

13 de agosto de 2018

## Provincia de Mendoza: En curso sólida consolidación fiscal Esfuerzo

### Notas de Nuestra llamada con el equipo económico de Mendoza

A raíz del retorno de la deuda soberana argentina a su antiguo barrio en dificultades debido a un telón de fondo macro desafiante, nuestros amigos de la comunidad en dificultades han estado haciendo preguntas acerca de los créditos del país subsoberanas. ( Ver Balanz 230 para nuestro último análisis de los desafíos materiales argentinas).

A principios de este mes, hemos tenido la oportunidad de hablar con los miembros de alto rango de la Provincia del equipo económico Mendoza, y al mismo tiempo nos sentimos alentados por la disciplina fiscal en curso del gobernador Alfredo Cornejo y la actividad económica sólida en medio de una recesión más amplia en el país, el inclinando ( inflexión) punto en Mendoza decisión de inversión de riesgo / recompensa (además del contexto macro soberana) gira en torno al análisis del futuro province's política. A la espera de la reforma constitucional en la Constitución de Mendoza, Alfredo Cornejo no puede postularse para la reelección en 2019. En las páginas siguientes, vamos a destacar algunos de los puntos clave que hemos discutido con el Director de Mendoza de la Deuda Pública, Víctor Fayad, que nos proporcionó visión sobre la salud fiscal y económica de la provincia, junto con algunas antenas muy incipientes en los province's el futuro político.

Desde finales de 2015, hemos promovido la Provincia de Mendoza como nuestro caballo negro del riesgo de crédito sub-soberana, basada en la tesis de que debe, se preparaba una nueva era de la disciplina fiscal Alfredo Cornejo (alianza PROUCR) leales a la derrota FVP para gobernador en el territorio a afianzarse. Bajo las riendas del halcón fiscal Cornejo, se implementó un plan de jubilación anticipada, la reducción de personal administrativo de 575 a 330 y el número de ministerios de 14 a 5. Estos esfuerzos fiscales agresivos llevaron a un pequeño superávit primario de \$ 150 millones en 2016. los bonos 2018 montaban los faldones de esta ola de consolidación fiscal introducido por Cambiemos' Cornejo ya que comprimen a una impresionante TIR de 3,60% a principios de diciembre de 2017. Mendoza también fue capaz de emitir un US \$ 500 millones de bonos 2024 por debajo de la media en el U \$ 98.71 en mayo de 2016 con un cupón del 8,375%, que también vio la compresión significativa de la producción, de tocar fondo en una TIR de 5,80% en enero de 2018 frente a su pico previo de 8,80% en mayo de 2016. Con la curva soberana en busca de un nuevo normal para las valoraciones, los créditos subsoberanos han sido golpeados bastante difícil. Ambos de estos bonos ahora negociándose en wides, con el número de septiembre de 2018, una TIR de

8,45% y el 2,024 sentado cerca de los niveles de 2015 bond's 2018 - una TIR de 11,65% con una duración de 3,7 años.

### Mendoza 2024 (PMY24): Datos técnicos

Datos técnicos: MENDOZA 2024 (PMY24)		YTM Rendimiento Nominal (Sem.) Precio Limpio Sucio Precio Variación% en el precio				
moneda de emisión	EL DOLAR AMERICANOS	8,65%	8,47%	99.59	101.59	11,19%
Fecha de emisión	19-mayo-16	9,15%	8,95%	97.78	99.78	9,21%
Madurez	19-mayo-24	9,65%	9,43%	96.01	98.01	7,27%
Monto Pendiente (MM)	USD 500	10,15%	9,91%	94.28	96.28	5,38%
Cupón	8,375%	10,65%	10,38%	92.60	94.60	3,54%
Frec. Cupón. pago	Sem.	11,15%	10,86%	90.96	92.96	1,75%
Amortización	sumergible	11,65%	11,33%	89.36	91.36	0,00%
Siguiente pago	19-Nov-2018	12,15%	11,80%	87.80	89.80	-1,71%
Precio limpia	89.36	12,65%	12,28%	86.28	88.28	-3,37%
Acc. Interesar	2.00	13,15%	12,75%	84.80	86.80	-5,00%
Mod. Dur	3.70	13,65%	13,22%	83.35	85.35	-6,59%
YTM	11,65%					
Tasa nominal	11.33%					
Ley	Nueva York					
ESEN	USP6480JAG24					

