

**Standard & Poor's International LLC (Sucursal Argentina)**
**Provincia de Mendoza**

Delfina Cavanagh, Buenos Aires, (54) 11-4891-2153, delfina\_cavanagh@sandp.com;  
Sebastián Briozzo, Buenos Aires, (54) 11-4891-2120, sebastian\_briozzo@sandp.com

**Informe de Calificación Inicial**

Las siguientes secciones no se incluyen en este informe por no haber sufrido cambios significativos desde el último informe (30/05/2013):

- Relaciones intergubernamentales.
- Estructura económica y crecimiento.
- Sistemas administrativos.
- Performance y flexibilidad fiscal.
- Políticas y posición financieras.

**Calificación Institucional:**  
raBBB+ en revisión especial con implicancias negativas

**Fecha de Dictamen:**  
3 de Octubre 2013

**Fuentes**

Ver al final del documento

**Nota**

Algunos de los datos incluidos en los cuadros y anexos pueden no sumar dado que se trata de cifras redondeadas. Este informe debe ser leído en conjunto con el respectivo prospecto de la emisión.

**Calificaciones en la escala nacional para Argentina**

Instrumento	Monto Original	Vencimiento	Calificación	Tendencia
Bonos Emitidos por la Provincia*	US\$ 150.400.000	4 de Septiembre de 2018	raBBB+	Revisión especial con implicancias negativas
CLASE 1 emitida bajo el Programa**	US\$94.6 millones	28 de mayo de 2016	raBBB+	Revisión especial con implicancias negativas
CLASE 2 emitida bajo el Programa**	por hasta US\$55 millones	por hasta 3 años	raBBB+	Revisión especial con implicancias negativas
SERIE 1 emitida bajo el Programa***	por US\$42,43 millones	26 de diciembre de 2013	raA-2	Revisión especial con implicancias negativas

\*Autorizado por Ley Provincial N° 7183 del 29 de enero de 2004 y resoluciones complementarias del Ministerio de Hacienda. Según instancias sucesivas de canje posteriores a favor de los tenedores originales que no habian ingresado inicialmente al Proceso de Canje y que las mismas fueron autorizadas por los artículos 91 y 92 de la Ley Provincial N° 7324 (Ley de Presupuesto 2005), artículos 87 y 88 de la Ley Provincial N° 7490 (Ley de Presupuesto 2006); los Decretos 133/05, 2801/05 y resoluciones complementarias del Ministerio de Hacienda, el saldo del monto emitido en la actualidad alcanza los US\$ 117,58 millones.

\*\*Programa de Emisión de Deuda Pública por hasta ARP\$1.263.280.000 (o su equivalente en dólares) autorizado por Ley Provincial N° 8.350 de Presupuesto para el Ejercicio 2013 del 27 de Diciembre de 2012 y por el Decreto Provincial N° 449 del Poder Ejecutivo del 3 de Abril del 2013.

\*\*\*Programa de Emisión de Letras del Tesoro de la Provincia de Mendoza por hasta ARP\$244.000.000 autorizado por Ley Provincial N° 8.530 de Presupuesto para el Ejercicio 2013 del 27 de Diciembre de 2012 y por el Decreto Provincial N° 449 del Poder Ejecutivo del 3 de Abril del 2013.

Significado de la calificación 'raBBB': La calificación 'raBBB' implica una ADECUADA capacidad de hacer frente a compromisos financieros comparadas con la de otras entidades argentinas. Sin embargo, condiciones económicas adversas o un cambio en las circunstancias podrían debilitar la capacidad de la entidad de hacer frente a sus compromisos financieros.

Los símbolos "+" y "-" se utilizan para destacar fortalezas relativas dentro de las categorías de calificación 'raAAA' a 'raB'.

Significado de la calificación 'raBBB': La calificación 'raBBB' implica ADECUADOS parámetros de protección comparados con otras obligaciones argentinas. Sin embargo, condiciones económicas adversas o un cambio en las circunstancias podrían debilitar la capacidad del emisor de hacer frente a sus compromisos financieros.

