

## INFORME DE CALIFICACIÓN

# Provincia de Mendoza

Argentina

### Table of Contents:

CALIFICACIONES *	1
1. INTRODUCCIÓN	2
DETALLE DE LOS FUNDAMENTOS DE LA CALIFICACIÓN	3
2. ACERCA DE LA EVALUACIÓN DEL RIESGO CREDITICIO BASE	3
3. ACERCA DEL ANÁLISIS DE INCUMPLIMIENTO DE PAGO CONJUNTO	4
4. ACERCA DE LA TARJETA DE PUNTUACIÓN DE BCA	4
5. FACTORES DE CALIFICACIÓN DEL SECTOR DE GOBIERNOS LOCALES Y REGIONALES	4
INFORMACIÓN CONSIDERADA PARA LA CALIFICACIÓN	7
CALIFICACIÓN FINAL DEL INSTRUMENTO	8
GLOSARIO	9
APÉNDICE 1. TARJETA DE PUNTUACIÓN, EVALUACIÓN DEL RIESGO DE CRÉDITO BASE	11
APÉNDICE 2. TABLA DE INDICADORES CLAVE	12

### Analista Principal:

BUENOS AIRES +54.11.5129.2600  
Alejandro Pavlov +54.11.5129.2629  
Vice President - Senior Analyst  
alejandropavlov@moodys.com

### Calificaciones \*

#### Provincia de Mendoza

Categoría	Calificación De Moody's	Anterior
Perspectiva	Negativa	Sin cambios
<b>Calificaciones al Emisor</b>		
Escala Nacional de Argentina (moneda local/moneda extranjera)	Baa1.ar/Ba2.ar	Sin cambios
Escala Global, moneda local	B3	Sin cambios
<b>Calificaciones a los Títulos de Deuda 2018 en US\$ al 5 1/2%</b>		
Escala Nacional de Argentina, moneda extranjera	Ba2.ar	Sin cambios
Escala Global, moneda extranjera	Caa1	Sin cambios
<b>Calificaciones de los Títulos de Deuda dentro de los Programas de Emisión</b>		
Clase I por USD94.6 millones	B3/Baa1.ar <sup>1</sup>	No aplicable
Clase II por USD55.4 millones	B3/Baa1.ar <sup>1</sup>	No aplicable
Clase III por hasta USD131 millones (no emitida)	B3/Baa1.ar <sup>1</sup>	No aplicable

\* Calificaciones de Riesgo asignadas por Moody's Latin America Calificadora de Riesgo S.A., Registro No. 4 de la Comisión Nacional de Valores.

Los títulos emitidos bajo estas series estarán denominados en US\$ pero serán integrados y pagados en pesos argentinos al tipo de cambio aplicable. Por este motivo se les asigna calificaciones en moneda local.

### Indicadores Clave

(AL 31/12)	2008	2009	2010	2011	2012
Deuda Directa e Indirecta Neta/Ingresos Corrientes (%)	68.9	68.2	56.2	47.9	39.3
Pago de Intereses/Ingresos Corrientes (%)	2.4	2.4	2.0	1.7	1.4
Superávit (déficit) Operativo / Ingresos Corrientes (%)	9.5	3.1	2.3	-1.2	-1.5
Superávit (déficit) Financiero/Ingresos Totales (%)	0.7	-7.3	-5.1	-10.9	-6.2
Gasto de Capital / Gasto Total (%)	9.3	11.6	11.1	11.8	6.7
Transferencias Federales / Ingresos Corrientes (%)	54.0	54.9	57.5	56.3	52.1
PIB per cápita / Promedio nacional (%)	80.0	75.0	77.2	77.3	--

## 1. Introducción

Moody's Latin America (Moody's) asigna calificaciones en escala nacional de Baa1.ar (moneda local) y Ba2.ar (moneda extranjera) a la Provincia de Mendoza como así también a los títulos de deuda emitidos en dólares estadounidenses al 5 1/2% con vencimiento final en 2018. También asigna calificaciones B3/Baa1.ar a las Clases I, II y III bajo los Programa de Emisión de Títulos de Deuda autorizados por Leyes provinciales N° 8530 y 8270 y Decretos N°449/13 y 2231/13.

Las calificaciones asignadas reflejan el actual deterioro del entorno operativo del país que afecta directamente la calidad crediticia de los gobiernos sub-soberanos al reducir su grado de independencia fiscal. Los múltiples canales de contagio del gobierno central son factores que se están evidenciando cada vez más, lo que limita la calidad crediticia de los gobiernos sub-soberanos de Argentina. Con respecto a las calificaciones en moneda extranjera, las calificaciones asignadas reflejan nuestra opinión sobre los riesgos adicionales que podrían afrontar los sub-soberanos argentinos al pagar sus obligaciones en moneda extranjera en un entorno de políticas cada vez más intervencionistas por parte del gobierno nacional cuyo objetivo es restringir las compras de moneda extranjera.

Las características crediticias de Mendoza reflejan ratios de deuda-ingresos en disminución y una economía diversificada que es compatible con una relativamente sólida base de ingresos propios. Las calificaciones también reflejan continuas presiones por el lado del gasto que han llevado a la disminución de los márgenes operativos incluyendo déficits en 2011 y en 2012.