Denominaciones especificados: US \$ 150.000 y múltiplos enteros de U \$ 1.000 en exceso de la misma

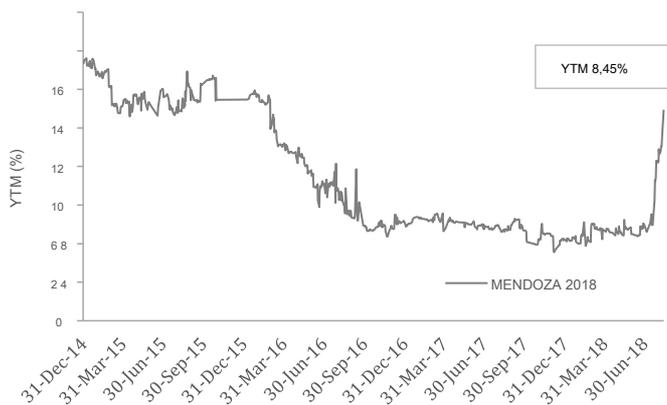
CIO Asset Management  
Director of Research  
Walter Stoepelwerth

Head of Research  
Joaquín Olivera

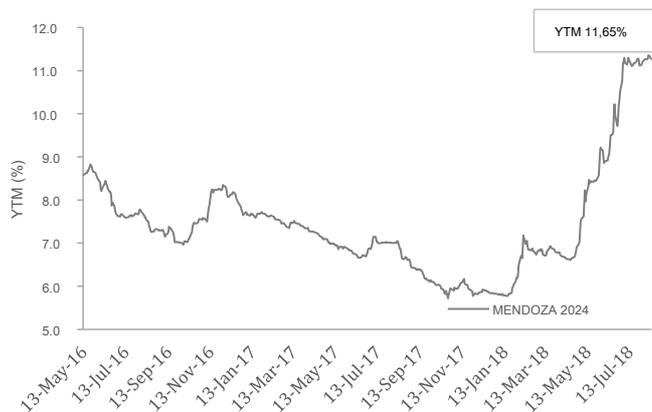
Head of Global  
Fund Management  
Joaquín Bagües

+54 11 5276 7000  
research@balanz.com  
@BalanzResearch

**Mendoza de De septiembre de 2018 (Barx1) YTM**



**Mendoza de 2024 (PMY24) YTM**



## Descripción general económica y demográfica

La provincia de Mendoza es el séptimo más grande de la Argentina 23 provincias y la CABA, y sus cubiertas territorio 5,3% de la masa terrestre de la nación. Según el censo de 2015, hay habitantes 1.88m, lo que representa 4,4% de la población total de Argentina. Aproximadamente el 63,7% de los habitantes viven en el área metropolitana que rodea a la ciudad capital de Mendoza. En Mendoza, la población se divide entre el 48,7% hombres y 51,3% mujeres, y los residentes tienen una edad media de 29,5 años. En general, la población aumentó en un 10,25% o 162K personas del censo de 2001 y la encuesta de 2010, que es un poco poco más lento que la expansión absoluta del 10,6% en la población de Argentina durante este período. Se expandió por otro 6,4% en los últimos cinco años, debido en gran parte a la rápida expansión del sector de petróleo y gas. la producción económica de la provincia de Mendoza representa casi el 3,5% del PIB total de la Argentina.

