

## Provincia de Mendoza

### Informe Integral

#### Calificaciones

##### Emisor

Largo Plazo en escala nacional	BBB(arg)
Corto Plazo en escala nacional	A3(arg)

##### Títulos calificados

TDP Clase II por USD 55,412 millones	A-(arg)
TDP Clase III por USD 69,916 millones	A-(arg)
Bono Proveedores Serie 1 por \$ 1.000 millones	BBB(arg)
Bono Proveedores Serie 2 por \$ 998 millones	BBB(arg)
Títulos de Deuda Pública (TDP) Clase 1 por \$ 5.219 millones	BBB(arg)

#### Perspectiva

Estable para calificaciones de largo plazo.

#### Información Financiera

Provincia de Mendoza	31 Dic 2017P	31 Dic 2016P
Ingresos Operativos (\$mill)	65.697	48.643
Deuda Consolidada (\$mill)	33.134	26.319
Balance Operativo/ Ingresos Operativos (%)	5,7	4,3
Servicio de Deuda/ Ingresos Corrientes (%)	12,0	11,2
Deuda/ Balance Corriente (x)	(110,9)	(24,3)
Balance Operativo/ Intereses Pagados (x)	0,9	0,7
Gasto de Capital/ Gasto Total (%)	6,8	5,3
Balance Presupuestario/ Ingresos Totales (exc. Nueva Deuda) (%)	(6,1)	(6,1)
Balance Corriente/ Gasto de Capital (%)	(5,8)	(37,1)
Gasto Total: incluye amortizaciones de deuda		
Fuente: Provincia de Mendoza		
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)

##### Responsable del Sector

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

#### Factores relevantes de la calificación

**Calidad y flujo de la información:** FIX considera que existen falencias en los procesos de información regular de la Provincia de Mendoza (MZA) y ciertas diferencias respecto a las distintas fuentes de información suministrada, lo que afecta a una gestión fiscal transparente. FIX monitorea la evolución del flujo de la información y la solvencia técnica de la misma. Para el análisis del período 2013-2017, se utilizaron los datos de ejecución presupuestaria del Ministerio de Hacienda y Finanzas.

**Buen desempeño presupuestario:** en 2017 (datos provisorios), el margen operativo fue del 5,7% frente al 4,3% del 2016. FIX entiende que esta mejora interanual se vincula a factores endógenos de MZA que impulsaron los ingresos operativos (+35,1%), mientras los gastos operativos se expandieron un 33,1% con una aceleración del gasto en personal (+28,7%) concentrada en el último trimestre del año. El Presupuesto 2018 estima alcanzar un ahorro operativo del 5,8%. Si bien FIX utiliza supuestos distintos a las pautas macrofiscales, estima que la meta planteada sería alcanzable en base a una contención del gasto operativo y un crecimiento de los ingresos mayor a lo estimado en el presupuesto, por presiones inflacionarias que implicarían mayores ingresos locales y nacionales.

**Moderada inflexibilidad en el gasto:** FIX estima que para el 2018, al igual que las previsiones de MZA, el gasto en personal insumirá el 54,5% de los ingresos operativos presupuestados. Este indicador se encuentra en línea con lo registrado en 2017 (56,2%) y muestra una mejora con relación al 58,9% del 2016 y 65,1% del 2015.

**Moderado nivel de endeudamiento con adecuada capacidad de pago:** el nivel de deuda pública sobre ingresos corrientes se incrementó desde el 33,5% en 2014 al 54,1% en 2016, para luego descender al 50,4% en 2017 (contra un consolidado provincial del 39,3%). FIX estima que en 2018 alcanzaría al 53,5% de los ingresos corrientes y 8,7x (veces) el ahorro operativo, de utilizar todo el endeudamiento autorizado por ley. Según el Presupuesto 2018, el stock de deuda sobre ahorro operativo sería de 9,5x (veces). A partir del 2016, se observa una mejora en la capacidad de pago gracias a una sensible suba del ahorro operativo de los últimos dos ejercicios y FIX espera para el 2018 una continuidad en la mejora de estos indicadores.

**Composición de la deuda:** la deuda de MZA se concentraba al 31/12/2017 en un 44,1% en moneda extranjera; siendo moderada su exposición al riesgo cambiario desde el 52,3% en 2016. Esta comenzó a reducirse luego de la emisión de \$ 5.218 millones en junio del 2017. FIX entiende que podría registrar una reducción hasta un 40% al cierre de 2018, dado que la estrategia de MZA consiste en acceder a financiamiento en moneda local en el presente ejercicio.

**Razonable situación de liquidez:** a fines de 2016, el stock de disponibilidades era de \$ 6.494 millones, monto que se redujo hasta \$ 4.278 millones en 2017. La emisión de \$ 5.218 millones en junio del 2017 reforzó la situación de liquidez, contando al cierre del año con disponibilidades suficientes para cumplir 1,4x con la deuda flotante. Adicionalmente, el convenio de Asistencia Financiera firmado con el Fondo Fiduciario de Desarrollo Provincial por \$ 3.000 millones permitiría afrontar el 100% de los servicios de deuda del año.

**Autonomía fiscal superior a la media provincial:** MZA cuenta con una alta participación de los ingresos propios en el total de los ingresos operativos (49,5% en el 2017 contra 44,3% del consolidado provincial), dada por la creciente dinámica del impuesto sobre los Ingresos Brutos y las regalías de hidrocarburos.

## Sensibilidad de las calificaciones

**Transparencia y consistencia de la Información:** una mejora en las prácticas administrativas y el manejo de la transparencia y presentación de la información presupuestaria, podría implicar una revisión de las calificaciones a la suba en el corto/mediano plazo.

**Disciplina fiscal y financiamiento de largo plazo:** de sostener márgenes operativos robustos y estables, y extender su perfil de vencimiento de la deuda, podrían implicar una revisión de las calificaciones a la suba en el mediano plazo.

### Resumen: fortalezas y debilidades

	Marco Institucional	Deuda y Liquidez	Desempeño Presupuestal	Gestión y Administración	Economía
Estatus	Neutral	Neutral	Neutral	Neutral	Neutral
Tendencia	Estable	Estable	Positiva	Estable	Estable

Fuente: FIX

#### Fortalezas:

- Autonomía fiscal superior a la media.
- Mejora en el desempeño presupuestario en los últimos dos ejercicios, aunque en promedio histórico débiles y volátiles.
- Potencial económico basado en una economía ampliamente diversificada y recursos parcialmente relacionados al dólar, provenientes de la actividad hidrocarburífera.
- Razonable posición de liquidez con notables mejoras en los últimos dos años.
- Mejoras en la capacidad de pago con mejor perfil de vencimientos de deuda, y una composición de la deuda en moneda extranjera decreciente.

#### Crterios Relacionados

Metodología de Calificación Finanzas Públicas registrada ante la Comisión Nacional de Valores

#### Debilidades:

- Falencias en los procesos de información regular de la Provincia.
- Moderado nivel de endeudamiento en término del presupuesto provincial.
- Presiones inflacionarias y salariales en el gasto.
- Necesidades de infraestructura que pueden impactar en deuda adicional.

## Marco institucional

### Contexto nacional

La Argentina adopta un sistema democrático, representativo, republicano federal, por lo cual las provincias cuentan con autonomía política y económica. Sin embargo, 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 fue delineando un escenario de 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 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.

