

# INFORME MENSUAL NOVIEMBRE



## PERSPECTIVAS

En EUA las elecciones de medio término no generaron sorpresa (los republicanos perdieron la mayoría en la Cámara de Diputados). El mercado bursátil, luego de la toma de ganancias a principios de octubre, parecía listo para rebotar y encarar el rally de fin de año, pero mientras escribimos, el S&P volvió a cortar a la baja la media móvil de 200 días (señal bajista), mientras el dólar volvía a apreciarse respecto al resto de las monedas. De esta manera, ni los activos emergentes ni los commodities encuentran un piso firme.

Por otro lado, los resultados corporativos en EUA continuaron creciendo durante el 3q18, por lo que en definitiva, la baja del S&P el mes pasado deja las valuaciones con ratios muy razonables (P/E forward menor a 16x); el temor de los inversores es que a partir de ahora el crecimiento sea más moderado.

La política en distintas partes del globo continúa agregando incertidumbre. A la disputa comercial entre EUA y China, se suman problemas en Europa: la dificultad del Reino Unido para llegar a un acuerdo por el Brexit (el tiempo se acaba y hasta se habla de un nuevo referéndum), y el plan de Italia para incrementar su déficit más allá de lo admitido por la Comunidad Europea.

En América Latina, no nos quedamos atrás. A punto de asumir los recientemente electos presidentes de México y Brasil, cada uno busca diferenciarse con sus posturas extremas, dadas también las diferentes realidades con las que les toca lidiar. En México, Lopez Obrador tiene que negociar con un duro Trump, por lo que amenaza con una postura en el extremo opuesto (la realidad se verá una vez que asuma). En Brasil, por el contrario, Bolsonaro busca parecerse y alinearse a Trump, para diferenciarse del PT, pero no le será fácil lidiar internamente con la alta fragmentación del Congreso.

En la Argentina, el nuevo plan económico consensuado con el FMI logró su primer cometido: frenar la suba del dólar a costa de absorber pesos poniendo las tasas por las nubes. En las últimas semanas, la tasa de referencia del Banco Central ha bajado de 74% a 66% anual, y el peso continúa apreciándose, a diferencia de lo que ocurre en el mundo. Al observarse una desaceleración en la inflación, vendrá luego una más difícil sintonía fina, ya que habrá que generar una baja en las tasas para que la actividad económica tenga un respiro. Luego de haber generalizado un impuesto a las exportaciones que es creciente a medida que baja el dólar, y con la inflación de estos meses, el tipo de cambio perdió buena parte de la competitividad ganada, por lo que no vemos más espacio para que continúe apreciándose en términos reales.

Queda por delante al gobierno meses arduos, ya que habrá que pasar el verano buscando el piso de la recesión, cruzando los dedos para que la cosecha de trigo y luego de soja sean buenas, permitiendo un rebote económico a partir del segundo trimestre, que no será parejo para todos los sectores (y si un mes en la Argentina parece mucho, cinco meses son una eternidad).

Mientras tanto, como si fuera poco, tendrán que ir mostrando que se están haciendo los deberes en el frente fiscal, condición básica para que la deuda sea sustentable en el tiempo. Con la aprobación del presupuesto 2019 en Diputados (show mediático de por medio, como nos tienen acostumbrados nuestros representantes) y la descontada aprobación en el Senado, el gobierno tiene chances de lograr un histórico equilibrio fiscal primario en 2019, ya que gran parte de la mejora fiscal se generará por aumento de impuestos (el mes pasado le tocó a bienes personales, luego vendrá la revaluación de inmuebles, etc). Quedará para el próximo gobierno ingeniárselas en conseguir superávit primario, para contrarrestar un déficit financiero que será mayor al 3% anual y es principalmente en dólares, sin contar con la posibilidad de seguir subiendo impuestos, ya que de lo contrario se ahogará cualquier rebote economi-

---

Este reporte fue elaborado con propósito puramente informativo. De las opiniones vertidas sobre predicciones de mercado de cualquier tipo no deben asumirse invitaciones ni sugerencias de comprar o vender activo alguno. La información en este reporte ha sido compilada de fuentes consideradas confiables y si bien se han tomado recaudos razonables no podemos garantizar plena ni parcial exactitud o exhaustividad de la información vertida ni de los resultados analíticos ni contables. Todas las opiniones y estimaciones incluidas en el reporte constituyen nuestro juicio al momento de salir este reporte y están sujetas a cambio sin previo aviso.

Mientras tanto, como si fuera poco, tendrán que ir mostrando que se están haciendo los deberes en el frente fiscal, condición básica para que la deuda sea sustentable en el tiempo. Con la aprobación del presupuesto 2019 en Diputados (show mediático de por medio, como nos tienen acostumbrados nuestros representantes) y la descontada aprobación en el Senado, el gobierno tiene chances de lograr un histórico equilibrio fiscal primario en 2019, ya que gran parte de la mejora fiscal se generará por aumento de impuestos (el mes pasado le tocó a bienes personales, luego vendrá la revaluación de inmuebles, etc). Quedará para el próximo gobierno ingeniárselas en conseguir superávit primario, para contrarrestar un déficit financiero que será mayor al 3% anual y es principalmente en dólares, sin contar con la posibilidad de seguir subiendo impuestos, ya que de lo contrario se ahogará cualquier rebote económico.

Por último, pero no menos importante, los políticos empiezan a perfilarse de cara a las elecciones presidenciales de 2019. Si bien es un poco temprano como para andar analizando encuestas, la dinámica parece ser mostrarse como el menos peor, ya que ningún candidato tiene actualmente una imagen positiva como para resaltar. A medida que avance 2019, la política será un factor adicional de volatilidad con la que el gobierno tendrá que lidiar.

En renta fija, continuamos prefiriendo una exposición limitada al país, con instrumentos en dólares con duration muy acotada, o bonos corporativos con ingresos en dólares. El mes pasado recomendamos para posiciones de mayor riesgo, una inversión puntual en Lecap en pesos. Luego de la apreciación de la moneda, y por lo comentado anteriormente, volvemos a dolarizar totalmente las carteras recomendadas.

En el mercado accionario, ya puede diferenciarse claramente cuáles empresas están afectadas por la devaluación y la recesión, y cuáles no. Hay muchas compañías en el mercado local con baja o nula deuda financiera, con capacidad de atravesar la actual recesión generando caja gracias a saludables márgenes operativos.

Preferimos: en materiales a Ternium Argentina y su controlante; en servicios públicos a TGS, Transener, TGN y Pampa; en bancos a Macro y Supervielle; en petróleo a YPF.

## CARTERAS RECOMENDADAS

### MERVAL ARGENTINA – RECOMENDACIÓN POR SECTOR

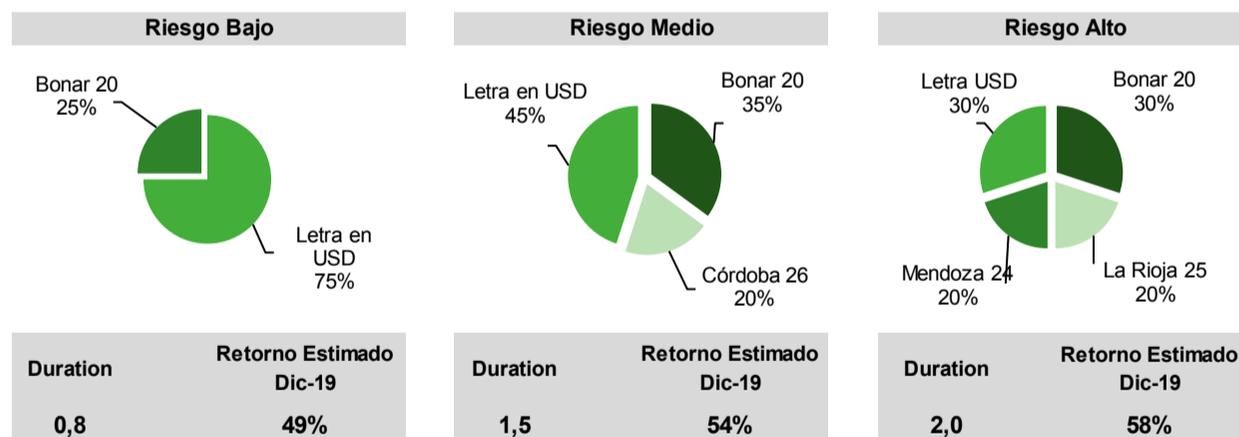
Sector	% del Merval	Recomendación	Destacadas
Bancos	39%	Marketweight	Bma, Supv
Siderurgia	4%	Overweight	Txar, TX
Aluminio	4%	Marketweight	Alua
Petróleo y Serv. Petr.	8%	Marketweight	Capx, Ypf
Serv. Públicos y Gener.	29%	Overweight	Pamp, Tgsu2, Tgno4, Tran
Telecom/ Media	2%	Marketweight	Cvh
Holdings	2%	Marketweight	Come
Consumo Discrecional	2%	Underweight	
Cemento	2%	Underweight	Loma
Otros	8%	Underweight	
	100,0%		

**Overweight:** ponderación superior a la participación del sector en el índice

**Marketweight:** ponderación igual a la participación del sector en el índice

**Underweight:** ponderación inferior a la participación del sector en el índice

### RENTA FIJA ARGENTINA: CARTERAS RECOMENDADAS (RETORNOS ESPERADOS EN PESOS)



A principios de noviembre cambiamos las carteras sugeridas, bajando el porcentaje de las carteras en pesos a cero, porque el tipo de cambio tocó la banda inferior, y creemos que está en un piso. Incorporamos letras en dólares. Sugerimos salir de AY24 y AA26 e ingresar al AO20, ya que la curva es flat a partir de 2020, y creemos que no justifica mantener una duration más alta en un año de volatilidad por las elecciones y por la suba de tasas en EUA. Además, esperamos que a medida que aumente la liquidez (por desembolsos del FMI y el Swap Chino), el precio del bono AO20 suba más que el de los otros bonos, tal como sucedió con el bono AA19 los últimos meses.

Para la cartera de riesgo alto, sugerimos salir de los cupones atados al crecimiento, ya que empeoraron las perspectivas de crecimiento para los próximos años. Además, la experiencia empírica indica que los países que tomaron préstamos SBA del FMI, y para reducir el déficit fiscal aumentaron los impuestos (como Argentina), tuvieron problemas para crecer sostenidamente. En esta cartera aumentamos la porción de bonos provinciales, ya que tienen spreads máximos respecto al soberano.

# ACTIVIDAD ECONÓMICA

## PROYECCIONES MACRO ARGENTINA

	dic-2015	dic-2016	dic-2017	dic-2018	dic-2019
<b>Actividad</b>					
PIB Nominal (USD mln)	559,6	473,4	557,8	378,1	390,4
Crecimiento real PIB (YoY)	1,1%	1,2%	2,3%	-3,0%	-0,7%
Consumo Privado (YoY)	3,7%	-1,0%	3,5%	-4,0%	-2,0%
Consumo Público (YoY)	6,9%	0,3%	2,2%	-1,0%	-3,5%
Inversión (YoY)	3,5%	-4,9%	11,0%	-2,0%	-6,0%
Exportaciones (YoY)	-2,8%	5,3%	0,4%	1,7%	5,0%
Importaciones (YoY)	4,7%	5,7%	15,0%	-0,6%	-5,0%
<b>Datos Fiscales</b>					
Resultado Primario últimos 12 meses (% del PIB)	-3,8%	-4,2%	-3,8%	-2,7%	0,0%
Intereses últimos 12 meses (% PIB)	-1,3%	-1,6%	-2,1%	-3,4%	-4,3%
Resultado Financiero últimos 12 meses (% PIB)	-5,1%	-5,8%	-6,0%	-6,1%	-4,3%
Deuda Pública Total (% PIB)	43%	58%	58%	88%	83%
Deuda Pública con terceros (neta de FGS y BCRA) (% PIB)	18%	28%	30%	57%	54%
<b>Sector Externo</b>					
Exportaciones últimos 12 meses (USD mln)	56,8	57,9	58,6	60,7	70,2
Exportaciones (YoY)	-17%	2%	1%	3%	16%
Importaciones últimos 12 meses (USD mln)	59,8	55,9	66,9	66,2	60,5
Importaciones (YoY)	-8%	-6%	20%	-1%	-9%
Balanza Comercial, últimos 12 meses (USD mln)	-3	2	-8	-6	10
Balanza Comercial, últimos 12 meses (% PIB)	-0,5%	0,4%	-1,5%	-1,5%	2,5%
Cuenta Corriente (USD mln)	-17,6	-14,7	-31,3	-16,5	-1,4
Cuenta Corriente (% del PIB)	-3,1%	-3,1%	-5,6%	-4,4%	-0,3%
Reservas Internacionales (USD mln)	25,4	39,3	55,1	56,2	63,8
Reservas Internacionales (% del PIB)	5%	8%	10%	15%	16%
<b>Sector Monetario</b>					
Inflación Minorista (IPC Nac. YoY (Fin. Per.))	28%	37%	25%	48%	30%
Tasa de Referencia (Fin. Per.)	27%	26%	26%	58%	27%
Tasa Badlar Bancos Priv. (Fin. Per.)	29%	20%	23%	48%	24%
Tipo de Cambio mayorista (ARS/USD, fin. Per.)	13,0	15,9	18,7	40,0	50,0
Tipo de Cambio mayorista (YoY, fin. Per.)	52%	22%	17%	114%	25%
Tipo de Cambio Real Multilateral (fin. Per.)	95	90	90	131	126

### Tipo de cambio, tasas y precios

Después del pico de septiembre la inflación comenzó a descender. Esto ocurre por una combinación de factores que atañen a la evolución de los precios regulados (no se esperan incrementos importantes hasta 1Q19) y el efecto de la recesión y las elevadas tasas de interés sobre la inflación núcleo. Para 2019 esperamos una inflación Dic-19 vs. Dic-18 en torno al 30% la cual surge de una combinación de leve atraso tarifario (creciendo al 25%), ya que el esquema cambiario no permite anclar con el tipo de cambio real, y una recuperación más lenta respecto a otras experiencias recientes de los salarios reales.

Respecto a esto último, luego de una recesión, la recuperación de los salarios reales puede llevar entre 4 y 6 trimestres (hasta volver a su nivel inicial). Sin embargo, la excepción fue 2002 ya que había grandes problemas de desempleo (mayor al 20%). En el escenario 2018-19, con una recesión en "L" (lo que implica que perdura en el tiempo), la preservación de los niveles de empleo creemos que frenará la recuperación de los salarios reales, especialmente en el sector informal (entre 35% y 40% de la nómina total).

A medida que se reducen los encajes no remunerados, el objetivo de "base monetaria cero" da espacio al incremento del circulante, lo cual permite la reducción de la tasa de interés desde el 51% actual hasta la zona del 25% (Badlar bancos privados) a fin de 2019.

Los niveles de tasa real usando Badlar "privada" ha sufrido cambios abruptos debido a 2 motivos:

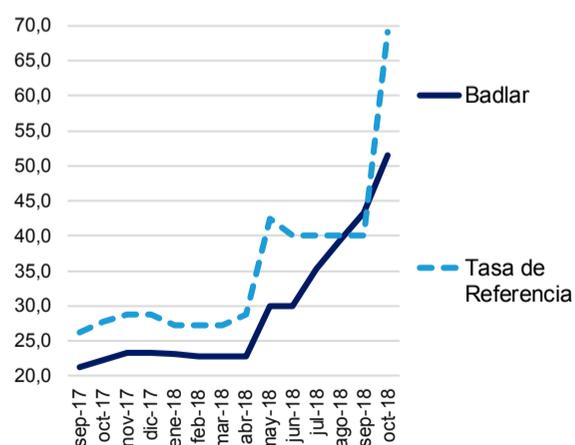
- 1) La suba de los encajes remunerados permite a los bancos pagar "más" por los depósitos a plazo.
- 2) El esquema de agregados implica un cambio de instrumento de política monetaria (desde tasa de interés hacia base monetaria). En este esquema la tasa se determina en función de las expectativas de inflación y devaluación, las cuales a su vez determinan el nivel de demanda de dinero.

En nuestro escenario base, proyectamos niveles de inflación 20 puntos por debajo del pico de Dic-18, lo que permite recuperar la demanda de dinero y por ende bajar la tasa de interés nominal. El Banco Central validaría esta idea reduciendo los encajes no remunerados. Sin embargo, la tasa real se mantendría elevada, ya que el Banco Central se comprometió con las autoridades del FMI a sostener el sesgo contractivo de la política monetaria.

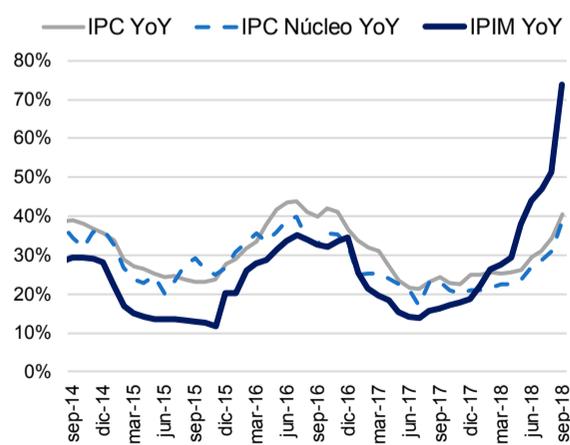
La clave de la des-inflación es permitir que crezca el ratio de crédito sobre PBI, y con ella el tamaño del mercado de capitales. Resulta difícil separar una de la otra.

Un mercado doméstico amplio no sólo es deseable desde el punto de vista del desarrollo económico, ya que permite validar niveles de inversión congruentes con el crecimiento sostenido del producto potencial, sino también le dan sostenibilidad a la estrategia de financiamiento del sector público; permitiendo sustituir deuda externa con deuda interna. De esta forma, se evita la apreciación real sufrida en 2016-7 y el repago de la deuda depende enteramente del resultado financiero del sector público ya que se evita el descalce de monedas del fisco, uno de los principales causantes de las crisis de deuda en Argentina.

**TASA DE REFERENCIA Y TASAS DE LEBACS**



**INFLACIÓN MINORISTA, NÚCLEO Y MAYORISTA**



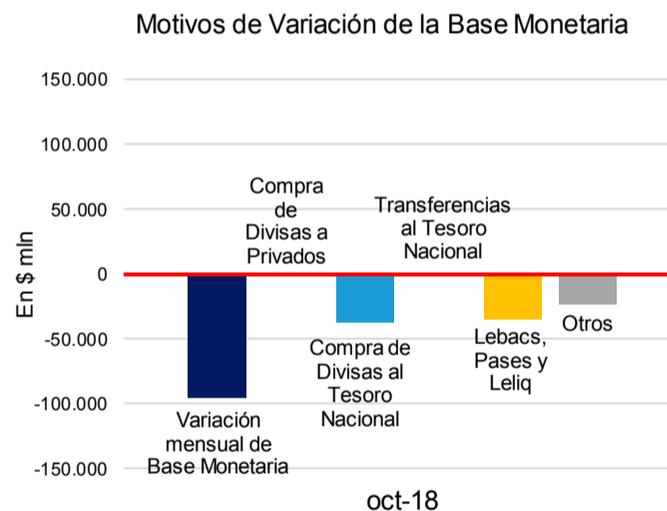
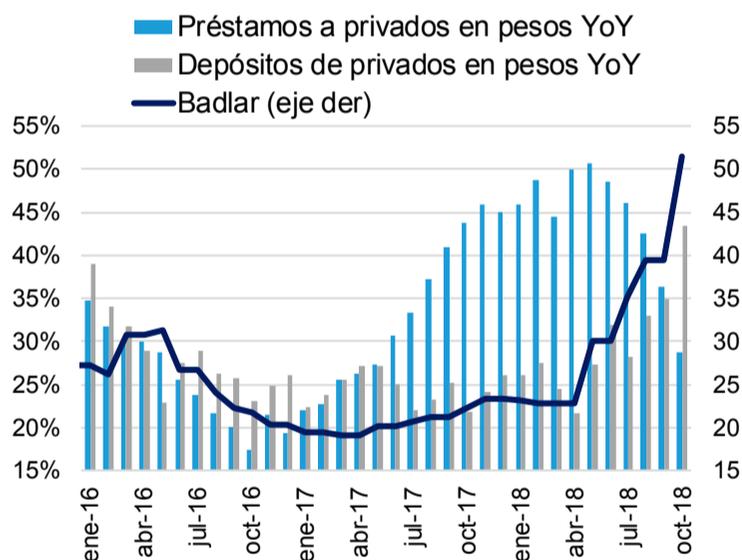
Durante octubre, la base monetaria se contrajo \$94.575 mln. Sin embargo, creció a un ritmo del +31% YoY. La contracción es explicada fundamentalmente por las compras de Leliqs y Pases de los bancos por \$220.908 mln y las ventas de divisas del Banco Central al Tesoro por \$37.437. Estas fueron parcialmente compensadas por el desarme de Lebacs por \$156.238 mln.