Los símbolos "+" y "-" se utilizan para destacar fortalezas relativas dentro de las categorías de calificación.

Definición de la calificación 'raA-2': Una obligación de corto plazo calificada 'raA-2' es levemente más susceptible a los efectos adversos de cambios en las circunstancias y condiciones económicas que aquellas con calificación 'raA-1'. La capacidad del emisor de hacer frente a los compromisos financieros de la obligación analizada en relación con otros emisores argentinos es SATISFACTORIA.

## FUNDAMENTOS DE LA CALIFICACIÓN

Standard & Poor's Ratings Services asignó hoy su calificación de largo plazo en escala nacional de 'raBBB+' en revisión especial con implicancias negativas a la clase 2 de títulos de deuda por hasta US\$55 millones a ser emitidos por la Provincia de Mendoza (escala nacional raBBB+/Revisión especial con implicancias negativas/-) bajo el Programa de Emisión de Títulos de Deuda por hasta un valor nominal de \$1.263 millones (o su equivalente en otras monedas). Los títulos de deuda -que serán emitidos en el mercado local-, estarán denominados en dólares estadounidenses pero pagaderos en moneda local al tipo de cambio aplicable y tendrán vencimiento hasta el 2016. Los fondos obtenidos serán utilizados para el pago de amortización de deuda de la provincia.

Mantenemos en revisión especial (CreditWatch) con implicancias negativas todas las calificaciones de la Provincia de Mendoza desde el 10 de Septiembre cuando Standard & Poor's Ratings Services bajo las calificaciones soberanas no solicitadas en escala global de la República Argentina a 'CCC+' de 'B-' y mantuvo la tendencia en negativa y reviso nuestra evaluación de transferencia y convertibilidad de Argentina a 'CCC+' de 'B-'. Evaluaremos el impacto de la baja de calificación del soberano y de la previa baja de nuestra evaluación del marco institucional en el que operan los gobiernos subnacionales en Argentina sobre la Provincia de Mendoza considerando su perfil crediticio en los siguientes tres meses.

Las calificaciones en escala nacional de la Provincia de Mendoza (República de Argentina) reflejan el estrecho vínculo entre el gobierno nacional y los gobiernos subnacionales en Argentina. Además de afrontar desafíos económicos similares, sus importantes vínculos se derivan de las significativas transferencias (tanto por coparticipación como discrecionales) que hace el gobierno central a los gobiernos locales y regionales, y del financiamiento directo o aprobación para la contratación de nueva deuda que les otorga la autoridad central. Asimismo, la débil posición de liquidez de la provincia con flujos líquidos que al 31 de diciembre de 2012 cubrían un bajo 30% del servicio de deuda esperado para 2013 también limitan la calificación de Mendoza. El nivel moderado de deuda de la provincia junto con el bajo servicio de deuda esperado para 2013 son factores positivos para la calificación de Mendoza.

El saldo de la deuda de Mendoza alcanzó ARP6.448 millones a fines de junio de 2013 lo que implicó un pequeño aumento respecto a los ARP5.894 del cierre de 2012. Este nivel de deuda es equivalente al 33% de los ingresos operativos estimados para 2013, mostrando un importante descenso respecto de los niveles observados cuatro años atrás; del 68% a fines del 2009. Esta fuerte disminución en términos relativos se explica por el importante incremento en los ingresos operativos en los últimos años favorecido por el crecimiento económico y principalmente por la elevada inflación imperante en Argentina. Esperamos que el nivel de deuda de Mendoza se incremente –aunque moderadamente– en términos nominales pero continúe disminuyendo en términos relativos. Para el 2013, la provincia ya obtuvo la autorización de la legislatura local para endeudarse por hasta ARP\$1.263 millones. De todos modos, dada nuestra expectativa que los ingresos operativos continúen creciendo a tasas anuales de entre el 25%-30%, esperamos que los niveles de deuda continúen disminuyendo en términos relativos.