### Fortalezas Crediticias

Las fortalezas crediticias de la Provincia de Mendoza incluyen:

- » Economía diversificada que da soporte a una sólida base de ingresos propios,
- » Decrecientes niveles de deuda en relación a los ingresos con una manejable proporción de deuda en moneda extranjera,
- » Bajo nivel de costo del servicio de la deuda.

### Desafíos Crediticios

Los desafíos crediticios de la Provincia de Mendoza incluyen:

- » Decrecientes márgenes operativos desde 2006, incluyendo déficits en 2011 y en 2012,
- » Incertidumbre económica que alimenta presiones en materia de gastos, especialmente en personal,
- » Reducir en mayor medida el peso de las transferencias desde el Gobierno Nacional sobre el total de ingresos.

### Perspectiva de la Calificación

La perspectiva de la calificación es negativa y sigue a la perspectiva negativa de los bonos soberanos de Argentina, asignada el 17 de septiembre de 2012. Aunque la perspectiva negativa asignada a la Provincia de Mendoza no indica cambios estructurales en su calidad crediticia intrínseca, refleja un deterioro en el entorno operativo de Argentina, en el cual los gobiernos locales y regionales operan.

### Qué Pudiera Cambiar la Calificación a la Alza

En el corto a mediano plazo, Moody's no espera presiones al alza sobre las calificaciones de la provincia. Sin embargo, un cambio de la perspectiva del soberano nuevamente a estable podría dar lugar a un cambio en la perspectiva de Mendoza, también a estable.

### Qué Pudiera Cambiar la Calificación a la Baja

Las calificaciones de la provincia podrían experimentar una baja adicional si la perspectiva negativa del soberano se materializa en una baja de calificación. Adicionalmente, cualquier acción por parte del gobierno central que impacte negativamente en la capacidad de la provincia de cumplir con sus obligaciones financieras podría conducir a una baja adicional de las calificaciones. Adicionalmente, la permanencia a través del tiempo de déficits financieros podría motivar también una baja en sus calificaciones. Cualquiera de estas acciones serían vistas por Moody's como una muestra más de un marco institucional en deterioro y de un entorno de políticas inestable.

## Detalle de los Fundamentos de la Calificación

Las calificaciones asignadas a la Provincia de Mendoza reflejan la aplicación de la metodología de calificación de Análisis de Incumplimiento de Pago Conjunto de Moody's (JDA por sus siglas en inglés) para gobiernos locales y regionales (RLGs, por sus siglas en inglés). De acuerdo con esta metodología, Moody's establece primeramente la evaluación del riesgo crediticio base (BCA por sus siglas en inglés) de la provincia y posteriormente considera la probabilidad de apoyo del gobierno nacional para evitar un incumplimiento por parte de la provincia en caso de que tal situación ocurra.

## 2. Acerca de la Evaluación del Riesgo Crediticio Base

En el caso de Mendoza, la tarjeta de puntuación del riesgo de crédito base (que se presenta a continuación) genera un RCB estimado de 11 en comparación con el RCB de 16 asignado por el comité de calificación. Los cinco puntos de diferencia entre el RCB asignado por el comité de calificación y el punto de referencia generado por la tarjeta de puntuación, obedecen a consideraciones de Moody's respecto de que la tarjeta de puntuación puede no capturar circunstancias extremas tales como las preocupaciones que persisten con relación a la inestabilidad política de Argentina y su baja fortaleza institucional.

La tarjeta ó "scorecard" BCA, que genera evaluaciones estimadas del riesgo crediticio base a partir de un conjunto de indicadores crediticios cualitativos y cuantitativos, es la herramienta que utiliza el comité de calificación para evaluar la calidad crediticia de gobiernos regionales y locales. Los indicadores crediticios que captura el scorecard proporcionan una buena medición estadística de la fortaleza crediticia individual; sin embargo, la BCA estimada que genera el scorecard no sustituye los juicios que hace el comité de calificación con respecto a las evaluaciones específicas del riesgo crediticio base, ni tampoco es una matriz para asignar o cambiar automáticamente estas evaluaciones. Consecuentemente, los resultados del scorecard tienen algunas limitaciones en cuanto a que se orientan al pasado utilizando datos históricos, mientras que las evaluaciones son opiniones de la fortaleza crediticia con visión al futuro. Adicionalmente, el número limitado de variables incluidas en el scorecard no puede capturar totalmente la extensión y profundidad de nuestro análisis. Sin embargo, las estadísticas de desempeño que captura el scorecard son importantes y, en general, se puede esperar calificaciones más altas entre emisores con más alta puntuación en el scorecard.

### 3. Acerca del Análisis de Incumplimiento de Pago Conjunto

Moody's asigna una baja probabilidad de apoyo extraordinario por parte del gobierno nacional en favor de la provincia, reflejando la falta de antecedentes de una intervención oportuna por parte del gobierno federal para prevenir una eventual situación de incumplimiento por parte de la provincia. Este hecho se compensa, en parte, por factores que incrementan la probabilidad de apoyo por parte del gobierno nacional, como lo es la moderada supervisión que ejerce el gobierno federal sobre las finanzas de la provincia.