Desde el punto de vista privado, en octubre los préstamos en pesos crecieron al +29% YoY (por debajo del +36% YoY de septiembre), y los depósitos en pesos crecieron al +43% YoY (por encima del +35% YoY en septiembre).

La tasa Badlar subió +818 p.b. a 51,5% (TNA), y la tasa TM20 subió +944 p.b. a 53,5% (TNA).

Según estimaciones del Banco Central, la aceleración inflacionaria que se experimentó a partir de junio se mantendría en niveles elevados en octubre, para luego empezar a ceder en los meses de noviembre y diciembre, aunque las tasas interanuales seguirán al alza, como reflejan las expectativas del mercado.

**RENTA FIJA ARGENTINA: CARTERAS RECOMENDADAS (RETORNOS ESPERADOS EN PESOS)**



Los problemas de sustitución de monedas son "hijos" de la inestabilidad nominal. No es posible pensar en resolverlos sin un plan de estabilización creíble. Es más, incluso después de que la inflación alcanzó la zona de 1 dígito, la rigideces contractuales implican que la demanda de "dolares" seguirá persistiendo un tiempo más. Estamos hablando de 10 años con estos niveles de atesoramiento, los cuales son agravados por la des-regulación extrema de la cuenta capital.

Durante septiembre, la cuenta corriente mostró superávit, por primera vez desde enero de 2016. Y la cuenta financiera redujo su déficit -23% MoM. Según una presentación del Banco Central, con datos de octubre, en dicho mes la demanda de divisas para atesoramiento se habría reducido nuevamente con fuerza.

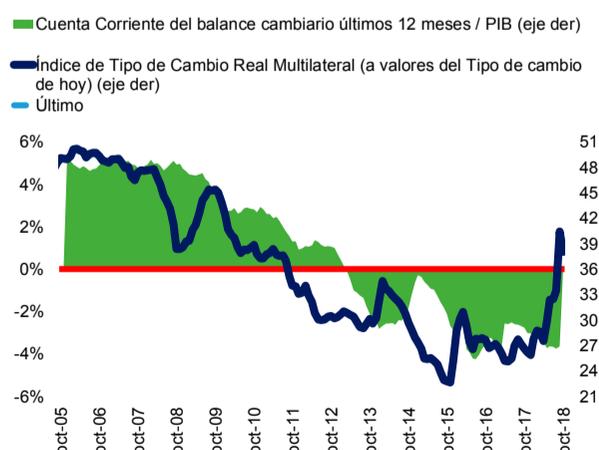
**CUENTA CORRIENTE Y FORMACIÓN DE ACTIVOS EXTERNOS (FAE)**

En U\$S mln	Mensual			Sep18 vs Sep17		Sep18 vs Ago18	
	sep-17	ago-18	sep-18	U\$S mln	YoY	U\$S mln	MoM
<b>Cuenta Corriente</b>	<b>-1.595</b>	<b>-396</b>	<b>106</b>	<b>1.700</b>	<b>-107%</b>	<b>502</b>	<b>-127%</b>
Balanza comercial (expo - impo)	-97	594	891	987	-1021%	297	50%
Exportación de Bienes	4.781	4.419	3.684	-1.097	-23%	-735	-17%
Importación de Bienes	4.995	3.938	2.878	-2.118	-42%	-1.060	-27%
Turismo	-825	-571	-317	508	-62%	254	-44%
Intereses	-492	-248	-390	102	-21%	-142	58%
Utilidades	-124	-69	-50	73	-59%	19	-27%
Otros	-57	-102	-27	29	-52%	75	-73%
<b>Cuenta Financiera (1+2+3+4)</b>	<b>2.599</b>	<b>-5.345</b>	<b>-4.124</b>	<b>-6.723</b>	<b>-259%</b>	<b>1.222</b>	<b>-23%</b>
1) FAE Sector privado no financiero	-1	-3.900	-3.441	-3.440	253481%	459	-12%
Transferencias o divisas mayoristas (netas)	-671	-667	-784	-113	17%	-117	18%
Ahorro de billetes o minoristas (netas)	-1.543	-2.123	-1.195	348	-23%	928	-44%
Inversión de portafolio	1.978	-646	-1.285	-3.263	-165%	-639	99%
Otros	234	-464	-178	-412	-176%	286	-62%
2) FAE Sector privado financiero	-291	-715	-407	-116	40%	307	-43%
3) FAE Sector público	2.318	-1.850	-29	-2.347	-101%	1.821	-98%
4) Otros	574	1.119	-247	-820	-143%	-1.366	-122%
<b>Demanda de Privados (cta cte sin intereses + 1+2)</b>	<b>-1.395</b>	<b>-4.763</b>	<b>-3.353</b>	<b>-1.958</b>	<b>140%</b>	<b>1.411</b>	<b>-30%</b>
<b>Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral Promedio mensual (a valores del Tipo de cambio de hoy)</b>	<b>27</b>	<b>33</b>	<b>40</b>				

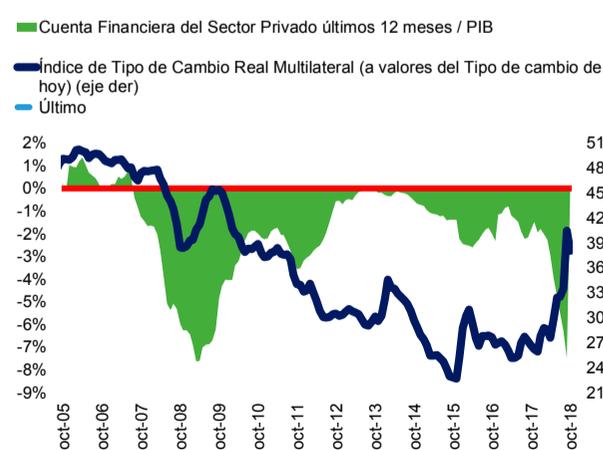
Mientras la cuenta corriente debería llevar al tipo de cambio al piso de la banda, la cuenta capital lo empuja al centro.

En el escenario proyectado, la tasa de interés disminuye lentamente de la mano de un aumento del circulante, permitiendo que el tipo de cambio real se acomode en el centro de la banda; ya que asumimos una fuerte des-inflación. No hay que asumir que se puede bajar la inflación 20 puntos (de 50 a 30) de manera sostenible con recesión y anclando salarios reales. La clave del proceso se encuentra en la tasa real positiva y una reducción de la volatilidad del tipo de cambio nominal. Ambos factores redundan en una reducción del atesoramiento de dólares para ahorro, y por ende evitan nuevos episodios de corridas contra el peso.

**CUENTA CORRIENTE**



**AHORRO PRIVADO EN DÓLARES**

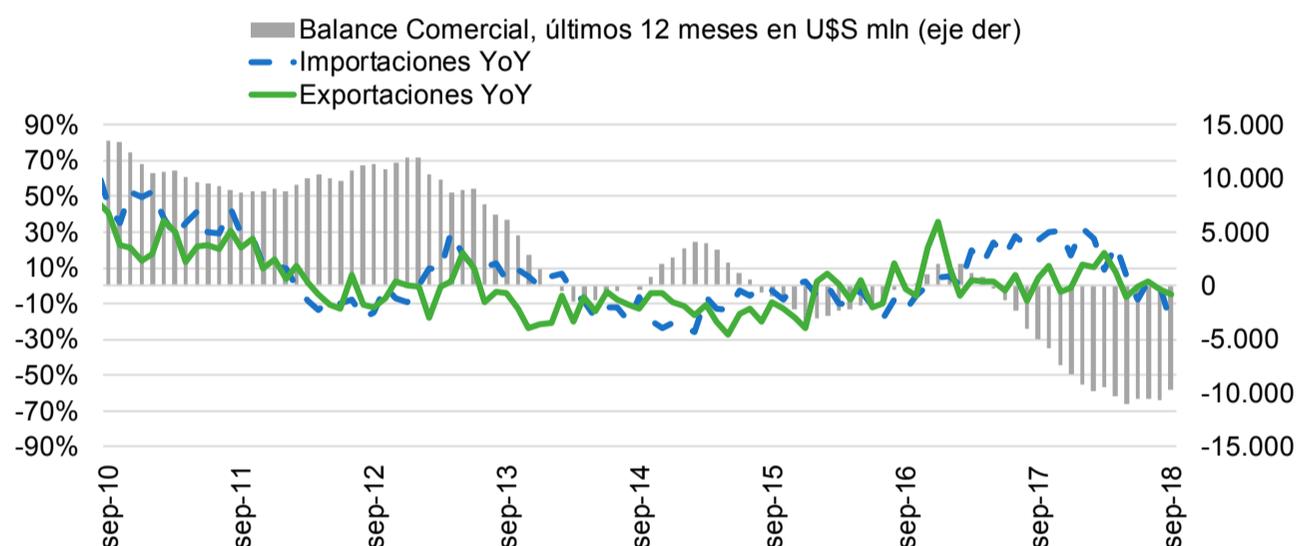


La balanza comercial de la balanza de pagos (exportaciones - importaciones) correspondiente al mes de septiembre, registró un superávit luego de 20 meses consecutivos de déficit, y alcanzó los U\$S 314 mln.

Las exportaciones cayeron -4,8% YoY alcanzaron a U\$S 5.013 mln, destacándose las cantidades exportadas de productos primarios (-35% YoY). Las importaciones se contrajeron -21,2% YoY a U\$S 4.699 mln, los rubros más afectados fueron bienes de capital -42,3% YoY y vehículos automotores de pasajeros -50,2% YoY mln.

El déficit acumulado para los últimos 12 meses alcanzó los U\$S 9.660 mln, mostrando una mejora de +9% MoM, pero empeorando en términos interanuales (-94% YoY).

**BALANZA COMERCIAL (EXPORTACIONES – IMPORTACIONES)**



Rubros/ usos	Septiembre de 2018			Nueve meses de 2018		
	Valor	Precio	Cantidad	Valor	Precio	Cantidad
<b>Exportación</b>	<b>-4,8</b>	<b>7,3</b>	<b>-11,2</b>	<b>3,5</b>	<b>8,1</b>	<b>-4,4</b>
Productos primarios	-32,3	4,2	-35,0	-12,1	7,8	-18,6
Manufacturas de origen agropecuario (MOA)	1,2	3,2	-2,0	0,2	9,3	-8,4
Manufacturas de origen industrial (MOI)	-4,0	0,5	-4,4	11,1	3,5	7,3
Combustibles y energía	122,2	23,2	81,1	91,9	27,1	50,9
<b>Importación</b>	<b>-21,2</b>	<b>9,9</b>	<b>-28,3</b>	<b>5,9</b>	<b>4,3</b>	<b>1,4</b>
Bienes de capital	-42,3	-3,7	-40,1	-9,8	-5,6	-4,5
Bienes intermedios	-0,3	17,4	-15,0	18,1	9,9	7,4
Combustibles y lubricantes	23,3	31,3	-6,0	25,6	27,8	-1,7
Piezas y accesorios para bienes de capital	-23,8	5,9	-28,0	3,4	1,0	2,3
Bienes de consumo	-27,5	-3,4	-25,0	3,6	-1,1	4,8
Vehículos automotores de pasajeros	-50,2	2,9	-51,4	-1,9	2,0	-3,8
Resto	-8,3	.	.	-0,9	.	.

**Actividad, política monetaria y fiscal**

Durante agosto, la actividad económica (EMAE) cayó -1,6% YoY (desde -2,7% YoY en julio), aunque creció +1,3% MoM, registrando así su segundo mes consecutivo con crecimiento intermensual (en julio había crecido +1,4% MoM). A diferencia de lo que se venía observando los últimos meses, la caída no fue explicada por el sector agropecuario (que durante agosto creció +2,2% YoY luego de 4 meses con caídas interanuales consecutivas), sino que los sectores que lideraron la contracción fueron industria manufacturera (-4,1% YoY) y comercio (-5% YoY). Entre ambos sectores se

concentra el 30% de la población empleada, por lo que la desaceleración en estos rubros podría verse reflejada en un aumento del desempleo.

Por otro lado, la industria (EMI) registró su quinta caída interanual consecutiva y se contrajo -11,5% YoY. En lo que va del año, acumula una caída de -2,1% YoY.

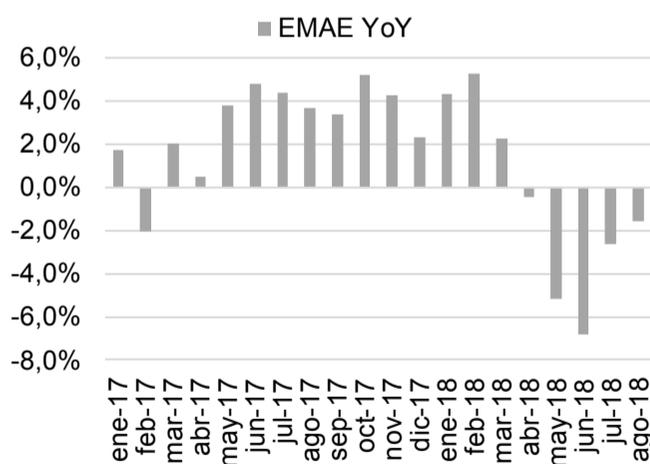
Durante septiembre, la construcción (ISAC) cayó -4,2% YoY, de esta manera acumula en el año un crecimiento de +6,4% YoY respecto del mismo período del año anterior.

La dinámica del empleo el año próximo dependerá de la trayectoria de los salarios reales. La abrupta caída de la tasa de entrada al mercado formal de trabajo (contrataciones por unidad de tiempo y trabajador disponible), en conjunto con el buen comportamiento de la tasa de salida (despidos por unidad de tiempo), nos sugiere que la caída de los salarios reales está actuando de "colchón", para contener los niveles de desempleo apenas por arriba del doble dígito (entre 10 y 12%). Por lo tanto, esperamos que, en el buen escenario, una tenue recuperación de los salarios reales durante el próximo año, implique un incremento del desempleo.

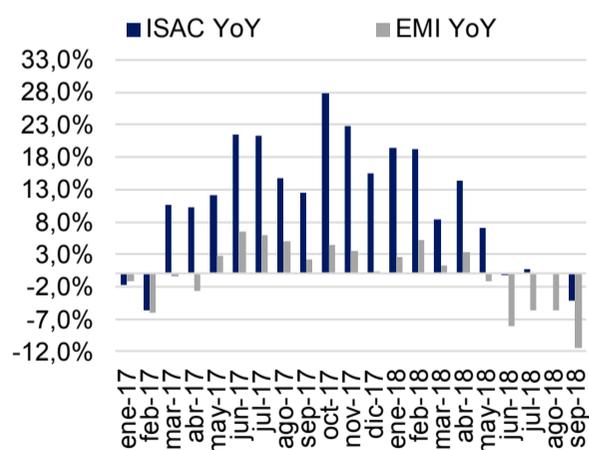
La inversión quedará presa de las elevadas tasas de interés, el incremento en la incertidumbre fruto del año electoral y la recesión. Nadie en el sector privado está pensando seriamente en expandirse hasta que el panorama político aclare. A esto debemos sumar otro 2 problemas: i) las causas de corrupción, especialmente las ligadas a los "cuadernos" afectan a todo el espectro de contratistas de obra pública. ii) Casi el 40% de la inversión es importada, por lo que la reciente devaluación encareció significativamente el costo de los bienes necesarios para llevar adelante los procesos de inversión.

En resumen, parece difícil que la inversión sea el motor del crecimiento en 2019, excepto en sectores puntuales como la energía y el campo, ambos con escaso impacto en el valor agregado total.

**ESTIMADOR DE ACTIVIDAD ECONÓMICA (EMAE)**



**INDUSTRIA (EMI) Y CONSTRUCCIÓN (ISAC)**



La recaudación tributaria de octubre alcanzó los \$312.509 mln, aumentando +42,2% YoY (desde +32% YoY en septiembre), nuevamente por debajo de la inflación estimada para el período (+45% YoY).

Los impuestos internos crecieron +33,5% YoY, mostrando una caída de -12% YoY en términos reales (mejorando con respecto a la caída de -18% YoY registrada en septiembre). IVA DGI +56,3% YoY, Ganancias DGI +28,5% YoY y Seguridad Social +24,7% YoY.

Los impuestos externos crecieron +83,5% YoY (desde +81,6% YoY en septiembre). IVA DGA +63,4% YoY, Derechos de Exportación +265,5% YoY, Derechos de Importación +65,3% YoY y Ganancias DGA +58,4% YoY.

### RECAUDACIÓN TRIBUTARIA

\$ mln	Mes		YoY	Acumulado últimos 12 meses		Sobre PIB	
	oct-18	oct-17		oct-18	oct-17	oct-18	oct-17
<b>Total Recaudado</b>	<b>312.509</b>	<b>219.713</b>	<b>42,2%</b>	<b>3.222.306</b>	<b>2.576.722</b>	<b>24%</b>	<b>25,6%</b>
IVA neto	110.762	69.462	59,5%	1.054.790	726.086	8,0%	7,2%
IVA DGA	39.360	24.084	63,4%	356.613	229.648	2,7%	2,3%
IVA DGI	73.902	47.278	56,3%	720.668	515.661	5,5%	5,1%
Ganancias	63.743	48.788	30,7%	703.289	534.479	5,3%	5,3%
Ganancia DGI	58.200	45.288	28,5%	652.981	501.331	5,0%	5,0%
Ganancia DGA	5.543	3.500	58,4%	50.308	33.149	0,4%	0,3%
Derechos de Expo	14.051	3.844	265,5%	91.847	66.903	0,7%	0,7%
Derechos de Impo y otros	11.578	7.006	65,3%	102.580	67.554	0,8%	0,7%
Deb y Créd	21.510	14.215	51,3%	221.195	164.406	1,7%	1,6%
Bs Personales	1.290	2.650	-51,3%	15.882	20.983	0,1%	0,2%
Seguridad Social	74.624	59.842	24,7%	850.903	675.905	6,5%	6,7%
Otros	14.950	13.907	7,5%	181.820	320.406	1,4%	3,2%
Sinceramiento Fiscal	0	0		0	154.580	0,0%	1,5%
<b>Impuestos Internos</b>	<b>241.977</b>	<b>181.279</b>	<b>33,5%</b>	<b>2.620.958</b>	<b>2.179.468</b>	<b>19,9%</b>	<b>21,6%</b>
<b>Impuestos Externos</b>	<b>70.532</b>	<b>38.434</b>	<b>83,5%</b>	<b>601.348</b>	<b>397.254</b>	<b>4,6%</b>	<b>3,9%</b>

Los niveles de presión tributaria se encuentran entre los más altos de la región en torno al 32% del PBI, apenas por debajo de Bolivia. Medida a nivel del país como un todo (sector público nacional, provincial y municipal) aumentó más de 14 puntos entre 2002 y 2016 y 18 puntos respecto a los niveles de los años 90's.

