfica 2: Perfil Amortización de Deuda**



## Liquidez

La posición de liquidez de la Provincia se deterioró en los últimos años, a raíz del déficit acumulado que se viene generando desde el año 2008 y que al 31/12/2016 registra \$ 4.413 millones considerando el impacto de la ISS en las cuentas provinciales. Si bien la Provincia estima en su Presupuesto reducir este déficit en 2017 a \$ 2.519 millones, FIX continuará siendo deficitario.

Respecto a los niveles de deuda flotante, existe cierta presión sobre la liquidez provincial, en el cierre provisorio 2016 representó 48,9 días del gasto primario y 14,4% respecto de los ingresos operativos de dicho año. Estos indicadores se mantienen en niveles similares a años anteriores en donde el promedio registrado para el periodo 2012-2015 era de 49,7 días y 14,7% respectivamente. El carácter cortoplacista de la deuda obliga a ER a lograr stocks de saldos líquidos suficientes para evitar arrastres de estos pasivos operativos de un ejercicio a otro, cuestión que no logra desde el 2011. En el 2016 los saldos líquidos cubrieron 0,47x (veces) la deuda flotante. Al primer trimestre de 2017 los indicadores mejoraron sensiblemente debido a que los fondos obtenidos en la emisión internacional aún no fueron aplicados en su totalidad, por lo que los saldos líquidos permiten cubrir 1,5x la deuda flotante.

La Provincia cubre déficits transitorios del tesoro provincial con la utilización del FUCO, que le permite hacer uso de parte de las disponibilidades transitorias de caja sin costo financiero. Adicionalmente ER cuenta con otra fuente de liquidez a través de la emisión de Letras de Tesoro de corto plazo. Para el año 2017, la Provincia creó el Programa de Letras 2017 por hasta \$ 1.649,91 millones que deberán ser emitidas dentro del ejercicio pero cuyo vencimiento podrá superarlo, siempre y cuando opere 365 días desde la fecha de emisión. FIX asignó la calificación de corto plazo A3(arg) a este Programa. A la fecha del presente informe de calificación el saldo en circulación de Letras 2017 es inexistente.

Otro de los mecanismos para hacer frente a situaciones de falta de liquidez son adelantos de coparticipación por parte del Gobierno Nacional, que se cancelan durante el mismo ejercicio a cuenta de futuros ingresos coparticipables. Por este mecanismo de financiamiento, ER solicitó durante 2016 adelantos, pero al finalizar el año no fueron retenidos por Nación y se registraron como deuda del Tesoro Provincial con el Gobierno Nacional y se implementó un mecanismo de devolución. Al cierre de 2016 la PER dejó un saldo de capital deudor al cierre de 2016 de \$900 millones, que al incluir el saldo de intereses se incrementa hasta \$ 1.086 millones. Durante 2017 no ha utilizado este mecanismo de financiamiento. Adicionalmente, desde 2017 la PER, al igual que varias provincias, comenzaron a utilizar adelantos de coparticipación por parte del Gobierno Nacional que se cancelan durante el mismo mes que fueron solicitados a cuenta de futuros ingresos coparticipables. Estos adelantos no son consolidados como deuda pública con el Gobierno Nacional. El saldo de adelantos solicitados y cancelados fue de \$ 6.200 millones.

## Contingencias

La PER es una de las provincias argentinas que no transfirió su sistema de seguridad social al gobierno nacional. Tal cual lo estipulado por ley, hasta el año 2009 los crecientes déficits previsionales fueron cubiertos por el Gobierno Nacional mediante acuerdos de transferencia. Sin embargo, a partir del año 2012 estas transferencias se interrumpieron por lo que la administración provincial comenzó a afrontar los déficits previsionales con recursos propios, deteriorando considerablemente el desempeño operativo de la Provincia.

A partir de 2016, en el marco de la ley 27.260 (Armonización de Sistemas Previsionales Provinciales), el Gobierno Nacional comenzó a armonizar las Cajas Previsionales no transferidas. El programa de armonización busca cubrir los déficits en proporción al grado de armonización que se haya logrado en cinco componentes: la edad jubilatoria, las alcúotas de aportes y

contribuciones patronales, la cantidad de años de servicio con aportes efectivos, la determinación del haber inicial y la movilidad jubilatoria. Actualmente, Nación se comprometió a financiar el 50% del déficit de la Caja Previsional de PER.

Es importante mencionar que a través de un convenio firmado en diciembre 2016, ER reconoce y asume una deuda con ANSES por \$ 385,08 millones en concepto de prestaciones percibidas generadas por una infracción a la Ley N°14.370 motivo por el cual se decidió cancelar la totalidad de la deuda neteando la misma de los fondos a percibir por la Nación a través de la Armonización de las Cajas. Es por ello que Nación, si bien reconoció un monto de \$1.125,08 millones por la determinación del déficit previsional del ejercicio 2016, la Provincia percibió un monto de \$740 millones bajo este concepto. Para el presente ejercicio se espera que ingresen \$1.500 millones.

En cuanto a empresas públicas que no consolidan presupuestariamente con la administración provincial, podemos destacar a ENERSA, empresa de energía eléctrica de ER. El ajuste realizado a las tarifas permite mantener los planes de inversión de la compañía, que actualmente no le está ocasionando afectación de recursos a la Provincia.

FIX entiende que es un desafío para la Provincia mantener el equilibrio entre la dinámica de los gastos operativos a la evolución de los ingresos operativos y encontrar una solución o un plan de acción para contrarrestar el déficit de las ISS dado que es una de los factores determinantes en la presión del margen operativo.

