

INFORME MENSUAL OCTUBRE



PERSPECTIVAS

La economía norteamericana continúa a todo vapor, el índice S&P alcanzó un nuevo record histórico (ya que EUA es el único desarrollado que sigue creciendo, mientras en Europa resurgen las dudas), y la Reserva Federal dice que seguirá subiendo las tasas porque claramente todavía no están en terreno neutral. Con este combo, las tasas de los bonos de largo plazo en EUA alcanzan máximos de los últimos años, el dólar vuelve a apreciarse, y emergentes vuelve a sufrir (justo cuando parecía que podría haber una rotación de carteras hacia ellos). La pelea comercial entre EUA y China que no cede, es otro factor que afecta a los mercados no desarrollados.

Las inminentes elecciones legislativas en EUA podrían agregar algo de volatilidad, si bien hasta el momento los inversores no han prestado mucha atención a los vaivenes políticos. Por otro lado, estamos cerca del comienzo de la temporada de balances del 3q18, que volvería a ser un trimestre de fuerte crecimiento en resultados, y podría ser el envión necesario para el famoso rally de fin de año.

En Brasil, la primera vuelta de las elecciones presidenciales dejó al candidato de derecha Bolsonaro (con 46% de los votos y +16% respecto a Haddad), a punto de ganar en el balotaje que se llevará a cabo a fin de este mes. El mercado festejó ante la ventaja que obtuvo el primero sobre el candidato de izquierda, pero queda por verse si tendrá luego el apoyo en el Congreso para llevar a cabo las reformas necesarias para que Brasil disminuya su déficit fiscal (por ahora financiado por el mercado local y en reales, a diferencia de lo que ocurre en la Argentina), y el país pueda finalmente volver a crecer.

En Argentina, pasó otro mes que pareció más bien un año (el tiempo en este país debería contabilizarse como la vida de los perros, un año acá equivale a siete en cualquier otra parte del mundo). Dado que el primer acuerdo firmado con el FMI no logró apaciguar a los inversores, ya que no dejaba claro que el monto alcanzara para cubrir las necesidades de 2019, se firmó un nuevo acuerdo que incrementa el monto prestado y adelanta los desembolsos. A cambio, el país deberá alcanzar el equilibrio primario fiscal en 2019. De esta manera, se logra despejar el calendario de vencimientos de deuda hasta fin del mandato de Macri, por lo que el gobierno ahora sí se compró tiempo para hacer los deberes.

Para frenar la caída del peso argentino, el BCRA (que ya tuvo tres presidentes en lo que va del año), elevó a 74% anual con capitalización semanal la tasa de sus Letras, comprometiéndose a mantener la base monetaria estable hasta mediados 2019. A su vez, se acordó con el FMI dejar de intervenir en el mercado de cambios de la manera que lo venía haciendo.

Obviamente, este nivel de tasas no es sostenible en el tiempo, la nominalidad que ha alcanzado la economía es alarmante. El gobierno necesitará una sintonía muy fina para empezar a desarmar esta nueva bola de nieve dentro de algunas semanas. Luego, campaña agrícola 2019 exitosa de por medio, el poder ejecutivo tendrá unos pocos meses para encauzar la situación y recuperar paulatinamente la confianza. Es la última carta antes de las elecciones.

Mientras tanto, el partido Justicialista intenta rearmarse, pero aún no ha encontrado un candidato potable que además logre traccionar los votos cautivos del kirchnerismo. Por lo tanto, Macri mantiene chances de ser reelecto el año que viene.

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.

PERSPECTIVAS

-

En los últimos 30 días, tanto los bonos argentinos como el índice Merval mostraron una dinámica muy similar a la observada en los mercados emergentes: fuerte rebote hasta mediados de septiembre, y luego devolución de gran parte de la ganancia.

En cuanto a las recomendaciones de inversión, mantenemos la postura de limitar la exposición a la renta fija soberana, con una cartera de muy baja duration (menos de 9 meses). Para mayor duration, preferimos bonos corporativos de empresas exportadoras o con ingresos no regulados en dólares.