Moody's también asigna un muy alto nivel de dependencia de incumplimiento entre la provincia y el gobierno nacional, en línea con el aún alto nivel de transferencias federales dentro de la estructura de ingresos de la provincia (51% de los ingresos totales durante la gestión 2012).

### 4. Acerca de la Tarjeta de Puntuación de BCA

La evaluación de RCB de 16 (en una escala del 1 al 21 en la que 1 representa el riesgo crediticio más bajo) de la Provincia de Mendoza refleja los siguientes factores que se tratarán en detalle en la sección siguiente.

### 5. Factores de Calificación del Sector de Gobiernos Locales y Regionales

#### Entorno Operativo

El entorno operativo para los gobiernos locales y regionales en Argentina se caracteriza por un PIB per cápita (base de paridad de poder de compra) elevado para ser una economía en desarrollo, una muy alta volatilidad económica y una baja clasificación en el Índice de Efectividad Gubernamental del Banco Mundial, indicando un elevado nivel de riesgo sistémico.

#### Marco Institucional

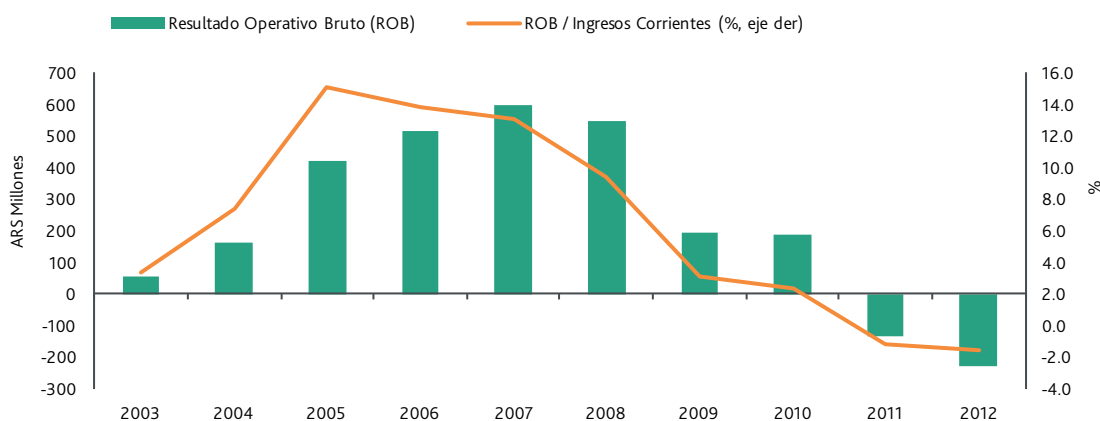
Este entorno operativo se une a un marco institucional en el cual los gobiernos locales y regionales de Argentina portan una significativa responsabilidad en la prestación de servicios públicos mientras -en general- dependen en gran medida de las transferencias que el Estado Nacional envía en concepto de Coparticipación Federal de Impuestos, dando cuenta de una limitada flexibilidad fiscal frente al nivel de ingresos. Por el lado del gasto, las provincias tienen cierto arbitrio que les ofrece la posibilidad de generar ahorros, aunque muy limitada por la significativa importancia de los costos en personal dentro de la estructura de gastos.

#### Situación y Desempeño Financieros

Los recursos propios de la Provincia de Mendoza representaron históricamente, alrededor del 45% de los recursos corrientes, por lo cual, la dependencia de los recursos de origen nacional es inferior a la del promedio de las provincias. El desempeño financiero de la provincia en los años posteriores a la crisis de 2001/2002 fue satisfactorio y principalmente atribuible al fuerte incremento que sufrieron los ingresos, alimentados fundamentalmente por una recuperación sostenida del PIB en combinación con altas tasas de inflación. Sin embargo, los márgenes operativos han venido cayendo en relación a los ingresos corrientes a partir de 2006, año en el cual los gastos corrientes comenzaron a crecer más aceleradamente que los ingresos. Así, durante el período 2008-2012, los gastos corrientes crecieron a una tasa anual compuesta del 24%, mientras que los ingresos corrientes lo hicieron sólo a una tasa del 21%.

Como consecuencia de esta tendencia negativa, el superávit operativo bajó de 13,9% de los ingresos corrientes en 2006 a un 2,3% en 2010, y la provincia registró tanto en 2011 como en 2012, resultados operativos negativos. De acuerdo al presupuesto 2013, la provincia espera cerrar el año con un margen operativo equivalente al 4% de los ingresos corrientes, el cual le permitiría financiar, solo en parte, el importante incremento en los gastos de capital para el corriente año. Eso podría llevar a la provincia a incurrir en nuevo endeudamiento y/o incrementar su dependencia financiera para con el gobierno nacional, limitando-como se dijo anteriormente-su flexibilidad fiscal.

FIGURA 1

**Desempeño Financiero**

Fuente: Provincia de Mendoza

En términos consolidados, es decir, tomando en cuenta los ingresos y gastos corrientes y de capital, la provincia registró en 2011 un déficit financiero de ARS1.237 millones (equivalente al -10,9% de los ingresos totales) el cual se reduce a ARS 947 millones en la gestión 2012. Las necesidades de financiamiento-después de amortizaciones- previstas en el presupuesto 2013 ascienden a casi ARS1.504 millones.