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 parte en el Acuerdo Nación-Provincias del 23 de mayo de 2016 y en 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.

El 16 de noviembre de 2017 las provincias argentinas firmaron un Consenso Fiscal con la Nación donde se acuerdan los lineamientos principales para armonizar las estructuras tributarias de las distintas jurisdicciones, eliminar distorsiones históricas en la redistribución de recursos, con una correspondiente compensación de ingresos, adoptar medidas para el saneamiento de las cuentas fiscales con la aprobación de una nueva Ley de Responsabilidad Fiscal y avanzar en la sanción de una nueva Ley de Coparticipación. Este Consenso fue ratificado por el Congreso Nacional y por la mayoría de las legislaturas provinciales.

### **Provincia de Mendoza**

De acuerdo a la Constitución Provincial, 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 4 años sin la posibilidad de reelección inmediata por un período adicional; luego deberá esperar un mandato completo para poder postularse nuevamente. El gobernador designa a los ministros y secretarios de gobierno. El actual gobernador fue elegido el 21 de junio de 2015 con el 46,3% del total de los votantes por el frente Cambia Mendoza.

El Poder Legislativo provincial está compuesto por dos cuerpos, la Cámara de Senadores, compuesto por 38 miembros y la Cámara de Diputados, integrado por 48 miembros. Los integrantes de ambas cámaras se eligen por voto popular por un período de 4 años. Pueden ser reelegidos inmediatamente por un período adicional. Actualmente, el frente Cambia Mendoza retiene 21 bancas en el Senado sobre un total de 38, y 25 en Diputados, sobre un total de 48.

Por su parte el Poder Judicial está compuesto por tribunales de primera instancia, cámaras de apelaciones y la Corte Suprema Provincial de Justicia, que tienen competencia en cuestiones civiles, comerciales, administrativas, laborales, de familia y penales dentro del territorio de la Provincia.

La Constitución Provincial establece la existencia de las siguientes reparticiones provinciales: Consejo de la Magistratura, Contaduría General de la Provincia, Tribunal de Cuentas, Tesorería General y Fiscalía de Estado.

A su vez, la Provincia está subdividida en 18 municipios, cuyas autoridades (Intendente y Consejo Deliberante) son elegidas por voto popular y tienen como principales responsabilidades la provisión de servicios locales básicos: alumbrado público, limpieza, pavimentación, entre otros. Los municipios participan de un esquema de redistribución de los recursos provinciales y nacionales con la provincia. El porcentaje que la Provincia transfiere a cada municipio se basa en distintos criterios, tales como la población del municipio, el nivel de desarrollo económico, la cantidad de vehículos registrados y la producción petrolera, con sujeción a un monto mínimo de transferencia sobre la base de la población de cada municipio. La Legislatura de la Provincia determina el porcentaje general de fondos transferidos por la Provincia a los municipios y la porción de esos fondos asignada por la Provincia a cada municipio. Asimismo, la Legislatura de la Provincia puede modificar el porcentaje y la porción de los fondos asignados a cada municipio. La distribución primaria del Régimen se rige por la Ley N° 8.127 sancionada en 2010, que

establece que la Provincia participará a los Municipios del 18,8% del producido del Régimen de Coparticipación Federal de Impuestos, Impuestos sobre los Ingresos Brutos, Sellos e Inmobiliario, del 70% de la recaudación del Impuesto sobre los Automotores y del 12% de las regalías petrolíferas, gasíferas y uraníferas.

El Consenso Fiscal firmado en noviembre de 2017 y convertido en Ley provincial el 16/02/2018 (Ley N° 9045), estipula la eliminación de los recursos provenientes del excedente del Fondo del Conurbano Bonaerense y de los de los recursos percibidos por el Impuesto al Cheque, aunque estas partidas son compensadas por la derogación del artículo 104 de la Ley de Impuesto a las Ganancias y la compensación adicional por el diferencial (Ley 27.429 Punto II.a). Se entiende que estos cambios tendrán un impacto fiscal neutro por el lado de los ingresos nacionales recibidos; sin embargo, FIX monitoreará el impacto de todas las medidas como su instrumentación sobre las cuentas públicas.

## Deuda y liquidez

### Deuda

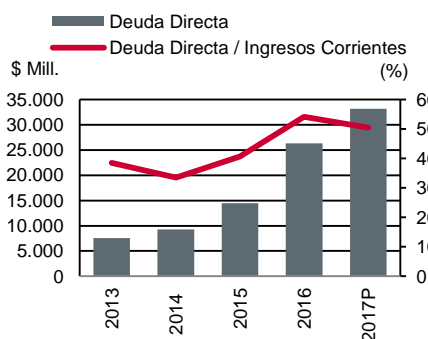
A diciembre de 2017, la deuda directa ascendió a \$ 33.134 millones, un 25,9% (o \$ 6.815 millones) superior a la registrada para fin del año 2016. Este significativo aumento se explicó por: (i) una nueva deuda en el mercado local de capitales por \$ 5.218 millones, (ii) efecto por tipo de cambio, ya que el 44% de la deuda está nominada en moneda extranjera, y (iii) incremento de la deuda con Anses por \$785 millones.

MZA recibió en 2017 el préstamo de libre disponibilidad con la ANSES (Fondo de Garantía de Sustentabilidad) por un monto de pesos \$ 785,7 millones, fruto de lo establecido en el art. 3 del “Acuerdo Nación-Provincias” celebrado entre el Estado Nacional y los gobiernos provinciales, que fuera aprobado por Ley 5603. Debido a este acuerdo, MZA recibió en 2017 un 3% adicional de la masa coparticipable (y ya acumuló un 6% de incremento desde 2015), y con este crédito accedió a un 3% adicional. Se prevé su devolución en un solo pago al cuarto año (2021). Devengará la tasa de interés Badlar menos el subsidio del Estado Nacional para que la tasa resultante neta alcance el 15% en 2018 y 2019, estableciéndose pagos semestrales de interés. Estos fondos fueron transferidos parcialmente a los Municipios de acuerdo a la ley de Coparticipación Provincial, con destino específico a obras de infraestructura, y serán amortizados vía retención de la coparticipación por parte de la Provincia. Adicionalmente, al 31/03/2018 ya recibió el crédito correspondiente a este año (3% adicional), por \$ 931,9 millones.

En junio del 2017, MZA emitió los TDP Clase 1 por hasta \$ 5.218 millones a 48 meses que permitieron cubrir erogaciones de capital, y mejoraron el perfil de vencimientos y composición de la deuda. De acuerdo a la Ley 8.930 (artículo 39), la Provincia utilizó los fondos de la emisión de los Títulos de Deuda para el pago de la totalidad de los servicios de deudas del ejercicio 2017 mejorando así el perfil de vencimientos de deuda de la Provincia, cuya vida promedio al 31/12/2017 ascendía a 6,0 años (desde 5,9 al cierre de 2016). Asimismo, parte de los fondos son utilizados para financiar ciertos proyectos de infraestructura (plan estratégico de obras y mejoramiento operativo de agua potable y saneamiento, mejoramiento de infraestructura escolar básica, Sistema de Acueductos Ganaderos en la región sur de la Provincia, etc).