## Recaudación de impuestos provinciales ha sido firme A pesar de Impuestos Alivio de empuje

la recaudación de impuestos provinciales creció + 28,2% interanual en 1h18, mientras que los ingresos provinciales expandieron 25% año con año, tanto por debajo de la inflación en el mismo período (29,5% ia). Con la firma de la Ley de Responsabilidad Fiscal (*Pacto Fiscal*) en diciembre de 2017, el gobierno provincial no sólo reconoció el impuesto sobre los ingresos excesivamente alta (*Ingresos Brutos*) carga para el sector privado, que a su vez afecta a la actividad económica, sino también de acuerdo a una reducción gradual hasta su eliminación. impuesto sobre los ingresos es un componente importante de la estructura tributaria provincial, tanto es así que en algunos de los territorios más pobres que representa más del 80% de la recaudación de impuestos. En 2016, Ingresos Brutos compuesto por 75,17% de la base tributaria de Mendoza, disminuyendo a 73,32% en el año 2018. Año a la fecha de Mendoza ha reducido el impuesto sobre los ingresos de 68,88%, lo que en parte explica la desaceleración del crecimiento de la recaudación de impuestos en 1H2018. Una recesión en todo el país ha llevado a una disminución significativa en el consumo. Mientras que la provincia asume la disminución del consumo continuará al menos durante los próximos meses, destacan ciertas partes del sector servicios (turismo, en particular) y la economía de O & G como nuevos motores para reforzar la recaudación de impuestos.

Siendo la capital del vino y con su frontera cerca de Chile, Mendoza es un destino turístico muy popular. En general, Mendoza es una de las provincias más desarrolladas del país se presta a ser un destino popular para el turismo. La provincia cuenta con más de 2000 kilómetros de las redes viales nacionales, 77,4% por ciento de los cuales es pavimentada, y casi 14.000 kilómetros de carreteras provinciales, el 22,8% de las cuales están pavimentadas. El territorio también tiene una extensa red ferroviaria de terminales de aproximadamente 1.500 km y tres aeropuertos internacionales, uno, Aeropuerto Internacional de Mendoza, y dos aeropuertos domésticos, Aeropuerto de San Rafael y el aeropuerto de Malargüe. La reciente devaluación de la ARS ha hecho vacaciones para los chilenos y otros viajeros extranjeros más baratos.

## Otras iniciativas que podría impulsar Mendoza: Uber

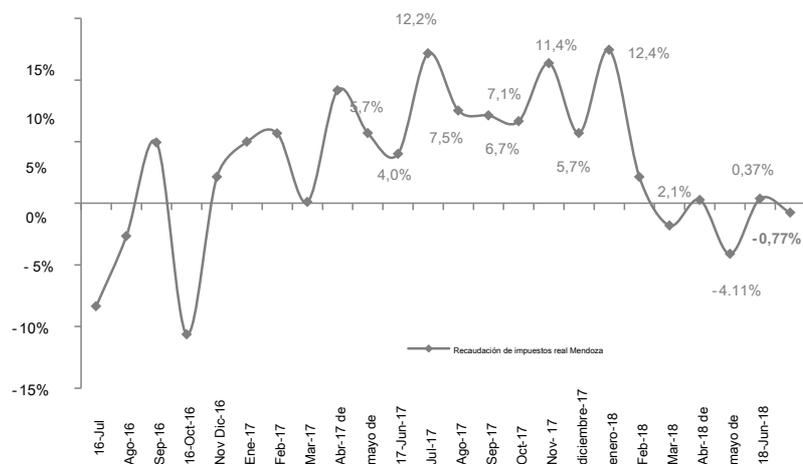
Mendoza se convirtió en la primera provincia en la Argentina para legalizar Uber. En vuelos nacionales, los aeropuertos de Mendoza son el cuarto más ocupado detrás del Aeroparque (Buenos Aires), Córdoba y Bariloche (Río Negro). Excluyendo Ezeiza y Aeroparque, el aeropuerto internacional de Mendoza también tiene el mayor llegada de extranjeros después de Córdoba, mostrando un crecimiento del 22% interanual en 7M2018.