El servicio de deuda de la provincia ha venido disminuyendo en los últimos años en gran medida como consecuencia del Programa Federal de Desendeudamiento de las Provincias Argentinas, que fue lanzado por el gobierno federal con el fin de refinanciar la deuda de las provincias. Este plan incluyó un periodo de gracia de intereses y amortización de la mayor parte de la deuda con el gobierno federal hasta diciembre de 2011 e inicialmente se comenzaba a refinanciar en 2012 a una tasa fija de 6%, removiendo el índice CER (Coeficiente de Estabilización de Referencia). Sin embargo en diciembre del 2011, la provincia firmó un nuevo acuerdo de refinanciación de deuda con el gobierno nacional que extiende el plazo de gracia del anterior acuerdo hasta fines del 2013. Debido en gran medida a dicho acuerdo, estimamos que el servicio de deuda de la provincia alcanzara 7,5% del total de los ingresos en 2013, similar al nivel observado en 2012.

La performance fiscal de la provincia de Mendoza es débil y se ha venido deteriorando en los últimos tres años. La elevada inflación en Argentina y la necesidad del gobierno de hacer frente a las presiones por aumentos salariales y a las necesidades sociales, resultó en un deterioro en el resultado fiscal de la provincia en los últimos tres años. Sin embargo, durante el 2012, Mendoza registró un déficit operativo menor al observado en 2011; el déficit operativo alcanzó ARP\$2,8 millones en 2012 menor a los ARP\$130,7 millones de déficit operativo registrado en 2011. Esta mejora se debe en gran medida a los cambios en la estructura tributaria en 2012 (principalmente ingresos brutos) que compensaron el fuerte incremento en los gastos operativos, especialmente en el rubro de personal. Asimismo, la provincia ha realizado importantes esfuerzos en materia de control de la recaudación que han impactado favorablemente en el incremento de la recaudación propia.

Para el 2013, esperamos que el resultado operativo mejore aunque levemente. Nuestra proyección se basa en algunos cambios adicionales en la estructura tributaria de la provincia sumado a los esfuerzos del gobierno actual por mejorar el control de la recaudación y

disminuir los niveles de evasión que creemos que impactaran favorablemente en la recaudación del 2013. Del mismo modo, la provincia está haciendo importantes esfuerzos por contener el gasto operativo, sobre todo el gasto en personal –principal gasto de la provincia.

El resultado después de gastos de capital fue deficitario en ARP\$705 millones, equivalente al 4,6% de los ingresos totales en 2012. Para el 2013 esperamos un déficit similar debido a los planes del gobierno de incrementar la obra pública.

## TENDENCIA

Mantenemos en revisión especial (CreditWatch) con implicancias negativas las calificaciones en escala nacional de 'raBBB+' de la Provincia de Mendoza desde el 10 de Septiembre cuando Standard & Poor's Ratings Services bajo las calificaciones soberanas no solicitadas en escala global de la República Argentina a 'CCC+' de 'B-' y mantuvo la tendencia en negativa y reviso nuestra evaluación de transferencia y convertibilidad de Argentina a 'CCC+' de 'B-'. Evaluaremos el impacto de la baja de calificación del soberano y de la previa baja de nuestra evaluación del marco institucional en el que operan los gobiernos subnacionales en Argentina sobre la Provincia de Mendoza considerando su perfil crediticio en los siguientes tres meses.

De acuerdo a nuestro criterio, las calificaciones de gobiernos subnacionales pudieran estar por encima de las calificaciones del soberano si cumplen con una serie de condiciones y características especiales definidas en nuestro criterio. En las próximas semanas estaremos evaluando si creemos que hay una probabilidad razonable de que la Provincia de Mendoza mantenga características crediticias más fuertes que las del soberano en un escenario de estrés económico y/o político.

Al mismo tiempo, -y dado que las calificaciones de la Provincia ya se encontraban en revisión especial con implicancias negativas desde el 4 de julio luego de bajar nuestra evaluación del marco institucional en el que operan los gobiernos subnacionales en Argentina-, estaremos evaluando como afecta un marco legal y regulatorio menos predecible a los gobiernos locales en Argentina de acuerdo con las características particulares de cada uno.