## Desempeño presupuestario

El sector de la administración pública de ER consiste en la Administración Central, los Organismos Descentralizados e ISS. Los Anexos A y B incluyen únicamente las cuentas de la Administración Central y los Organismos Descentralizados a efectos de que las cuentas sean comparables con el consolidado provincial. Se analizaron los ejercicios fiscales cerrados de 2011-2015, datos provisorios al cierre 2016, y parciales del primer trimestre 2016 y 2017, así como el presupuesto 2017.

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

|  | 2014          | 2015          | 2016p         |
|--|---------------|---------------|---------------|
| – Ingresos Brutos                            | 3.499         | 4.469         | 5.931         |
| – Sellos                                     | 355           | 455           | 610           |
| – Inmobiliario                               | 1.376         | 1.433         | 1.998         |
| – Patententes                                | 533           | 722           | 1.032         |
| – Otros Tributarios                          | 65            | 629           | 829           |
| <b>Tributarios provinciales</b>              | <b>5.808</b>  | <b>7.708</b>  | <b>10.400</b> |
| Regalías                                     | 230           | 141           | 135           |
| Tasas, Derechos y otros                      | 346           | 387           | 562           |
| <b>Tributarios nacionales</b>                | <b>14.552</b> | <b>19.842</b> | <b>25.412</b> |
| <b>Transferencias corrientes</b>             | <b>1.142</b>  | <b>1.513</b>  | <b>2.303</b>  |
| <b>Total ingresos operativos<sup>a</sup></b> | <b>22.769</b> | <b>29.835</b> | <b>39.119</b> |

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

P - Provisorio

Fuentes: Entre Ríos y cálculos de FIX.

## Ingresos operativos

Al cierre provisorio de 2016 los ingresos operativos de la PER ascendieron a \$ 39.119 millones, equivalente a un aumento nominal del 31% con respecto al año anterior. Se registró cierta desaceleración del crecimiento respecto al año anterior. No obstante, al primer trimestre del 2017, los ingresos operativos se aceleraron al 40,4% interanual.

La estructura de ingresos operativos de ER es pro-cíclica, donde el peso de Ingresos Brutos y Coparticipación de Impuestos (cuyos principales componentes son el IVA y el Impuesto a las Ganancias) promedia el 66% para el período 2013-2016, cuyas respectivas evoluciones recaudatorias están estrechamente vinculadas al nivel de actividad económica y de precios. Al cierre provisorio 2016 el crecimiento de los ingresos operativos se explicó por el incremento de los Ingresos Propios (+34,5%) y, por la evolución ingresos de terceros (+29,8%). La tendencia a un mayor crecimiento de los ingresos propios, que de terceros, se mantiene al primer trimestre del 2017, en el que los recursos propios se incrementan al 45,6%, mientras los de origen nacional lo hacen al 38,5%.

ER, al igual que la mayoría de las provincias argentinas, depende en gran medida de las transferencias de origen federal: en promedio para el período 2013-2016 la participación de estos ingresos en los ingresos operativos fue de 65,6%. Lo anterior le resta flexibilidad presupuestaria a la Provincia por el lado de los ingresos.

Según el presupuesto 2017, los ingresos operativos ascenderán a \$ 51.227 millones, equivalente a una suba nominal del 31% respecto al cierre provisorio 2016. Las previsiones de crecimiento

dependerán principalmente de la evolución del nivel de la actividad económica y de los precios a nivel nacional y regional dada la existencia de una estructura pro-cíclica de ingresos.

## Gastos operativos

Los gastos operativos al cierre provisorio 2016 totalizaron \$ 37.924 millones, equivalente a un aumento nominal del 37,8% respecto al año anterior. El aumento se explicó principalmente por el incremento del gasto en personal (+40,3%) seguido por transferencias corrientes (+33,7%) y gastos en bienes y servicios (+28,1%),

En línea con las presiones salariales en un contexto inflacionario, la estructura presupuestaria de ER fue ganando rigidez, en donde el gasto en personal pasó de representar el 58,2% de los ingresos operativos en 2012 al 67,9% en 2016. Esta dinámica es común a todas las provincias en los últimos años.

Según el presupuesto 2017, se espera un crecimiento del 15,8%, aunque FIX entiende se ubicará muy por encima dado que no se encuentran incorporadas las negociaciones salariales para el corriente año.

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

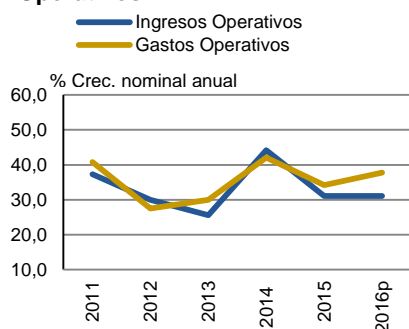
|  | 2014          | 2015          | 2016p         |
|--|---------------|---------------|---------------|
| - Personal                                 | 13.761        | 18.933        | 26.566        |
| - Bs y Ss no personales                    | 1.917         | 2.428         | 3.111         |
| -Transferencias corrientes                 | 4.836         | 6.170         | 8.247         |
| <b>Total gastos operativos<sup>a</sup></b> | <b>20.514</b> | <b>27.531</b> | <b>37.924</b> |

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

P - Provisorio

Fuentes: Entre Ríos y cálculos de FIX.