Aunque todavía se encuentra por debajo de los niveles observados en los países de la OCDE, estos niveles de impuestos afectan severamente la sostenibilidad macroeconómica ya que reducen los niveles de competitividad respecto a los potenciales competidores comerciales, cómo son los países de la región. A su vez, la presión impositiva se muestra muy rígida debido al elevado componente del gasto social en el gasto primario, y la necesidad de consolidar las cuentas públicas, cómo surge del acuerdo con el FMI.

Parte de los problemas para consolidar un crecimiento estable se deben a estos niveles de impuestos. Por un lado, actúan en detrimento de la inversión y del crecimiento de la productividad. Por otro, de la oferta de transables, lo que evitaría estrangulamientos externos. Teniendo en cuenta el último intento de reforma tributaria (reducía 1,5 puntos del producto en 5 años) y la imposibilidad de conseguir mayoría en ambas cámaras del Congreso, parece difícil esperar una mejora por este lado.

**DÉFICIT FISCAL**

	Mes en \$ mln			Acumulado sobre PIB		
	sep-18	sep-17	sep-18 vs 17	sep-18	sep-17	
<b>INGRESOS TOTALES</b>	227.678	166.702	60.976	37%	13,5%	13,8%
<b>Tributarios</b>	203.727	156.978	46.749	30%	12,0%	12,9%
<b>Rentas de la propiedad Netas</b>	14.385	3.671	10.715	292%	0,9%	0,4%
FGS cobradas al sector privado y público financiero	4.036	1.214	2.822	232%	0,3%	0,1%
Resto rentas de la propiedad	10.350	2.457	7.893	321%	0,6%	0,3%
<b>Otros ingresos corrientes</b>	8.923	5.652	3.271	58%	0,5%	0,5%
<b>Ingresos de capital</b>	643	402	241	60%	0,1%	0,0%
<b>GASTOS PRIMARIOS</b>	250.532	198.055	52.477	26%	14,6%	15,9%
<b>Gastos corrientes primarios</b>	229.933	180.635	49.298	27%	13,6%	14,4%
Prestaciones sociales	138.199	111.483	26.716	24%	8,5%	8,7%
Jubilaciones y pensiones contributivas	93.109	77.813	15.297	20%	5,9%	6,1%
Asignación Universal para Protección Social	11.079	12.133	-1.054	-9%	0,8%	0,9%
Asignaciones Familiares Activos, Pasivos y Pensiones	8.005	8.593	-589	-7%	0,6%	0,7%
Pensiones no contributivas	10.152	8.856	1.296	15%	0,7%	0,7%
Prestaciones del INSSJP	10.771	4.088	6.683	163%	0,3%	0,3%
Otros programas (Progresar, Argentina Trabaja)	5.083	0	5.083		0,1%	0,0%
Subsidios económicos	29.621	15.575	14.047	90%	1,3%	1,4%
Gastos de funcionamiento (sueldos y otros)	43.080	36.882	6.198	17%	2,6%	2,9%
Transferencias corrientes a provincias	6.251	5.731	520	9%	0,4%	0,5%
Otros gastos corrientes	12.782	10.965	1.817	17%	0,8%	1,0%
<b>Gastos de capital</b>	20.599	17.420	3.179	18%	1,0%	1,5%
<b>RESULTADO PRIMARIO</b>	-22.854	-31.353	8.499	-27%	-1,1%	-2,1%
<b>Intereses Netos del Sector Público</b>	33.004	19.824	13.180	66%	1,7%	1,4%
<b>RESULTADO FINANCIERO</b>	-55.858	-51.177	-4.682	9%	-2,8%	-3,5%

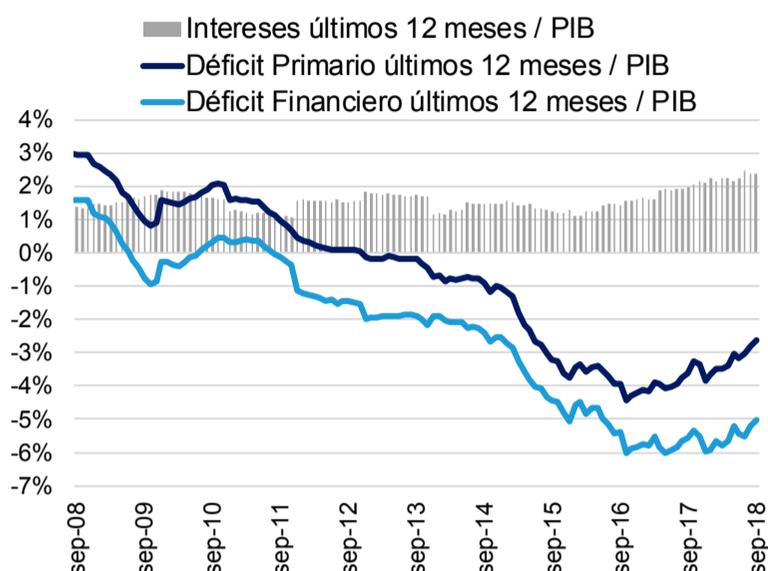
El déficit fiscal primario de septiembre cayó -27,1% YoY y fue de \$22.854 mln, acumulando en el año una caída de -31%,1 YoY con respecto al acumulado en el mismo período del año anterior.

En particular, los ingresos totales crecieron a un ritmo de +36,6% YoY a \$227.678 mln, por encima de los gastos que aumentaron al +26,5% YoY alcanzando los \$250.532 mln.

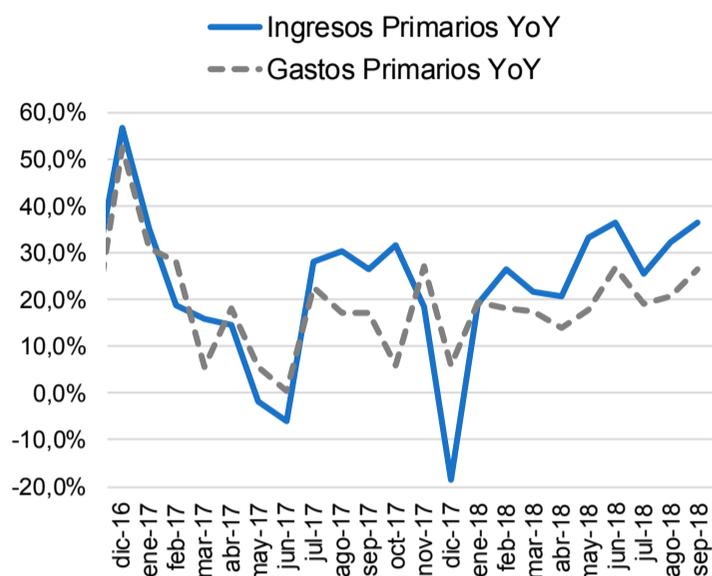
El déficit primario acumulado entre enero y septiembre representa un 1,1% del PBI, registrando una mejora de un punto porcentual en comparación con el mismo período de 2017.

Los intereses de la deuda pública aumentaron +66,5% YoY a \$33.004 mln, por lo que el resultado financiero fue de \$ -55.858 mln (+9,1% YoY).

**DÉFICIT FISCAL PRIMARIO Y FINANCIERO**



**INGRESOS Y GASTOS**



El Relevamiento de Expectativas de Mercado, realizado entre los días 29 y 31 de octubre por el Banco Central, proyecta:

- Caída del PBI de -2,4% YoY para 2018 (similar al -2,5% esperado en septiembre) y de -1% para 2019 (desde -0,5% YoY)
- Inflación del 47,5% YoY en dic-18 (desde 44,8% YoY el mes anterior) y de 27,8% YoY en dic-19.
- Tipo de cambio en \$39,3 para dic-18 (desde \$43) y \$48,9 en dic-19.
- Tasa de referencia en 65% en dic-18 (desde 60% en el relevamiento anterior) y en 35% para fines de 2019.

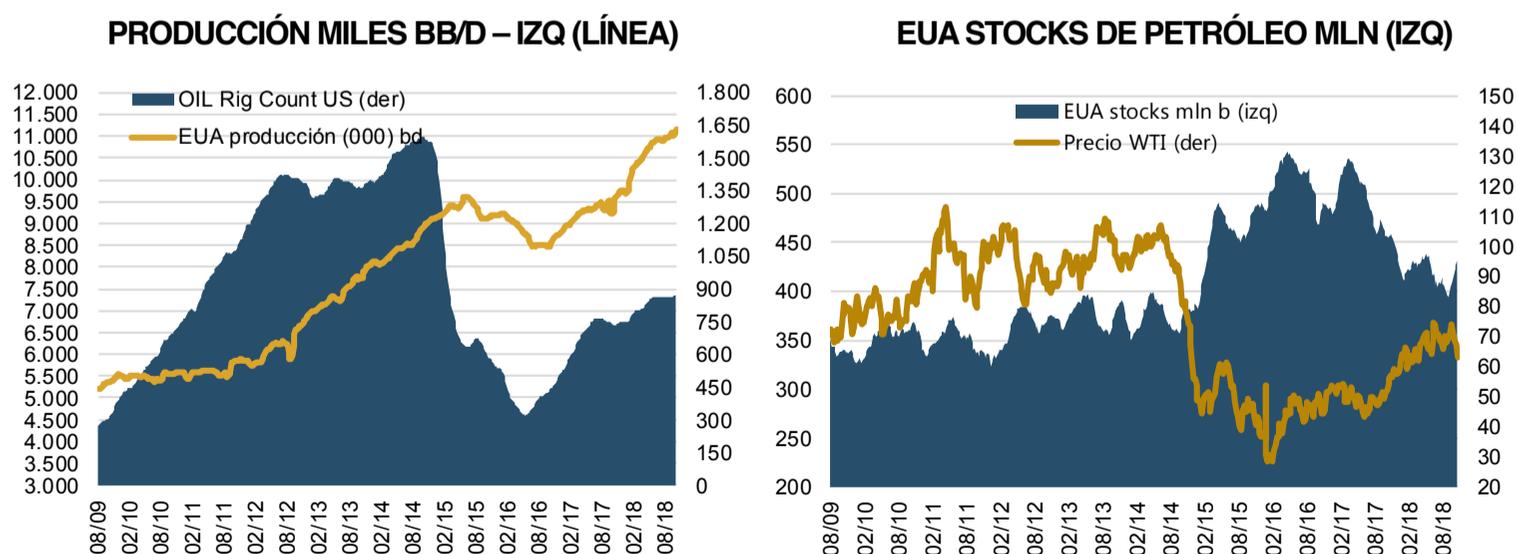
**RELEVAMIENTO DE EXPECTATIVAS DE MERCADO DEL BANCO CENTRAL**

REM	Tipo de Cambio Projectado a:			Inflación (IPC GBA hasta feb-17 y luego Nacional)			Tasa de política monetaria (Leliq 7 días)		PIB a precios constantes	
	Próx. 12 meses	dic-18	dic-19	Próx. 12 meses	dic-18	dic-19	dic-18	dic-19	2018	2019
Encuesta de:										
sep-17	19,9	20,6		16,9	15,8	11,0	19,5		3,0	
oct-17	20,1	20,5		17,3	16,0	11,0	21,0		3,1	
nov-17	20,2	20,3		17,5	16,6	11,3	22,0		3,1	
dic-17	20,4	20,4	22,6	17,4	17,4	11,6	22,3	15,7	3,2	3,3
ene-18	22,2	21,9	24,5	18,6	19,4	13,5	21,8	16,0	3,0	3,1
feb-18	22,6	22,0	24,6	17,6	19,9	14,0	22,0	17,0	2,7	3,0
mar-18	23,2	22,5	25,1	17,8	20,3	14,3	22,5	17,1	2,5	3,1
abr-18	23,4	22,6	25,4	18,2	22,0	15,0	24,5	18,7	2,5	3,2
may-18	29,2	27,4	31,8	22,2	27,1	19,0	30,0	23,3	1,3	2,2
jun-18	32,9	30,3	36,0	24,2	30,0	20,2	33,0	24,9	0,5	1,6
jul-18	33,5	30,5	36,0	23,7	31,8	20,6	35,0	25,5	-0,3	1,5
ago-18	46,7	41,9	50,0	31,5	40,3	25,3	60,0	32,0	-1,9	0,5
sep-18	48,2	43,0	50,4	31,9	44,8	27,0	60,0	35,0	-2,5	-0,5
oct-18	47,2	39,3	48,9	30,6	47,5	27,8	65,0	35,0	-2,4	-1,0
Var	-1,0	-3,7	-1,5	-1,3	2,7	0,8	5,0	0,0	0,1	-0,5

## COMMODITIES

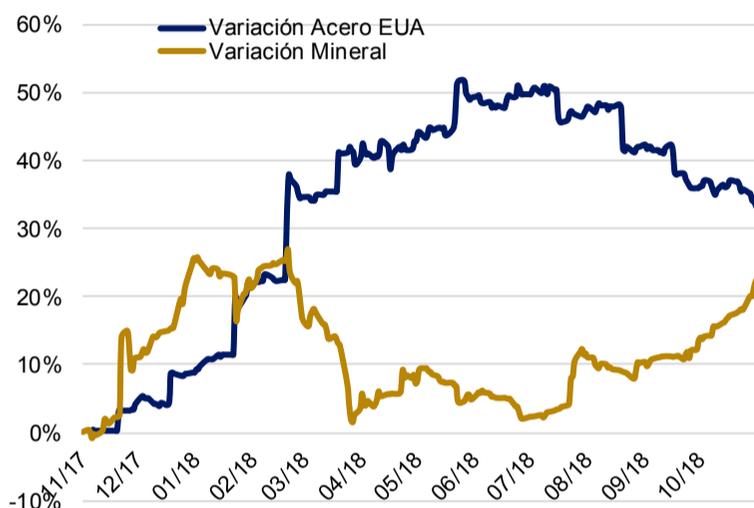
Commodities	Fecha	Últ Precio	Var 1 Sem	Var 1 M	Var 3 M	YTD	Var Yr
CRB Index	12/11/2018	2.938,5	0,2%	-2,4%	-3,5%	-6,2%	0,4%
Baltic Index	9/11/2018	1.147,0	-21,3%	-23,7%	-32,2%	-6,7%	-20,6%
<b>METALES PRECIOSOS</b>							
Oro	12/11/2018	1.205,1	-2,3%	-1,7%	1,2%	-8,6%	-6,9%
Plata	12/11/2018	14,0	-0,7%	-0,3%	-2,9%	-4,4%	-11,6%
Platino	9/11/2018	852,4	-0,7%	1,9%	3,3%	-11,8%	-9,5%
<b>METALES INDUSTRIALES</b>							
USA HRC	9/11/2018	812,0	-1,8%	-2,2%	-9,9%	23,0%	33,1%
China HRC	12/11/2018	547,2	-4,7%	-11,9%	-12,2%	-14,7%	-9,0%
Mineral de Hierro	9/11/2018	75,6	3,6%	7,2%	10,2%	2,3%	23,1%
Aluminio	12/11/2018	1954,00	-1,1%	-4,3%	-6,1%	-13,7%	-7,0%
Cobre	12/11/2018	6.070,0	-2,4%	-3,7%	-0,3%	-16,0%	-11,2%
<b>ENERGÉTICOS</b>							
Petróleo	12/11/2018	60,6	-3,3%	-15,3%	-10,1%	0,4%	7,3%
Carbón	9/11/2018	219,00	-0,5%	2,3%	20,3%	-17,4%	15,3%
Gas	12/11/2018	3,83	7,4%	18,8%	25,3%	26,6%	19,5%
<b>AGRÍCOLAS</b>							
Trigo	12/11/2018	185,8	-0,1%	-0,9%	-6,4%	16,4%	19,7%
Maiz	12/11/2018	145,4	-1,1%	0,2%	2,2%	4,6%	7,6%
Soja	12/11/2018	319,6	-0,5%	1,3%	1,4%	-9,0%	-12,4%

- El petróleo cayó 15% a \$ 60,6 por barril debido a la creciente preocupación de una nueva sobre oferta, alimentada por exenciones a las sanciones de Irán y el crecimiento de la producción en EUA. Recientemente, la OPEP volvió a insinuar que podría recortar la producción.
- En EUA, el Rig Count bajó 0,3% MoM, mientras que la producción subió 3,6% MoM (continúa haciendo récords) y los stocks +5,3% MoM.

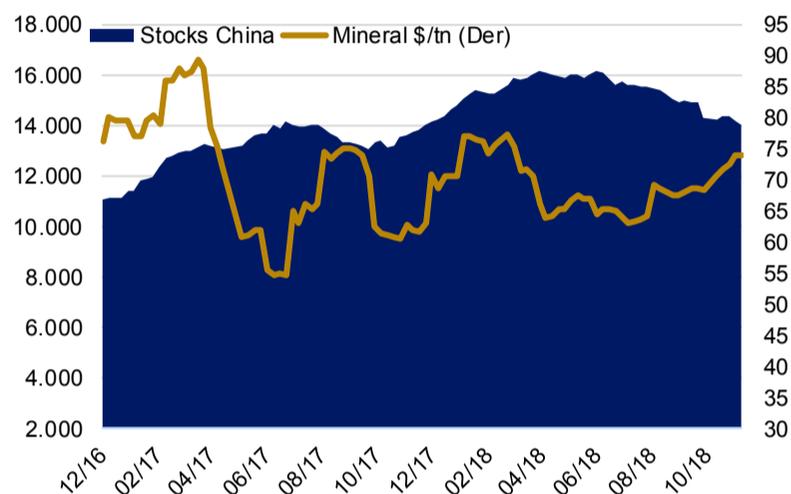


· En septiembre, el acero en EUA retrocedió 2%, mientras que el Acero en China cayó 12%. Por otro lado, el mineral logró achicar nuevamente el spread, subiendo +7,2%.