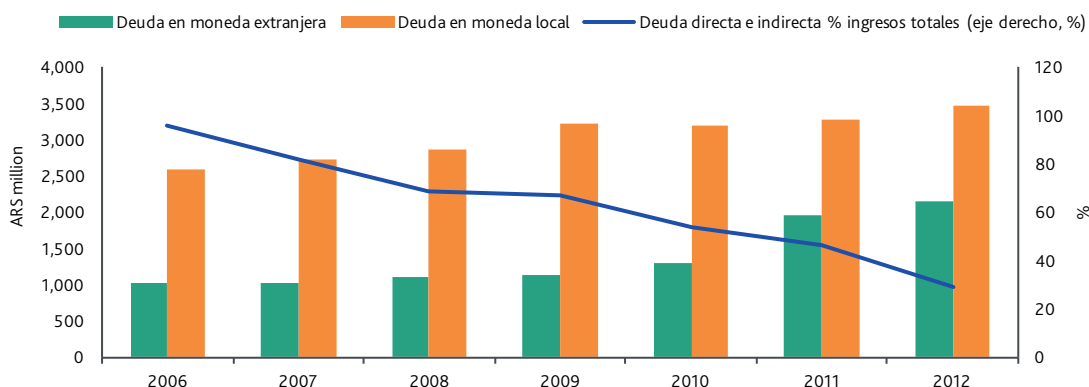
Al cierre de los nueve meses transcurridos al 30/09/2013, la Provincia de Mendoza registró un resultado financiero total superior a los ARS189.3 millones, es decir un 1.3% medido sobre los ingresos totales del período. Este resultado se logra en gran medida, en base a una menor grado de avance de los gastos de capital del período.

**Perfil de Deuda**

Desde el ejercicio 2006, el stock nominal de la deuda pública provincial comenzó a subir, pero mucho más lentamente que los ingresos, reduciendo así la carga de la deuda con relación a éstos últimos.

FIGURA 2

## Perfil de deuda



Fuente: Provincia de Mendoza.

Si bien la provincia se ha adherido al programa federal de desendeudamiento en el año 2010 -lo cual implicó una disminución de aproximadamente el 10% del stock de su deuda y le permitirá hacer frente a sus obligaciones con el gobierno nacional en condiciones más ventajosas<sup>1</sup>-, el principal acreedor de la provincia sigue siendo el propio gobierno nacional -junto a otros fondos fiduciarios- que reúne casi el 41% del total de la deuda provincial al 30/09/2013. La mayor parte de esta deuda, que ahora está bajo el programa de desendeudamiento, la constituían originalmente los BOGAR y, en menor medida, los préstamos otorgados por la nación en el marco de los PAF. A través de los programas de asistencia financiera el gobierno nacional se ha mostrado dispuesto a brindar ayuda financiera a las provincias para refinanciar sus pasivos con la nación y cubrir sus necesidades de financiamiento.

Como puede apreciarse en la figura 2, la relación entre el stock de la deuda provincial y los ingresos totales ha presentado una tendencia decreciente. En el último año en especial, ello fue producto principalmente del crecimiento en un 51% de los ingresos propios provinciales durante 2012 frente al año 2011, ayudado también por la amortización de deudas -aunque en una mucho menor medida-.

Por último, los servicios de interés de la deuda de la provincia de Mendoza mantienen una baja relación con los ingresos corrientes gracias a las bajas tasas de interés pactadas en sus obligaciones. Al cierre de 2012, el pago de intereses y otros gastos de la deuda representó sólo el 1,4% del total de los ingresos corrientes (2,4% a diciembre de 2009 y 6,8% en 2006) y un 1,6% acumulado al 30 de septiembre de 2013.

Con respecto a los Títulos de Deuda Clases 1, 2 y 3, se informa que los mismos si bien están denominados en dólares, serán pagaderos en moneda local. Estos títulos constituyen obligaciones directas, incondicionales y no subordinadas de la Provincia de Mendoza. Finalmente, estos títulos están garantizados por la cesión fiduciaria en garantía y pago de los derechos provinciales sobre los fondos de coparticipación federal de impuestos.

<sup>1</sup> El Programa Federal de Desendeudamiento establece la eliminación del CER, una tasa fija del 6% anual y una extensión en los plazos con vencimiento en 2030 y un período de gracia de tres años y medio.

### Prácticas del Gobierno y la Dirección

Mendoza ha alcanzado regularmente sus metas fiscales con recursos que normalmente exceden los niveles presupuestados. Después de registrar varios márgenes operativos positivos, pero decrecientes, a partir de 2011 la Provincia ha comenzado a registrar déficits.

Los reportes financieros son claros y detallados aunque -como el resto de las provincias- no son auditados por una firma independiente. Los reportes son generados en primera instancia como una estimación preliminar y solo pasan a ser definitivos luego de un tiempo. La información fiscal y financiera es publicada regularmente en el sitio de Internet oficial de la provincia.