**Gráfico 3: Ingresos y Gastos Operativos**



Fuente: Provincia de Entre Ríos y cálculos de FIX

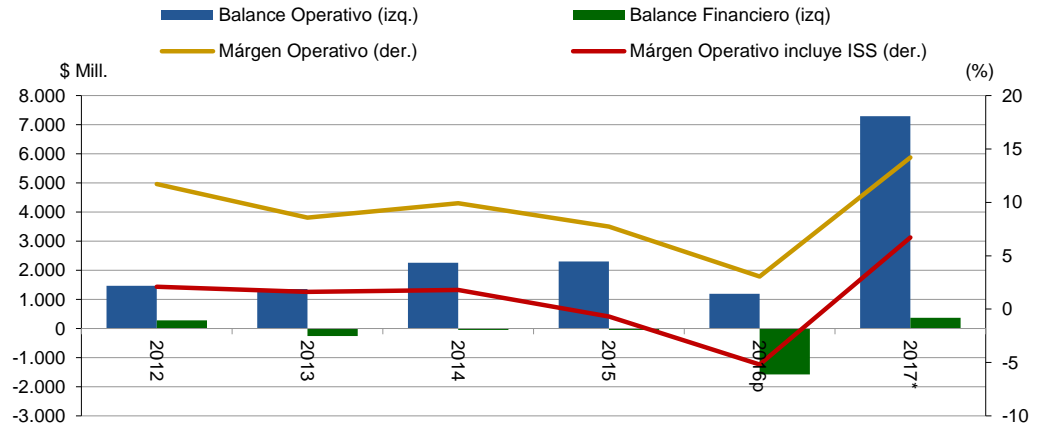
## Ahorro operativo e inversión

ER logró, en el periodo 2012-2015 y en un marco de mayores presiones inflacionarias, registrar márgenes operativos (ahorro operativo sobre ingresos operativos) positivos y adecuados en el orden del 9,5% sin considerar el peso de la ISS. Sin embargo, si se considera el peso de la misma, el margen operativo se reduce considerablemente a un 1,3% para el mismo período (ver gráfico 4).

Al cierre de 2016 alcanzó un margen operativo del 3,1% mostrando una fuerte desmejora frente al 2015 donde alcanzó un 7,7%. Si se incorporan las ISS cae a -5,2%. Según FIX, la presión de la ISS sobre el desempeño operativo de la Provincia es una de las principales debilidades en la calificación. La Provincia no pudo cubrir los déficits de los ejercicios anteriores dado que no obtuvo excedentes financieros ni tampoco hasta el año 2016 obtuvo fuentes de financiamiento de largo plazo que permitieran aliviar la presión de liquidez en el corto plazo.

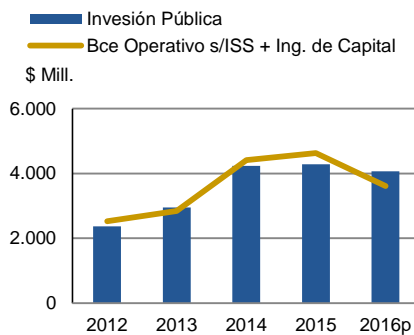
El presupuesto 2017 prevé un margen operativo del 14,2% sin considerar la ISS, y del 6,7% si se lo hace. Sin embargo, FIX opina que el mismo será sensiblemente menor al suponer que los gastos operativos se encuentran subestimados. FIX entiende, en base a supuestos más conservadores, que el resultado operativo considerando las ISS será negativo en el orden del -2%. Para ello se consideró como ingresos de capital a los recursos de regalías debido a que tienen una asignación específica a obra pública al área afectada por la represa de Salto Grande. Asimismo consideró el impacto de las paritarias salariales firmadas, así como proyección de crecimiento del 2%..

**Gráfico 4: Desempeño Presupuestario**



P - Provisorio \* - Presupuesto  
Fuente: Provincia de Entre Ríos

**Gráfica 5: Ahorro e Inversión**



P - Provisorio  
Fuente: Provincia de Entre Ríos

La inversión pública depende principalmente de la evolución de las transferencias de capital de parte del Gobierno Nacional (ver gráfico 5), dado que los márgenes operativos se han visto presionados por la dinámica del gasto operativo y el déficit de la ISS. El gasto de capital de ER se concentró principalmente en obras viales (rutas y caminos rurales), en vivienda y urbanización.

En cuanto a la inversión, el presupuesto 2017 prevé un importante crecimiento hasta alcanzar el 23% de los ingresos corrientes aunque esta suele presupuestarse encima de lo que se proyecta ejecutar, lo cual depende de diversas variables como ser; resolución de procesos licitatorios, obtención del financiamiento u otras cuestiones operativas.

## Gestión y Administración

El actual Gobernador de ER es el Contador Gustavo Bordet, perteneciente al Partido Frente para la Victoria, quien fue electo en las últimas elecciones del 25 de octubre de 2015 para gobernar la Provincia por el período 2015-2019. En el pasado Bordet fue Intendente de Concordia por dos mandatos consecutivos (2007-2011 y 2011-2015). Actualmente el partido del gobernador cuenta con mayoría en la Cámara de Diputados. Las elecciones más recientes para ambas cámaras tuvieron lugar el 25 de octubre de 2015 en la que se impuso el FPV (oficialismo provincial), con el 43,17% de los votos, mientras que la coalición Cambiemos obtuvo el 39,38% de los votos.

## Perfil Socioeconómico

ER es una de las 24 provincias argentinas, localizada en la Mesopotamia argentina, formando parte de la Región Centro de la Argentina, cuya superficie representa el 2,8% del territorio nacional. Su ciudad capital es Paraná.