**ANEXO**

Tabla 1					
--Al 30 de Junio 2013--					
Miles de pesos					
	2013 2Q	2013 p	2012	2011	2010
Ingresos operativos	8.985.550	19.654.370	14.985.000	10.934.170	8.188.460
Gastos operativos	8.581.320	18.853.270	14.987.790	11.064.860	7.782.550
Balance operativo	404.23	801.1	(2,79)	(130,69)	359.91
Balance operativo (% de ingresos operativos)	4,5	4,08	(,02)	(1,2)	4,4
Ingresos de capital	221.360	594.050	370.350	368.260	368.020
Gasto de capital (capex)	376.790	2.361.210	1.072.270	1.474.960	980.98
Balance después de capex	248.8	(966.060)	(704.710)	(1.237.390)	(253.050)
Balance después de capex (% de ingresos totales)	2.7	(4,77)	(4,59)	(10,95)	(2,96)
Deuda repagada	243.660	569.780	407.410	1.000.420	452.540
Balance después del repago de deuda y préstamos	5.14	(1.535.840)	(1.112.120)	(2.237.810)	(705.350)
Balance después del repago de deuda y préstamos (% del total de ingresos)	0,06	(7,6)	(7,2)	(19,8)	(8,2)
Créditos brutos	561.130	1.535.840	1.112.130	2.159.590	4.100
Balance después de Créditos	566.270	0	10	(78.220)	(701.490)
Balance después de créditos (% del total de ingresos)	6,15	0	0	(,69)	(8,2)
Capex (% del total de gastos)	4,21	11,13	6,68	11,76	11,14
Crecimiento de los ingresos operativos (%)	30,36	31,16	37,05	33,53	27,27
Crecimiento del gasto operativo (%)	41,13	25,79	35,45	41,34	25,54
Deuda directa (deuda pendiente al cierre del año)	6.448.240	N.D.	5.894.090	5.242.921	4.503.611
Deuda directa (% de ingresos operativos)*	33	N.D.	39,33	47,95	53,69
Intereses (% de ingresos operativos)	33	N.D.	39,33	47,95	53,69
Servicio de deuda (% de ingresos operativos)	3,82	4,39	4	10,98	7,52
Intereses (% de ingresos operativos)	1,11	1,49	1,28	1,74	1,99
Servicio de deuda (% de total de ingresos)	3,82	4,39	4	10,98	7,52
p--Presupuestado. N.D.--No disponible.					

## MANUALES DE PROCEDIMIENTO DE CALIFICACIÓN – ARGENTINA

- Criterios de Calificación: Provincias y Municipios Entes Públicos o Autárquicos Provinciales o Municipales – Argentina  
<http://www.standardandpoors.com/servlet/BlobServer?blobheadername3=MDT-Type&blobcol=urldata&blobtable=MungoBlobs&blobheadervalue2=inline%3B+filename%3DAR-CalificacionProvinciasMunicipios.pdf&blobheadername2=Content-Disposition&blobheadervalue1=application%2Fpdf&blobkey=id&blobheadername1=content-type&blobwhere=1243975248348&blobheadervalue3=UTF-8>