<https://www.nytimes.com/reuters/2018/07/31/technology/31reuters-argentina-uber.html>

## Vaca Muerta Ayudar

En los primeros cinco meses de 2018, se extrajo 1.8m3 del petróleo, un aumento del 12% en el mismo período de 2017 (+ 1,65% ia). Según el Ministro recién nombrado de Energía, Javier Iguacel, Mendoza registró un aumento del 8% en pozos perforados en 5M2018, desde 86 en 2017 a 93. Un aumento en la actividad de O & G debería traducirse en un aumento de las regalías a las arcas provinciales. Mientras que la administración de Macri ha detenido su sistema de liberación del precio del petróleo para controlar la inflación, el gobierno se ve a enseñar a la paridad de precios de importación a fin de año. precios de la gasolina han aumentado un 31% este año, por encima de la inflación (5% -7% en los últimos días) y adicionales 7% de aumento se viene en octubre, noviembre y diciembre. Todo esto se quiere decir que en un momento de un enfriamiento económico general, y una estructura tributaria la disminución de ingresos,

## Recaudación de impuestos Mendoza en términos reales ( respecto al año anterior)



Administración Tributaria de Mendoza, que supervisa IPC provincial a través de su rama estadísticas, informó una impresión de la inflación junio del + 3,2% y una figura LTM de alrededor del 33% interanual. Esto se compara con la impresión de junio + mamá 3,7% nacional y un LTM del 29,5%.

## Análisis Fiscal: Provincia de Mendoza

Dado que el mandato de Alfredo Cornejo comenzó a finales de 2015, Mendoza ha pasado de un déficit primario del 2,2% del PBG a un nivel de equilibrio en 2017. 2017 números del estado mostraron un déficit primario insignificante P \$ 44 millones, que representa un diminuto 0,02 % del PIB provincial (PBG). El déficit fiscal 2017 en el reloj en el 1,5% del PBG (P \$ 4.07bn) y se explica por un aumento en el gasto en infraestructura (P \$ 5.1bn), lo que habría sido más que suficiente para cubrir el P \$ 4.02bn en los intereses pagados en 2017 . En 2Q2018, Mendoza registró un presupuesto equilibrado, con un ingreso actual de P \$ 39.06bn y un gasto corriente de P \$ 33.78bn. Esta es una extraordinaria actuación en los primeros seis meses, y subraya la calidad de la ejecución fiscal de Cornejo.

