

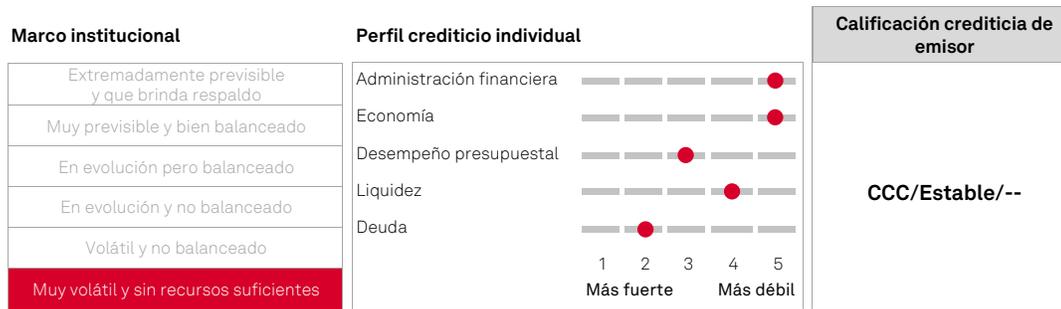
Análisis Detallado

# Provincia de Mendoza

15 de mayo de 2024

Este reporte no constituye una acción de calificación

## Resumen de los factores de calificación



### Contactos analíticos

**Manuel Orozco**  
Sao Paulo  
55 (11) 3039-4819  
manuel.orozco  
@spglobal.com

### Contacto secundario

**Constanza M Perez Aquino**  
Buenos Aires  
54-(11) 4891-2167  
constanza.perez.aquino  
@spglobal.com

### Contacto adicional

**Carolina Caballero**  
Sao Paulo  
55 (11) 3039-9748  
carolina.caballero  
@spglobal.com

## Principales factores de calificación

### Resumen

#### Contexto y supuestos crediticios

Una base del impuesto a la renta nacional más baja y los esfuerzos de consolidación fiscal del gobierno central han llevado a una marcada contracción real de los ingresos fiscales de Mendoza.

Esperamos que Mendoza limite el deterioro fiscal conteniendo el crecimiento del gasto operativo real y con la reducción del gasto de capital (capex).

Los saldos de efectivo acumulados y el acceso al mercado de deuda local deberían permitir a Mendoza cubrir su servicio de deuda durante los próximos 12 meses.

#### Expectativas del escenario base

Las condiciones macroeconómicas en Argentina siguen siendo desafiantes dada la inflación y la recesión persistentemente altas, mientras la administración de Milei intenta reducir el déficit fiscal.

Dados los diversos desafíos macroeconómicos, los resultados operativos del estado deberían deteriorarse, aunque desde un punto de partida saludable. Sin embargo, con un menor gasto de capital y accediendo al margen de financiamiento dentro de su techo de endeudamiento, deberían permitir a Mendoza balancear su presupuesto.

La deuda, como porcentaje de los ingresos operativos, debería seguir disminuyendo en los próximos tres años, principalmente debido a una apreciación real proyectada del peso argentino (ARS).

**El perfil crediticio individual de Mendoza de 'b-' continúa reflejando suficiente liquidez para cubrir sus obligaciones de deuda en los próximos 12 meses.** Esto se debe al sólido desempeño fiscal en 2021-2023. Es probable que los indicadores fiscales empeoren dada una contracción de los ingresos en 2024. Dicho esto, Mendoza mantiene una administración financiera más sólida que otras provincias de Argentina. Esperamos que la Provincia contenga parcialmente el crecimiento real del gasto para limitar el deterioro fiscal. El SACP de Mendoza también captura nuestras proyecciones de una disminución de la deuda como porcentaje de los ingresos operativos. Esperamos que la Provincia recurra a los mercados de deuda locales principalmente para renovar los vencimientos de deuda de 2024-2025.

**Nuestra calificación de largo plazo en escala global de 'CCC' de Mendoza se basa en nuestra opinión de que los gobiernos subnacionales de Argentina no cumplen con los criterios para recibir una calificación por arriba de nuestra evaluación de riesgo de transferencia y convertibilidad (T&C) de Argentina, actualmente en 'CCC'.** Además, los gobiernos locales y regionales (GLR) de Argentina son muy sensibles al riesgo soberano: una inflación de tres dígitos, una contracción del PIB real, un peso volátil y un sinfín de restricciones cambiarias obstaculizan la planificación financiera y la ejecución presupuestaria de los GLR.