### Fundamentos Económicos

Con una población estimada para el año 2011 superior a los 1,7 millones de habitantes (INDEC), que representan aproximadamente el 4,3% de la población total del país, la economía de la provincia de Mendoza presenta una adecuada diversificación, es rica en recursos naturales y promotora del turismo. De acuerdo a datos preliminares de 2011, el PBG de Mendoza, medido en términos reales, creció un 8,9% respecto del año anterior, luego de la caída de -3,9% experimentada en 2009. En adelante, ante una menor actividad económica a nivel nacional para 2012 y 2013, Mendoza también podría ver afectado el crecimiento de su economía, dando lugar a posibles caídas en los ingresos.

La evolución del PBG de la provincia de Mendoza en los últimos años se explica básicamente por el comportamiento de tres sectores: Comercios, Restaurantes y Hoteles (25%), Servicios Sociales Comunes y Personales (16%) y la Industria Manufacturera (15%). La economía de Mendoza no muestra una clara supremacía de una sola actividad o industria, ya que, como se ha señalado, su economía presenta una adecuada diversificación que le permite desarrollar una relativamente sólida base de ingresos propios.

### Información Considerada para la Calificación

- » Prospectos de emisión, reestructuración y otros documentos,
- » Leyes provinciales y decretos aprobando las emisiones,
- » Ejecución presupuestaria trimestral de los ejercicios 1995/2012
- » Ejecución presupuestaria provisoria por el período de nueve meses al 30/09/2013,
- » Stock de deuda al 31/12/2011, 31/12/2012 y provisoria al 30/09/2013,
- » Presupuestos correspondientes a los años 1995-2013,
- » Informes de evolución de la deuda,
- » Normativa jurídica provincial,
- » Información obtenida en la página Web del Ministerio de Economía de la Nación, Dirección Nacional de Coordinación Fiscal con Provincias,
- » Información obtenida de la página de Internet oficial del gobierno de la provincia de Mendoza [www.hacienda.mendoza.gov.ar](http://www.hacienda.mendoza.gov.ar)

## Calificación Final del Instrumento

El Consejo de Calificación de Moody's Latin America Calificadora de Riesgo S.A., en su sesión ordinaria del día 12 de Diciembre de 2013, sobre la base de los antecedentes aquí expuestos ha resuelto mantener las calificaciones de emisor en escala nacional para moneda local y moneda extranjera y las calificaciones de deuda en escala nacional para moneda extranjera asignada a los bonos emitidos en dólares al 5 1/2% y con vencimiento en 2018 por USD108.278.369,2 –de valor residual- de la Provincia de Mendoza, conforme lo siguiente:

Instrumento	Calificación
Calificación al Emisor, moneda local	Baa1.ar
Calificación al Emisor, moneda extranjera	Ba2.ar
Programa de Letras del Tesoro por hasta USD50 millones, moneda extranjera	Ba2.ar
<b>Calificaciones de los Títulos de Deuda dentro de los Programas de Emisión</b>	
Clase I por USD94.6 millones	Baa1.ar
Clase II por USD55.4 millones	Baa1.ar
Clase III por hasta USD131 millones (no emitida)	Baa1.ar

**Categoría Baa.ar:** “Los emisores o emisiones con calificación Baa.ar muestran una capacidad de pago promedio con relación a otros emisores locales”. El modificador 1 indica que la calificación se ubica en el rango más alto de su categoría.

**Categoría Ba.ar:** “Los emisores o emisiones con calificación Ba.ar muestran una capacidad de pago inferior al promedio con relación a otros emisores locales”. El modificador 2 indica que la calificación se ubica en el rango medio de su categoría.



## Glosario

**C.E.R.** = Coeficiente de Estabilización de Referencia.

**C.N.V.** = Comisión Nacional de Valores.

**B.C.R.A.** = Banco Central de la República Argentina.

**MM** = millones.

**USD ó US\$** = Dólares Estadounidenses.

**ARS** = Pesos argentinos

**EUR** = Euros

**RCB** = Riesgo de Crédito Base

**“Goteo”** = Se refiere a las transferencias diarias que el Estado Nacional efectúa a las provincias en virtud al régimen de Coparticipación Federal de Impuestos.

**“Default”** = Atraso en el pago de los servicios de la deuda. Incumplimiento.

**CFRF** = Consejo Federal de Responsabilidad Fiscal.

**“Scorecard”** = Tarjeta de puntuación

### Indicadores De Perfil De Deuda

#### **Net Direct and Guaranteed Debt/Operating Revenue (%)**

Deuda Neta y Deuda Garantizada como porcentaje de los Ingresos Operativos.

#### **Net Direct and Guaranteed Debt/Total Revenue (%)**

Deuda Neta y Deuda Garantizada como porcentaje de los Ingresos Totales.

#### **Net Direct and Guaranteed Debt/GDP (%)**

Deuda Neta y Deuda Garantizada como porcentaje del Producto Interno Bruto (PIB).

### Indicadores De Desempeno Financiero

#### **Interest Payments/Operating Revenue (%)**

Intereses como porcentaje de los Ingresos Operativos.

#### **Debt Service/Total Revenue (%)**

Servicios de Deuda (Principal más Intereses) como porcentaje de los Ingresos Totales.