## Las fuentes de ingresos y gastos

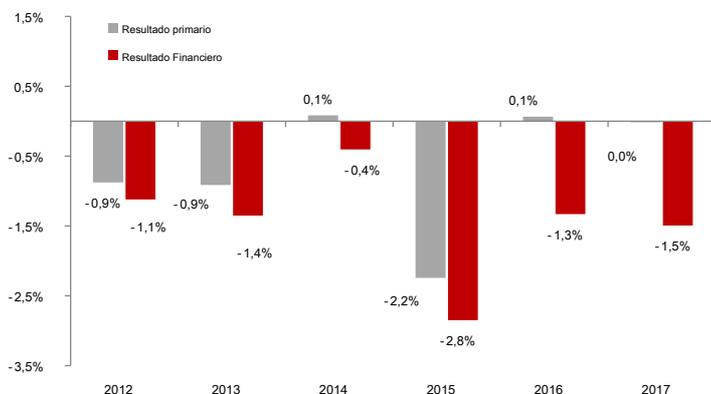
	Millones de P \$				Variación%				Variación%			
	2015	2016	2017	2Q18	2015	2016	2017	2Q18	2015	2016	2017	2Q18
<b>Ingreso actual</b>	<b>48.643</b>	<b>65.697</b>	<b>39.059</b>	<b>35.906</b>	<b>29,9%</b>	<b>35,5%</b>	<b>35,1%</b>	<b>30,0%</b>	<b>98,1%</b>	<b>98,0%</b>	<b>98,0%</b>	<b>98,7%</b>
Los ingresos fiscales	41.331	55.517	32.921	31.643	32,4%	30,6%	34,3%	28,3%	86,5%	83,3%	82,8%	83,2%
- provincias	16.682	22.336	13.416	12.398	27,0%	34,6%	33,9%	27,7%	33,9%	33,6%	33,3%	33,9%
-- Propiedad	499	667	918	791	29,1%	33,6%	37,6%	42,1%	1,4%	1,3%	1,4%	2,0%
-- vehículos	816	1165	1721	1413	42,1%	42,8%	47,7%	31,5%	2,2%	2,3%	2,6%	3,6%
-- Ingresos brutos	9772	12.926	16.662	9520	24,8%	32,3%	28,9%	25,1%	26,7%	26,0%	24,9%	24,1%
-- Sello	1282	1874	2949	1647	35,4%	46,2%	57,3%	32,9%	3,5%	3,8%	4,4%	4,2%
-- Otros	29	50	86	46	9,1%	69,5%	73,9%	57,6%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
- Nacional	24.649	33.181	19.505	19.245	36,1%	28,1%	34,6%	28,7%	52,6%	49,7%	49,5%	49,3%
-- Las transferencias automáticas	10.757	14.086	19.707	11.736	21,8%	30,9%	39,9%	35,5%	29,4%	28,4%	29,4%	29,7%
Tasas no tributarios	4263	7312	10180	6138	13,9%	71,5%	39,2%	40,6%	11,6%	14,7%	15,2%	15,5%
-- Regalías	2397	3360	3299	2492	10,1%	40,2%	-1,8%	62,1%	6,5%	6,8%	4,9%	6,3%
Los ingresos de capital	696	979	1343	516	-5,0%	40,7%	37,3%	14,9%	1,9%	2,0%	2,0%	1,3%
<b>TOTAL</b>	<b>49.621</b>	<b>67.040</b>	<b>39.575</b>	<b>36.602</b>	<b>29,0%</b>	<b>35,6%</b>	<b>35,1%</b>	<b>29,8%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

# BALANZ

	Millones de P \$				Variación%				Variación%			
	2015	2016	2017	2Q18	2015	2016	2017	2Q18	2015	2016	2017	2Q18
<b>Los gastos corrientes 38.382 49.726 65.994 33.777</b>					<b>40,7%</b>	<b>29,6%</b>	<b>32,7%</b>	<b>24,9%</b>	<b>92,5%</b>	<b>94,5%</b>	<b>92,8%</b>	<b>92,6%</b>
- Salario	28.674	36.622	18.939	23.373	43,6%	22,7%	27,7%	17,8%	56,3%	54,5%	51,5%	51,9%
- Bienes y servicios	4442	5580	8093	3426	40,6%	25,6%	45,0%	27,6%	10,7%	10,6%	11,4%	9,4%
- Interesar	1040	3174	4021	2548	54,3%	205,3%	26,7%	112,1%	2,5%	6,0%	5,7%	7,0%
- Transferencias corrientes	9527	12.298	16.523	8594	33,0%	29,1%	34,4%	28,4%	23,0%	23,4%	23,2%	23,6%
- Otros	-	9	734	266	-	-	-	-28,9%	0,0%	0,0%	1,0%	0,7%
<b>gastos de capital</b>	<b>3128</b>	<b>2919</b>	<b>5111</b>	<b>2683</b>	<b>88,0%</b>	<b>-6,7%</b>	<b>75,1%</b>	<b>56,7%</b>	<b>7,5%</b>	<b>5,5%</b>	<b>7,2%</b>	<b>7,4%</b>
<b>TOTAL</b>	<b>52.646</b>	<b>71.105</b>	<b>36.459</b>	<b>41.510</b>	<b>43,4%</b>	<b>26,8%</b>	<b>35,1%</b>	<b>26,8%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

Millones de P \$	2015	2016	2017 LTM	2Q18
Resultado primario	-3868	150	-44	2680
Resultado financiero	-4908	-3024	-4065	-2688

Como% del PIB *	2015	2016	2017
Resultado primario	-2,2%	0,1%	0,0%
Resultado financiero	-2,8%	-1,3%	-1,5%