La deuda de MZA a 2017 se concentra en un 44,1% en moneda extranjera; siendo moderada la exposición al riesgo cambiario. Esta exposición comenzó a incrementarse durante 2016 cuando alcanzó el 52,3%, ya que a diciembre de 2015 registraba un nivel del 40,9%. Estos cambios en la composición fueron consecuencia de la emisión por USD 500 millones que realizó la provincia durante 2016 (con vencimientos parciales de capital en 2022 / 2023 / 2024), y luego la emisión por \$ 5.218 millones en 2017 (con vencimiento de capital bullet en 2021). A su vez, al 31/12/2017, de los \$14.609 millones de deuda en moneda extranjera, el 71,1% de la deuda estaba pactada

**Gráfico 1: Deuda Directa de Mendoza**



Fuente: Provincia de Mendoza  
 P - Provisorio



con tenedores de títulos locales e internacionales, el 28,2% con organismos internacionales y el 0,7% con el BICE.

Otro riesgo adicional relacionado a la composición de la deuda es la parte de esta pactada a tasas de interés variables, que alcanzó al 53,6% desde un 45,5% al cierre de 2016. Este incremento se produjo debido a la emisión de \$ 5.218 millones durante 2017 a tasa Badlar + 4,375%, que acrecentó la exposición de la provincia a un alza de tasas.

FIX opina que MZA, presenta un nivel moderado de apalancamiento medido como la deuda sobre ingresos corrientes y con una tendencia estable, ya que registró un 54,1% al cierre de 2016 contra un 50,4% en 2017, y FIX estima que alcanzaría al 53,5% al cierre de 2018 (de utilizar todo el endeudamiento autorizado por ley). Estimaciones informales registran un stock de deuda sobre el PBG provincial del 12,5% en 2017 contra un 11,2% para el año 2016 y del 8% en 2015. No obstante se encuentra por debajo del nivel histórico de la Provincia que es de un 14%. FIX monitoreará estos indicadores de solvencia debido a las necesidades de MZA de recurrir al mercado de capitales para financiar obras de infraestructura y refinanciar vencimientos.

El perfil de deuda de MZA al 31/12/2017, es de corto-mediano plazo con necesidad de una constante refinanciación de los vencimientos. En el año 2016 la Provincia obtuvo financiamiento en el mercado internacional, y en el año 2017 en el mercado local, pero persiste la necesidad de extender los plazos. El 34,4% de los vencimientos se concentra en el período 2018-2020, y registra niveles de servicios de deuda sobre ahorro operativo presupuestado para 2018 del 171,7%, o un stock de deuda proyectado sobre ahorro operativo presupuestado de 9,5x (veces).

El peso de los intereses sobre los ingresos corrientes fue en 2015 del 2,9%, año a partir del cual se incrementó sensiblemente al 6,5% en 2016 y 6,1% en 2017, pero se reduciría al 5,4% en 2018 de acuerdo al presupuesto provincial.

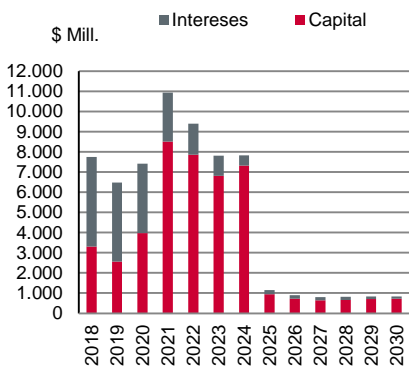
En el 2018 Mendoza afronta vencimientos de capital por \$3.314 millones (considerando un tipo de cambio promedio de \$ 21,23) y la mayor concentración de estos vencimientos es con tenedores de títulos públicos (59,6%), con el Gobierno Nacional (22,8%), organismos internacionales de crédito (11,9%) y bancos (5,7%). La proporción cambia sensiblemente en 2019, año en el cual de los \$2.570 millones de vencimientos de capital, el 0% es con tenedores de títulos públicos, 41,8% con el Gobierno Nacional, 42,3% con el Banco Nación y 15,8% con organismos internacionales de crédito y bancos (exceptuando al Nación).

Una mejora en el perfil de deuda permitiría reducir el riesgo de refinanciación. En el gráfico 2 se expone el perfil de vencimiento de la deuda vigente al 31/12/2017 de la Provincia, del cual se desprende una presión de los vencimientos en los próximos años.

La Provincia planea realizar emisiones en el mercado local en el 2018 por hasta \$ 6.000 millones, donde parte de lo emitido será destinado a la cancelación de obligaciones que permitan mejorar el perfil de vencimientos y al financiamiento de gasto de capital. La estrategia de la Provincia es refinanciar los acreedores “amigables” (27,5% de las amortizaciones en 2018 y 84% en 2019), que ofrecen mejores condiciones, y se cancelarían vencimientos en títulos y en moneda extranjera para mejorar las condiciones de solvencia y sostenibilidad de la deuda. Estas variables serán monitoreadas en la medida que las condiciones de deuda se mantengan en el corto-mediano plazo y determinen una continua necesidad de refinanciamiento de los vencimientos.

Adicionalmente MZA suscribió el 17/11/2017 el Convenio de Asistencia Financiera con el Fondo Fiduciario para el Desarrollo Provincial (FFDP), por el cual recibirá durante el transcurso de 2018 el equivalente a \$ 3.000 millones. Los pagos de amortización son mensuales con 12 meses de gracia y el interés mensual a tasa Badlar. En enero de 2018 MZA ya recibió el primer desembolso por \$ 1.000 millones. Este financiamiento se destinará a cubrir erogaciones de capital para mejorar la prestación de servicios públicos básicos. Si bien los desembolsos por

**Gráfico 2: Cronograma de Deuda**



Fuente: Provincia de Mendoza

\$ 3.000 millones se realizan en 2018, este uso del crédito se sustenta en la autorización presupuestaria 2017 (Ley 8.930). FIX considera este endeudamiento en el stock de deuda proyectada al cierre de 2018.

Finalmente, la Provincia no tiene entregados avales ni garantías a organismos descentralizados ni empresas públicas. El crédito con el Credit Suisse tenía garantías en regalías, y este fue cancelado totalmente al 31/12/2017.

Por otro lado, sólo los títulos Clase II y III tienen garantía fiduciaria de coparticipación federal y FIX considera que durante 2018 el 2,1% de estos ingresos provinciales estarán comprometidos a la amortización de estos títulos.

### **Liquidez**

La posición de liquidez de MZA es razonable a diciembre de 2017, evidenciando una tendencia estable y mostró una mejora sustancial respecto a los niveles ajustados de años previos. Las autoridades provinciales han informado a FIX que las disponibilidades sin afectación alcanzaron al 31/12/2017 los \$ 4.278 millones, representando un 6,4% de los ingresos totales. Si bien muestra cierto deterioro desde el 13,1% al cierre de 2017, se encuentra muy por encima del promedio del período 2013-2015 (1,1%).

La deuda flotante se redujo sustancialmente en 2016 respecto a fines de 2015. En 2016 finalizó en 1.381 millones contra \$6.440 millones en 2015 debido a que MZA realizó un proceso de consolidación en deuda pública. No obstante en 2017 registró un leve crecimiento hasta los \$3.051 millones. En términos relativos la deuda flotante significó el 4,6% de los ingresos operativos, contra 2,8% en 2016.