## Población y condición social

De acuerdo al censo 2010, ER es la séptima provincia argentina más poblada con 1.235.994 habitantes, equivalente al 3,1% de la población nacional. La población entrerriana aumentó un 7,9% respecto al censo 2001, por debajo del crecimiento demográfico nacional del 10,6%. El 45% de la población se concentra en cuatro municipios, siendo el principal la ciudad capital, Paraná.

La favorable evolución del nivel de actividad de la economía entrerriana en los últimos años estuvo acompañada por una mejora en los indicadores de desempleo, pobreza e indigencia.



Según INDEC la tasa de desempleo del Gran Paraná fue del 4,4% al primer trimestre de 2017 versus el 4,1% al segundo trimestre de 2016. Por otra parte, también al primer trimestre de 2017, el desempleo registró un 9,2% para el consolidado de aglomerados urbanos.

Adicionalmente la pobreza en el Gran Paraná fue del 24,2%, contra un consolidado nacional del 30,3% al segundo semestre de 2016, mientras que la indigencia registró un 2,4% contra un consolidado nacional del 6,1%.

## **Economía**

ER posee una ubicación geográfica y una dotación de recursos naturales excepcionales. Está situada en la región noreste de la Argentina, el corazón del Mercosur. Por ella pasa el corredor bioceánico sudamericano que une Chile, Argentina, Uruguay y el Sur de Brasil, y la hidrovía Paraná-Paraguay. Asimismo, ER es adyacente a la Provincia de Buenos Aires, principal mercado de producción y consumo de la Argentina. La totalidad de la superficie de tierra firme es apta para la ganadería, en tanto el 53% de la superficie entrerriana es apta para la actividad agrícola, que junto a sus industrias relacionadas representan el núcleo de la estructura productiva y exportadora de ER.

El Producto Bruto Provincial (a precios constantes) durante el período 2010-2014 tuvo un crecimiento real estimado del 21%, siendo los sectores Productores de Bienes los que mayor aumento han mostrado durante dicho período, con una variación del 25%. Dentro del mismo, todos los sectores han presentado variaciones positivas a excepción de la pesca –que tuvo una pequeña contracción del 4%- siendo los sectores más dinámicos la “Industria Manufacturera” (con un incremento del 34%), la “Explotación de Minas y Canteras” (con el 28%) y la “Agricultura, ganadería, caza y silvicultura” (con el 20% de aumento).

En el período analizado, entre los sectores Productores de Servicios cuyo crecimiento fue del 18% entre 2010 y 2014 donde se destacan el crecimiento del sector financiero con un aumento del 92% y los Servicios Sociales y de Salud con un crecimiento de 28% y el Comercio mayorista y minorista se expandió finalmente un 24%.

En el 2016 las exportaciones entrerrianas registraron un total de USD FOB 1.242,9 millones lo que representó una caída del 37% respecto del 2012. Cabe destacar que la baja del crecimiento se observa a partir del año 2013 en donde sistemáticamente las exportaciones decrecieron año a año. En términos de composición, el 55,6% de las exportaciones se concentró en el sector primario mientras que el 36,2% en el sector agroindustrial y el restante 8,2% en el sector industrial.