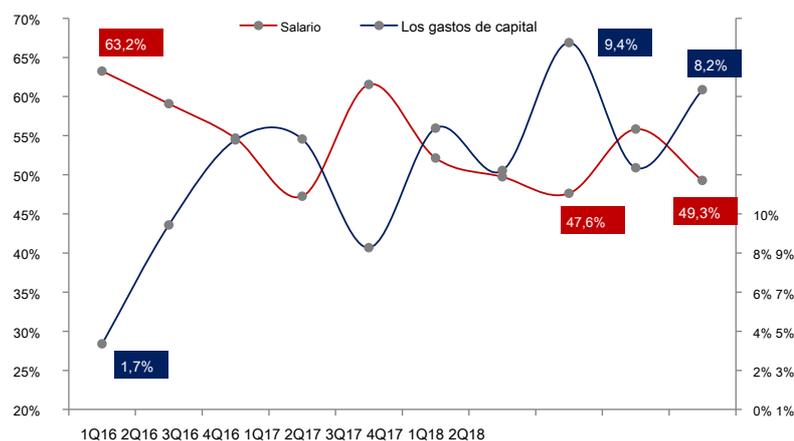


## Continuando desaceleración en las nóminas del sector público (en términos reales)

Cornejo gobernador y su equipo llegaron al poder con un plan de consolidación fiscal agresiva, diseñada para controlar la expansión incesante de las nóminas del sector público. Se implementó un régimen de jubilación voluntaria y se congelaron los nuevos empleados en la administración pública. Sólo los sectores de educación y salud han sido autorizados a añadir personal. También se aplicaron sanciones estrictas ausentismo de los maestros a reducir los costos excesivos para los sustitutos. En 2016 y 2017, los salarios crecieron bien debajo de la inflación en + 22,7% y + 27,7%, respectivamente. La figura continúa expandiéndose debajo de la inflación interanual en 1H2018 en + 17,7% (P \$ 18.94bn) vs. 1H2017. El P \$ 18.94bn representa 56% de la cifra gasto corriente P \$ 33.78bn (excluyendo CAPEX).

Estas cifras demuestran el firme compromiso del gobernador para el Pacto de Responsabilidad Fiscal firmado por la provincia con el gobierno federal. Esperamos Mendoza para continuar a mantener el nivel de gastos corrientes como gobernador Cornejo es uno de los defensores más vocales de la Argentina del plan de Responsabilidad Fiscal para los gobiernos provinciales.

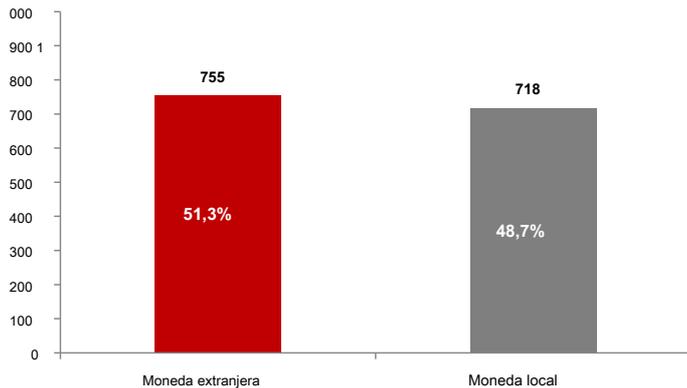
## Salarios y gastos de capital ( Como un% de los gastos totales)