Uno de los mecanismos que cuenta la Provincia para cubrir déficits transitorios del tesoro provincial es la utilización del Fondo Unificado de Cuentas Oficiales (FUCO), que le permite hacer uso de parte de las disponibilidades transitorias de caja sin costo financiero. La Provincia se encuentra autorizada a utilizar las existencias de caja de todas las jurisdicciones y entidades del sector público provincial no financiero hasta un 100%, y según lo informado por las autoridades provinciales en promedio su utilización ronda el 90%.

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, MZA solicitó en enero y febrero de 2016 estos adelantos y al finalizar el año no fueron retenidos por Nación y como resultado se consolidó como deuda pública provincial con el Gobierno Nacional y se implementó un mecanismo de devolución. La amortización de capital se realiza en 12 cuotas trimestrales, el primer vencimiento operó el 29 de diciembre de 2017 y los intereses son pagaderos en forma trimestral desde el 31 de marzo de 2017. La tasa de interés aplicable es BADLAR para Bancos Privados correspondiente al quinto día hábil anterior al inicio del período de intereses más 200 puntos básicos.

Por último, MZA cuenta con otra fuente de financiación para déficits estacionales de caja a través de la emisión de Letras de Tesoro de corto plazo a cancelarse en general dentro del ejercicio fiscal. En el ejercicio 2016, la Provincia tenía autorizado un Programa de Letras del Tesoro por hasta \$ 1.200 millones, del cual quedaron remanentes para el 2017 un saldo de \$183 millones. Las Letras fueron utilizadas durante 2016 para saldar deuda flotante con proveedores cuyas acreencias eran menores a \$1 millón. Adicionalmente durante 2017 la Provincia tenía autorización para utilizar un Programa Letras del Tesoro por hasta \$1.800 millones pero no ha acudido a este mecanismo de financiamiento.

## Contingencias

MZA posee el 90% del paquete accionario de Empresa Mendocina de Energía S.A. (Emesa), el 39% del capital accionario de Energía Mendocina (Edemsa) y el 90% de Aguas y Saneamiento Mendoza (AySAM). Estas empresas han tenido resultados volátiles: Emesa ganó \$107.8 millones en 2014, Edemsa perdió \$104.8 millones y AySAM tuvo un resultado negativo por \$210.6 millones. La Provincia no garantiza ninguna de las deudas de estas empresas.

MZA transfirió la caja de jubilaciones y pensiones a la Nación, por lo cual no debe cubrir ningún déficit proveniente de la seguridad social.

La Provincia mantenía litigios cruzados con Nación reclamando el acumulado por el 15% de la masa coparticipable retenido para financiar a la ANSES por el período 20010-2015. Si bien el reclamo era por el período 2006-2015, se estimaba el monto judicializado sólo desde 2010 debido a la prescripción de los saldos superiores a los 5 años. Esta contingencia positiva ascendía a \$3.000 millones más intereses, que se sumaban a \$1.900 millones más intereses correspondientes a la detracción del 1,9% de AFIP. Las autoridades provinciales han informado que como resultado del Consenso Fiscal firmado en noviembre de 2017, han desistido de estos reclamos judiciales. A cambio, MZA recibiría \$4.800 millones de títulos públicos nacionales intransferibles depositados en el BCRA, que le redituarian servicios de capital e intereses mensuales desde agosto de 2018 y por el transcurso de 10 años.

Adicionalmente, en marzo de 2017 un tenedor de Bonos 2007 por un valor nominal de US\$ 7,05 millones inició un reclamo en contra de la Provincia ante los tribunales Federales del Distrito Sur de Nueva York. El actor solicitó el pago de capital e intereses y que se le prohíba a la Provincia pagar los Bonos 2024 y otros bonos que la Provincia haya emitido o emita en el futuro mientras no se le pague su reclamo bajo la cláusula de trato igualitario de los Bonos 2007. La Provincia considera que el reclamo no tiene mérito alguno y presentó un pedido de desistimiento de la acción. El reclamo representa sólo un 0,4% de la deuda total al 31/12/2017. Recientemente, la Corte Federal de Apelaciones del Segundo Circuito de Nueva York se abstuvo de fallar y envió a la Corte de Apelaciones de Nueva York el caso, que deberá fallar sobre el eventual pago.

## Desempeño presupuestario

El sector de la administración pública no financiera de MZA consiste en la administración central, los organismos descentralizados, cuentas especiales, ATM (Administración Tributaria de Mendoza) y ETM (Ente Turismo de Mendoza). Se analizaron los ejercicios fiscales cerrados de 2013 a 2015 además de los datos provisorios al cierre de 2016, 2017 y Presupuesto 2018.

### Ingresos operativos

MZA se caracteriza por una moderada autonomía fiscal, pero superior a la media, con una participación de los ingresos propios en el total de los ingresos operativos de 49,3% en el 2016 y 49,5% en 2017, considerado elevado frente al consolidado nacional (44,2% en 2017). La dinámica de los ingresos propios se explica en el tributo provincial sobre Ingresos Brutos y en los ingresos por regalías de hidrocarburos, que gravan la producción de gas y petróleo. FIX estima que esta autonomía finalizará en 2018 en niveles levemente inferiores al 2017 debido a: i) la rebaja parcial de alícuotas a los IIBB (LEY N° 9.022) y, ii) al incremento de los recursos de origen nacional impulsados por la devolución parcial del 3% que se detraía de la masa coparticipable para el financiamiento de Anses, 1,9% de detracción para el financiamiento de AFIP, y presiones inflacionarias que impactarían en mayores recursos de origen nacional (IVA).

En forma interanual los ingresos tributarios locales crecieron en el 2017 el 33,9% (impulsados por inflación y crecimiento de la actividad económica, pese a la rebaja de alícuotas de IIBB) y los no tributarios al 39% (pese a la caída en 1,8% en los ingresos por regalías). La dinámica de las regalías se vieron afectadas negativamente por la relativa estabilidad del tipo de cambio en 2017 y menores valores en los precios de los hidrocarburos. Por el contrario, los ingresos provenientes de Nación crecieron al 35,2% interanual. La Provincia recibe transferencias de origen federal, principalmente por la coparticipación de impuestos: en el 2017 la coparticipación federal representó el 46,3% de los ingresos operativos y si se le adicionan las transferencias corrientes se eleva a un 50,5% (contra un 49,3% y 56,9% del consolidado provincial).

De acuerdo al Presupuesto 2018 de la Provincia, se estima que los ingresos operativos para 2018 aumenten un 18,0% en términos nominales. Esta mejora se fundamenta principalmente en los supuestos macrofiscales asumidos en la elaboración del presupuesto: i) evolución de los precios (15,7%), ii) nivel de actividad (3%) y iii) la evolución del tipo de cambio (\$19,30 promedio). De acuerdo a las estimaciones provinciales, la mejora será impulsada más por los recursos de origen nacional (+21,4%) que los propios de la Provincia, que estiman subirían al 14,6% interanual.