## FUENTES DE INFORMACIÓN

- Información suministrada por la Provincia de Mendoza durante el proceso de calificación.
- Leyes de Presupuestos del 2010, 2011, 2012 y 2013 disponibles en la página web del Ministerio de Hacienda y Finanzas del Gobierno de Mendoza ([www.hacienda.gov.ar](http://www.hacienda.gov.ar))
- Pactos Fiscales, Acuerdos Nación-Provincias, Ley de Responsabilidad Fiscal y Programa de Financiamiento Ordenado.
- Ejecuciones presupuestarias disponibles en la página web del Ministerio de Hacienda y Finanzas del Gobierno de Mendoza ([www.hacienda.gov.ar](http://www.hacienda.gov.ar)) correspondientes a los ejercicios finalizados el:
  - 31 de diciembre de 2010
  - 31 de diciembre de 2011
  - 31 de diciembre de 2012
  - Al 30 de junio de 2013
- Stock de deuda y servicio de deuda disponible en la página web del Ministerio de Hacienda y Finanzas del Gobierno de Mendoza ([www.hacienda.gov.ar](http://www.hacienda.gov.ar)) al:
  - 31 de diciembre de 2010
  - 31 de diciembre de 2011
  - 31 de diciembre de 2012
  - Al 30 de junio de 2013
- Prospecto de emisión de Títulos de deuda de la provincia de Mendoza, Clase 1 disponible en la página web de Mercado Abierto Electrónico S.A. ([www.mae.com.ar](http://www.mae.com.ar))
- Prospecto de emisión de Letras del Tesoro de la provincia de Mendoza disponible en la página web de Mercado Abierto Electrónico S.A. ([www.mae.com.ar](http://www.mae.com.ar))
- Información publicada en el Ministerio de Hacienda de la provincia de Mendoza ([www.hacienda.gov.ar](http://www.hacienda.gov.ar))
- Información publicada por la Dirección de Estadísticas e Investigaciones Económicas del Ministerio de Agroindustria y Tecnología ([www.deie.mendoza.gov.ar](http://www.deie.mendoza.gov.ar))

**ULTIMO INFORME DE CALIFICACIÓN**

Fecha: 17 de septiembre de 2013

Calificaciones en escala nacional para Argentina		
Tipo de calificación / Instrumento	Calificación	Tendencia
Calificación institucional	raBBB+	Revisión especial con implicancias negativas
Bonos emitidos por la provincia por US\$150 millones con vencimiento el 4 de septiembre de 2018	raBBB+	Revisión especial con implicancias negativas
Clase 1 de Títulos de deuda por US\$94,6 millones con vencimiento el 28 de mayo de 2016	raBBB+	Revisión especial con implicancias negativas
Serie 1 de Letras del Tesoro por US\$42,4 millones con vencimiento el 26 de diciembre de 2013	raA-2	Revisión especial con implicancias negativas

Los Servicios Afines provistos por Standard & Poor's International LLC (Suc Argentina) son publicados en su página web, pudiendo ser accedidos cliqueando en el presente link:

<http://www.standardandpoors.com/ratings/ar-disclosure/es/la/>

*La escala de calificaciones locales para Argentina utiliza los símbolos globales de Standard & Poor's con la adición del prefijo "ra" (República Argentina) y está dirigida al mercado financiero argentino. La misma no incluye el riesgo soberano ni de potenciales controles de cambio; no diferencia entre emisiones de deuda denominadas en pesos o en dólares estadounidenses.*

*Consecuentemente, no es directamente comparable con la escala global de calificaciones de Standard & Poor's.*

*Todas las opiniones expresadas en el presente informe reflejan exactamente nuestra opinión en relación a todos y cada uno de los valores o emisiones cubiertos por aquél. En ningún caso nuestra compensación ha estado, está o estará, directa o indirectamente, relacionada a las opiniones específicamente expresadas en este informe.*

*Los servicios analíticos que provee Standard & Poor's Ratings Services son resultado de actividades realizadas de manera independiente, diseñadas con el fin de conservar la imparcialidad y objetividad de las opiniones de calificación. Los informes y calificaciones de Standard & Poor's son opiniones, no declaraciones de hechos o recomendaciones para comprar, mantener o vender título alguno. Standard & Poor's ha establecido políticas y procedimientos para mantener la confidencialidad de la información no pública recibida durante el proceso de calificación.*

*Las calificaciones e informes se basan en la información recibida del emisor u obtenida por Standard & Poor's de otras fuentes consideradas confiables. Standard & Poor's no realiza "due diligences" y/o tareas de auditoría en relación a cualesquiera de sus calificaciones y, puede, en su caso, utilizar información financiera no auditada. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas o retiradas como resultados de cambios en el contenido o disponibilidad de la información, o sobre la base de cualesquiera otras circunstancias. Todos los derechos reservados por Standard & Poor's International Ratings LLC (Suc. Argentina), Registro CNV N°2, una división de The McGraw-Hill Companies, Inc., Leandro N. Alem 855, Piso 3° (C1001AAD), Buenos Aires, Argentina. Prohibida su reproducción total o parcial.*