**Finalmente, evaluamos el marco institucional en el que operan los GLR argentinos como débil, con un historial de condiciones soberanas estresadas que con frecuencia derivan en cambios en las políticas.** Los ejemplos más recientes incluyen la reducción en la tasa del impuesto a la renta en septiembre de 2023 que ha reducido los ingresos compartidos y ha provocado una disminución de las coparticipaciones, así como una política fiscal más restrictiva del gobierno nacional que resultó en cortes de transferencias no automáticas.

## Tendencia

La tendencia estable de la calificación de Mendoza incorpora una mejora ligera para acceder a moneda extranjera para pagar el servicio de la deuda (acompañado de cierto aumento en las reservas internacionales) y la presión sobre las cuentas fiscales de la Provincia debido a una contracción económica prolongada y una disminución de los ingresos. Esperamos que Mendoza limite el deterioro de su desempeño presupuestal en 2024 manteniendo el gasto bajo control en términos reales. La reciente acumulación de liquidez debería permitir a la Provincia cubrir sus obligaciones de deuda en los próximos 12 meses.

### Escenario negativo

Podríamos bajar las calificaciones de largo plazo de los GLR si el gobierno central restringe aún más el acceso a moneda extranjera, lo que perjudicaría la capacidad de los GLR argentinos para pagar la deuda en moneda extranjera en los próximos seis a 12 meses. También podríamos bajar la calificación de la Provincia si agota sus reservas de efectivo. Probablemente consideraríamos que un canje o la reestructuración de la deuda de la Provincia se realiza en condiciones desventajosas (*distressed*) y equivalen a un incumplimiento, dada nuestra calificación de 'CCC' de Mendoza.

### Escenario positivo

Suponiendo que Mendoza maneje la caída de sus ingresos fiscales, podríamos subir las calificaciones en los próximos 12 meses en un escenario donde sea más fácil el acceso a moneda extranjera, al tiempo que la Provincia continúa accediendo a los mercados de deuda locales. Podríamos tomar acciones de calificación positivas si la nueva administración de Argentina

avanza con su plan de estabilización, lo que probablemente aliviaría las restricciones de financiamiento para los gobiernos centrales y locales. Esto sería un buen augurio para las calificaciones soberanas y de los GLR.

## Fundamentos

En septiembre de 2023, el Congreso de Argentina aprobó un proyecto de ley que reducía la base nacional de impuesto a la renta, lo que a su vez reducía las coparticipaciones, o transferencias automáticas, a las provincias desde el gobierno central. Además, como parte de sus esfuerzos de consolidación fiscal, la administración Milei está recortando las transferencias a las provincias que no son obligatorias constitucionalmente. La caída de las transferencias provinciales no está siendo compensado por el gobierno nacional, y los GLR deben absorberlo y gestionarlo. Finalmente, una contracción del PBI nacional está afectando los ingresos propios de Mendoza. Por ello, proyectamos que sus ingresos fiscales reales caerán este año.

Mendoza planea compensar parcialmente la caída de los ingresos reales limitando el aumento de sus gastos operativos, además de retrasar la ejecución del gasto de capital. Dicho esto, dada la inflación de tres dígitos, la mayoría de las provincias argentinas están revisando los convenios colectivos salariales de los servidores públicos con mayor frecuencia, lo que limita parcialmente su capacidad para asegurar el crecimiento del gasto. Nuestro escenario base espera que el superávit operativo de Mendoza disminuya a 5% de los ingresos operativos en 2024, desde un promedio de 16% en 2022 y 2023. El gasto de capital probablemente disminuiría a alrededor de 7% del gasto total en 2024, lo que se traduciría en un déficit después del gasto de capital de alrededor de 3% de los ingresos totales.

El Congreso de Argentina está discutiendo actualmente un proyecto de ley para aumentar la base del impuesto a la renta personal; en esencia, revertir parcialmente el recorte en 2023. Su aprobación podría aliviar la presión sobre los ingresos fiscales de Mendoza, pero aún no forma parte de nuestro escenario base. Dicho esto, incluso en las condiciones actuales, el efecto de base negativo del recorte del año pasado en las transferencias de coparticipaciones se disipará en el último trimestre de 2024. Esto debería permitir a Mendoza aumentar su superávit operativo justo por encima de 10% de los ingresos operativos en 2025 y 2026.