No obstante, FIX, en base a proyecciones distintas a los supuestos macrofiscales (inflación en un 20%, crecimiento económico al 2%, un tipo de cambio promedio 20% superior al asumido en el presupuesto, y rebajas a las alícuotas a los IIBB no contempladas en la elaboración del Presupuesto), entiende que los ingresos operativos crecerían al 21,5%, impulsados por los recursos de origen nacional (+24,8%) y en menor medida por los tributarios de origen provincial (19,9%) y no tributarios locales (+14%).

Esta divergencia de velocidades de incremento entre los tributarios de origen nacional y provincial se sustenta en los planes de la Provincia de avanzar en un programa de baja gradual de la presión impositiva. Las rebajas se concentrarán fundamentalmente en la reducción de las alícuotas de Ingresos Brutos para impulsar la actividad económica local. El objetivo a largo plazo de la Provincia es reducir la actual presión impositiva del 7% sobre el Producto Bruto Geográfico (PBG) al 3,5%.

Esta decisión política provincial se suma al Consenso Fiscal con la Nación donde se acordaron los lineamientos principales para armonizar las estructuras tributarias de las distintas jurisdicciones. En este sentido Mendoza ha sido de las escasas provincias que ha avanzado en

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

	2017P	2016P
- Ingresos Brutos	16.662	12.926
- Inmobiliario	918	667
- Sellos	2.949	1.874
<b>Tributarios provinciales</b>	<b>22.336</b>	<b>16.682</b>
<b>Regalías</b>	<b>3.299,3</b>	<b>3.360,3</b>
<b>Tasas, Derechos y otros</b>	<b>6.880,3</b>	<b>3.951,6</b>
<b>Tributarios nacionales</b>	<b>30.408</b>	<b>22.497</b>
<b>Transferencias corrientes</b>	<b>2.773</b>	<b>2.152</b>
<b>Total ingresos operativos<sup>a</sup></b>	<b>65.697</b>	<b>48.643</b>

<sup>a</sup> - no incluye ingresos por rentas de la propiedad cobrados). Fuente: Provincia de Mendoza.  
P - Provisorio



una reducción efectiva de las alícuotas provinciales a los IIBB, aun encontrándose en muchas líneas de actividad por debajo del techo acordado en el Consenso.

Al primer trimestre de 2018, FIX observa que los ingresos operativos crecieron un 23,9% interanual, impulsados por los recursos de coparticipación federal (+33,8%), los tributarios locales (+26,7%) y los no tributarios (+13%, aunque con un sensible incremento en los ingresos provenientes por regalías del 36,6% producto de un mayor tipo de cambio y mejoras en los precios).

### Gastos operativos

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

	2017P	2016P
- Personal	36.894	28.674
- Bs y Ss no personales	7.821	5.572
-Transferencias corrientes	17.259	12.307
<b>Total gastos operativos<sup>a</sup></b>	<b>61.974</b>	<b>46.553</b>

<sup>a</sup> - no incluye intereses pagados. Fuentes: Pro Mendoza

P - Provisorio

Al igual que en todas las provincias argentinas, MZA cuenta con una limitada flexibilidad presupuestaria por el lado del gasto, aunque la presión del gasto operativo sobre las cuentas provinciales ha ido decreciendo en los últimos 2 años consecuencia de la contención de las presiones salariales. Con datos provisorios de 2017, el gasto operativo absorbió el 94,3% de los ingresos operativos. Este indicador, si bien resulta elevado (e incluso mayor al 93% del consolidado provincial), muestra una mejora respecto a 2016 (95,7%) y 2015 (104%). De acuerdo al Presupuesto 2018, la inflexibilidad presupuestaria se estima se estabilizaría en el 94,2%, y FIX coincide en esta proyección.

En el 2017 se observó una aceleración del crecimiento del gasto operativo, con un aumento del 33,1% respecto a 2016 (con una inflación del 24,8%), fruto de una contención real significativa que realizó MZA en 2016 (cuando incrementó el gasto operativo 24,7% contra una inflación aproximada del 40%). El aumento de 2017 se explicó principalmente por el crecimiento de las transferencias corrientes a municipalidades (+34,9%) y al sector privado (+33,4%) y por el gasto de personal (28,7%). Este último, si bien exhibía un crecimiento del 24,7% interanual al tercer trimestre del año, se incrementó significativamente al 28,7% al cierre del año, debido al pago extraordinario a docentes (denominado "bono por Desfasaje Inflacionario del año 2017"), que si bien fue pagado en enero 2018 fue devengado a diciembre de 2017.

La evolución de los gastos operativos (+33,1%), fue acompañada por la dinámica de los ingresos operativos (+35,1%); lo que permitió el sostenimiento y fortalecimiento de los márgenes operativos positivos (ver Gráfico 3).

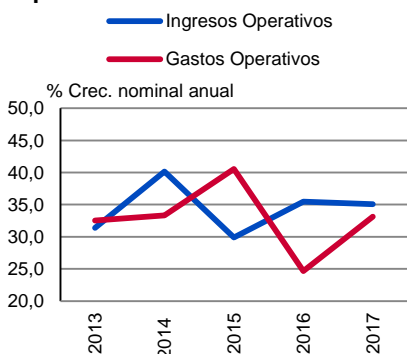
En el 2017 el gasto en personal insumió el 56,2% de los ingresos operativos, lo que implicó una reducción respecto al 58,9% que registró en 2016 y el 65,1% en 2015. Esta caída fue producto de medidas implementadas desde la Poder Ejecutivo Provincial que congeló la planta de personal, estableció un programa de retiros voluntarios y baja de contratos de locación. Para 2018 se proyecta una continuidad en la senda de la reducción del peso del gasto de personal, que de acuerdo al presupuesto consumirá el 54,5% de los ingresos operativos. Esta reducción se sustenta en el cierre por el Decreto N° 255, que fija las paritarias anuales para 2018 en el 15,7% en cuotas. Este incremento implicaría un crecimiento del costo salarial del 14,5% en comparación con 2017. FIX estima que el gasto salarial puede ser mayor al presupuestado, en el orden del 18,3% superior al de 2017, debido a proyecciones de inflación más elevadas a las macrofiscales contempladas para la elaboración del Presupuesto 2018.

FIX monitoreará no sólo la evolución de los ingresos sino también la conducta fiscal en materia del gasto a fin de evaluar la evolución del desempeño operativo.

### Ahorro operativo e inversión pública

En el período 2013-2017, MZA registró márgenes operativos (balance operativo sobre ingresos operativos) muy volátiles y en promedio débiles. En 2016 y 2017 se observa una mejora en el desempeño operativo alcanzando el 4,3% y 5,7% respectivamente, frente a -4,0% en 2015. El

**Gráfico 3: Ingresos y Gastos Operativos**

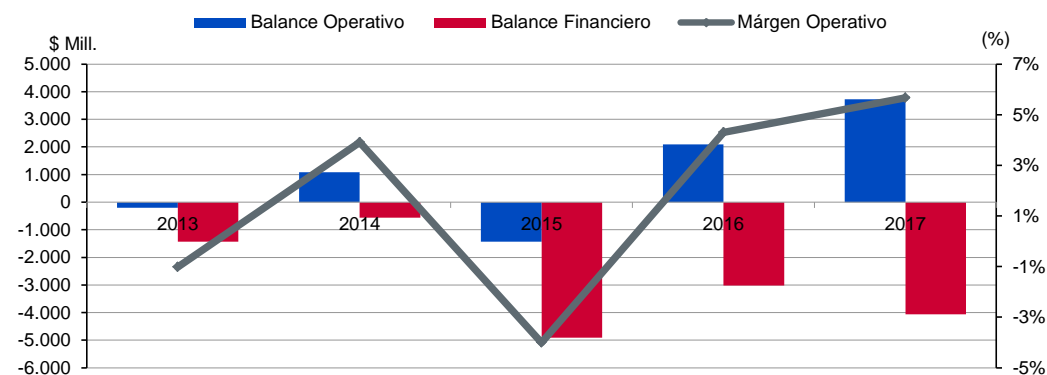


Fuente: Provincia de Mendoza

Presupuesto 2018 estima que se mantendrá el margen operativo positivo (5,8%). FIX, si bien estima un escenario similar, utiliza supuestos distintos a las pautas macrofiscales.