**ACERO Y MINERAL: EVOLUCIÓN DE PRECIOS 1 AÑO**

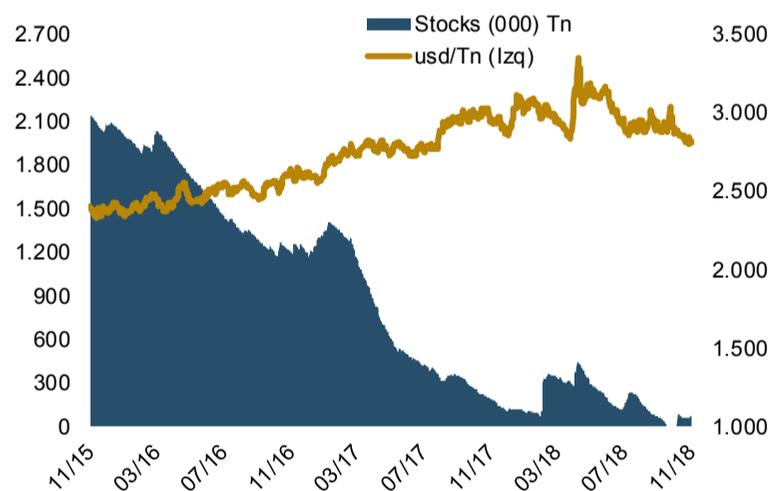


**STOCKS DE MINERAL DE HIERRO EN CHINA**

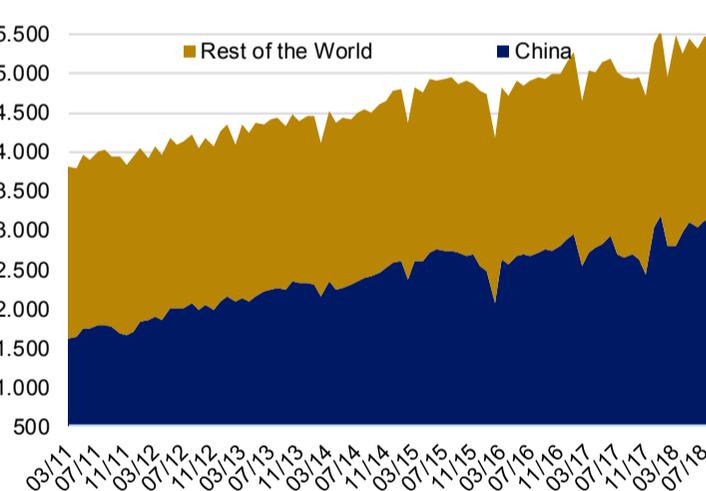


· El Aluminio (-4,3%) y el cobre (-3,7%) cayeron por preocupaciones sobre la guerra comercial entre China y EUA.

**STOCKS DE ALUMINIO Y PRECIO POR TN EN US\$**



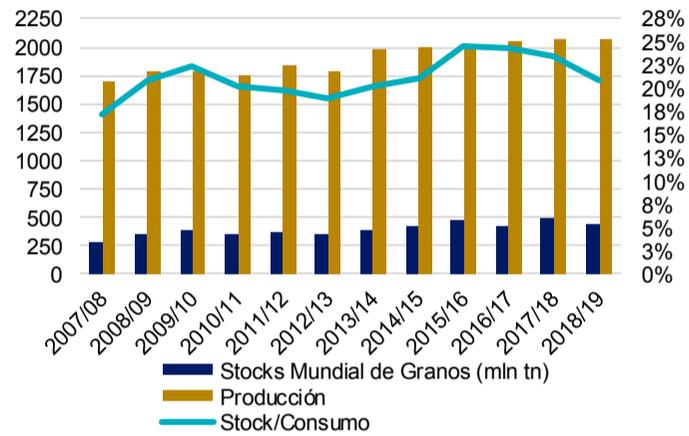
**PRODUCCIÓN MUNDIAL DE ALUMINIO**



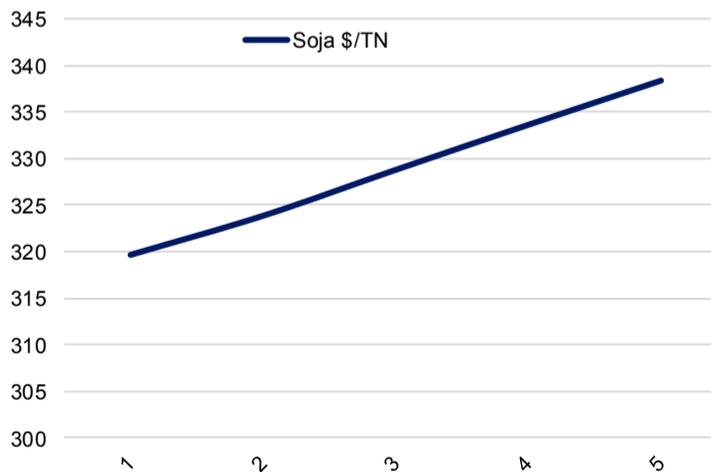
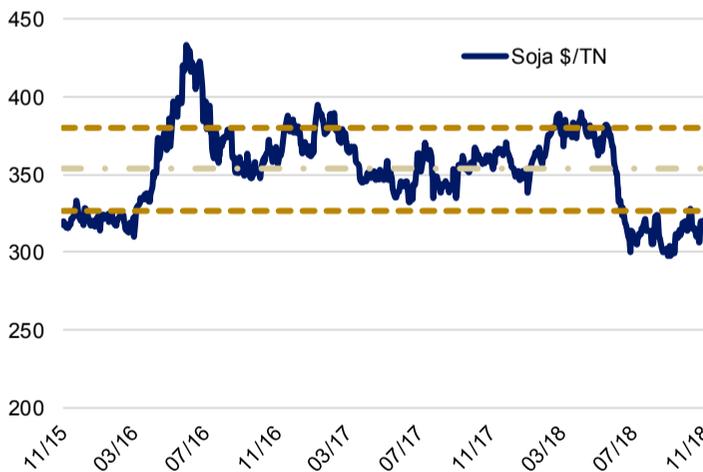
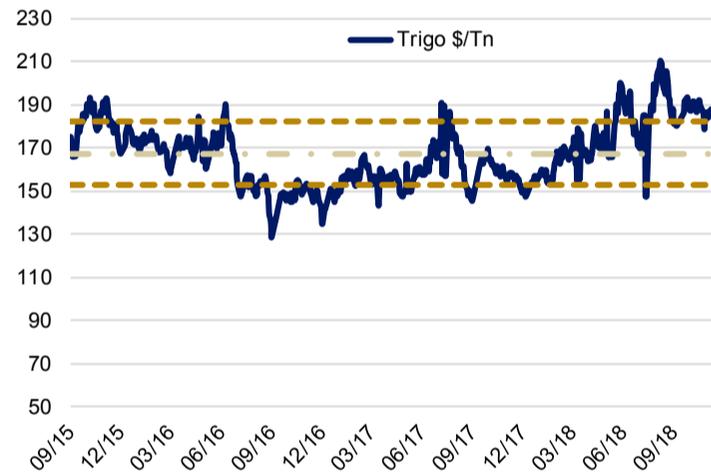
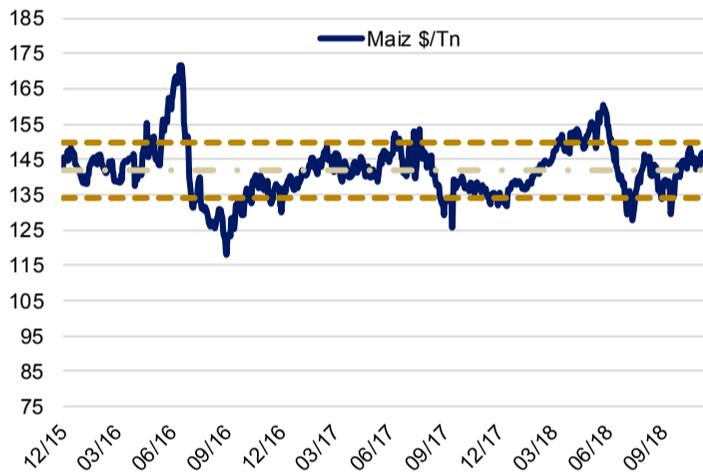
· Los commodities agrícolas operaron dispares, destacándose la suba de la soja (+1,3%) y la caída del trigo (-1%). En el último reporte de la USDA, se destacó la suba de los inventarios del maíz, explicada por la suba de los mismos en China.

**ESTIMACIONES USDA CAMPAÑA 2018/2019**

nov	Soja		Maiz		Trigo	
	Mln Tn	MoM	Mln Tn	MoM	Mln Tn	MoM
<b>Producción</b>						
Argentina	55,5	-3%	42,5	3,7%	19,5	0,0%
USA	125,2	-1,9%	371,5	-1,0%	51,3	0,0%
Mundo	367,5	-0,5%	1099,0	2,9%	733,5	0,4%
<b>Inventario</b>						
Argentina	38,0	5%	4,5	13%	0,5	0,0%
USA	26,0	7,9%	44,1	-4%	25,8	-0,7%
Mundo	112,1	1,9%	307,5	93%	266,7	2,5%



**PRECIOS DE COMMODITIES AGRÍCOLAS (USD - CBOT)**



## PANORAMA INTERNACIONAL

· El mes de octubre fue muy negativo para el mercado de equity que sufrió una de sus peores caídas en una década y afectaron a la confianza de los inversores. Las tensiones comerciales chino-norteamericanos, las preocupaciones sobre el crecimiento global, las tasas de interés más altas en EUA y temores de que las ganancias corporativas estén llegando a sus máximos niveles se han combinado para afectar a los mercados financieros, lo que ha dejado a importantes índices bursátiles en territorio negativo para el año.

Eso ha alentado opiniones de que un mercado alcista de casi una década ha llegado a su fin.

### VARIACIÓN ACUMULADA EN PRINCIPALES MERCADOS MUNDIALES.

Países	Var en U\$S		Var mon local	
	Var Oct	Var 1Y	Var Oct	Var 1Y
<b>Promedio Asia</b>	<b>-9,0%</b>	<b>-13,1%</b>	<b>-7,3%</b>	<b>-8,3%</b>
Japón	-8,5%	0,2%	-9,1%	-0,4%
Hong Kong	-10,3%	-12,0%	-10,1%	-11,6%
India	-6,8%	-9,2%	-4,9%	3,7%
Corea del Sur	-13,5%	-19,9%	-13,4%	-19,6%
China	-9,1%	-27,0%	-7,7%	-23,3%
Rusia	-5,9%	-10,4%	-5,5%	1,1%
<b>Prom A. del Norte</b>	<b>-8,1%</b>	<b>1,9%</b>	<b>-7,5%</b>	<b>2,6%</b>
S&P	-6,9%	5,3%	-6,9%	5,3%
Nasdaq	-9,2%	8,6%	-9,2%	8,6%
Canadá	-8,3%	-8,1%	-6,5%	-6,2%

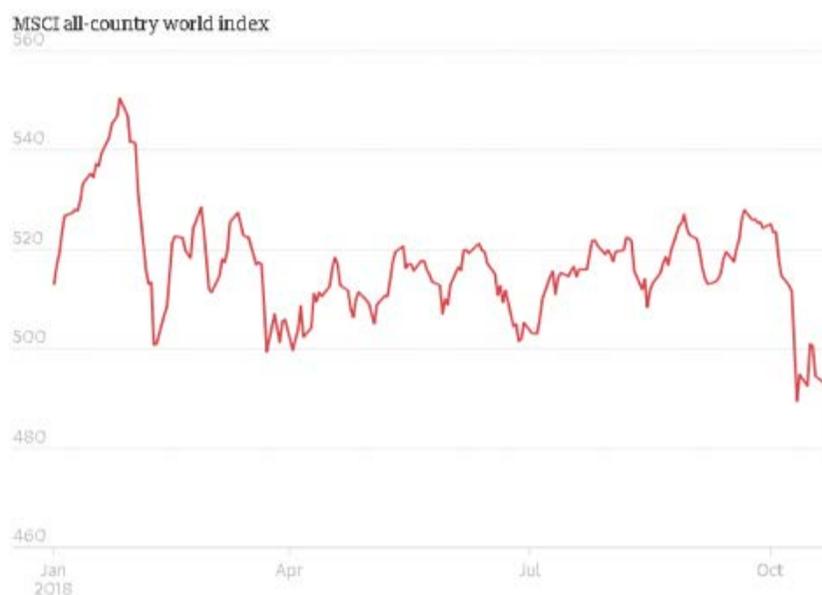
  

Países	Var en U\$S		Var mon local	
	Var Oct	Var 1Y	Var Oct	Var 1Y
<b>Promedio Euro</b>	<b>-8,4%</b>	<b>-14,1%</b>	<b>-6,1%</b>	<b>-11,3%</b>
Francia	-9,7%	-10,1%	-7,3%	-7,4%
España	-7,7%	-17,9%	-5,3%	-15,5%
Alemania	-8,9%	-16,0%	-6,5%	-13,5%
Inglaterra	-7,4%	-12,3%	-5,5%	-8,7%
<b>Promedio Latam</b>	<b>-0,6%</b>	<b>-16,9%</b>	<b>-4,1%</b>	<b>2,2%</b>
Brasil	19,8%	3,4%	10,2%	17,6%
Mexico	-18,3%	-14,9%	-11,2%	-9,6%
Perú	-5,3%	-8,2%	-3,3%	-4,9%
Argentina	1,4%	-48,1%	-11,9%	5,6%

- En EUA, el Nasdaq culminó el mes con una caída de 9,2%, el mayor retroceso mensual desde noviembre de 2008, mientras que el S&P 500 y cedió casi 7%, el peor mes desde septiembre de 2011 y el Dow Jones 5%, la mayor baja desde enero de 2016.
- El índice Stoxx Europe 600 cerró octubre con pérdidas de más de 8% en dólares tocando mínimos de varios meses.
- El MSCI Asia Pacific cayó 9,0% en dólares en el mes, afectado por Corea del Sur (-13,5%), Hong Kong (-10,3%) y China (-9,1%).

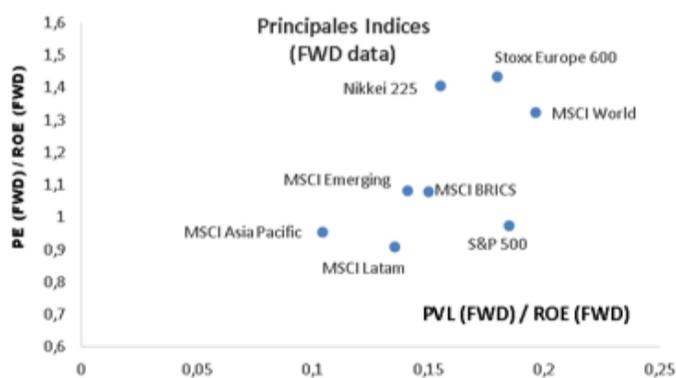
Las cinco semanas consecutivas de pérdidas representó el peor período desde mayo de 2013 para el MSCI World. El benchmark global retrocedió 9,5% en el mes de octubre, el segundo mayor sell-off del año, luego del sufrido en febrero.

**MSCI ALL-COUNTRY WORLD. EVOLUCIÓN YTD.**



· Por fundamentals, el S&P 500 cotiza actualmente a un forward P/E de 15,7x vs. 12,8x del Stoxx Europe 600 vs. 14,0x del Nikkei y vs. 14,4x del MSCI World. El MSCI Asia Pacific (ex. Japón) cotiza a 11,7x earnings vs. 10,5x del MSCI Emerging.

**FUNDAMENTALS PPALES ÍNDICES. ESTIMACIONES DEL CONSENSO.**



Índice	P/E ntm	P/BV ntm	ROE ntm
MSCI World	14,4	2,1	10,9
MSCI Emerging Markets	10,5	1,4	9,7
MSCI BRIC	10,2	1,4	9,4
S&P 500	15,7	3,0	16,1
Stoxx Europe 600	12,8	1,6	8,9
MSCI Asia Pacific	11,7	1,3	12,3
MSCI Latam	11,4	1,7	12,6
Japón	14,0	1,5	10,0

· En el mercado cambiario, el dólar se apreció en el mes de octubre respecto a las principales monedas. El Dollar Index (DXY) finalizó el mes con una suba de 1,25%.

Las monedas europeas se depreciaron respecto al dólar a excepción de la Libra Esterlina. En Asia, las monedas se depreciaron 0,44% promedio, con excepción del Yen que avanzó 0,4%. El Yuan perdió 1,4% en octubre, su séptima pérdida mensual consecutiva y la racha bajista más larga de su historia. En tanto, las divisas de Latam tuvieron una performance dispar en relación al dólar, con el Peso Argentino y el Reaal apreciándose 15,9% y 8,6%, respectivamente, mientras que el Peso Mexicano se depreció 5,9%.

**CUADRO DE VARIACIONES DE PRINCIPALES MONEDAS ASIA, EUROPA, AMÉRICAS.**

		Último	Var Oct	Var YTD	Var 1y	Máx 1y	Mín 1y	Prom 1y	Volatilidad
<b>Europa</b>	<b>EUR</b> Euro	1,126	-1,7	-6,2	-3,4	1,251	1,126	1,186	8,39
	<b>GBP</b> Libra	1,290	0,1	-4,5	-1,6	1,434	1,270	1,341	9,60
	<b>CHF</b> Franco Suizo	1,009	-2,2	-3,5	-1,3	1,009	0,922	0,977	7,65
	<b>NOK</b> Corona Noruega	8,454	-2,6	-3,0	-3,4	7,641	8,475	8,075	10,15
<b>Asia</b>	<b>AUD</b> Dólar Australiano	1,388	-0,3	-7,7	-5,5	0,811	0,705	0,758	9,70
	<b>JPY</b> Yen	113,8	0,4	-1,0	-0,1	104,72	114,53	110,73	7,63
	<b>KRW</b> Won Coreano	1.135	-0,9	-6,2	-1,5	1.054	1.146	1.100	9,10
	<b>SGD</b> Dólar de Singapur	1,381	-0,6	-3,2	-1,4	1,307	1,385	1,347	5,07
	<b>CNY</b> Yuan	6,962	-0,8	-6,5	-4,6	6,265	6,974	6,576	5,39
<b>Américas</b>	<b>ARS</b> Peso Argentino	35,450	15,9	-47,5	-50,7	16,970	41,280	24,106	28,57
	<b>BRL</b> Real Brasileiro	3,751	8,6	-11,7	-12,6	3,087	4,207	3,514	17,34
	<b>MXN</b> Peso Mexicano	20,338	-5,9	-3,4	-6,0	17,658	20,886	18,986	15,04
	<b>CAD</b> Dólar Canadiense	1,321	-1,6	-5,0	-3,6	1,211	1,334	1,282	8,42

**Signo positivo: Apreciación frente al dólar**

**Signo negativo: Depreciación frente al dólar**

**Estados Unidos**

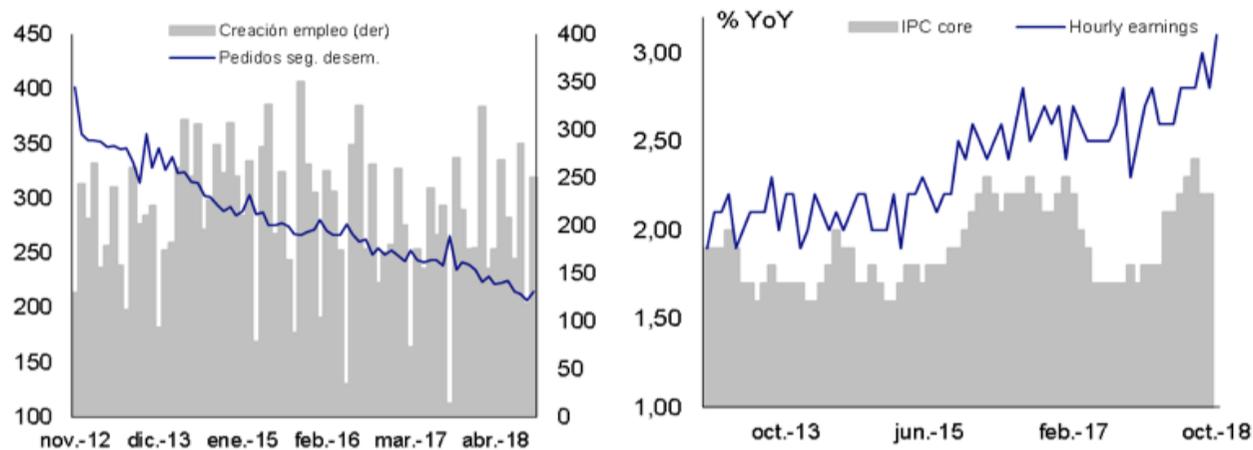
La Reserva Federal no se reunió en el mes de octubre. Sin embargo, se publicaron las Minutas de la última reunión de la Fed del 25 y 26 de septiembre en la cual se decidió elevar las tasas de interés en 25pb a un rango entre 2,0% y 2,25%.