**Cash Financing Surplus (Requirement)/Total Revenue (%)**

Superávit (Déficit) Financiero como porcentaje de los Ingresos Totales.

**Gross Operating Balance/Operating Revenue (%)**

Resultado Operativo como porcentaje de los Ingresos Operativos.

**Primary Operating Balance/Operating Revenue (%)**

Resultado Operativo Primario como porcentaje de los Ingresos Operativos.

**Capital Spending/Total Expenditures (%)**

Gastos de Capital como porcentaje de los Gastos Totales.

**Intergovernmental Transfers/Operating Revenue (%)**

Ingresos de Origen Nacional como porcentaje de los Ingresos Operativos.

**Self-financing Ratio**

Resultado Operativo *más* Ingresos de Capital como porcentaje de los Gastos de Capital.

**Indicadores Económicos**

**Gross Domestic Product (GDP)** = Producto Interno Bruto (PIB)

**GDP per capita** = PIB per capita

**Real GDP (% change)** = PIB Real (Tasa de cambio: %)

## Apéndice 1. Tarjeta de Puntuación. Evaluación del riesgo de crédito base

### Métricas crediticias

Scorecard - 2011	Valor	Puntuación	Ponderación De Sub-Factores	Total De Sub-Factores	Ponderación De Factores	Total
<b>Factor 1: Entorno Operativo (datos estimados)</b>						
PIB per cápita (en términos de PPA) (\$US)	15.299	9	50,0%			
Volatilidad del PIB	35,3	15	25,0%	12,00	60,0%	7,20
Índice de Efectividad Gubernamental (Banco Mundial)	-0,21	15	25,0%			
<b>Factor 2: Marco Institucional</b>						
Previsibilidad, Estabilidad y Sensibilidad	15	15	50,0%			
Flexibilidad Fiscal A (Recursos Tributarios Propios)	15	15	16,7%	15,00	10,0%	1,50
Flexibilidad Fiscal B (Gasto)	15	15	16,7%			
Flexibilidad Fiscal C (Nivel de Endeudamiento)	15	15	16,6%			
<b>Factor 3: Posición y Desempeño Financieros</b>						
Pago de Intereses/Ingresos Operativos (%)	2,2	3	33,3%			
Superávit (déficit) Financiero / Ingreso Total (%)	-4,9	9	33,3%	8,00	7,5%	0,60
Balance Operativo Bruto/ Ingresos Operativos (%)	3,5	12	33,3%			
Capital de Trabajo Neto/Gastos Totales (%)						
<b>Factor 4: Perfil de deuda</b>						
Deuda Directa e Indirecta Neta /Ingresos Operativos (%)	56,6	3	50,0%			
Deuda Directa Bruta a Corto Plazo/Deuda Directa Bruta (%)	6,4	1	25,0%	2,50	7,5%	0,19
Deuda Neta / Tendencia de Ingresos Operativos	-9,3	3	25,0%			
<b>Factor 5: Políticas de Gestión y Control Internas</b>						
Gestión Fiscal	7,5	7,5	40,0%			
Gestión de Inversiones y de Deuda	7,5	7,5	20,0%			
Transparencia y Divulgación (A)	7,5	7,5	15,0%	8,63	7,5%	0,65
Transparencia y Divulgación (B)	15	15	15,0%			
Capacidad Institucional	7,5	7,5	10,0%			
<b>Factor 6: Fundamentos Económicos</b>						
PIB Regional per cápita (en términos de PPA)	11.765	12	100,0%	12,00	7,5%	0,90
BCA Estimada						<b>11</b>

## Apéndice 2. Tabla de Indicadores Clave

(AL 31/12)	2008	2009	2010	2011	2012
Deuda Directa e Indirecta Neta/Ingresos Corrientes (%)	68.9	68.2	56.2	47.9	39.3
Pago de Intereses/Ingresos Corrientes (%)	2.4	2.4	2.0	1.7	1.4
Superávit (déficit) Operativo / Ingresos Corrientes (%)	9.5	3.1	2.3	-1.2	-1.5
Superávit (déficit) Financiero/Ingresos Totales (%)	0.7	-7.3	-5.1	-10.9	-6.2
Gasto de Capital / Gasto Total (%)	9.3	11.6	11.1	11.8	6.7
Transferencias Federales / Ingresos Corrientes (%)	54.0	54.9	57.5	56.3	52.1
PIB per cápita / Promedio nacional (%)	80.0	75.0	77.2	77.3	--