## Anexo A

### Provincia de Entre Ríos

#### Consolidado Administración Central y Organismos Descentralizados

| \$ Millones  | 2012            | 2013            | 2014            | 2015            | 2016p           | 3m 2016         | 3m 2017         |
|--|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| Impuestos (incluye Coparticipación de Impuestos)         | 10.917,9        | 14.266,1        | 20.360,4        | 27.550,1        | 35.812,4        | 7.681,2         | 10.421,7        |
| Otras transferencias Corrientes recibidas                | 818,6           | 713,8           | 1.142,0         | 1.513,2         | 2.303,4         | 266,1           | 836,2           |
| Regalías, tasas, derechos, otros ingresos no tributarios | 846,2           | 817,8           | 1.266,8         | 771,6           | 1.003,1         | 223,5           | 211,5           |
| <b>Ingresos Operativos</b>                               | <b>12.582,7</b> | <b>15.797,6</b> | <b>22.769,2</b> | <b>29.834,8</b> | <b>39.118,9</b> | <b>8.170,8</b>  | <b>11.469,4</b> |
| Gastos operativos  | -11.110,0       | -14.444,1       | -20.513,7       | -27.531,0       | -37.924,1       | -7.181,3        | -9.682,1        |
| <b>Balance Operativo</b>                                 | <b>1.472,8</b>  | <b>1.353,5</b>  | <b>2.255,5</b>  | <b>2.303,9</b>  | <b>1.194,8</b>  | <b>989,5</b>    | <b>1.787,4</b>  |
| Intereses cobrados                                       | 0,0             | 0,1             | 0,3             | 0,3             | 1,1             | 0,0             | 22,0            |
| Intereses pagados  | -76,3           | -160,3          | -229,3          | -470,3          | -1.128,0        | -199,3          | -545,3          |
| <b>Balance Corriente</b>                                 | <b>1.396,5</b>  | <b>1.193,3</b>  | <b>2.026,5</b>  | <b>1.833,9</b>  | <b>67,9</b>     | <b>790,1</b>    | <b>1.264,1</b>  |
| Ingresos de capital                                      | 1.243,1         | 1.492,3         | 2.156,5         | 2.323,9         | 2.417,9         | 587,2           | 634,7           |
| Gasto de capital   | -2.364,5        | -2.947,5        | -4.234,5        | -4.205,1        | -4.066,2        | -597,1          | -822,9          |
| <i>Balance de capital</i>                                | <i>-1.121,4</i> | <i>-1.455,2</i> | <i>-2.078,0</i> | <i>-1.881,2</i> | <i>-1.648,3</i> | <i>-9,9</i>     | <i>-188,2</i>   |
| <b>Balance Financiero</b>                                | <b>275,1</b>    | <b>-261,9</b>   | <b>-51,5</b>    | <b>-47,3</b>    | <b>-1.580,4</b> | <b>780,2</b>    | <b>1.075,9</b>  |
| <b>Balance Financiero luego ítems figurativos</b>        | <b>-508,0</b>   | <b>-1.299,8</b> | <b>-1.515,4</b> | <b>-2.063,0</b> | <b>-4.413,1</b> | <b>467,0</b>    | <b>611,6</b>    |
| Nueva deuda  | 910,7           | 1.669,5         | 1.890,0         | 5.189,4         | 9.359,4         | 1.201,4         | 9.915,3         |
| Amortización de deuda                                    | -713,0          | -960,9          | -2.032,9        | -4.994,7        | -8.669,3        | -2.301,0        | -11.658,7       |
| <i>Endeudamiento neto: aumento, (disminución)</i>        | <i>197,7</i>    | <i>708,6</i>    | <i>-142,9</i>   | <i>194,7</i>    | <i>690,1</i>    | <i>-1.099,5</i> | <i>-1.743,4</i> |
| <b>Resultado Final</b>                                   | <b>472,8</b>    | <b>446,7</b>    | <b>-194,4</b>   | <b>147,4</b>    | <b>-890,2</b>   | <b>-319,3</b>   | <b>-667,5</b>   |
| <b>DEUDA</b>   |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |
| Corto Plazo  | 0,0             | 361,1           | 396,4           | 529,8           | n.d.            | n.d.            | n.d.            |
| Largo Plazo  | 4.881,3         | 6.736,6         | 8.826,5         | 12.095,9        | n.d.            | n.d.            | n.d.            |
| <b>Deuda Directa</b>                                     | <b>4.881,3</b>  | <b>7.097,7</b>  | <b>9.223,0</b>  | <b>12.625,7</b> | <b>19.395,4</b> | <b>12.994,6</b> | <b>20.910,5</b> |
| + Deuda cuasi directa                                    | 103,3           | 131,5           | 112,8           | 101,4           | 95,5            | 0,0             | 0,0             |
| <b>Riesgo Directo</b>                                    | <b>4.984,6</b>  | <b>7.229,2</b>  | <b>9.335,7</b>  | <b>12.727,2</b> | <b>19.490,9</b> | <b>12.994,6</b> | <b>20.910,5</b> |
| - Liquidez   | 1.651,2         | 1.546,4         | 1.948,7         | 3.184,0         | 2.939,0         | 2.021,4         | 6.690,4         |
| <b>Riesgo Directo Neto</b>                               | <b>3.333,4</b>  | <b>5.682,8</b>  | <b>7.387,0</b>  | <b>9.543,2</b>  | <b>18.184,5</b> | <b>10.973,3</b> | <b>14.220,1</b> |
| Garantías y otras deudas contingentes                    | 0,0             | 0,0             | 0,0             | 0,0             | 0,0             | 0,0             | 0,0             |
| Deuda neta indirecta (entes públicos exc. garantías)     | 0,0             | 0,0             | 0,0             | 0,0             | 0,0             | 0,0             | 0,0             |
| <b>Riesgo Final Neto</b>                                 | <b>3.333,4</b>  | <b>5.682,8</b>  | <b>7.387,0</b>  | <b>9.543,2</b>  | <b>18.184,5</b> | <b>10.973,3</b> | <b>14.220,1</b> |
| <b>Datos sobre Riesgo Directo</b>                        |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |
| % moneda extranjera                                      | 14,2            | 30,7            | 31,3            | 31,4            | n.d.            | 23,1            | 47,9            |
| % no bancaria  | 76,1            | 74,4            | 62,5            | 58,9            | 51,1            | 0,0             | 0,0             |
| % tasa de interés fija                                   | 67,7            | 68,4            | 44,7            | 44,9            | n.d.            | 29,1            | 85,1            |

p – datos provisorios

Fuente: Elaboración FIX sobre la base de la información proporcionada por la Provincia de Entre Ríos.