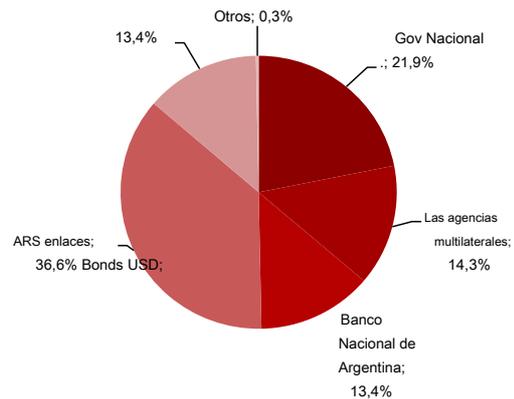
El gobierno de Mendoza está llevando a cabo un plan de infraestructura moderadamente agresivo. CAPEX ha aumentado de 5,5% del gasto total en 2016 al 7,4% en 1H2018, una cantidad nominal de P \$ 36.5bn. El equipo ha estado haciendo las reparaciones necesarias en instalaciones públicas como escuelas, hospitales, centros de salud y otros edificios del gobierno, junto con la repavimentación de carreteras y dos grandes proyectos. La primera es una inversión de \$ 1.5bn para la construcción del Centro Penitenciario Federal de Cuyo, en Cacheuta. El otro gran proyecto es una inversión de 164 millones de \$ para la construcción de un Centro de Justicia Criminal de la Ciudad de Mendoza.

## Perfil de la deuda

Desglose de la deuda por moneda ( Molino. EL DÓLAR AMERICANO\$)



Desglose de la deuda por Tipo

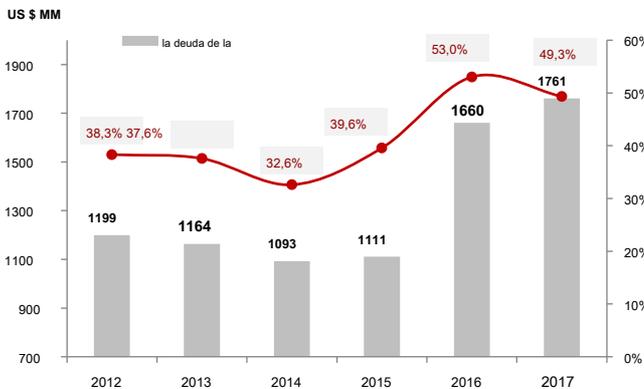


## Alta proporción de deuda en moneda local con la ayuda de devaluación

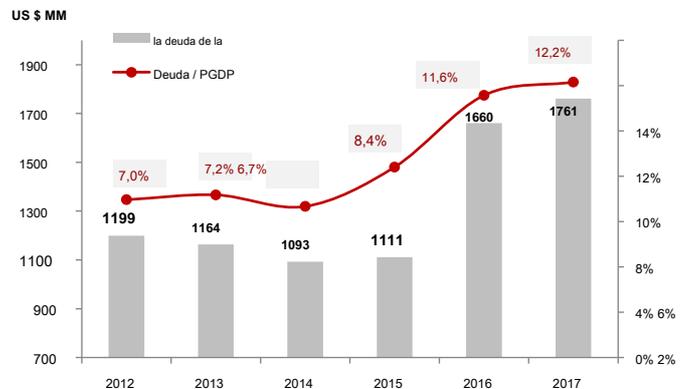
Como podemos ver en los gráficos anteriores, el perfil de la deuda de Mendoza alcanzó un total de US \$ 1.47bn (P \$ 42.5bn) en 2Q2018. De este volumen de la deuda, el 51,3% está denominado en USD y el 33,6% en ARS Badlar y el restante 15,1% en títulos de renta fija del ARS. El ratio de deuda provincial / PBG pasó de 8,4% a 12,2% al final de 2017, lo que refleja una expansión debido al 3.8pp \$ 500 2024 emisión de bonos en dólares EE.UU. en mayo de 2016 y el P \$ 5.2b en bonos Badlar + vendió un año más tarde. La única otra deuda en moneda dura la provincia cuenta es el flotador US \$ 12,2 millones en los lazos septiembre de 2018. El PMY2024 no hace ninguna pagos de capital hasta mayo de 2022 (1/3) seguido de dos pagos de capital adicionales en mayo de 2023 y volverá en mayo 2024.

Mendoza se enfrentó a los pagos de intereses de P \$ 4.02bn durante 2017. En 1h18, que han pasado de \$ 2.55bn en obligaciones de interés. A pesar de que esta representa la friolera de un año con año pico de 112% frente a 1H2017, es un mero 7,0% de la línea de gasto provincias. En el futuro, será un elemento importante línea para supervisar.