En nuestra opinión, Mendoza continúa beneficiándose de una gran cantidad de restricciones cambiarias que generan un mercado de deuda cautivo en moneda nacional. La Provincia recaudó US\$77.000 millones en instrumentos vinculados a la inflación en marzo de 2024 para pagar una parte sustancial del servicio de deuda anual de su bono internacional de US\$106 millones. Además, estimamos que la Provincia tiene suficiente liquidez para cubrir sus obligaciones de deuda en los próximos 12 meses, pero es vulnerable a reveses fiscales prolongados.

Esperamos que la mayor parte de la emisión de deuda de la Provincia en 2024-2026 sea para refinanciar vencimientos de deuda. Dada una apreciación real del peso argentino, proyectamos que la deuda de Mendoza disminuirá a 30% en 2026, desde 50% de los ingresos operativos a finales de 2023. A marzo de 2024, el 84% del saldo de deuda estaba denominado en moneda extranjera, lo que hace que los niveles del saldo y servicio de la deuda sean vulnerables a una marcada e inesperada depreciación del peso argentino. Proyectamos que los pagos de intereses de la Provincia se mantendrán por debajo de 5% de los ingresos operativos en 2024-2026.

Con la elección del gobernador Alfredo Cornejo en septiembre de 2023, el Partido Radical gobernará la Provincia por un tercer mandato consecutivo. Bajo sucesivas administraciones del Partido Radical, el equipo de administración financiera se ha mantenido relativamente estable. Ha trabajado para fortalecer las prácticas fiscales y de gestión de la deuda. Esto dicho, la cultura de pago sigue pesando sobre la valoración de la administración financiera provinciales en

## Provincia de Mendoza

Argentina, luego de recientes reestructuraciones de deuda, incluida la de Mendoza. Durante los últimos años, Mendoza ha logrado limitar el crecimiento del gasto por debajo del de los ingresos, ayudando a generar liquidez. La Provincia tiene lineamientos en la política de liquidez que conservan los dólares estadounidenses, que se utilizarán como último recurso para pagar las obligaciones financieras, en caso de que no esté disponible el acceso a los mercados de deuda. Mendoza se apresuró a aprovechar los nuevos lineamientos nacionales que permiten a las provincias emitir instrumentos de deuda vinculados a la inflación.

Evaluamos el marco institucional de los GLR de Argentina como muy volátil y con recursos insuficientes. Esto refleja nuestra percepción de una débil previsibilidad institucional en el sistema intergubernamental del país, que ha estado sujeto a repetidas e inconsistentes modificaciones en sus regulaciones. Esto perjudica la eficacia de la planificación financiera de los GLR y, en consecuencia, su calidad crediticia. El último ejemplo fue la reducción de la base del impuesto a la renta en 2023 y los recortes en las transferencias no automáticas, que han erosionado los ingresos fiscales de los gobiernos locales sin compensación.

La tasa de crecimiento del PBI real de Argentina, que está por debajo de la de sus pares con un nivel similar de desarrollo económico, pesa sobre las expectativas de crecimiento de Mendoza, su capacidad para generar ingresos propios y su calidad crediticia. Esperamos que la economía argentina se contraiga 3,5% en 2024, tras una contracción de 1,6% en 2023. La economía afronta una importante contracción del gasto público, como parte de la estrategia de la administración para equilibrar sus cuentas fiscales en medio de una inflación de tres dígitos. Proyectamos el PBI per cápita de Mendoza en US\$7.420 en 2024, por debajo del PBI per cápita nacional estimado de US\$12.155.

