

2 de septiembre de 2026

Provincia de San Juan

En las próximas semanas la provincia de San Juan saldrá con una emisión internacional de hasta USD 600 millones, a nueve años con amortización en 3 cuotas iguales pagaderas los últimos 3 años. En este contexto, resulta relevante analizar los principales fundamentos económicos y fiscales de la provincia.

La provincia de San Juan se ubica al oeste de la República Argentina, específicamente en la región de Cuyo. Desde 2023 es gobernada por Marcelo Orrego como referente del partido Producción y Trabajo, vinculado a la coalición Juntos por el Cambio.

En 2025, el Producto Bruto de San Juan se ubicó en USD 7.400 millones, equivalente a aproximadamente USD 9.000 per cápita. La economía provincial se sustenta principalmente en la minería metalífera, destacándose su potencial cuprífero. En este sentido, la provincia se posiciona entre las líderes del país en proyectos aprobados bajo el RIGI, concentrando el 36% de la inversión total en proyectos mineros aprobados y cerca del 80% de la inversión estimada en proyectos de cobre del país.

Asimismo, San Juan ocupa un lugar relevante en la actividad vitivinícola, como segundo productor del país. También es el principal productor y procesador nacional de aceite de oliva y cuenta con una importante producción de frutas y hortalizas.

Proyecto Vicuña Corp.

En San Juan se desarrolla el proyecto minero de Vicuña Corp., un joint venture entre BHP y Lundin Mining. El proyecto, adherido al RIGI, integra los yacimientos Josemaría y Filo del Sol, este último ubicado en la frontera entre Argentina y Chile, y contempla la extracción de cobre, oro y plata. Una vez desarrollado, se

espera que Vicuña se posicione entre los cinco principales proyectos de estos minerales a nivel mundial.

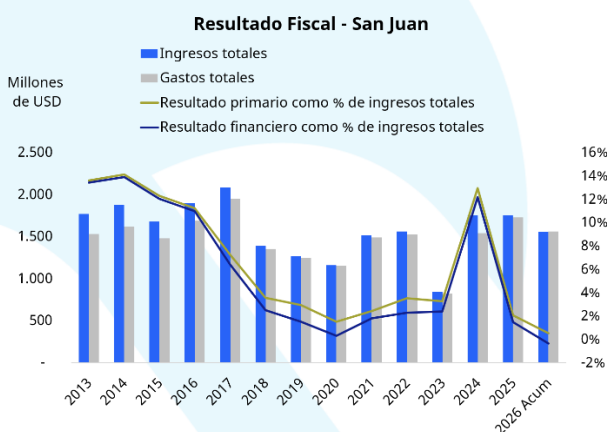
El proyecto se desarrollará en tres etapas. La primera, prevista entre 2027 y 2030, contempla una inversión inicial estimada de USD 7.000 MM y el foco estará puesto en el depósito Josemaría, incluyendo el desarrollo de una mina a cielo abierto y una planta concentradora diseñada para permitir futuras expansiones. Las etapas siguientes contemplan la incorporación progresiva de Filo del Sol y la expansión de la infraestructura y capacidad productiva del proyecto.

La inversión total estimada para el desarrollo del proyecto (comprendiendo las tres etapas) asciende a USD 18.000 MM. De concretarse, Vicuña se convertiría en la mayor inversión extranjera directa en la historia de Argentina. En términos de producción, una vez desarrollado, Vicuña estima alcanzar durante los primeros 25 años, una producción anual promedio de 395.000 toneladas de cobre, 711.000 onzas de oro y 22,2 millones de onzas de plata. A su vez, durante los primeros 10 años de producción, se prevé una producción acumulada de 2,5 millones de toneladas de cobre, 5,5 millones de onzas de oro y 214 millones de onzas de plata.

A principios de agosto se firmó un acuerdo que, entre otros aspectos, fijó las regalías provinciales en el 3% de los ingresos durante toda la vida útil del proyecto. Aplicando los precios spot de los minerales a la producción promedio proyectada para los primeros 25 años, las regalías rondarían aproximadamente los USD 300 millones anuales. A su vez, el acuerdo estableció una contribución adicional del 1,5% de las ventas brutas, pagadera a partir del sexto año de operaciones, y un anticipo de USD 250 millones a la provincia, destinado a obras de infraestructura, cuyo pago está previsto para fines del 2026.