- Todos expresaron que sería apropiado para el comité continuar su enfoque gradual de endurecer la política monetaria elevando el rango objetivo de la tasa fed fund.
- Comparado con las actas de la reunión previa de la Fed en agosto, las minutas parecieron mostrar menos discusiones sobre las perspectivas de que una recesión podría estar rondando a la economía. Sin embargo, las autoridades apuntaron que la relativa debilidad de la economía internacional podría crear un potencial para un mayor fortalecimiento del dólar, un factor que podría pesar sobre las exportaciones norteamericanas.
- Las minutas mostraron que casi todas las autoridades del banco central concordaron en que era el momento para dejar de decir que estaban estimulando la economía.

La economía se frenó menos de lo esperado en el 3q18 debido a que una reducción de las exportaciones de soja fue compensada por el gasto del consumidor más fuerte en casi cuatro años, lo que la mantiene encaminada a cumplir con la meta de crecimiento de 3% en 2018. El PBI subió 3,5% YoY, también respaldada por un aumento de la inversión en inventarios y un sólido gasto gubernamental. No obstante, se trató de una desaceleración frente a la tasa de 4,2% en el 2q18.

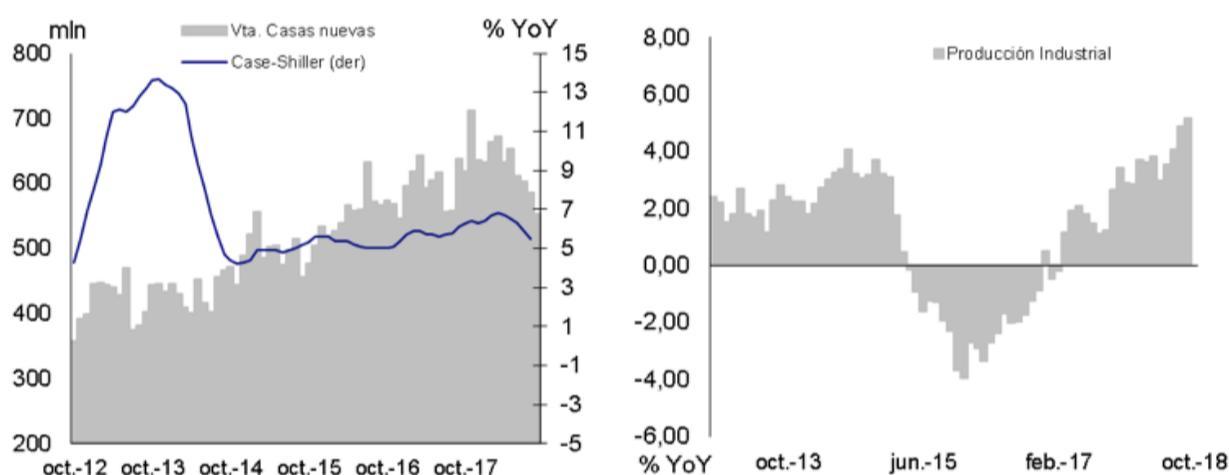
El empleo repuntó con fuerza en octubre y los salarios anotaron su mayor alza anual en nueve años y medio, lo que apunta a una mejora del mercado laboral que podría alentar a la Reserva Federal a subir las tasas de interés nuevamente en diciembre. En tanto, la tasa de desempleo se mantuvo en un mínimo de 49 años de 3,7% debido a que 711.000 personas entraron a la fuerza laboral.

**MDO LABORAL: CREACIÓN EMPLEO Y PEDIDOS SEG. DESEMPLEO. PRECIOS: IPC CORE Y SALARIOS X HORA**



**MDO INMOBILIARIO: VTA CASAS NUEVAS Y PRECIOS.**

**SECTOR INDUSTRIAL: PROD. INDUSTRIAL.**



**EQUITY**

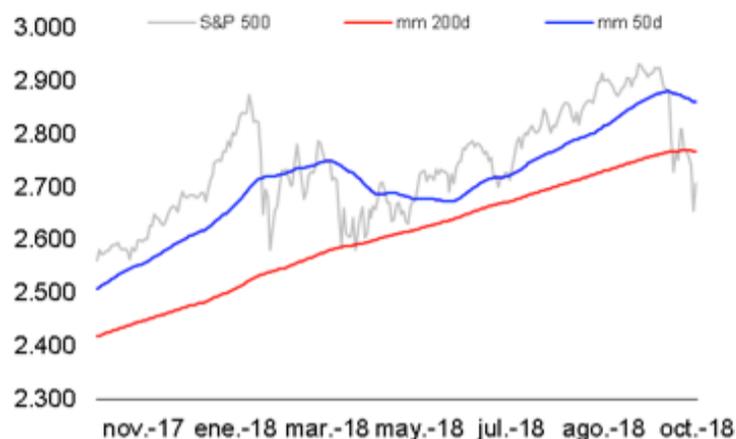
· Los principales índices bursátiles americanos cerraron octubre con fuertes caídas. De hecho, los mercados de EUA perdieron cerca de \$2,0 bln en el mes. El Nasdaq retrocedió por segundo mes consecutivo y registró la mayor baja desde 2008, mientras que para el S&P 500 el mes de octubre fue el peor desde septiembre de 2011. En el caso del Dow Jones Industrial Average, el benchmark tuvo 13 días en octubre con retrocesos, y acumuló en el mes una baja de 5%, el mayor desde 2016.

**DOW JONES: VARIACIÓN DIARIA EN PUNTOS DURANTE OCTUBRE.**

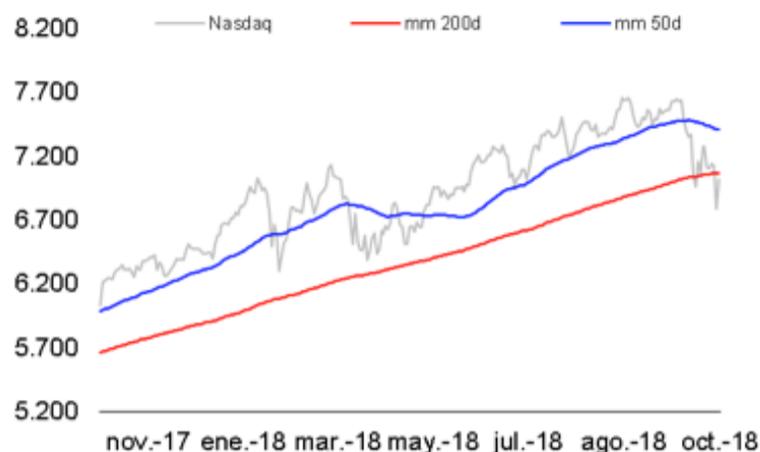


El S&P 500 se ubicó por debajo de su media móvil de 200 días, al final de octubre y registró una caída de más de 10% desde su máximo intradiario alcanzado el 21 de septiembre, implicando una corrección según se define en los mercados.

**S&P 500: EVOLUCIÓN DEL ÍNDICE Y MEDIAS MÓVILES.**



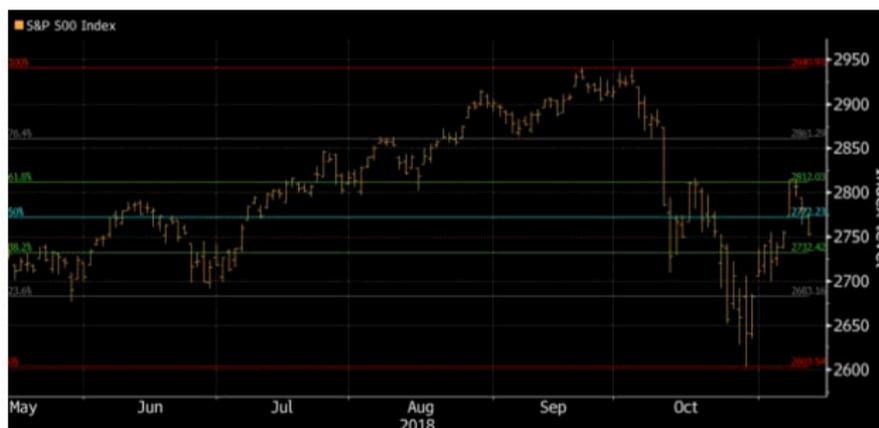
**NASDAQ: EVOLUCIÓN DEL ÍNDICE Y MEDIAS MÓVILES.**



La temporada de ganancias del 3q18 también fue la peor para las acciones desde 2011. La pobre reacción de las acciones se dio a pesar de que 8 de cada 10 empresas reportaron resultados por encima de las expectativas. El problema no fue ese, sino que la gran mayoría comentó que hacia adelante sus resultados podrían ser más débiles por incremento de costos ante riesgos globales como subas de tasas, fortalecimiento del dólar y guerra comercial entre EUA y China.

A inicios de noviembre, el equity americano logró repuntar. Sin embargo, no pudo alcanzar el nivel clave técnico entorno a los 2.815 puntos, una señal de que S&P 500 podría volver a testear los mínimos de octubre.

**S&P 500: EVOLUCIÓN DEL ÍNDICE, ÚLTIMOS 6 MESES.**



Esta repetida falla en lograr superar el nivel de resistencia se agrega a una lista de otras señales de advertencia que el mercado ha venido considerando durante el último mes. Entre ellos, el S&P 500 rompió su promedio de 40 semanas por primera vez en dos años durante octubre, una indicación que el rally que llevó al índice a estar casi 60% por arriba de los niveles de 2016 podría estar acabándose.

· El consenso tiene un target para los próximos 12 meses del S&P 500 de 3.167,99 puntos. Es decir, que se espera una suba de casi 12,56% YoY.

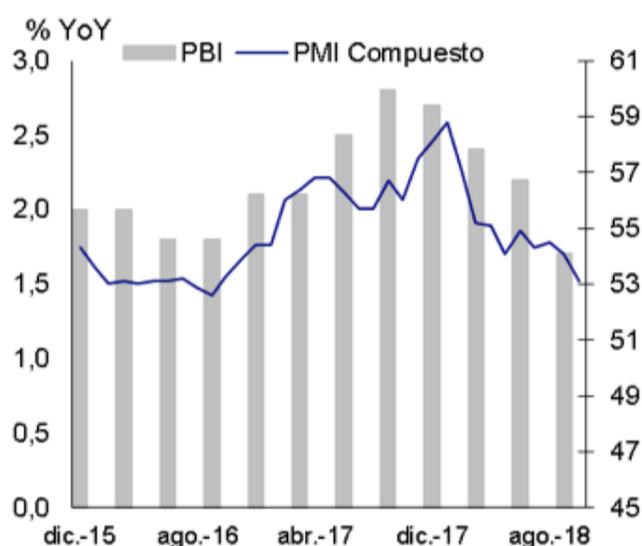
**Europa**

El Banco Central Europeo (BCE) dejó su política monetaria sin cambios, como se esperaba, y se mantuvo en camino a retirar estímulos sin precedentes, pese a que el panorama de crecimiento sigue empeorando y la agitación política en Italia se cierne sobre el bloque.

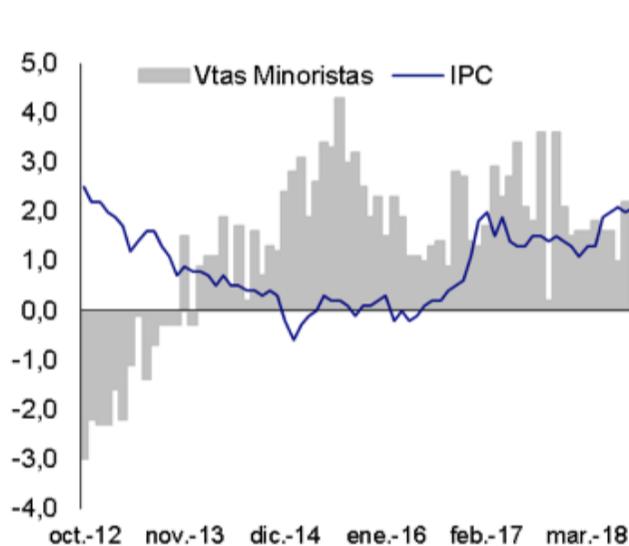
- La entidad reafirmó que su esquema de compras de €2,6 bln terminará este año y que las tasas de interés podrían subir tras el próximo verano boreal.
- Admitiendo un impulso reciente más débil en la economía de la Euro Zona, el presidente del BCE, Mario Draghi, habló sobre “un montón de incertidumbres” relacionadas al proteccionismo comercial, a mercados emergentes y la volatilidad de los mercados financieros.

La economía de la Euro Zona registró un crecimiento de 0,4% en el segundo trimestre del año en comparación con los tres meses anteriores. El índice manufacturero PMI cayó a un mínimo de 25 meses a 52,7, frente a la lectura final de septiembre de 54,1. La desaceleración también se registra en medio de una escalada en la guerra comercial entre EUA y China, un espiral en la disputa por el endeudamiento de Italia, estancadas negociaciones para el Brexit y las perspectivas de un ajuste en las condiciones financieras.

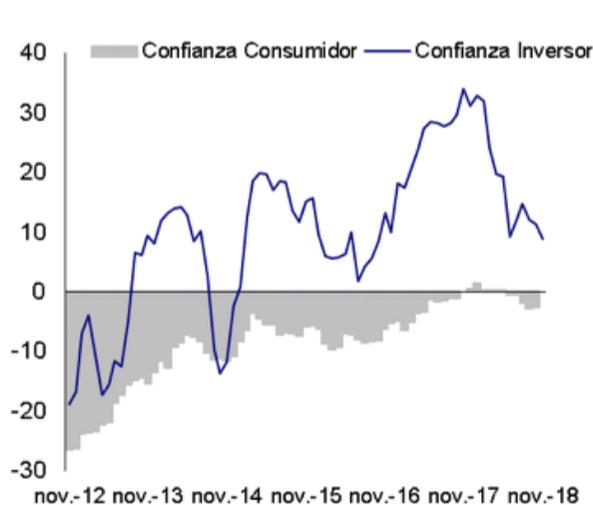
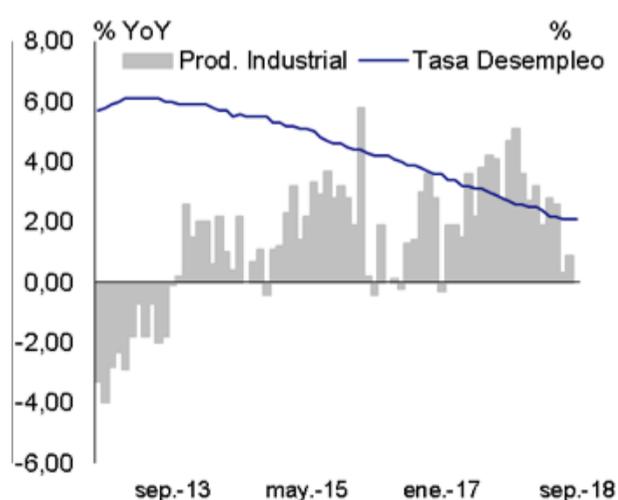
**EURO ZONA: PBI VS. PMI COMPUESTO.**



**EURO ZONA: VTAS MINORISTAS VS. IPC.**



**EURO ZONA: PROD. INDUSTRIAL VS. TASA DESEMPLEO. EURO ZONA: CONFIANZA CONSUMIDORES VS. INVERSORES.**



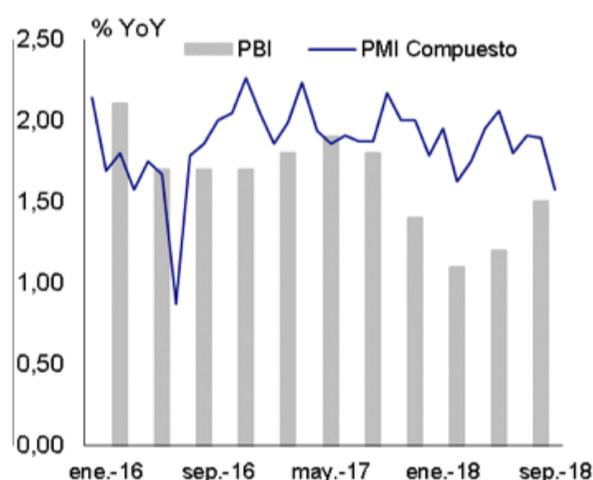
El Banco de Inglaterra (BoE) mantuvo estable sus tasas de interés e insinuó un aumento a futuro del costo de los préstamos si el Brexit se desarrolla sin problemas, pero advirtió que el escenario sería distinto si en marzo del próximo año se genera una salida “disruptiva” de la Unión Europea (UE).

- Los nueve miembros del BoE votaron unánimemente por mantener las tasas en 0,75%, en línea con lo esperado, luego de subirlas en agosto por segunda vez desde antes de la crisis financiera.
- El Brexit está dominando las perspectivas de la quinta mayor economía del mundo, que ha registrado un crecimiento lento desde la decisión de los votantes británicos en junio de 2016 de abandonar la UE. La mayoría de los analistas no espera que las tasas vuelvan a subir hasta mediados de 2019.

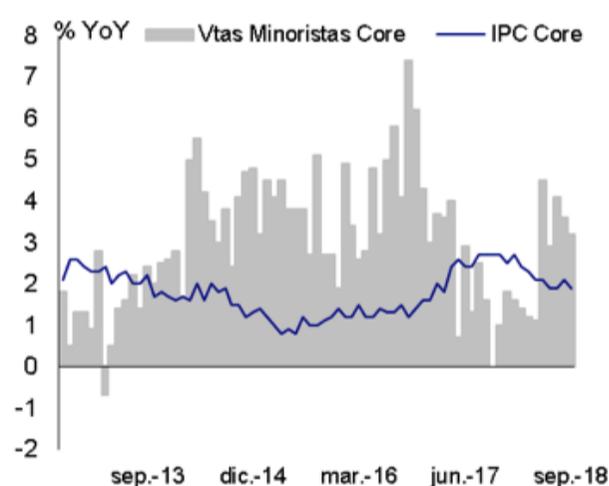
En el Reino Unido, la economía creció 0,4% QoQ durante el 2q18, desde 0,1% en el trimestre anterior. El PBI avanzó 1,2% YoY. El crecimiento económico en la primera mitad de 2018 fue el más débil desde la segunda mitad de 2011.

La tasa de desempleo se mantuvo en 4,0%, sin sorpresas. Los ingresos medios de trabajadores excluyendo primas crecieron 3,1% frente al 2,9% del mes anterior. Los precios minoristas subieron 2,4% YoY en septiembre, quedando por debajo del 2,7% registrado el mes anterior. El IPC subyacente ascendió el mes pasado a una tasa de 1,9% en términos estacionalmente ajustados, desde una suba de 2,1% de agosto.

**UK: PBI VS. PMI COMPUESTO.**



**UK: VTAS MINORISTAS CORE VS. IPC CORE.**



## EQUITY

- En octubre el índice Stoxx Europe 600 perdió 5,6%. El benchmark de Alemania, además de registrar el peor mes en casi dos años, acumuló tres meses consecutivos de caídas. En tanto, los índices de Francia e Inglaterra tuvieron en octubre la mayor caída mensual de los últimos tres años.

Las fuertes caídas en el mes en los principales países de la región se debieron a los temores sobre una desaceleración global y cuestiones comerciales entre EUA y grandes socios globales como China y Europa.

Las preocupaciones políticas han llevado a que los inversores sigan sacando dinero de los fondos europeos con un total hasta el momento de \$43.000 mln.