## Anexo B

### Provincia de Entre Ríos

#### Consolidado Administración Central y Organismos Descentralizados

|  | 2012   | 2013   | 2014   | 2015   | 2016p  | 3m 2016 | 3m 2017 |
|--|--------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|
| <b>Ratios de Desempeño Presupuestario</b>                  |        |        |        |        |        |         |         |
| Balance operativo/Ingresos operativos (%)                  | 11,7   | 8,6    | 9,9    | 7,7    | 3,1    | 12,1    | 15,6    |
| Balance corriente/Ingresos Corrientesa (%)                 | 11,1   | 7,6    | 8,9    | 6,1    | 0,2    | 9,7     | 11,0    |
| Balance financiero/Ingresos totalesb (%)                   | 2,0    | -1,5   | -0,2   | -0,1   | -3,8   | 8,9     | 8,9     |
| Resultado final/Ingresos totales (%)                       | 3,4    | 2,6    | -0,8   | 0,5    | -2,1   | -3,6    | -5,5    |
| Crecimiento de ingresos operativos (variación % anual)     | 30,0   | 25,5   | 44,1   | 31,0   | 31,1   | n.d.    | 40,4    |
| Crecimiento de gasto operativo (variación % anual)         | 27,5   | 30,0   | 42,0   | 34,6   | 37,8   | n.d.    | 34,8    |
| Crecimiento de balance corriente (variación % anual)       | 50,8   | -14,5  | 69,8   | -9,5   | -96,3  | n.d.    | 60,0    |
| <b>Ratios de Deuda</b>                                     |        |        |        |        |        |         |         |
| Crecimiento de deuda directa (variación % anual)           | 16,1   | 31,0   | 22,6   | 26,6   | 34,7   | -50,0   | 37,9    |
| Intereses pagados/Ingresos operativos (%)                  | 0,6    | 1,0    | 1,0    | 1,6    | 2,9    | 2,4     | 4,8     |
| Balance operativo/Intereses pagados (x)                    | 19,30  | 8,44   | 9,84   | 4,90   | 1,06   | 4,96    | 3,28    |
| Servicios de deuda directa/Ingresos corrientes (%)         | 9,2    | 9,7    | 12,6   | 22,2   | 29,3   | 63,0    | 116,3   |
| Servicios de deuda directa/Balance operativo (%)           | 78,5   | 113,7  | 127,1  | 287,5  | 958,9  | 520,5   | 747,7   |
| Deuda Directa/Ingresos operativos (%)                      | 39,6   | 45,8   | 41,0   | 42,7   | 49,8   | 39,8    | 45,5    |
| Riesgo Directo/Ingresos corrientes (%)                     | 39,6   | 45,8   | 41,0   | 42,7   | 49,8   | 39,8    | 45,5    |
| Deuda directa/Balance corriente (x)                        | 3,6    | 6,1    | 4,6    | 6,9    | 287,0  | 4,1     | 4,1     |
| Riesgo directo/Balance corrientes (x)                      | 3,6    | 6,1    | 4,6    | 6,9    | 287,0  | 16,4    | 16,5    |
| Riesgo final neta/Ingresos corrientes (%)                  | 26,5   | 36,0   | 32,4   | 32,0   | 42,3   | 33,6    | 30,9    |
| Deuda directa per capita (\$)                              | 3.993  | 5.734  | 7.333  | 9.898  | 15.159 | 10.106  | 16.263  |
| <b>Ratio de Ingresos</b>                                   |        |        |        |        |        |         |         |
| Ingresos operativos/Ingresos operativos presupuestados (%) | n.a.   | n.a.   | n.a.   | n.a.   | n.a.   | n.a.    | n.a.    |
| Impuestos/Ingresos operativos (%)                          | 86,8   | 90,3   | 89,4   | 92,3   | 91,5   | 94,0    | 90,9    |
| Impuestos locales/Ingresos operativos (%)                  | 26,0   | 25,9   | 28,5   | 28,0   | 29,0   | 29,1    | 32,1    |
| Transferencias corrientes/Ingresos operativos (%)          | 656    | 4,5    | 5,0    | 5,1    | 5,9    | 3,3     | 7,3     |
| Ingresos operativos/Ingresos totalesb (%)                  | 90,9   | 91,4   | 91,3   | 92,8   | 94,2   | 93,3    | 94,6    |
| Ingresos totales per capita (\$)                           | 10.924 | 13.714 | 19.579 | 25.011 | 31.126 | 6.811   | 9.431   |
| <b>Ratios de Gasto</b>                                     |        |        |        |        |        |         |         |
| Gasto operativo/Gasto operativo presupuestado (%)          | n.a.   | n.a.   | n.a.   | n.a.   | n.a.   | n.a.    | n.a.    |
| Gasto en personal/Gasto operativo (%)                      | 65,9   | 66,0   | 67,1   | 68,7   | 70,1   | 70,9    | 69,9    |
| Transferencias Corrientes realizadas/Gasto operativo (%)   | 24,7   | 24,8   | 23,6   | 22,4   | 21,7   | 22,2    | 22,3    |
| Gasto de capital/Gasto de capital presupuestado (%)        | n.a.   | n.a.   | n.a.   | n.a.   | n.a.   | n.a.    | n.a.    |
| Gasto de capital/Gasto total (%)                           | 16,6   | 15,9   | 15,7   | 11,3   | 7,9    | 5,8     | 3,6     |
| Gasto total per capita (\$)                                | 11.426 | 14.684 | 21.217 | 29.049 | 40.276 | 7.994   | 17.661  |
| <b>Financiamiento de Gasto de Capital</b>                  |        |        |        |        |        |         |         |
| Balance corriente/Gasto de capital (%)                     | 59,1   | 40,5   | 47,9   | 43,6   | 1,7    | 132,3   | 153,6   |
| Ingresos de capital/Gasto de capital (%)                   | 52,6   | 50,6   | 50,9   | 55,3   | 59,5   | 98,3    | 77,1    |
| Endeudamiento neto/Gasto de capital (%)                    | 8,4    | 24,0   | -3,4   | 4,6    | 16,9   | -184,1  | -211,9  |

p – datos provisorios

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

<sup>a</sup> incluye intereses cobrados

Fuente: Elaboración FIX sobre la base de la información proporcionada por la Provincia de Entre Ríos.

## Anexo C. Instrumentos de Deuda

En la siguiente tabla se presenta el detalle de los Títulos Públicos y los Programas de Letras emitidos por Entre Ríos y actualmente vigentes.