Número de Reporte: 161507

**Autor**  
Alejandro Pavlov

**Asociado de Producción**  
Wing Chan

Las calificaciones de riesgo efectuadas por Moody's Latin America Calificadora de Riesgo ("Moody's Latin America") son Calificaciones a Escala Nacional. Las Calificaciones a Escala Nacional son diferentes de y por lo tanto, deben distinguirse de las calificaciones internacionales de crédito publicadas por Moody's Investors Service, Inc. ("MIS"). MIS es, en forma indirecta, el accionista controlante de Moody's Latin America, sin embargo, MIS es una compañía diferente a Moody's Latin America. MIS es una sociedad constituida bajo las leyes del Estado de Delaware en los Estados Unidos de America, y con sede social en dicho país. Tal como se encuentra detalladamente explicado en el sitio de internet de Moody's Latin America ([www.moody.com.ar](http://www.moody.com.ar)) y en el sitio de internet de MIS ([www.moody.com](http://www.moody.com)), las calificaciones de riesgo de MIS brindan a los mercados internacionales de capital un marco globalmente consistente para comparar la calidad crediticia de entidades financieras e instrumentos calificados. Dicho sistema de calificación internacional permite la comparación de emisores y obligaciones con independencia de la moneda en que se haya emitido la obligación, el país de origen del emisor o la industria en que se desenvuelva el emisor. Por el contrario, las Calificaciones a Escala Nacional efectuadas por Moody's Latin America son opiniones relativas a la calidad crediticia de emisores y emisiones dentro de un país en particular. Las Calificaciones a Escala Nacional no incluyen estimación de pérdidas asociadas con eventos sistémicos que pudieran afectar genéricamente a todos los emisores dentro de un país, incluso a aquellos que reciben las calificaciones más altas a escala nacional. Por lo tanto, las Calificaciones a Escala Nacional pueden entenderse como calificaciones relativas de calidad crediticia (incluyendo el apoyo externo relevante) dentro de un país en particular. El uso de las Calificaciones a Escala Nacional por los inversores es apropiado únicamente dentro de la porción de un portfolio que esté expuesta al mercado local de un país determinado, teniendo en cuenta los diversos riesgos que implique la calificación nacional y extranjera otorgada a la moneda de dicho país. En consecuencia, y tal como se explica con mayor detalle en los sitios de internet mencionados precedentemente, el concepto tradicional de "grado de inversión" que se aplica en los mercados internacionales no puede necesariamente aplicarse siquiera a las más altas calificaciones nacionales. El propósito de las Calificaciones a Escala Nacional efectuadas por Moody's Latin America es permitir la diferenciación de la calidad crediticia dentro de economías sujetas a índices genéricos de "riesgo país", los cuales (de no estar excluidos por definición) afectarían dicha pretendida diferenciación.

© 2013, Moody's Investors Service, Inc. y/o sus licenciantes y afiliadas (conjuntamente "MOODY'S"). Todos los derechos reservados.

**LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS EMITIDAS POR MOODY'S INVESTORS SERVICE, INC. ("MIS") Y SUS AFILIADAS SON OPINIONES ACTUALES DE MOODY'S SOBRE EL RELATIVO RIESGO CREDITICIO FUTURO DE ENTIDADES, COMPROMISOS DE CRÉDITO, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES A DEUDA, Y LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y REPORTES PUBLICADOS POR MOODY'S ("PUBLICACIONES DE MOODY'S") PUEDEN INCLUIR OPINIONES ACTUALES DE MOODY'S DEL RELATIVO RIESGO CREDITICIO FUTURO DE ENTIDADES, COMPROMISOS DE CRÉDITO, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES A DEUDA. MOODY'S DEFINE RIESGO CREDITICIO COMO EL RIESGO DE QUE UNA ENTIDAD NO PUEDA CUMPLIR CON SUS OBLIGACIONES CONTRACTUALES, FINANCIERAS AL MOMENTO DE SU VENCIMIENTO Y CUALQUIER PÉRDIDA FINANCIERA ESTIMADA EN CASO DE INCUMPLIMIENTO. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS NO TOMAN EN CUENTA OTROS RIESGOS, INCLUYENDO SIN LIMITAR: RIESGO DE LIQUIDEZ, RIESGO DE VALOR DE MERCADO, O VOLATILIDAD DE PRECIO. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y LAS OPINIONES DE MOODY'S INCLUIDAS EN LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S NO SON DECLARACIONES DE HECHOS ACTUALES O HISTÓRICAS. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE MOODY'S NO CONSTITUYEN UN ASESORAMIENTO FINANCIERO NI DE INVERSIÓN, Y LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE MOODY'S NO SON, NI PROPORCIONAN, RECOMENDACIONES PARA COMPRAR, VENDER O MANTENER INSTRUMENTOS ESPECÍFICOS. NI LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS NI LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S COMENTAN SOBRE LA CONVENIENCIA DE UNA INVERSIÓN PARA ALGÚN INVERSIONISTA EN PARTICULAR. MOODY'S EMITE SUS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICA LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S CON LA EXPECTATIVA Y EN EL ENTENDIMIENTO DE QUE CADA INVERSIONISTA LLEVARÁ A CABO SU PROPIO ESTUDIO Y EVALUACIÓN DE CADA INSTRUMENTO QUE ESTÁ CONSIDERANDO PARA COMPRAR, RETENER, O VENDER.**

TODA LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO ESTÁ PROTEGIDA POR LEY, INCLUYENDO SIN LIMITAR LA LEY DE DERECHOS DE AUTOR (COPYRIGHT) Y NINGUNA PARTE DE DICHA INFORMACIÓN PODRÁ SER COPIADA O REPRODUCIDA DE MANERA ALGUNA, REFORMATEADA, TRANSMITIDA, CEDIDA, DIFUNDIDA, REDISTRIBUIDA O REVENDIDA, NI ARCHIVADA PARA SER UTILIZADA CON ALGUNO DE DICHO FINES, EN PARTE O EN SU TOTALIDAD, DE CUALQUIER MANERA, POR CUALQUIER MEDIO O POR CUALQUIER PERSONA SIN EL PREVIO CONSENTIMIENTO POR ESCRITO DE MOODY'S.