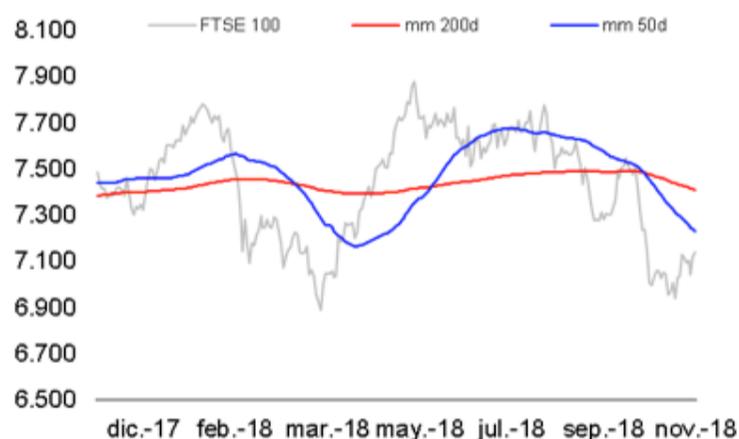
**STOXX 600: EVOLUCIÓN DEL ÍNDICE Y MEDIAS MÓVILES.**



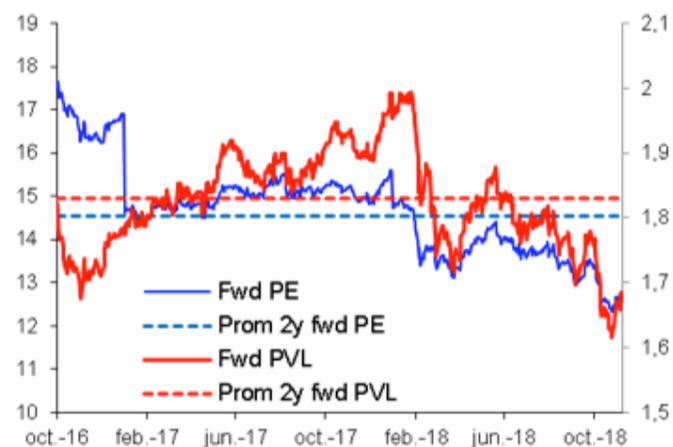
Una creciente ruptura en Europa por el presupuesto italiano y los temores sobre un Brexit sin un acuerdo, vuelven a afectar a los mercados de la región a mediados de noviembre.

De acuerdo con el secretario británico del Brexit, se espera que UK logre un acuerdo para la salida de la Unión Europea el 21 de este mes. Sin embargo, declaraciones de la Premier Theresa May dijo que aún hay muchos asuntos sin resolver. Se ha advertido que si no hay un gran progreso en los próximos días es improbable que se celebre una cumbre este mes para aprobar un acuerdo de Brexit.

**FTSE 100 (UK): EVOLUCIÓN DEL ÍNDICE Y MEDIAS MÓVILES.**



**RATIOS FWD PE Y PVL**



El FTSE 100 llegó a operar con ratios forward de P/E y P/VL en mínimos desde al menos los últimos dos años, durante el mes de octubre.

El consenso tiene un target en dólares para el Stoxx 600 de 484,60 para los próximos doce meses, lo que implica un upside del 15,87%.

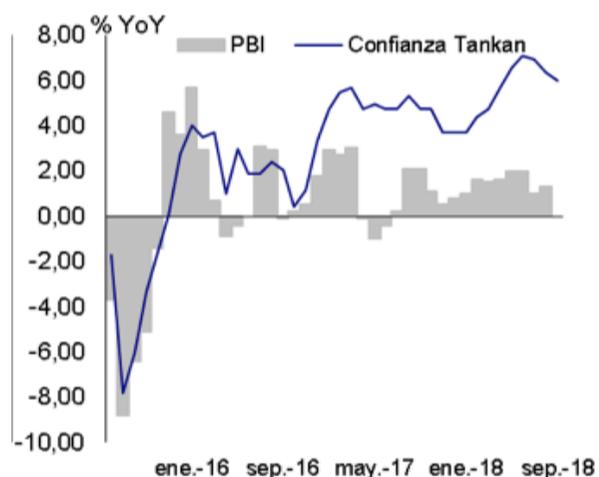
**Asia**

Japón: El Banco de Japón (BoJ) decidió mantener sin cambios su política monetaria, basada en una agresiva batería de medidas de flexibilización, y revisó a la baja sus previsiones sobre la inflación y el crecimiento de la economía nipona para este año.

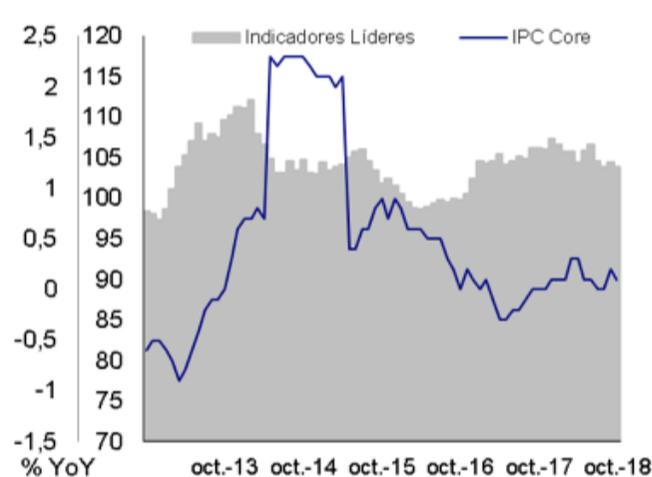
- Siete de los nueve miembros de la junta de la entidad decidieron dejar intacto el paquete de medidas que se aplican desde 2013 dirigidas a alcanzar una inflación interanual del 2%.
- Se mantuvo las tasas negativas a corto plazo y el programa de compra del bono de deuda japonés por ¥80 bln anuales, un activo cuyo rendimiento se quiere mantener en torno al 0% a largo plazo.

La economía japonesa logró su mayor crecimiento desde el 1q16, gracias a un sólido gasto de capital, aunque las tensiones comerciales mundiales y una serie de desastres naturales plantean riesgos para las perspectivas. El PBI subió 3% YoY en el 2q18. La actividad del sector manufacturero se expandió en octubre a su mayor ritmo en seis meses. El IPC aumentó 1,0% interanual en septiembre, lo que supone el vigésimo primer mes consecutivo de avance.

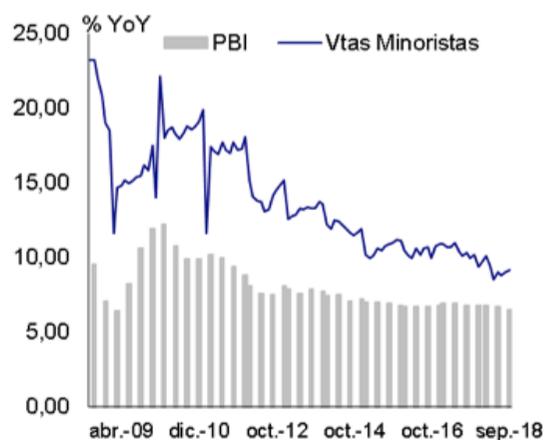
**JAPÓN: PBI VS. CONFIANZA TANKAN.**



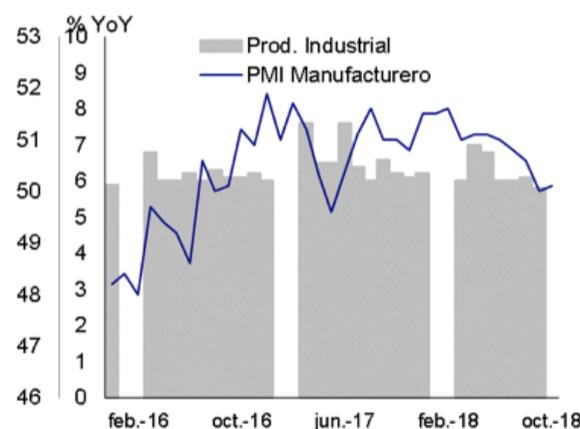
**JAPÓN: INDICADORES LÍDERES VS. IPC CORE.**



**CHINA: PBI VS. VTAS MINORISTAS.**



**CHINA: PROD. INDUSTRIAL VS. PMI MANUFACTURERO.**



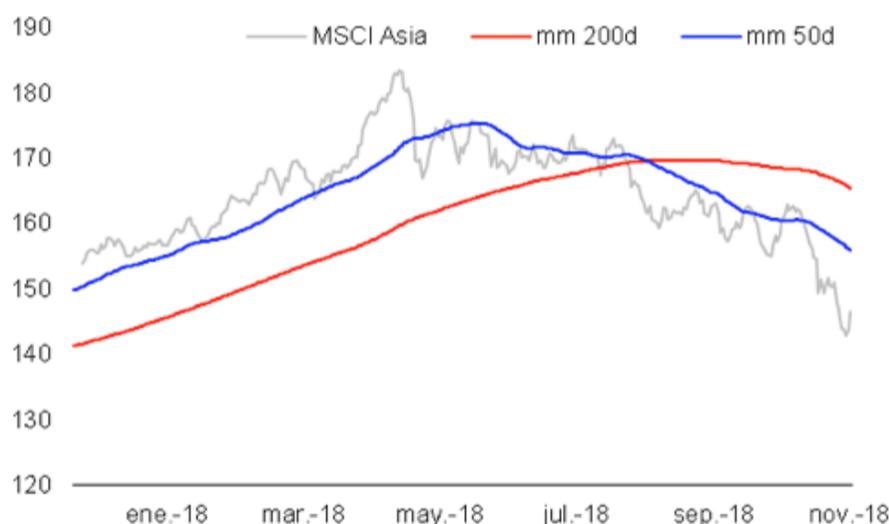
China: La economía se desaceleró en el 3q18 y fue el más débil desde la crisis financiera mundial, con el PBI creciendo 6,5% YoY menos que el 6,7% en el 2q18, al verse afectado por la producción en fábricas de septiembre, la más débil desde febrero de 2016. La inflación mayorista se enfrió por tercer mes consecutivo en septiembre en medio de una débil demanda interna, con el IPP avanzando 3,6% YoY desde una suba de 4,1% YoY en agosto. La inflación minorista, por otro lado, se aceleró levemente en septiembre respecto al mes anterior. El IPC subió 2,5% YoY luego de un crecimiento de 2,3% en agosto.,

**EQUITY**

· El índice MSCI Asia Pacific retrocedió 10,2% en octubre, su peor performance mensual desde septiembre de 2011. Las razones son las mismas que afectaron al resto de los mercados: tensiones comerciales entre EUA y China, además de las preocupaciones por el crecimiento de la economía global, mayores tasas de interés en EUA y ganancias corporativas.

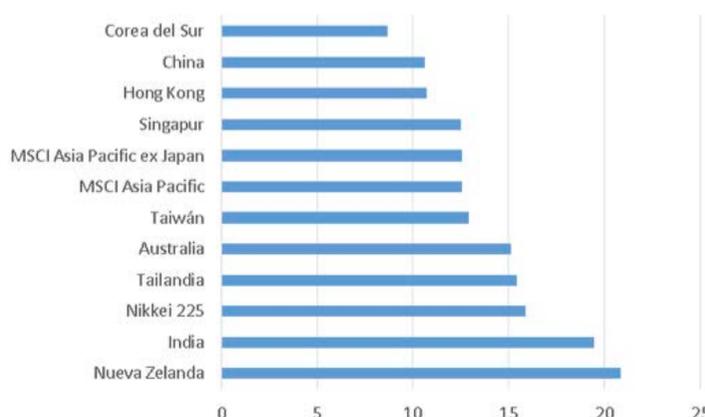
El índice MSCI AC World, que incluye a algunos grandes mercados emergentes a una gama de mercados desarrollados, cayó 8,6% en octubre y perdió cerca de \$4,0 bln. En tanto, el índice MSCI World Index retrocedió 8,5% en el mes y tuvo una caída de valor de cerca de \$4,5 bln.

**MSCI ASIA PACIFIC: EVOLUCIÓN DEL ÍNDICE Y MEDIAS MÓVILES.**



Corea del Sur lideró las pérdidas, seguido de Hong Kong y China. El equity de estos tres países siguen mostrando los menores ratios forward de la región.

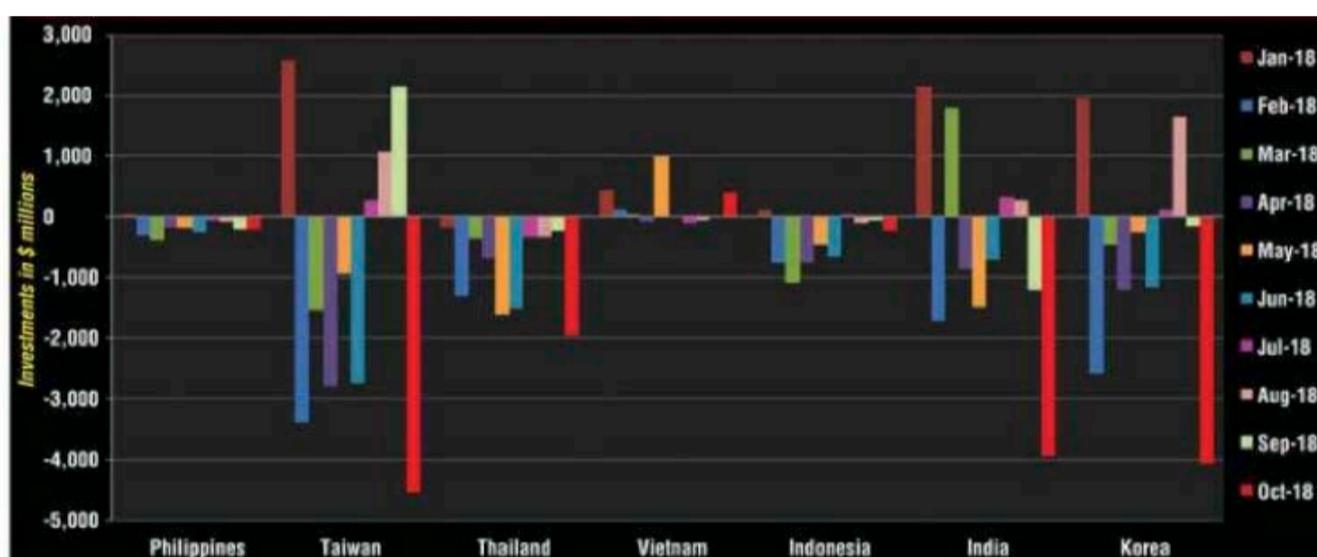
**FORWARD PE DE PPALES ÍNDICES ASIÁTICOS.**



Durante el mes de octubre, los inversores extranjeros vendieron importante monto de acciones asiáticas ante las preocupaciones por la desaceleración de ganancias, mayores tasas de interés en EUA y las tensiones comerciales entre EUA y China. Entre los países que más sufrieron salidas, que fue por un total de \$14.540 mln, se encuentran Taiwán, Corea del Sur, India, Tailandia, Filipinas, Indonesia y Vietman. El monto total de salida es el mayor de los últimos siete años.

El mayor outflow se vio en el equity de Taiwán, Corea del Sur e India, donde cada mercado tuvo ventas netas de alrededor de \$4.000 mln o más en octubre.

**ASIA: INVERSIONES EXTRANJERAS EN EQUITY ASIÁTICO (EN \$ MLN).**



· Para los próximos doce meses el consenso anticipa un target de 185,88 para el índice MSCI Asia Pacific, un 20,62% por encima del actual nivel.

## TITULOS PÚBLICOS

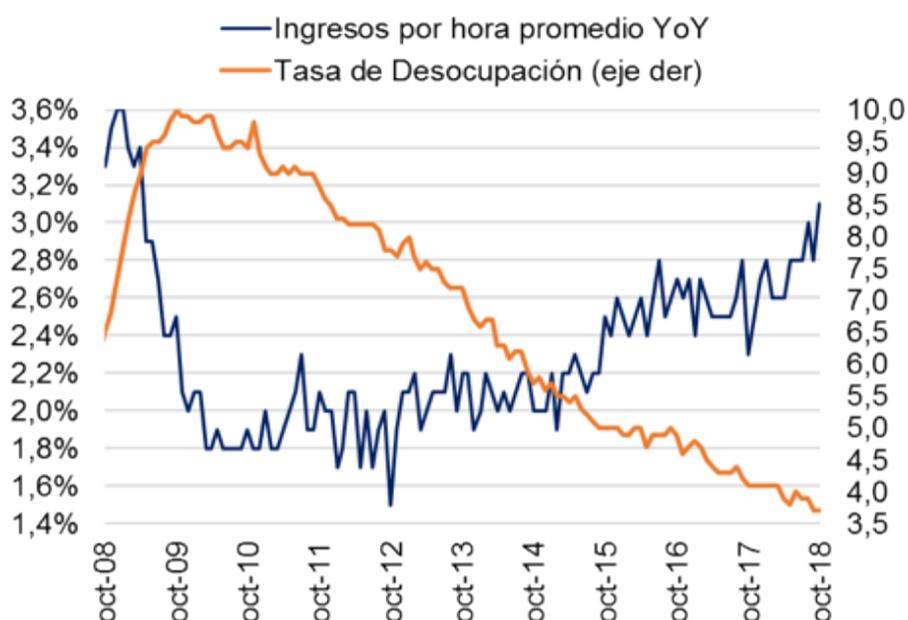
-

En octubre, el empleo no rural de EUA aumentó 250.000 puestos, 50.000 más que lo estimado, y desde 134.000 en septiembre. Si bien la tasa de desempleo se mantuvo en 3,7% (sin cambios), el salario promedio por hora aumentó 3,14% YoY en octubre, desde 2,8% YoY en septiembre. Esta es la primera vez que el salario promedio crece por encima de 3% YoY desde abril 2009.

Sin embargo, en la reunión de noviembre, la FED dejó la tasa de referencia sin cambios (en 2,0-2,25%), y explicó que la inflación total y core (sin alimentos y energía) permanecen cerca del 2%, y los indicadores de expectativas de inflación a largo plazo han cambiado poco.

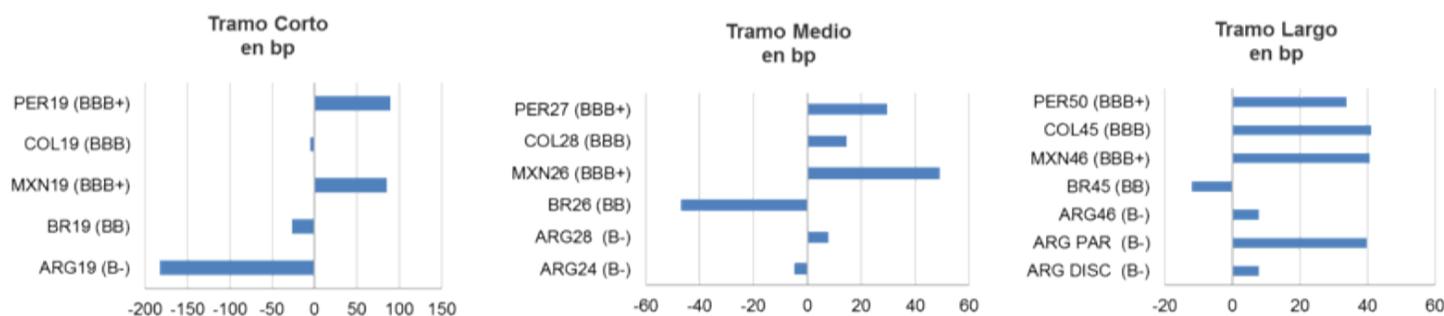
La FED se volverá a reunir el 19 de diciembre, y los futuros de Fed Funds descuentan que subirá la tasa otros +25 p.b. hasta el corredor de 2,25-2,50% (esto aumenta el costo de financiamiento para emergentes). Además, en la reunión de diciembre actualizarán las proyecciones, que hasta el momento indican que la tasa será de 3,1% en dic-19.