### Títulos de Deuda Pública ER (TDP ER)

| Instrumento                  | Monto            | Emisión    | Vto.                               | Saldo (31/03/2017) | Tasa  | Amortización   |
|------------------------------|------------------|------------|------------------------------------|--------------------|---|----------------|
| TD ER 2016 Serie I Clase I   | AR\$ 525.950.000 | 21/12/2016 | 21/12/2017                         | AR \$ 525.950.000  | Badlar Privada+ un margen de corte de 5% / Pagos Trimestrales | Al vencimiento |
| TD ER 2016 Serie I Clase III | USD 4.669.950    | 21/12/2016 | 21/12/2018                         | USD 4.669.950      | Fija 6,58% n.a./ Pagos Trimestrales                           | Al vencimiento |
| Programa de Letras 2016      | AR\$ 1.218.440   | 27/10/2016 | 24/08/2017                         | AR \$ 350.575.411  | Según términos y condiciones de cada Serie                    | Al vencimiento |
| Programa de Letras 2017      | AR\$ 1.649.910   | n.a.       | 365 días desde la fecha de emisión | AR \$ 0            | Según términos y condiciones de cada Serie                    | Al vencimiento |

\* los instrumentos de deuda fueron integrados en pesos al tipo de cambio estipulado en el suplemento de colocación y los servicios de deuda también serán pagaderos en pesos al tipo de cambio aplicable en cada fecha de pago.

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

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

Legislación: bajo la Ley argentina.

### Estructura y niveles de Cobertura

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

1. Durante el Periodo de Gracia:

- 1,15x el monto de los intereses de los Títulos pagaderos en la próxima fecha de pago deberá ser transferido tan pronto como sea posible dentro de los 30 días corridos anteriores a cada fecha de cálculo (5to día hábil anterior a cada fecha de pago);

2. Durante el Periodo de Repago de Capital:

- 1,15x el monto de los intereses de los Títulos pagaderos en la próxima fecha de pago deberá ser transferido tan pronto como sea posible dentro de los 30 días corridos anteriores a cada fecha de cálculo;
- 1,15x el monto de capital de los Títulos pagadero en la próxima fecha de pago deberá ser transferido tan pronto como sea posible en un 50% dentro del período de 30 días corridos a partir de los 60 días corridos antes de la fecha de cálculo y el restante 50% dentro de los 30 días corridos anteriores a cada fecha de cálculo.

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

### Seguimiento de los TDP ER vigentes

A la fecha del presente informe de calificación se han abonado los servicios de deuda correspondiente a los TDP vigentes de acuerdo a los términos y condiciones estipulados y de acuerdo a lo informado por el Fiduciario en Garantía se están reteniendo, según lo convenido en los Contratos de Fideicomisos, los fondos provenientes de la coparticipación de impuestos que actúan como garantía y pago de los TDP.

## Nuevos TDP ER 2016 Serie Clase 1 y 3

Títulos Públicos de Deuda Vto. 2018

Monto: hasta V/N \$ 600.000.000 entre las 3 clases, aprobado por el Decreto Provincial N° 3686/16.

Eventos de Incumplimiento: Los Títulos de Deuda contendrán ciertos eventos de incumplimiento que, entre otros, incluyen la falta de pago de capital e intereses de los Títulos de Deuda, el incumplimiento de otras obligaciones de pago de la Provincia, el no cumplimiento o debida observación de cualquier compromiso, término u obligación incluida en los Documentos de la Transacción, entre otros, que de activarse alguno se podrá declarar el Bono vencido y exigible con la aprobación de, al menos, el 25% de los tenedores.

Vencimiento: los bonos vencerán en de la siguiente forma: la Clase 1 vencerá en diciembre de 2017 y la Clase 3 Serie I en diciembre de 2018.

Moneda de pago: pesos para las Clases 1 y dólares para la Clase 3.

Legislación: bajo la Ley argentina.

Rango: Los Títulos constituirán obligaciones directas, generales, incondicionales, no subordinadas y garantizadas de la Provincia y tendrán un rango paripassu con el resto de las obligaciones no subordinadas y no privilegiadas de la Provincia, estableciendo asimismo que los Títulos se beneficiarán de los derechos que otorga la Garantía.

Garantía: los Títulos estarán garantizados con los derechos de la Provincia a percibir los recursos provenientes del Régimen de Coparticipación Federal de Impuestos Nacionales Ley N° 23.549, de acuerdo a lo establecido por los Artículos 1°, 2° y 3° del Acuerdo Nación-Provincias sobre Relación Financiera y Bases de un Régimen de Coparticipación Federal de Impuestos, ratificado por la Ley Nacional N° 25.570, o aquél que en el futuro lo sustituya

Destinos de los Fondos: refinanciación y/o reestructuración de los servicios de la deuda pública y para el financiamiento del déficit acumulado y consolidado de las rentas generales.

### Estructura y niveles de Cobertura

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

1. Durante el Periodo de Gracia:
  - 1,15x el monto de los intereses de los Títulos pagaderos en la próxima fecha de pago deberá ser transferido tan pronto como sea posible dentro de los 30 días corridos anteriores a cada fecha de cálculo (5to día hábil anterior a cada fecha de pago);
2. Durante el Periodo de Repago de Capital:
  - 1,15x el monto de los intereses de los Títulos pagaderos en la próxima fecha de pago deberá ser transferido tan pronto como sea posible dentro de los 30 días corridos anteriores a cada fecha de cálculo;
  - 1,15x el monto de capital de los Títulos pagadero en la próxima fecha de pago deberá ser transferido tan pronto como sea posible a partir de los 90 días corridos antes de la fecha de cálculo. El monto de retención es calculado al tipo de cambio aplicable en la fecha de cálculo del comienzo de la transferencia para el caso de la clase en dólares.