FIX entiende que la mejora y consolidación de un desempeño operativo-financiero más robusto dependerá de la evolución de ciertas variables exógenas y endógenas que impactan en los ingresos pero también del control del gasto. FIX al someter las proyecciones provinciales a un escenario de estrés cambiario, inflacionario y de nivel de actividad, concluye que el desempeño operativo podría ser incluso mayor al presupuestado, de mediar la contención del gasto salarial pretendida por el Ejecutivo Provincial.

**Gráfico 4: Desempeño Presupuestario**



Fuente: Provincia de Mendoza

Debe destacarse que parte de los ingresos de coparticipación se encuentran afectados en garantía para el pago de deuda provincial por lo que en caso de no fortalecer la Provincia la generación de los balances operativos, será necesario seguir recurriendo a un mayor endeudamiento.

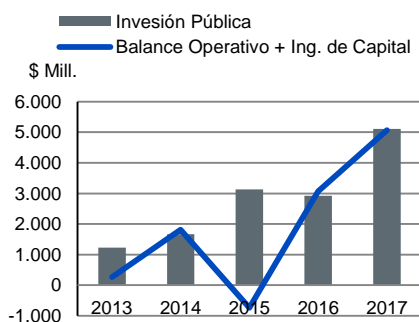
A su vez, los balances operativos débiles, condicionan a que las inversiones de infraestructura necesarias en la Provincia estén condicionadas en gran medida a las transferencias de capital de parte del Gobierno Nacional o a la búsqueda de fuentes de financiamiento alternativo (ver Gráfico 5). Desde el 2013, los balances operativos sumados a los ingresos de capital no permitieron financiar al 100% los gastos de capital por lo cual se generaron sucesivos déficits financieros, financiados principalmente con mayor endeudamiento.

Para 2017, la inversión insumió el 7,2% del gasto total, contra un 5,5% de 2016. El consolidado provincial registra en 2017 un 12,9%, por lo que FIX entiende que las necesidades de infraestructura que pueden impactar en deuda adicional. El objetivo de la Provincia, de acuerdo a la Ley de Presupuesto, es elevar este indicador al 9,6% en 2018, y reforzarlo anualmente, para lograr la meta del 11% en 2019. FIX entiende que para alcanzar este objetivo la Provincia aspirará a reducir gradualmente el déficit financiero y financiar estas inversiones por vía de la deuda pública en el contexto de necesidades de refinanciamiento y reperfilamiento de la curva de vencimientos.

## Gestión y administración

El 21 de junio de 2015 se llevaron a cabo elecciones provinciales para la elección del gobernador y el vicegobernador y de los miembros de la Legislatura de la Provincia. Alfredo Cornejo y Laura Montero, ambos miembros de la alianza política Cambia Mendoza, obtuvieron el 46,3 % del total de los votos y fueron designados gobernador y vicegobernadora, respectivamente. Cambia

**Gráfico 5: Ahorro e Inversión**



Fuente: Provincia de Mendoza

Mendoza es una alianza política provincial liderada por la UCR y Cambiemos. Cambia Mendoza representa, asimismo, una mayoría en ambas cámaras de la Legislatura de la Provincia.

Dentro de los objetivos de gobierno en materia presupuestaria es reducir el peso del gasto corriente, incrementar la Inversión pública al 9,6% respecto de los gastos totales y reducir los cargos políticos con menos ministerios. Perseverar en la senda de solvencia fiscal, luego de un año 2016 y 2017 que lograron quebrar la tendencia en materia fiscal y financiera de 2015. El 2016 y 2017 se muestran con una mejora en esta materia y FIX prevé una persistencia en esta conducta fiscal.

## **Perfil socioeconómico**

### **Población**

Entre el 2001 y el 2010 (los años en los que se realizaron los censos nacionales más recientes), la población de la Provincia aumentó de 1.579.651 a 1.738.929, lo que representa un incremento del 10,1%. Este aumento guarda relación con el crecimiento de la población a nivel nacional, que experimentó un incremento del 10,6% durante el mismo período. El Censo 2010 indicó que 97,3% de la población está alfabetizada frente a un 98,1% a nivel nacional.

### **Economía**

La actividad económica de la Provincia se encuentra ampliamente diversificada: comercios, hoteles y restaurantes representan el 26.1% del PBG para el período 2011-2014, los servicios comunitarios, sociales y personal de servicio el 18,2%, manufacturas el 15,3% y servicios financieros 14,7%.

En 2015, el Producto Bruto Geográfico (PBG) a precios corrientes fue de U\$S 18,595 billones. En el período 2011-2015 la economía mendocina ha crecido un 3,6% y en 2016 se registran indicadores negativos en casi todos los sectores productivos: minería -1,6%, construcción -6,3%, industria -2,5%, comercio -14,6% y turismo -8,8%.

### **Desempleo y pobreza**

El INDEC elabora una serie de índices que se utilizan para medir las características sociales, demográficas y económicas de la población argentina en función de los datos recabados en la EPH. La EPH consiste en una encuesta corriente utilizada para rastrear las tendencias del mercado laboral, y sus resultados se publican periódicamente. La EPH se realiza en la mayor área metropolitana de MZA.

De acuerdo a estas estimaciones, la tasa de desempleo al cuarto trimestre del 2017 fue del 2,7%, con una tasa de actividad del 44,6% y una tasa de empleo del 43,4%. Estas tasas eran a igual período del año 2016 del 3,3%, 45,4% y 43,9% respectivamente.

Finalmente la pobreza alcanzó al cierre de 2017 al 26,4% de la población, mientras que a igual período de 2016 fue del 33,5%.