**EUA SALARIO POR HORA VS TASA DE DESOCUPACIÓN**



Durante octubre y los primeros días de noviembre, los bonos locales subieron sus rendimientos, en línea con el resto de la región, salvo en aquellos instrumentos que vencen antes de dic-19. Esto estaría asociado a que el préstamo del FMI aumenta la liquidez de corto plazo, a la vez que se mantiene incierta la sustentabilidad de la deuda en el largo plazo.

**VARIACIÓN DE RENDIMIENTOS DE BONOS POR TRAMO MOM**



**Programa Financiero y Reservas Netas**

Actualizamos las necesidades de financiamiento hasta el año 2022, utilizando el stock de deuda pública al 30-jun-18 (último dato disponible), asumiendo el superávit primario de acuerdo con el FMI, y proyectando los desembolsos del FMI tal cual están planificados (aunque estos dependen del cumplimiento de los objetivos), y los vencimientos de deuda del FMI.

- En 2019 se requiere financiamiento (adicional al FMI) por U\$S 9 MM, lo cual luce razonable, porque se podría refinanciar una parte de los REPOS (U\$S 7 MM), y una parte de las letes (U\$S 8 MM).
- En 2020 las necesidades de financiamiento suben a U\$S 12 MM, después de los desembolsos del FMI. Aún cuando en 2020 no se hubiera recuperado el acceso al mercado de capitales internacionales, con las reservas internacionales líquidas que quedarán a finales de 2019, estimamos que se cumplirían con los pagos de deuda.
- En 2021, se requieren U\$S 18 MM, de los cuales U\$S 7 M son del FMI, y las reservas líquidas serían realmente bajas. Si para este momento no se recobró el acceso al mercado internacional de capitales difícilmente se cumpla con los vencimientos.
- Finalmente, en 2022 las necesidades ya alcanzan U\$S 42 MM (US\$ 25 MM del FMI); este año plantea la mayor incertidumbre.

**PROGRAMA FINANCIERO**

En U\$S MM	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Déficit Primario	23	24	13	0	-3	-5	-7
Vencimientos de deuda denominada en pesos, en poder del sector privado	2	6	9	11	14	13	12
<b>1) Necesidades de financiamiento en pesos</b>	<b>25</b>	<b>30</b>	<b>21</b>	<b>11</b>	<b>11</b>	<b>8</b>	<b>6</b>
Financiamiento del Banco Central	11	9	0	0	0	0	0
Financiamiento con bonos domésticos (suscriptos en pesos)	8	2	11	11	11	8	6
<b>2) Financiamiento con fuentes domésticas</b>	<b>19</b>	<b>11</b>	<b>11</b>	<b>11</b>	<b>11</b>	<b>8</b>	<b>6</b>
<b>3) Gap a financiar en pesos (1-2)</b>	<b>6</b>	<b>19</b>	<b>10</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
4) Vencimientos de deuda denominada en dólares o Euros	22	7	21	24	16	20	42
En poder del Sector Privado (sin letes)	22	7	13	17	12	13	17
REPOs			8	7	2	0	0
FMI			0	1	2	7	25
5) Financiación (Vencimientos) netos de Letras en dólares	7	10	-7	-8	0	0	
6) Financiamiento del FMI			28	23	4	2	
7) Bonos Internacionales (suscriptos en dólares)	25	22	14				
<b>8) Financiamiento con bonos internacionales (suscriptos en dólares) (3+4-5-6-7)</b>	<b>-4</b>	<b>-6</b>	<b>-5</b>	<b>9</b>	<b>12</b>	<b>18</b>	<b>42</b>

Sin embargo, el acuerdo con el FMI, no solo prevé que el Gobierno Nacional tenga que salir a financiar letras y REPOs en 2018 y 2019, también proyecta que deben aumentar las reservas internacionales netas .

Cruzando el calendario de desembolsos con los vencimientos de deuda, encontramos que entre oct-18 y dic-19 vencen U\$S 52,5 MM, y el FMI desembolsará U\$S 35,8 MM. Esto sugiere que para que no caigan las reservas, el Gobierno precisará la renovación de U\$S 16,7 MM de sus vencimientos.

Lo anterior podría cumplirse, porque la mayoría del AN18 está manos del ANSES y por lo tanto es esperable su renovación (vencen U\$S 3.526 mln en nov-18), también esperamos que renueven una parte de los REPOS (U\$S 10.830 mln), y una porción de las letras (vencen U\$S 8.523 mln entre nov-18 y mar-19). Aunque hay que tener en cuenta, que a medida que se acerquen las elecciones, es esperable que baje el ratio de renovación de las letes (en los últimos meses fue de 71%).

Pero además, el FMI exige que las reservas netas aumenten en U\$S 12,5 MM (esto es adicional a la renovación de vencimientos por U\$S 16,7 MM).

Este objetivo adicional del FMI, sugiere que el Banco Central está incentivado a comprar dólares, cuando el tipo de cambio toque la banda inferior, para cumplir con el incremento de reservas internacionales netas.

---

Las reservas internacionales netas propias del BCRA son iguales al valor bruto en dólares de las reservas internacionales oficiales del BCRA menos los pasivos brutos oficiales en moneda extranjera:

- (i) Reservas prestadas (Swaps de monedas).
- (ii) Depósitos de instituciones financieras,
- (iii) El uso de los recursos del FMI,
- (iv) Futuros en moneda extranjera.

### RESERVAS NETAS

En U\$S MM	'Sep 2018	'Oct 2018	Nov-Dic 2018	Ene-Mar 2019	Abr-Jun 2019	Jul-Sep 2019	Oct-Dic 2019	Oct 2018 // Dic-2019
1) Desembolsos del FMI		5,7	7,6	10,8	5,4	5,4	1,0	35,8
2) Vencimientos de Deuda		2,9	16,7	11,1	15,5	3,7	2,7	52,5
Bonos y Club de Paris		1,0	5,4	3,1	10,6	1,0	2,6	23,7
Letes		1,8	3,5	5,0	3,1	0,7	-	14,2
REPOS		-	7,8	3,1	1,8	2,0	0,1	14,6
3) Desembolsos menos vencimientos (1-2)		2,8	-9,1	-0,3	-10,1	1,7	-1,7	-16,7
Objetivo de Reservas Netas	15,8	18,6	21,3	28,3				28,3
Variación		2,8	2,7	7,0				12,5

### Sostenibilidad de la Deuda Pública

Fitch Ratings confirmó la calificación de deuda en moneda extranjera de largo plazo de Argentina en 'B', pero modificó la perspectiva de calificación a negativa desde estable.

La revisión de la perspectiva a negativa desde estable, refleja una actividad económica mucho más débil, perspectivas inciertas para la consolidación fiscal plurianual y las dudas respecto de la disponibilidad de financiamiento del mercado a medida que se agotan los fondos del FMI, lo que representa un riesgo para la sostenibilidad de la deuda soberana.

Además, S&P bajó la calificación crediticia de los bonos en moneda extranjera de B+ a B, y mantuvo la perspectiva estable porque ven una erosión de la trayectoria de crecimiento económico, la dinámica de la inflación y el perfil de la deuda de Argentina luego de los contratiempos en la implementación de su desafiante programa de ajuste económico. Esperan que el PIB se contraiga -2,5% este año y cerca de -1% en 2019, antes de recuperarse moderadamente en 2020. Es probable que la inflación termine el año en torno al 44% y que solo disminuya gradualmente a 25% en 2019.

Está claro que no hay nada peor para la sostenibilidad de la deuda pública, que colocar bonos en moneda extranjera (ver en la próxima página el gráfico de la izquierda, el salto del ratio deuda/PIB en 2002 y en 2018), ya que los saltos del tipo de cambio generan una caída en la capacidad de pago del país (se reduce la recaudación medida en dólares, y el mercado doméstico de crédito medido en dólares). De hecho, en términos de sustentabilidad de deuda, colocar bonos en monedas extranjeras se conoce como “el pecado original”.

Uno de los análisis más extendidos por el BID, es estimar el superávit necesario para que la deuda pública se mantenga estable (suponiendo que la misma es emitida solo en moneda local). Este se obtiene de la siguiente ecuación:

$$\text{Superávit / PIB} = (\text{intereses / PIB} - \text{crecimiento del PIB}) \times \text{Deuda / PIB}$$

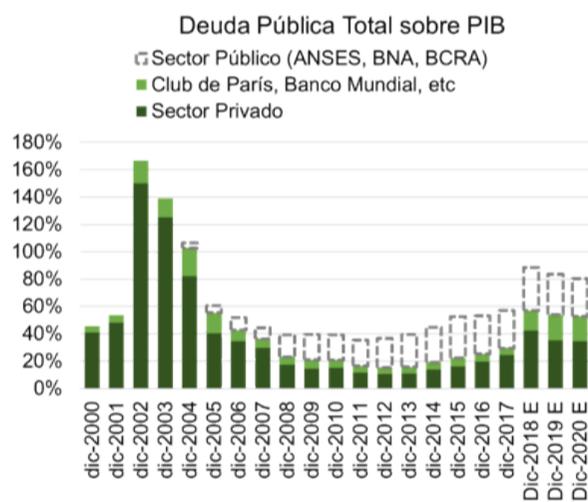
Según este análisis, si el PIB se mantiene sin cambios, se precisa que el superávit primario pague todos los intereses para mantener estable el stock de deuda, lo cual luce razonable.

En 2019 el superávit requerido si el PIB se mantiene estable, es igual a los intereses / PIB por la deuda / PIB (88%), es decir 3,6%. En el caso de Argentina, el Gobierno planea llegar en 2019 al equilibrio fiscal (0% del PIB), esto sugiere que el ajuste fiscal que debería hacerse es mucho mayor al presentado por el gobierno.

Ahora bien, si en 2019 el PIB cae -0,7% como estimamos, el superávit requerido es de 4,2%. Esto es lo que impulsa a las calificadoras crediticias a bajar la nota, cuando observan un desvío de esta ecuación, potenciado por una caída del crecimiento del PIB.

Si bien esta ecuación no debe cumplirse todos los años, es una indicación de lo desviada que están las cuentas fiscales, nótese en el gráfico de la izquierda, que desde 2011 todos los años el déficit primario fue menor al requerido, lo que redundó en el aumento de la deuda desde 35% del PIB hasta el 88% actual. Estimamos que recién en 2020 podría equilibrarse esta ecuación, mejorando las probabilidades de acceso al mercado de capitales internacional.

**STOCK DE DEUDA PÚBLICA / PIB**



**ECUACIÓN DE SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA**



## BANDAS DE TIPO DE CAMBIO

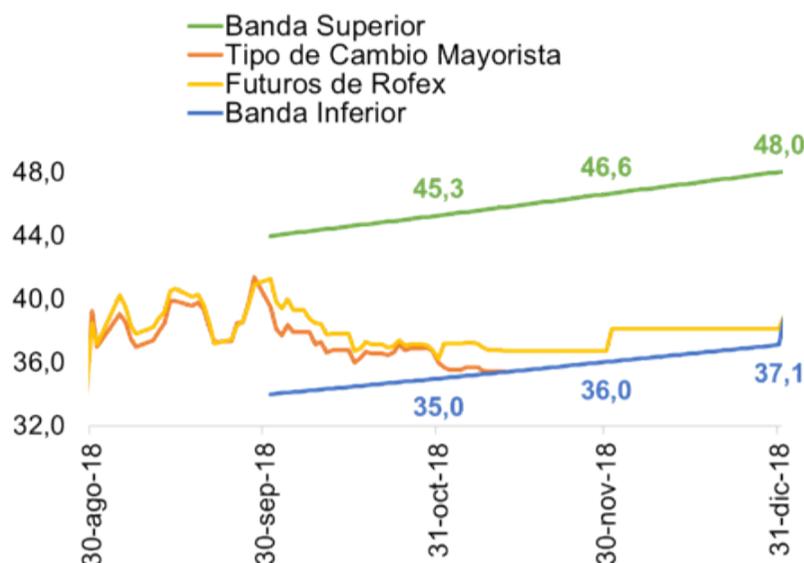
Según el acuerdo con el FMI:

- El Banco Central puede intervenir (no es obligatorio) cuando el tipo de cambio se va fuera de los límites de la banda.
- Si intervienen lo harán con licitaciones (no marcando precio), y por hasta USD 150 millones diarios (pueden comprar menos).
- Si intervienen, no esterilizarán los pesos (incumplirían con el crecimiento de base monetaria).

Desde finales de septiembre el tipo de cambio cayó -14% MoM. Y según los medios, el presidente del Banco Central dijo (en una reunión con inversores internacionales), que si toca la banda inferior saldrá a comprar dólares y no esterilizarán los pesos.

Actualmente, estamos sobre la banda inferior (el tipo de cambio mayorista está en \$35,45), y el piso de la banda en \$35,44, veremos como actúa el Banco Central.

**BANDAS DEL TIPO DE CAMBIO**



Es importante destacar, que si bien esperamos que la intervención del Banco Central libere pesos al mercado, la mayor suba de tipo de cambio podría ocurrir ante una caída en las tasas de interés real. De hecho, desde el pico de 9% de tasa real (medida como Badlar menos inflación últimos 12 meses), la tasa real se redujo hasta 3% en la actualidad.

**TASA DE INTERÉS REAL**

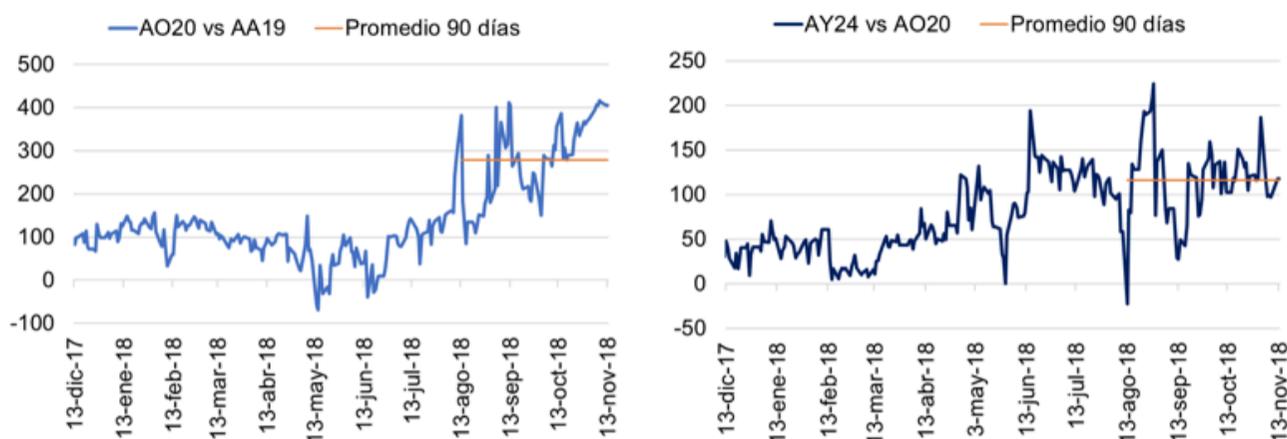


**Bonos en dólares**

Durante septiembre y octubre aumentó el spread entre el Bonar 20 (AO20) y el Global 2019 (AA19), de hecho, está en máximos. Esto estaría asociado con los desembolsos del FMI, ya que a medida que el FMI ingresa fondos, aumenta la liquidez de corto plazo y baja la probabilidad de default para los vencimientos más cercanos.

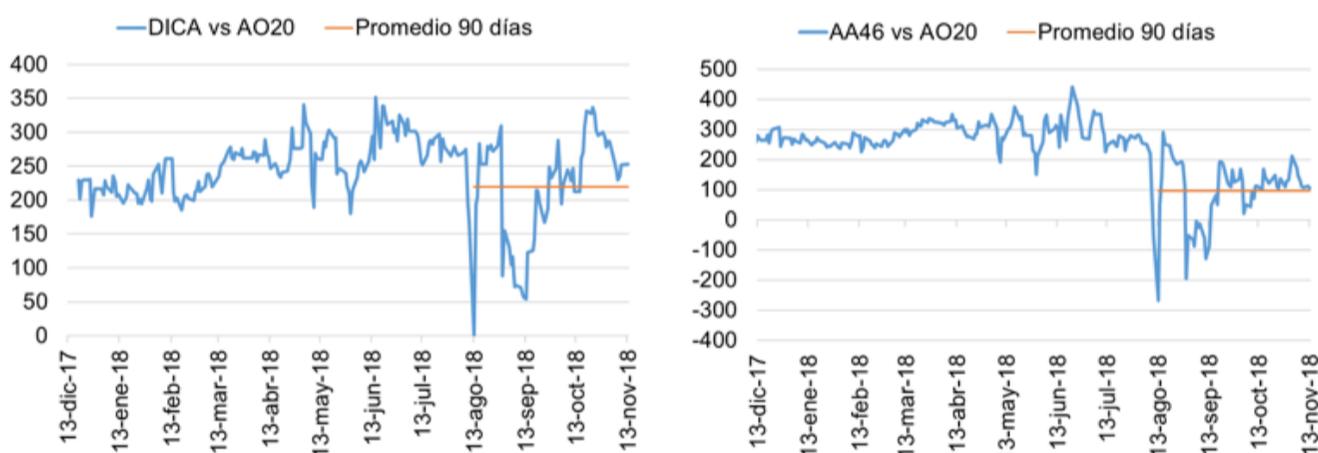
El spread entre el Bonar 24 (AY24) y el Bonar 20 (AO20) se encuentra en el promedio de los últimos 90 días, y creemos que de continuar la reducción del déficit primario, continuarán los desembolsos del FMI, y el Bonar 20 podría reducir su rendimiento respecto del AY24. Esto sugiere, una oportunidad para salir de AY24 e ingresar al AO20.

**SPREADS**



Para diciembre de 2019, las mayores tasas de interés de EUA, la incertidumbre política y el menor nivel de sustentabilidad de deuda, sugieren que difícilmente el rendimiento de los bonos del tramo largo pueda bajar. Siendo que el spread entre el AA46 y el AO20 es de solo 100 p.b., y que el AO20 podría tener una ganancia de capital, parece razonable arbitrar estos bonos.

**SPREADS**



**Variación Títulos Públicos por Tramo**

Durante el último mes se destacó la suba de los bonos en pesos ajustados por inflación del tramo largo.

**VARIACIÓN POR TRAMO DE TITULOS PÚBLICOS**

	Indice(*)	1w-ch	1m-ch	YTM(**)	Spread vs. T.Medio(bp)	Dur
<b>\$Ar (Badlar)</b>						
Tramo Medio (TM)	96,8	0,11%	-1,6%	68,8%		0,9
<b>\$Ar (CER)</b>						
Tramo Medio (TM)	133,4	0,00%	3,7%	7,3%		2,5
Tramo Largo (TL)	118,6	-1,71%	10,7%	7,2%	-15	8,0
<b>US Dollar</b>						
Tr.Medio Dólar (TM)	173,9	3,8%	-3,7%	9,7%		2,4
Tr.Largo Dólar (TL)	151,7	-0,1%	-4,2%	10,8%	110	7,3

Ar\$ + CER: TM: PR13 TL:-Disc\$-Par\$

Ar\$ + Badlar: TM: AM20

Ar\$ Dollar Linked: TM: AM18

US\$: TM: AO20-AY24, TL: AA46 - PARA (Leg Arg) - DICA (Leg. Arg)

(\*) Ponderados por emisión residual y vol. negociado en BCBA. Base 100= nov-17

(\*\*) YTM: Dollar Linked, hay que sumarle la depreciación del tipo de cambio. Ar\$ + CER es una tasa real, hay que sumarle la variación del CER.