FIX a fin de analizar los niveles de cobertura de los TDP asumió: (i) un monto máximo de \$ 600 millones para la emisión de los Bono ER Vto 2018, (ii) la coparticipación proyectada neta de todas las retenciones vigentes y de las transferencias a los municipios con determinados escenarios de estrés, (ii) un tipo de cambio de \$17,91 para dic-2017 y \$21,18 para dic-18 y (iii) el tiempo mínimo de retención de la coparticipación estipulado por Contrato.

Se analizaron todos los TDP ER vigentes y se concluye que los niveles de cobertura de los servicios en conjuntos son holgados, siendo el mínimo de 9,7x para una emisión por el total a solo 12 meses en pesos y de 9,13x para la emisión en dólares a 24 meses por el monto total. Esto sumado al mecanismo de la garantía de retención y pago permite que la calificación de los TDP ER se desprenda 2 escalones por encima del riesgo emisor. A su vez, ER cuenta con un bajo grado de afectación de coparticipación para el repago de los compromisos. Sin embargo se monitoreará la evolución de la coparticipación afectada para el repago de futuras deudas que pudiera impactar en las coberturas disponibles para estos títulos.

## Anexo D. Dictamen de calificación

El Consejo de Calificación de FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO, "Afiliada de Fitch Ratings" - Reg. CNV N°9, reunido el día 26 de julio de 2017, bajó la calificación de largo plazo de la Provincia de Entre Ríos (PER) a 'BBB-(arg)' desde 'BBB(arg)' y confirmó la calificación de corto plazo en 'A3(arg)'. La perspectiva se mantiene en 'Negativa' debido a que FIX prevé que las presiones sobre el gasto continuarán debido a la rigidez del mismo. Adicionalmente FIX mantuvo la calificación del TD garantizado con coparticipación Serie I Clase 1 en 'A2(arg)' y bajó la del TD Serie I Clase 3 a 'BBB+(arg)' desde 'A-(arg)'. El detalle se presenta a continuación:

| Detalle  | Calificación Actual | Perspectiva Actual | Calificación Anterior | Perspectiva Anterior |
|--|---------------------|--------------------|-----------------------|----------------------|
| Endeudamiento de Largo Plazo   | BBB-(arg)           | Negativa           | BBB(arg)              | Negativa             |
| Programa Letras del Tesoro (Letras ER 2017) por hasta AR\$ 1.649.910.000         | A3(arg)             | No aplica          | A3(arg)               | No aplica            |
| Programa Letras del Tesoro (Letras ER 2016) por hasta AR\$ 1.218.440.600         | A3(arg)             | No aplica          | A3(arg)               | No aplica            |
| Títulos de Deuda Pública ER 2016 Serie I Clase 1 en pesos por VN AR\$600.000.000 | A2(arg)             | No aplica          | A2(arg)               | No aplica            |
| Títulos de Deuda Pública ER 2016 Serie I Clase 3 en dólares VN USD 4.669.950     | BBB+(arg)           | Negativa           | A-(arg)               | Negativa             |

**Categoría BBB(arg):** "BBB" nacional implica una adecuada calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país. Sin embargo, cambios en las circunstancias o condiciones económicas tienen una mayor probabilidad de afectar la capacidad de pago en tiempo y forma que para obligaciones financieras calificadas con categorías superiores.

**Categoría A3(arg):** indica una adecuada capacidad de pago en tiempo y forma de los compromisos financieros respecto de otros emisores o emisiones del mismo país. Sin embargo, dicha capacidad es más susceptible en el corto plazo a cambios adversos que los compromisos financieros calificados con categorías superiores.

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

**Notas:** 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:** Las presentes calificaciones se determinaron en base a la información cuantitativa y cualitativa suministrada por el emisor de carácter privado a marzo de 2017 y asimismo la siguiente información pública disponible en [www.entrierios.gov.ar](http://www.entrierios.gov.ar):

- Ejecuciones Presupuestarias y stock de deuda consolidada y flotante para el período 2012-2015, al cierre provisorio de 2016 y parciales al primer trimestre de 2016 y 2017.
- Presupuesto aprobado del año 2017.
- Detalle de Saldo de Caja y Bancos para cada cierre de ejercicio.

Adicionalmente:

- Pagos a los Títulos de Deuda Pública ER disponibles en [www.bolsar.com](http://www.bolsar.com).

Dicha información resulta adecuada y suficiente para fundamentar las calificaciones otorgadas.

**Determinación de las calificaciones:** Metodología de calificación Finanzas Públicas registrado ante la Comisión Nacional de Valores (disponible en [www.fixscr.com](http://www.fixscr.com) o en [www.cnv.gov.ar](http://www.cnv.gov.ar)). Los informes se encuentran disponibles en '[www.fixscr.com](http://www.fixscr.com)'

**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) – 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 LÍDER ESTÁ BASADO EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FIX SCR S.A.

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

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

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

Las calificaciones representan una opinión y no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. FIX SCR S.A. recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD 1.000 a USD 200.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, FIX SCR S.A. calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD 1.000 y USD 200.000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o diseminación de una calificación de FIX SCR S.A. no constituye el consentimiento de FIX SCR S.A. a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de cualquier jurisdicción, incluyendo, no de modo excluyente, las leyes del mercado de títulos y valores de Estados Unidos de América y la "Financial Services and Markets Act of 2000" del Reino Unido. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y distribución electrónica, los informes de FIX SCR S.A. pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.