## Provincia de Mendoza Indicadores principales

Millones ARS	2021	2022	2023	2024eb	2025eb	2026eb
Ingresos operativos	255.466	478.709	1.107.534	3.433.788	7.186.036	11.155.043
Gastos operativos	224.035	397.855	934.344	3.261.552	6.437.112	9.802.278
Balance operativo	31.431	80.855	173.189	172.236	748.925	1.352.765
Balance operativo (% de los ingresos operativos)	12,3	16,9	15,6	5,0	10,4	12,1
Ingresos de capital	1.487	1.003	1.851	926	3.471	7.116
Gasto de capital	19.012	53.514	137.720	275.440	619.740	1.092.807
Balance después de gasto de inversión	13.906	28.343	37.320	(102.279)	132.656	267.074
Balance después de gasto de inversión (% de los ingresos totales)	5,4	5,9	3,4	(3,0)	1,9	2,4
Repago de deuda	7.336	15.116	59.409	135.421	338.911	501.166
Endeudamiento bruto	8.939	7.354	11.526	150.000	200.000	170.000
Balance después de endeudamiento	15.509	20.582	(10.563)	(87.700)	(6.255)	(64.092)
Deuda directa (vigente al cierre del año)	118.375	173.744	552.742	1.517.607	2.485.911	3.335.111
Deuda directa (% de los ingresos operativos)	46,3	36,3	49,9	44,2	34,6	29,9
Deuda respaldada por impuestos (vigente al cierre del año)	118.375	173.744	552.742	1.517.607	2.485.911	3.335.111
Deuda respaldada por impuestos (% de los ingresos operativos consolidados)	46,3	36,3	49,9	44,2	34,6	29,9
Intereses (% de ingresos operativos)	3,6	4,5	3,6	3,3	3,1	2,9
PBI per cápita local (US\$)	6.566,0	8.495,0	8.375,3	7.420,2	6.927,5	7.390,9
PBI per cápita local (US\$)	10.594,1	13.616,9	13.729,3	12.154,7	11.336,4	12.079,7

Los datos e índices de la tabla son en parte resultado de los cálculos propios de S&P Global Ratings, obtenidos de fuentes nacionales e internacionales, y reflejan la opinión independiente de S&P Global Ratings sobre la oportunidad, cobertura, precisión, credibilidad y viabilidad de la información disponible. Las fuentes principales son los estados financieros y presupuestos, como los entregó el emisor. eb - El escenario base refleja las expectativas de S&P Global Ratings del escenario más probable. ARS--Peso argentino. US\$--Dólar estadounidense.

## Clasificaciones de los componentes de la calificación

Factores clave de calificación	Evaluación
Marco Institucional	6
Economía	5
Administración Financiera	5
Desempeño presupuestal	3
Liquidez	4
Deuda	2
Perfil crediticio individual	b-
Calificación crediticia de emisor	CCC/Estable

---

S&P Global Ratings basa sus calificaciones de los gobiernos locales y regionales (GLR) en los seis principales factores de calificación de esta tabla. En la "Metodología para calificar gobiernos locales y regionales fuera de Estados Unidos", publicada el 15 de julio de 2019, explicamos los pasos que seguimos para obtener la calificación en moneda extranjera en escala global de cada GLR. El marco institucional se evalúa sobre una escala de seis puntos: La clasificación 1 es la más fuerte y 6 la más débil. Nuestras evaluaciones de la economía, la administración financiera, el desempeño presupuestal, la liquidez y la deuda se basan en una escala de cinco puntos, donde 1 es la clasificación más fuerte y 5 la más débil.

## Estadísticas clave de soberanos

[Indicadores de riesgo soberano](#), 8 de abril de 2024. Versión interactiva disponible en <http://www.spratings.com/sri>.

## Crterios

- [Principios ambientales, sociales y de gobierno corporativo en las calificaciones crediticias](#), 10 de octubre de 2021.
- [Metodología para calificar gobiernos locales y regionales fuera de Estados Unidos](#), 15 de julio de 2019.
- [Calificaciones por arriba del soberano – Calificaciones de empresas y gobiernos: Metodología y Supuestos](#), 19 de noviembre de 2013.
- [Criterios para la asignación de calificaciones 'CCC+', 'CCC', 'CCC-' y 'CC'](#), 1 de octubre de 2012.
- [Principios de las Calificaciones Crediticias](#), 16 de febrero de 2011.