Los ingresos de la deuda vs Gov.



La deuda de la vs PIB



Durante 2017, la deuda-a-Total-ingresos se redujo a 49,4% de 53,0% año con año debido en gran parte a una mejora en el cultivo de los ingresos + 35,1%, más de 8pp encima de la inflación. Este crecimiento + 35,1% contempla transferencias automáticas del gobierno nacional; sin embargo, si nos fijamos en el crecimiento de ingresos que excluye dichas transferencias (la partida provincial bajo Ingresos Corrientes) la recaudación de impuestos en esta categoría creció + 33,9%. este distinguido

Mendoza como una de las pocas provincias que no es fuertemente dependiente de las transferencias del gobierno. En 1H2018 impuesto sobre los ingresos se expandió 30% año con año e incluso mantuvo una brecha 5pp sobre los gastos corrientes.

En nuestra conversación con el equipo económico de Mendoza, la provincia nos informó que estaban contemplando emitir un bono para amortiguar algunas de las amortizaciones de deuda y vencimientos que se enfrentan en lo que resta de 2018. Ellos fueron disuadidos de tomar medidas de cara a los actuales desafíos macroeconómicos y los de mercado posteriores. A ellos les gustaría analizar la posibilidad de una emisión de moneda local, siempre y cuando los mercados se normalicen. Hasta entonces, están en conversaciones con el gobierno nacional para un préstamo a través del Banco Nación para financiar la amortización de la deuda de 2018. En 1Q2018, que tenían vencimientos de capital de P \$ 3.9bn (U \$ 136 millones en dicho periodo). Esta cifra, sin duda ha disminuido en 1H2018 dada la volatilidad del ARS de mayo a julio.

## **Conclusión: Mendoza es una buena casa en un barrio complicado**

Para reiterar nuestra opinión, el riesgo / recompensa punto de inflexión de la inversión Mendoza gira en torno a un análisis del futuro político de la provincia. Sin embargo, el contexto político está claro en esta primera etapa de hacer cualquier conjeturas verosímiles como los principales candidatos no se han decidido todavía. Por las estatutas de la constitución de la provincia, Cornejo no puede correr a la reelección. Recientemente ha estado dividiendo su tiempo en Buenos Aires y Mendoza, lo que lleva a muchos a creer que va a correr por un puesto en el Congreso en el año 2019 si no hay modificación introducida en la constitución provincial. El único rumor creíble podemos señalar es que el Ministro de Economía, Lisandro Nieri, correría como vice gobernador en caso Cornejo consigue una oportunidad para un segundo mandato. En nuestra llamada con Víctor Fayad, el funcionario público fue Cambiemos confianza ganarían a cabo en 2019. Quince de los 18 municipios en Mendoza fueron ganados por Cornejo. Por otra parte, hay todavía tienen que aparecer amenazas creíbles en el partido de la oposición. <https://radiomitre.cienradios.com/cornejo-mendoza-baires/>

Seguimos gusta lo que vemos en Mendoza. Sin embargo, es necesaria la continuidad política de perpetuar el excepcional trabajo realizado por Cornejo y su gobierno, y esto está en cuestión dadas las cambiantes arenas políticas de cara a las elecciones de 2019. Argentina ya se enfrenta a un telón de fondo macro reto, y advertimos a las viudas y huérfanos que tener cuidado. Mientras tanto, invitamos a nuestros amigos en dificultades a considerar Mendoza como una oportunidad de valor interesante como el gasto de interés bajos ingresos a las señales que Mendoza puede ajustarse el cinturón en la parte frontal del gasto de capital y de fácil cumplir con sus obligaciones. Por otra parte, la antigüedad de Cornejo en el partido Cambiemos debería facilitar la capacidad de la provincia de aprovechar la financiación del Banco de la Nación, y la reciente devaluación debería proporcionar una elevación de los principales sectores económicos de Mendoza.