**ARGENTINA: RETORNOS ESPERADOS PARA FIN 2019 – TÍTULOS PÚBLICOS**

	Último Precio			Fin 2019 E			Variación de tasas (p.b.)	Cupones Projectados en 2019 <sup>2</sup>	Retorno Total Fin 19 <sup>3</sup>	
	Precio <sup>1</sup>	Duration	TIR Hoy	Precio <sup>1</sup>	Duration	TIR E			c/TIR Hoy	c/TIR Est.
<b>Títulos en Pesos a Badlar</b>										
Bocon Pr15	169,4	1,3	73,8%	143,7	1,0	30,6%	(4321)	33,2%	-4,3%	18,0%
Bonar AA22	104,9	1,6	66,3%	90,1	1,4	31,6%	(3471)	45,4%	18,7%	31,3%
PMJ21 (Prov. Mendoza)	99,9	1,3	83,1%	95,6	1,1	32,9%	(5016)	50,0%	45,7%	45,7%
BDC22 (CABA)	97,3	1,5	76,6%	90,6	1,4	31,3%	(4524)	38,7%	47,1%	31,9%
PBY22 (Prov. Bs. As)	102,3	1,5	77,9%	93,3	1,6	31,6%	(4626)	48,3%	42,7%	39,5%
BDC24 (CABA)	98,1	1,7	75,5%	86,0	2,3	31,1%	(4449)	43,1%	36,9%	30,9%
PBA25 (Prov. Bs. As)	96,0	1,8	76,4%	91,0	2,4	31,3%	(4513)	37,9%	45,5%	32,7%
BDC28 (CABA)	100,8	1,6	79,5%	83,2	3,0	32,0%	(4746)	42,6%	35,5%	25,2%
<b>Títulos en pesos a la tasa de referencia</b>										
Bono TJ20	119,5	1,0	68,6%	100	0,4	31,6%	(3700)	48,2%	28,2%	31,8%
<b>Títulos en Pesos ajustables por inflación (CER)</b>										
Bono CER A2M2	123,8	1,3	10,2%	159	0,2	4,0%	(618)	13,1%	79,7%	41,4%
BONCER 2020 TC20	153,7	1,4	9,9%	195	0,3	5,0%	(488)	3,3%	65,6%	30,0%
BONCER 2021 TC21	159,8	2,6	7,9%	197	1,5	7,0%	(94)	3,4%	63,9%	27,0%
Disc ArgL DICP	884,0	7,4	7,6%	1040	7,0	7,0%	(58)	12,4%	64,9%	30,0%
Par ArgL PARP	370,0	12,3	7,9%	494	11,7	7,0%	(87)	4,0%	77,1%	37,4%
Cuasipar ArgL CUAP	545,0	12,4	8,4%	697	13,0	7,5%	(95)	12,5%	77,9%	40,3%
<b>Títulos en pesos a tasa fija</b>										
Bono TO21	82,4	2,3	30,7%	107,6	1,5	16,6%	(1403)	22,1%	25,6%	52,7%
Bono TO23	83,6	3,4	23,2%	105,8	2,9	15,6%	(759)	19,1%	21,9%	45,7%
Bono TO26	85,0	4,5	20,5%	108,9	4,4	14,6%	(591)	18,2%	20,7%	46,4%
<b>Letras del Tesoro capitalizables</b>										
Promedio 1 y 2 meses			<b>55,3%</b>			<b>23,6%</b>				<b>53,5%</b>
<b>Títulos en dólares del Gobierno Nacional</b>										
Bonar 20 AO20	100,5	1,8	8,3%	105	0,8	4,0%	(433)	8,0%	22,8%	58,2%
Global 21 AA21	98,2	2,3	8,1%	101	1,3	7,0%	(106)	7,0%	21,7%	55,2%
Bonar 24 AY24	98,9	2,6	9,5%	84	2,1	9,0%	(51)	25,0%	42,1%	55,3%
Global 22 A2E2	92,1	2,9	9,3%	96	1,9	9,0%	(33)	6,1%	20,9%	56,1%
Global 26 AA26	90,2	5,7	9,7%	93	5,0	10,0%	33	8,3%	23,4%	56,9%
Global 28 A2E8	80,5	6,7	9,7%	81	6,1	10,0%	34	7,3%	22,2%	52,8%
Disc ArgL DICA	124,9	6,4	10,9%	124	6,2	10,5%	(36)	13,9%	24,7%	60,0%
Par ArgL PARA	53,0	10,1	10,4%	53	9,3	9,5%	(86)	5,9%	20,8%	49,2%
Global 46 AA46	81,0	10,3	9,9%	78	9,8	10,0%	12	9,4%	24,7%	48,3%
Global 2117 AC17	78,8	10,8	9,6%	70	10,3	10,0%	42	13,6%	24,2%	43,6%
<b>Títulos en dólares de Gobiernos Provinciales</b>										
Córdoba (CO26)	85,0	3,1	12,9%	79	2,8	11,7%	(122)	22,7%	40,0%	63,1%
Mendoza (PMY24)	89,8	3,4	13,1%	92	3,0	12,2%	(91)	14,0%	24,9%	63,5%
La Rioja (RIF25)	84,1	3,4	15,8%	93	3,0	14,0%	(185)	11,6%	27,8%	71,9%
Entre Ríos (ERF25)	80,9	3,7	15,4%	89	3,3	14,0%	(136)	10,8%	26,9%	69,9%
Río Negro (RND25)	78,4	4,2	14,5%	80	4,1	14,0%	(52)	14,8%	25,7%	65,0%
<b>Cupones PBI</b>										
			6,2%			4,0%				
Ar\$ Arg.Law (TVPP)	2,4			2,0				0,0%		-15,3%
US\$ Arg. Law (TVPA)	3,6			4,3				0,0%		36,5%

1 Precio Bolsa: es en porcentaje sobre el Valor Residual. Para bonos en dólares, el precio fue estimado en dicha moneda.

2 Devolución Cash hasta Dic-19: Incluye pagos futuros de intereses, amortizaciones y el CER en caso de corresponder (en % sobre Precio Hoy), en moneda original de emisión.

3 Retornos Totales en pesos proyectados, en base a los supuestos detallados en el próximo cuadro:

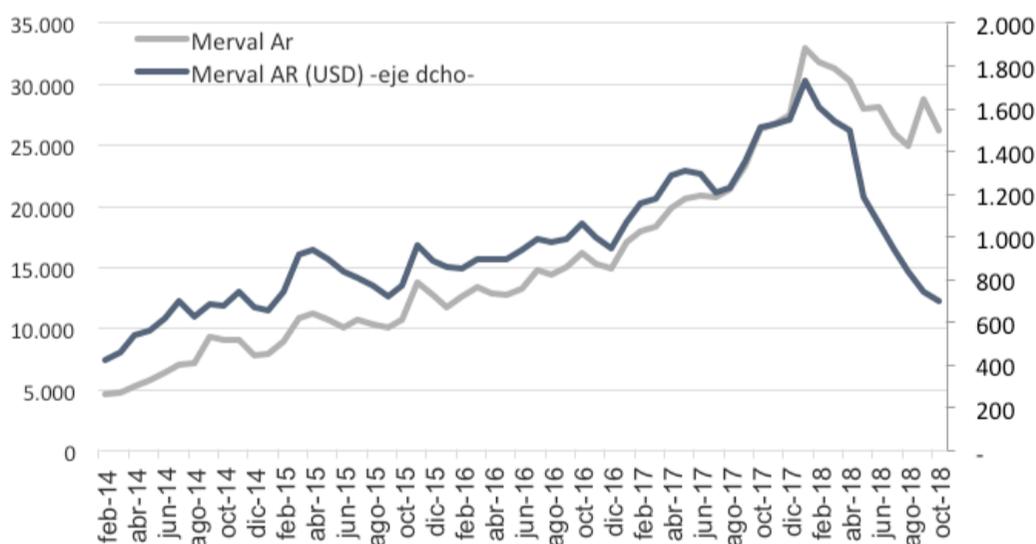
	Último	Proyecciones	
	12/11/2018	dic-18	dic-19
<b>Badlar</b>	50,9%	47,6%	23,6%
<b>Tasa de Referencia</b>	67,1%	57,6%	26,6%
<b>Inflación YoY</b>	45,2%	47,6%	30,0%
<b>ARS/USD</b>	35,5	40,0	50,0
<b>ARS/USD YoY</b>	103,3%	113,9%	25,0%
<b>EMAE / PIB real YoY</b>	-2,7%	-3,0%	-0,7%
EUA 10Y	3,1%	3,3%	3,5%
Bra 10Y	5,1%	5,1%	5,3%
Arg 10Y	9,7%	9,5%	10,0%

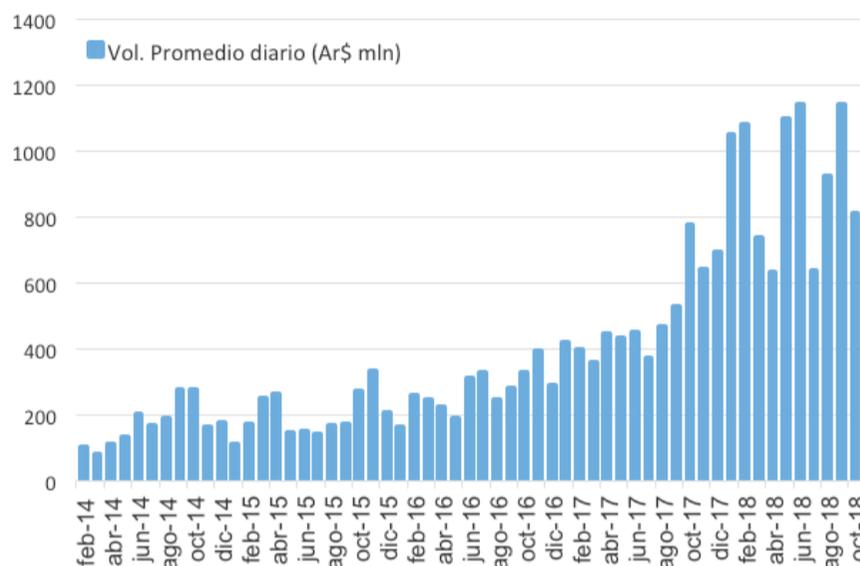
## RENTA VARIABLE ARGENTINA

El Índice Merval Argentina cedió -14,1% en el mes de octubre, acumulado una caída de 12,5% en lo que va del año. Medido en dólares el índice perdió 1,2% MoM, acumulando una caída de 54,7% en el año. Por su parte el volumen diario promedio negociado en acciones cedió 29% MoM a \$ 812 mln, cayendo desde un máximo histórico.

Dentro de las acciones más negociadas se destacó la suba de: APBR (+16,8%), mientras que las principales bajas fueron en CRES (-27,2%), TS (-24,2%), TGN (-22,9%), GGAL (-21,2%) y EDN (-21,1%).

EVOLUCIÓN DEL ÍNDICE MERVAL ARGENTINA Y DEL VOLUMEN NEGOCIADO (BARRAS EN \$ MLN)





Country	Index	ROE ttm	P/E ttm	P/E fwd
Argentina*	MAR Index	50%	15,9	9,7
Brasil	IBOV Index	10%	18,8	13,0
México	MEXBOL Index	11%	19,3	15,0
Chile	IPSA Index	10%	17,5	16,2

## NOTICIAS RELEVANTES

### Petróleo:

El Gobierno dio marcha atrás con el anuncio realizado sobre la compensación en 24 cuotas a las petroleras por las diferencias acumuladas en el precio del gas real y el facturado a los usuarios durante el período abril-septiembre 2018. De manera que, en vez de cobrárselo a los consumidores, el Estado Nacional asumirá el costo como un mayor subsidio. Aun no hay una definición de cuando y como se pagará dicha deuda que en el caso de YPF y PAMP son U\$S 210 mln y U\$S 20 mln respectivamente. En un principio se mencionó que podría pagarse en 30 cuotas a partir de octubre 2019.

YPF realizó su Investor Day a fines de octubre, actualizando y dando detalles de su nuevo plan quinquenal 2019-2023. Esperan un fuerte crecimiento en la producción, dejar de comprar crudo a terceros para además exportar y mejorar márgenes, aunque todo ello recién sería más visible a partir de 2020 ya que el año 2019 es otro año de transición luego del desafiante 2018 que fue el primer año con liberización de precios, una devaluación de 100% del Peso y una nueva caída en la producción de hidrocarburos que proyecta cerrar entre -3% y -4% YoY.

Destacamos los siguientes lineamientos del plan de YPF:

- Proyectan que la producción de hidrocarburos crezca a un ritmo anual de entre 5% y 7%, con un CAPEX de entre U\$S 4.000 mln y U\$S 5.000 mln por año.
- En particular, suponen un crecimiento de 150% en hidrocarburos no convencionales y disminuir la declinación de los convencionales del actual -14% a -5% con diversas estrategias de recuperación. De esta manera, el mix de no convencional pasaría del actual 33% a 70% de la producción en 5 años.
- Estiman alcanzar la autosuficiencia en el año 2021, es decir no requerir comprar crudo a terceros para abastecer a sus refinerías que hoy representa un 20%.
- Aclararon que la brecha entre el import parity y los precios de los combustibles se achicó significativamente luego de la suba de precios de 65% acumulada en 2018 y esperan cerrarla antes de fin de año.

- Esperan poder exportar crudo en 3 años y contar con una planta regasificadora en 5 años, aunque ya el año próximo harían la primera exportación de gas licuado.
- En términos operativos proyectan un crecimiento de 10% del EBITDA en dólares, disminuyendo el OPEX actual de U\$S 7 a U\$S 6 por barril y el costo de desarrollo en Vaca muerta de U\$S 11 a U\$S 8 / BOE. Esperan que los dividendos crezcan fuerte hacia el 2023 manteniendo la relación Deuda Neta/EBITDA en <1,5x.
- No proyectan nuevas refinerías sino mantener las actuales Lujan de Cuyo y La Plata con un crecimiento de 15% en el crudo procesado y 20% en la producción de Diesel y Gasolinas.
- Para estas proyecciones consideraron un precio del gas promedio de U\$S 4 M BTU

#### Servicios Públicos:

Pampa Energía (PAMP) acordó la venta a ExxonMobil Exploration Argentina S.R.L. del 21% de participación que tiene en Oldelval, manteniendo así solo el 2,1% de participación accionaria. El precio fue de U\$S 36,4 mln, estimando un resultado contable neto aproximado de \$700 mln. Recordamos que a través de Oldeval se transporta por oleoductos troncales el petróleo producido en la Cuenca Neuquina desde Allen hasta Puerto Rosales en Bahía Blanca y corresponde a una participación que tenía Petrobras Argentina.

La Secretaría de Energía resolvió mediante la Resolución 70/2018 que las generadoras vuelvan a tener libertad en las condiciones de abastecimiento de combustibles para la generación de energía eléctrica. De esta manera, se sustituye el artículo 8° de la Resolución N° 95 del 22 de marzo de 2013 para facultar a los Agentes Generadores, Cogeneradores y Autogeneradores del MEM a procurarse el abastecimiento de combustible propio para la generación de energía eléctrica, sin alterar los compromisos asumidos en el marco de los contratos de abastecimiento MEM con CAMMESA. Por lo tanto, para quienes ejerzan la opción de autoabastecimiento, los costos de generación con combustible propio se valorizarán de acuerdo al mecanismo de reconocimiento de los Costos Variables de Producción reconocidos por CAMMESA.

De acuerdo a los medios, el Ministro del Interior, la gobernadora bonaerense y el jefe de Gobierno porteño se reunieron para avanzar formalmente en el traspaso de las empresas de energía eléctrica Edesur y Edenor (EDN) a la órbita de la provincia y la ciudad de Buenos Aires a partir de enero 2019. Recordamos que tal decisión no tiene un impacto en las Compañías distribuidoras.

#### Bancario:

Banco Macro (BMA) prorrogó por 10 años hasta diciembre 2029 el convenio de vinculación con la Provincia de Misiones por medio del cual presta el servicio de Agente Financiero de la Provincia. Por otra parte, decidió extender el Programa de Recompra de Acciones propias que había vencido el pasado 25 de septiembre y por las cuales llevaba adquiridas 22 mln de acciones por un total de \$ 3.114 mln. Se mantuvo el precio máximo a pagar en \$ 158 por acción y el nuevo vencimiento del Programa es el 2 de noviembre, pudiendo ser extendido.

Banco Supervielle recompró en el mes octubre \$ 618 mln de sus obligaciones negociables Clase A BADLAR + 4,5% con vencimiento en 2020. Recordamos que en septiembre había hecho una recompra por un valor similar, cuya ganancia contable se reflejará en el 3q18.

#### Consumo Discrecional:

Corporación América Airports S.A. (CAAP) reportó un aumento del 3,7% YoY en el tráfico total de pasajeros durante septiembre de 2018 (desde 5,8% en agosto), explicado por un crecimiento del 2,7% en Argentina y 16,6% en Ecuador. El crecimiento del 2,7% del tráfico de pasajeros en Argentina se vio impulsado por un aumento del 9,4% en el tráfico doméstico, parcialmente compensado por una caída del 8,4% y 7,8% de pasajeros internacionales y en tráfico reflejo de condiciones macroeconómicas más desafiantes. El tráfico doméstico se vio beneficiado por la incorporación de nuevas frecuencias de vuelos.

**Holdings:**

Sociedad Comercial del Plata S.A. (COME): La Comisión Nacional de Valores resolvió cancelar la oferta pública de 7.303.713 acciones de VN\$10 de COME acorde a la reducción de capital aprobada el 12 de octubre de 2017. Por su parte, la Bolsa de Comercio de Buenos Aires canceló el listado de dichas acciones.

## RANKING MENSUAL AGENTES

**BASE DE DETERMINACION SEGÚN BYMA:** Los siguientes Rankings se construyen a partir del volumen efectivo (equivalente en ARS) operado por cada agente en el segmento garantizado (PPT) para la operatoria de Acciones, CEDEARs, Fondos Comunes de Inversión Cerrados, Fideicomisos Financieros, Obligaciones Negociables, Títulos Públicos (en todas sus versiones) y Opciones.

Renta Variable			Renta Fija		
Agente	Rank.	Part. %	Agente	Rank.	Part. %
Allaria Ledesma & Cía. S.A.	1	14,1%	Allaria Ledesma & Cía. S.A.	1	12,3%
Balanz Capital Valores S.A.	2	3,8%	Balanz Capital Valores S.A.	2	10,8%
SBS Trading S.A.	3	4,1%	Banco de Galicia y Buenos Aires S.A.	3	6,7%
AR Partners S.A.	4	6,6%	Banco Mariva S.A.	4	5,2%
Invertir en Bolsa S.A.	5	4,3%	AR Partners S.A.	5	2,4%
Invertir Online S.A.	6	3,2%	SBS Trading S.A.	6	2,5%
Buenos Aires Valores S.A.	7	4,2%	Neix S.A.	7	2,4%
Banco Santander Río S.A.	8	1,7%	Puente Hnos. S.A.	8	3,2%
Santander Río Valores S.A.	9	1,7%	Global Agro Brokers S.A.	9	4,0%
Bull Market Brokers S.A.	10	2,4%	Cohen S.A.	10	2,0%

# GRACIAS!