## Artículos Relacionados

- [Lea en tres minutos: Reestructuraciones de deuda de las provincias argentinas se definirán según cada caso](#), 30 de abril de 2024.
- [S&P Global Ratings subió calificaciones de ocho gobiernos locales y regionales en Argentina a 'CCC' por menores riesgos de transferencia y convertibilidad](#), 15 de marzo de 2024.
- [S&P Global Ratings bajó la calificación en moneda local de Argentina a 'SD' por otro canje en condiciones desventajosas; confirmó calificación en moneda extranjera de 'CCC-'](#), 13 de marzo de 2024.
- [Vulnerabilidades de provincias argentinas se mantienen altas tras el incumplimiento de La Rioja](#), 5 de marzo de 2024.

## Detalle de las calificaciones (al 15 de mayo de 2024)\*

### Mendoza (Provincia de)

Calificación crediticia de emisor

Escala Global CCC/Estable/--

Deuda senior no garantizada CCC

### Historial de calificaciones crediticias de emisor

15 de marzo de 2024 CCC/Estable/--

30 de marzo de 2023 CCC-Negativa/--

11 de junio de 2021 CCC+/Estable/--

19 de junio de 2020 SD/--/--

2 de junio de 2020

27 de abril de 2020

20 de agosto de 2019

10 de marzo de 2017 *Escala nacional de Argentina* NC/--/--

5 de febrero de 2016 raBBB-/Estable/--

20 de agosto de 2014 raCCC/Negativa/--

\*A menos que se especifique lo contrario, todas las calificaciones en este reporte corresponden a la escala global de calificaciones. Las calificaciones crediticias de S&P Global Ratings en escala global son comparables entre países. Las calificaciones en escala nacional se refieren a emisores y emisiones dentro de un país específico. Las calificaciones de emisión y deuda podrían incluir deuda garantizada por otra entidad, y la deuda calificada que garantiza una entidad.

Copyright © 2024 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos los derechos reservados.

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

Los análisis crediticios relacionados y otros estudios, incluyendo las calificaciones, y las declaraciones en el Contenido son opiniones a la fecha en que se expresan y no declaraciones de hecho. Las opiniones, análisis y decisiones de reconocimiento de calificaciones (descrito abajo) no son recomendaciones para comprar, mantener o vender ningún instrumento o para tomar decisión de inversión alguna y no se refieren a la conveniencia de ningún instrumento o título-valor. S&P no asume obligación para actualizar el Contenido tras su publicación en cualquier forma o formato. No debe dependerse del Contenido y éste no es sustituto de la capacidad, juicio y experiencia del usuario, de su administración, empleados, asesores y/o clientes al realizar inversiones y tomar otras decisiones de negocio. S&P no actúa como fiduciario o asesor de inversiones excepto donde está registrado como tal. Aunque S&P ha obtenido información de fuentes que considera confiables, no realiza actividad de auditoría ni asume la tarea de revisión o verificación independiente de la información que recibe. Las publicaciones relacionadas con calificaciones pueden publicarse por diversas razones que no dependen necesariamente de una acción por parte de los comités de calificación, incluyendo, pero sin limitarse, a la publicación de una actualización periódica de una calificación crediticia y análisis relacionados.

En la medida en que las autoridades regulatorias permitan a una agencia calificadora reconocer en una jurisdicción una calificación asignada en otra jurisdicción para ciertos propósitos regulatorios, S&P se reserva el derecho de asignar, retirar o suspender tal reconocimiento en cualquier momento y a su sola discreción. Las Partes de S&P no asumen ningún deber u obligación derivado de la asignación, retiro o suspensión de tal reconocimiento así como cualquier responsabilidad respecto de daños en los que presuntamente se incurra como resultado de ello.

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

S&P recibe un honorario por sus servicios de calificación y por sus análisis, normalmente de parte de los emisores de los títulos o por suscriptores de los mismos o por los deudores. S&P se reserva el derecho de disseminar sus opiniones y análisis. Las calificaciones y análisis públicos de S&P están disponibles en sus sitios web, [www.spglobal.com/ratings/es/](http://www.spglobal.com/ratings/es/) (gratuitos) y en [www.ratingsdirect.com](http://www.ratingsdirect.com) (por suscripción) y podrían distribuirse por otros medios, incluyendo las publicaciones de S&P y por redistribuidores externos. Información adicional sobre los honorarios por servicios de calificación está disponible en [www.spglobal.com/usratingsfees](http://www.spglobal.com/usratingsfees).

STANDARD & POOR'S, S&P y RATINGSDIRECT son marcas registradas de Standard & Poor's Financial Services LLC.