## Anexo A

### Provincia de Mendoza

#### Consolidado Administración Central y Organismos Descentralizados

\$ Millones	2013	2014	2015	2016	2017
Impuestos (incluye Coparticipación de Impuestos)	16.146,1	22.298,1	29.593,5	39.179,0	52.744,4
Otras transferencias Corrientes recibidas	895,8	1.604,8	2.049,2	2.151,9	2.772,9
Regalías, tasas, derechos, otros ingresos no tributarios	2.681,7	3.743,8	4.263,5	7.311,9	10.179,6
<b>Ingresos Operativos</b>	<b>19.723,5</b>	<b>27.646,7</b>	<b>35.906,2</b>	<b>48.642,9</b>	<b>65.697,0</b>
Gastos operativos	-19.925,8	-26.567,1	-37.342,3	-46.552,5	-61.974,1
<b>Balance Operativo</b>	<b>-202,3</b>	<b>1.079,5</b>	<b>-1.436,1</b>	<b>2.090,4</b>	<b>3.722,8</b>
Intereses cobrados	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Intereses pagados	-462,8	-706,4	-1.039,6	-3.173,7	-4.021,4
<b>Balance Corriente</b>	<b>-665,1</b>	<b>373,2</b>	<b>-2.475,8</b>	<b>-1.083,3</b>	<b>-298,6</b>
Ingresos de capital	467,2	732,1	695,7	978,6	1.343,2
Gasto de capital	-1.230,8	-1.663,5	-3.127,6	-2.919,3	-5.111,2
<i>Balance de capital</i>	<i>-763,6</i>	<i>-931,4</i>	<i>-2.431,9</i>	<i>-1.940,7</i>	<i>-3.768,0</i>
<b>Balance Financiero</b>	<b>-1.428,7</b>	<b>-558,2</b>	<b>-4.907,6</b>	<b>-3.024,1</b>	<b>-4.066,5</b>
Nueva deuda	1.255,1	920,6	749,4	15.149,5	7.815,5
Amortización de deuda y disminución otros pasivos	-425,4	-1.127,8	-2.101,9	-2.266,4	-3.894,6
<i>Endeudamiento neto: aumento, (disminución)</i>	<i>829,7</i>	<i>-207,3</i>	<i>-1.352,5</i>	<i>12.883,2</i>	<i>3.920,8</i>
<b>Resultado Final</b>	<b>-599,0</b>	<b>-765,5</b>	<b>-6.260,1</b>	<b>9.859,1</b>	<b>-145,7</b>
<b>DEUDA</b>					
Corto Plazo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Largo Plazo	7.587,4	9.251,6	14.590,0	26.318,8	33.134,0
<b>Deuda Directa</b>	<b>7.587,4</b>	<b>9.251,6</b>	<b>14.590,0</b>	<b>26.318,8</b>	<b>33.134,0</b>
+ Deuda cuasi directa	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Riesgo Directo</b>	<b>7.587,4</b>	<b>9.251,6</b>	<b>14.590,0</b>	<b>26.318,8</b>	<b>33.134,0</b>
- Liquidez <sup>a</sup>	84,4	-101,1	1.237,8	6.493,5	4.278,5
<b>Riesgo Directo Neto</b>	<b>7.503,0</b>	<b>9.352,7</b>	<b>13.352,2</b>	<b>19.825,2</b>	<b>28.855,6</b>
Garantías y otras deudas contingentes	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
<b>Riesgo Final Neto</b>	<b>7.503,0</b>	<b>9.352,7</b>	<b>13.352,2</b>	<b>19.825,2</b>	<b>28.855,6</b>
<b>Datos sobre Riesgo Directo</b>					
% moneda extranjera	54,1	51,0	41,1	52,7	44,1
% no bancaria	64,9	60,2	39,3	65,3	69,9
% tasa de interés fija	69,1	60,0	36,9	54,5	46,4

<sup>a</sup> se consideran solo los fondos propios.

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

## Anexo B

### Provincia de Mendoza

#### Consolidado Administración Central y Organismos Descentralizados

	2013	2014	2015	2016	2017
<b>Ratios de Desempeño Presupuestario</b>					
Balance operativo/Ingresos operativos (%)	-1,03	3,90	-4,00	4,30	5,67
Balance corriente/Ingresos Corrientes <sup>a</sup> (%)	-3,37	1,35	-6,90	-2,23	-0,45
Balance financiero/Ingresos totales <sup>b</sup> (%)	-7,08	-1,97	-13,41	-6,09	-6,07
Resultado final/Ingresos totales (%)	-2,97	-2,70	-17,10	19,87	-0,22
Balance Financiero/PBG (%)	-1,35	-0,40	-2,85	n.d.	n.d.
Crecimiento de ingresos operativos (variación % anual)	31,38	40,17	29,88	35,47	35,06
Crecimiento de gasto operativo (variación % anual)	32,54	33,37	40,56	24,66	33,13
Crecimiento de balance corriente (variación % anual)	190,11	-156,62	-763,43	-56,24	-72,44
<b>Ratios de Deuda</b>					
Crecimiento de deuda directa (variación % anual)	23,30	17,99	36,59	44,96	20,57
Intereses pagados/Ingresos operativos (%)	2,35	2,55	2,90	6,52	6,12
Balance operativo/Intereses pagados (x)	-0,44	1,53	-1,38	0,66	0,93
Servicios de deuda directa/Ingresos corrientes (%)	4,50	6,63	8,75	11,18	12,05
Servicios de deuda directa/Balance operativo (%)	-439,09	169,90	-218,75	260,24	212,63
Deuda Directa/Ingresos operativos (%)	38,47	33,46	40,63	54,11	50,43
Riesgo Directo/Ingresos corrientes (%)	38,47	33,46	40,63	54,11	50,43
Deuda directa/Balance corriente (x)	-11,41	24,79	-5,89	-24,29	-110,98
Riesgo directo/Balance corrientes (x)	-11,41	24,79	-5,89	-24,29	-110,98
Riesgo final neta/Ingresos corrientes (%)	38,04	33,83	37,19	40,76	43,9
Deuda directa/PBG (%)	7,18	6,67	8,47	n.d.	n.d.
Deuda directa per capita (\$)	4.366	5.323	8.395	15.143	19.064
<b>Ratio de Ingresos</b>					
Ingresos operativos/Ingresos operativos presupuestados	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Impuestos/Ingresos operativos (%)	81,86	80,65	82,42	80,54	80,28
Impuestos locales/Ingresos operativos (%)	43,22	43,79	41,89	42,58	42,35
Transferencias corrientes/Ingresos operativos (%)	4,54	5,80	5,71	4,42	4,22
Ingresos operativos/Ingresos totales <sup>b</sup> (%)	97,69	97,42	98,10	98,03	98,00
Ingresos totales <sup>b</sup> per capita (\$)	11.617	16.328	21.060	28.551	38.573
<b>Ratios de Gasto</b>					
Gasto operativo/Gasto operativo presupuestado (%)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Gasto en personal/Gasto operativo (%)	60,46	61,27	62,59	61,60	59,53
Transferencias Corrientes realizadas/Gasto operativo (%)	26,52	26,96	25,53	26,44	27,85
Gasto de capital/Gasto de capital presupuestado (%)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Gasto de capital/Gasto total <sup>c</sup> (%)	5,58	5,53	7,17	5,32	6,81
Gasto de capital/PBG (%)	1,16	1,20	1,81	n.d.	n.d.
Gasto total per capita (\$)	12.684	17.299	25.093	31.595	43.154
<b>Financiamiento de Gasto de Capital</b>					
Balance corriente/Gasto de capital (%)	-54,04	22,43	-79,16	-37,11	-5,84
Ingresos de capital/Gasto de capital (%)	37,96	44,01	22,24	33,52	26,28
Endeudamiento neto/Gasto de capital (%)	67,41	-12,46	-43,24	441,30	76,71

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

<sup>a</sup> incluye intereses cobrados

<sup>b</sup> excluye nueva deuda

<sup>c</sup> incluye amortizaciones de deuda

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



## Anexo C. Instrumentos de Deuda

En la siguiente tabla se presenta el detalle de los Títulos Públicos emitidos por Mendoza y vigentes al 31/03/2018.