Resultados fiscales

La provincia de San Juan se caracteriza por un equilibrio fiscal sostenido a pesar de una dependencia respecto a la coparticipación en sus ingresos tributarios. Los ingresos de origen nacional representan 75% de los ingresos totales, unos USD 1300 millones para todo el 2025. Desde el 2023 el equilibrio fiscal se deterioró levemente debido a menores transferencias corrientes del estado nacional. Las mismas representaban cerca de 3% del ingreso total y se redujeron a 1%. En el gasto, el aumento más marcado fue en los gastos de personal, que pasaron a representar un 50% relativo a los ingresos totales, comparado con un promedio de 43% durante 2020-2024.



Fuente: Cucchiara Research en base a DNAP y al Ministerio de Economía de San Juan.

Un factor destacable de San Juan es el potencial asociado al proyecto minero Vicuña, más allá de la actividad económica y el empleo que genera. A través de las regalías, cambia el panorama fiscal de largo plazo de la provincia. Como fue detallado antes, estimamos que las regalías podrían estar en el orden de USD 300 millones anuales para el 2030. Sería un aumento de alrededor 17% en sus ingresos totales respecto a hoy y alcanzaría para cubrir cerca de la mitad del stock de deuda total si sumamos las deudas actuales y la futura emisión.

Stock de deuda San Juan



Fuente: Cucchiara Research en base a DNAP y al Ministerio de Economía de San Juan.

En cuanto al perfil de deuda, la provincia mantiene niveles en mínimos históricos. La estructura de la deuda se encuentra concentrada principalmente en organismos multilaterales, que representaron el 89% del total durante el primer semestre de 2026, en línea con años anteriores. Asimismo, la participación de la deuda con el Gobierno Nacional se redujo significativamente desde 2021, pasando de representar el 36% del total en dicho año, al 10% en lo que va de 2026.

San Juan se posiciona como una de las provincias más fuertes de la República Argentina. Su superávit primario y financiero sostenido en el tiempo la ubican a la par de CABA, Neuquén, Córdoba y Santa Fé, la lista de mejores emisores provinciales. Mirando la deuda, es probablemente la mejor posicionada. Con una caja de USD 338 millones, hoy la deuda neta de San Juan es negativa en USD 138 millones. Ninguna de las provincias antes mencionadas tiene esta característica. Hoy, San Juan tiene la posibilidad de cubrir toda su deuda y los primeros años de su nueva emisión.

Perspectivas

Se incorpora un nuevo bono a la curva provincial en dólares bajo ley internacional, con equilibrio fiscal y nula deuda neta. Con la nueva emisión, la provincia tendrá que financiar la infraestructura

necesaria para iniciar una nueva etapa, en la que San Juan será una potencia minera regional si se consolidan los proyectos en marcha.

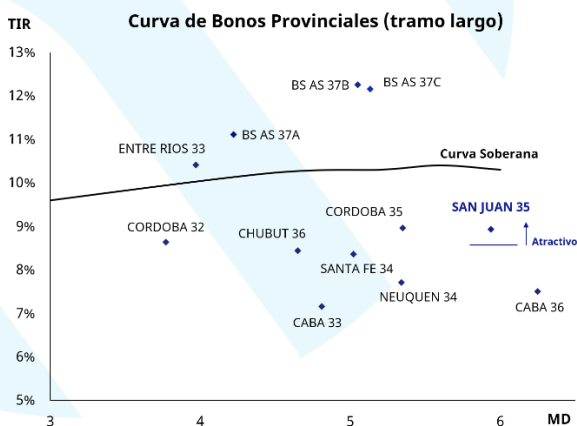
Como remarcamos, las regalías futuras serán un gran soporte fiscal para una provincia que ya presenta cuentas públicas sanas. Aun si el bono no cuenta con una estructura de garantías, debería cotizar bien por debajo de la curva soberana.

Santa Fe 2034 (TIR 8,25%) nos resulta un buen punto de referencia: una provincia fiscalmente responsable, con baja deuda y gran reputación en el cumplimiento de sus contratos. Ajustando por duration y por el menor tamaño de la provincia, pensamos que 8,5% sería una valuación justa.

Como primera emisión, seguramente deberá pagar algunos puntos adicionales de premio, con lo cual, si el nuevo bono se emite cerca de 8,75%, nos parece una gran oportunidad.

Jonathan Rung
jonathan@cucchiara.com.ar

Julieta Marchione
julietamarchione@cucchiara.com.ar



Fuente: Cucchiara Research en base a Bloomberg.

Juan José Battaglia
juan@cucchiara.com.ar

Manuel Carvalho
manuel@cucchiara.com.ar

Ian Weber
ian@cucchiara.com.ar

Tomás Mangino
tomasmangino@cucchiara.com.ar