Toda la información incluida en el presente documento ha sido obtenida por MOODY'S a partir de fuentes que estima correctas y confiables. No obstante, debido a la posibilidad de error humano o mecánico, así como de otros factores, toda la información aquí contenida se proporciona "TAL Y COMO ESTÁ", sin ninguna clase de garantía. MOODY'S adopta todas las medidas necesarias para que la información que utiliza para asignar una calificación sea de suficiente calidad y de fuentes que Moody's considera confiables, incluyendo cuando corresponde, terceros independientes. Sin embargo, Moody's no es una firma de auditoría y no puede en toda ocasión, verificar o validar de manera independiente la información que recibe en su proceso de calificación. MOODY'S no acepta, bajo ninguna circunstancia, responsabilidad alguna frente a personas o entidades por (a) cualquier pérdida o daño causado en su totalidad o en parte por, a resultados de, o en relación con, cualquier error (negligente o de otro tipo) u otras circunstancias o contingencias que se encuentren tanto bajo el control como fuera del control de MOODY'S o de cualquiera de sus consejeros, directivos, empleados o agentes, en relación con la obtención, compilación, recopilación, análisis, interpretación, comunicación, publicación o distribución de dicha información, o (b) cualquier daño directo, indirecto, especial, mediato, inmediato o remoto (incluido, entre otros, el lucro cesante), que resulte del uso o de la incapacidad de usar tal información, aún en el supuesto de que se hubiera advertido a MOODY'S con anterioridad de la posibilidad de que se produjeran dichos daños. Las calificaciones, análisis de reportes financieros, proyecciones, y otras observaciones, de haberlas, que pudieran formar parte de la información contenida en este informe son, y a tales efectos deben ser considerados exclusivamente como, declaraciones de opinión, y no como declaraciones de hechos ni recomendaciones para comprar, vender o mantener cualesquiera títulos. Cada usuario de la información aquí contenida debe realizar su propio estudio y evaluación de cada instrumento que pudiera considerar para comprar, retener o vender.

MOODY'S NO OTORGA NINGUNA GARANTÍA, EXPRESA O IMPLÍCITA, RESPECTO DE QUE DICHAS CALIFICACIONES Y DEMÁS OPINIONES O INFORMACIÓN GENERADAS POR MOODY'S DE CUALQUIER MANERA SEAN PRECISAS, OPORTUNAS, COMPLETAS, COMERCIALIZABLES O APROPIADAS PARA ALGÚN PROPÓSITO DETERMINADO.

MIS, una agencia calificadoras subsidiaria 100% propiedad de Moody's Corporation ("MCO"), informa por la presente que la mayoría de los emisores de títulos de deuda (incluidos bonos corporativos y municipales, obligaciones, pagarés y títulos) y acciones preferentes calificados por MIS han acordado, con anterioridad a la asignación de cualquier calificación, pagar a MIS por sus servicios de análisis y calificaciones honorarios que oscilan entre los US\$ 1.500 y aproximadamente US\$ 2.500.000. MCO y MIS también mantienen políticas y procedimientos para garantizar la independencia de las calificaciones y los procesos de asignación de calificaciones de MIS. La información relativa a ciertas afiliaciones que pudieran existir entre directores de MCO y entidades calificadas, y entre entidades que tienen calificaciones de MIS y que también han informado públicamente a la SEC que mantienen un interés de propiedad en MCO superior al 5%, se publica anualmente en [www.moody.com](http://www.moody.com), bajo el capítulo de "Shareholder Relations - Corporate Governance - Director and Shareholder Affiliation Policy".

Sólo aplicable a Australia: cualquier publicación que se haga en Australia de este documento es de acuerdo con la licencia de la Australian Financial Services otorgada a la afiliada de MOODY'S, Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657 AFSL 336969 y/o de Moody's Analytics Australia Pty Ltd ABN 94 105 136 972 AFSL 383569 (de ser aplicable). Este documento sólo podrá ser provisto a "clientes mayoristas" según se establece en la sección 761G de la Ley de Sociedades 2001. Al acceder a este documento desde cualquier lugar dentro de Australia, usted está declarando ante MOODY'S que usted es, o está accediendo al documento como representante de un "cliente mayorista" y que ni usted ni la entidad a la que representa divulgarán directa o indirectamente este documento o su contenido a "clientes minoristas" según se establece en la sección 761G de la Ley de Sociedades 2001. La calificación de riesgo de Moody's es una opinión de la calidad crediticia de una obligación de deuda del emisor, y no de los títulos del emisor ni de cualquier otro tipo de instrumento que se encuentre disponible para inversores minoristas. Sería peligroso que los inversores minoristas tomaran una decisión de inversión con base en una calificación de riesgo de Moody's. En caso de duda, usted debe contactar a su asesor financiero u otro asesor profesional.