**Tabla 1: Títulos de Deuda y Letras**

Instrumento	Monto	Emisión	Vto.	Saldo (31/03/2018)	Tasa	Amortización
TDP Clase II*	USD 55.412.000*	30/10/2013	30/10/2018	USD 9.774.677	2,75%/Pagos Trimestrales	17 pagos trimestrales a partir del 30/10/2014
TDP Clase III*	USD 69.916.000*	18/12/2013	18/12/2018	USD 12.333.182	2,75%/Pagos Trimestrales	17 pagos trimestrales a partir del 18/12/2014
Bono Proveedores Serie 1	AR 1.000.000.000	01/02/2016	01/08/2018	AR 249.491.060	Badlar/Pagos Semestrales	4 cuotas semestrales a partir del mes 12.
Bono Proveedores Serie 2	AR 998.000.000	01/05/2016	01/11/2018	AR 351.441.434	Badlar/Pagos Semestrales	4 cuotas semestrales a partir del mes 12.
Títulos de Deuda Pública (TDP) Clase 1	AR 5.218.752.500	09/06/2017	09/06/2021	AR 5.218.752.500	Badlar + 4,375% / Pagos Trimestrales	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.

### Clase II y III. Títulos de Deuda Garantizado con Coparticipación Federal (TD)

Emisor: Provincia de Mendoza.

Moneda: los TD están denominados en dólares estadounidenses, aunque fueron suscriptos e integrados en pesos, como así también el pago de los intereses y la amortización del capital también se realiza en pesos al tipo de cambio definido en los documentos de emisión.

Garantía: los TD están garantizados por la cesión fiduciaria en garantía y con aplicación directa al pago de los derechos de la Provincia sobre los fondos de coparticipación federal de impuestos que le corresponden en virtud del Régimen de Coparticipación Federal.

Eventos de Incumplimiento: los TD cuentan con ciertos eventos de incumplimiento que, entre otros, incluyen la falta de pago de capital e intereses de los mismos, 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.

Objetivo: fondos destinados a cubrir los servicios de amortización de capital e intereses de la deuda pública provincial.

Legislación: bajo la Ley argentina.

### Estructura y niveles de Cobertura

Según lo estipulado en el Contrato del Fideicomiso en Garantía, la coparticipación comenzará a retenerse por orden del Deutsche Bank S.A. (Fiduciario), mediante notificación al Banco de la Nación (Agente de Retención), en función a un cronograma de pago teórico estipulado en los documentos, el cual puede ser modificado acorde a la evolución del tipo de cambio. La cuenta de cobranza deberá contar con los siguientes saldos mínimos:

Durante el Periodo de Gracia: 1,5x el equivalente en pesos al monto de pago programado calculado al tipo de cambio inicial o, en caso de ocurrir una variación en el tipo de cambio mensual superior al 10% en la respectiva fecha de cálculo en la que ocurrió dicha variación.

Durante el Periodo de Repago de Capital: 1,25x el equivalente en pesos al monto de pago programado calculado al tipo de cambio inicial o, en caso de ocurrir una variación en el tipo de cambio mensual superior al 10% en la respectiva fecha de cálculo en la que ocurrió dicha variación hasta la efectiva cancelación de los TD.

La Provincia notificó de modo incondicional e irrevocable, con anterioridad a la fecha de emisión, la cesión de los Fondos Coparticipables Cedidos al Ministerio de Economía y Finanzas Públicas de la Nación y al Agente de Pago de la Coparticipación mediante escribano público conforme lo establece el Contrato de Fideicomiso con fines de Garantía. La notificación implica una instrucción irrevocable para que el Agente de Pago de la Coparticipación transfiera y pague en forma directa, por cuenta y orden de la Provincia a la Cuenta de Cobranza los montos correspondientes a los Fondos Coparticipables Cedidos.

La notificación dirigida al Agente de Pago de la Coparticipación antes mencionada incluirá un cronograma indicando, entre otros, (i) el mes en que corresponde que se realice cada una de las transferencias; (ii) el monto de pago programado; (iii) el equivalente en pesos del monto de pago programado al tipo de cambio inicial; (iv) el monto total mensual de los Fondos Coparticipables Cedidos que el

Agente de Pago de la Coparticipación transferida a la Cuenta de Cobranza según vaya recibiendo dichos fondos del Gobierno Nacional; y (iv) montos correspondientes al Fondo de Reserva calculados al tipo de cambio inicial.

### **Seguimiento del Bono**

A la fecha del presente informe de calificación se abonaron 18 servicios de intereses bajo los TD Clase II y 15 pagos de capital, y 17 servicios de intereses del Clase III y 14 pagos de capital.

Se analizaron todos los TDP vigentes y se concluye que los niveles de cobertura de los servicios en conjuntos son holgados. Esto sumado al mecanismo de la garantía de retención y pago permite que la calificación de los TDP MZA se desprendan 2 escalones por encima del riesgo emisor. A su vez, MZA 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 “Afilada de Fitch Ratings” - Reg. CNV N°9, reunido el día 15 de mayo de 2018 confirmó las siguientes calificaciones de la Provincia de Mendoza:

Detalle	Calificación Actual	Perspectiva Actual	Calificación Anterior	Perspectiva Anterior
Endeudamiento de Largo Plazo	BBB(arg)	Estable	BBB(arg)	Estable
Endeudamiento de Corto Plazo	A3(arg)	No aplica	A3(arg)	No aplica
TDP Clase II por USD 55,412 millones	A-(arg)	Estable	A-(arg)	Estable
TDP Clase III por USD 69,916 millones	A-(arg)	Estable	A-(arg)	Estable
Bono Proveedores Serie 1 por \$ 1.000 millones	BBB(arg)	Estable	BBB(arg)	Estable
Bono Proveedores Serie 2 por \$ 998 millones	BBB(arg)	Estable	BBB(arg)	Estable
Títulos de Deuda Pública (TDP) Clase 1 por \$ 5.219 millones.	BBB(arg)	Estable	BBB(arg)	Estable

**Categoría A(arg):** “A” nacional implica una sólida calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país. Sin embargo, cambios en las circunstancias o condiciones económicas pueden afectar la capacidad de repago en tiempo y forma en un grado mayor que para aquellas obligaciones financieras calificadas con categorías superiores.

**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.

**Nota:** 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 realizaron en base a la información cuantitativa y cualitativa suministrada por la Provincia de Mendoza de carácter privado a diciembre de 2018 y la siguiente información pública:

- Ejecuciones Presupuestarias y stock de deuda para el período 2013-2017 y parciales al primer trimestre 2017 y 2018.
- Presupuesto 2018.
- Detalle de ingresos y egresos de la Provincia.
- Stock de Deuda para el período 2013-2017 y parcial 2018.
- Estadísticas sobre indicadores socio-económicos.

Dicha información resulta adecuada y suficiente para fundamentar la calificación otorgada.

**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.gob.ar](http://www.cnv.gob.ar)).

**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) –en 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 LIDER 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 dicha información fáctica sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación y obtiene verificación 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.