Para inversores que busquen más riesgo, en la porción de la cartera en pesos preferimos las Lecap (letras del gobierno a tasa fija de corto plazo que capitalizan el interés).

Dado que si se recupera la confianza en la Argentina, los bonos tienen un potencial de suba limitado, por las mayores tasas de interés en EUA, consideramos que una combinación de cash (o inversiones de corto plazo en activos extranjeros) y un porcentaje limitado en acciones argentinas tiene mayor potencial de suba en caso de un escenario positivo, a la vez que sería más protectorio ante un escenario negativo.

Nuestras preferencias en acciones: en materiales Ternium Argentina (que puede exportar parte de la caída de ventas locales, y la mitad de sus resultados provienen de México); en alimentos San Miguel (exporta y tiene instalaciones en varios países); en servicios públicos y energía a TGS, TGN, Transener y Pampa Energía; en medios a Cablevisión; en bancos a Macro y Supervielle.

CARTERAS RECOMENDADAS

MERVAL ARGENTINA – RECOMENDACIÓN POR SECTOR

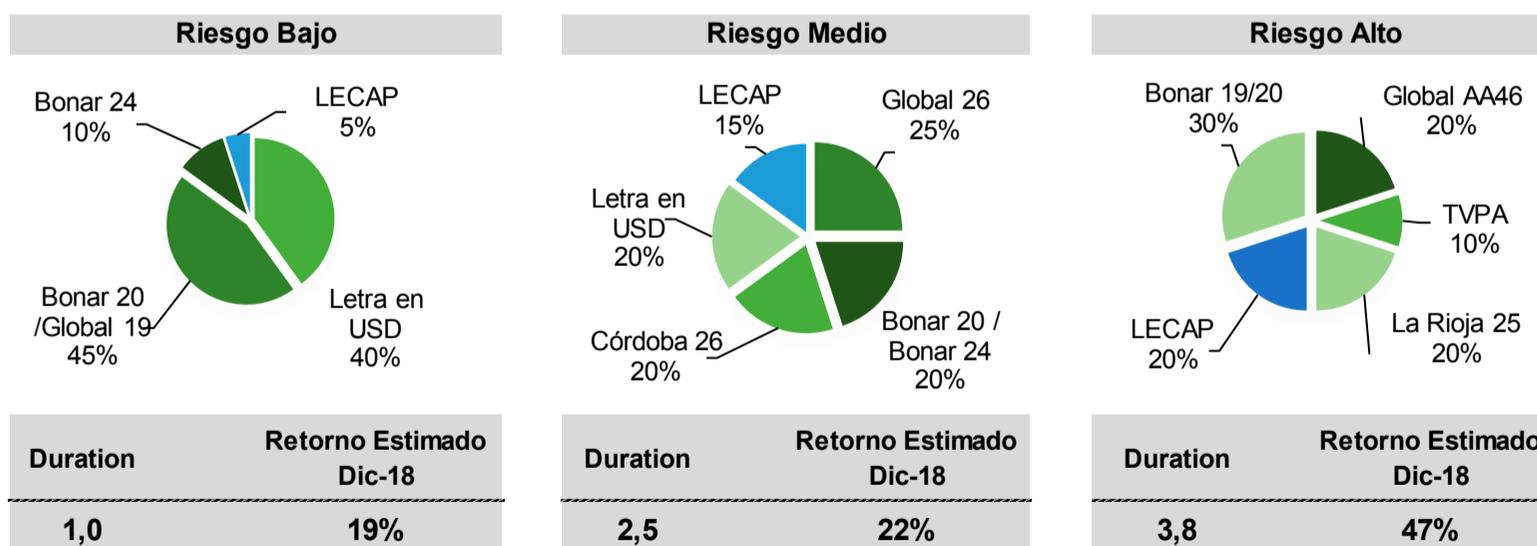
Sector	% del Merval	Recomendación	Destacadas
Bancos	39%	Marketweight	Bma, Supv
Siderurgia	4%	Overweight	Txar, TX
Aluminio	4%	Underweight	
Petróleo y Serv. Petr.	8%	Marketweight	Capx, Ypf
Serv. Públicos y Gener.	29%	Overweight	Pamp, Tgsu2, Tgno4, Tran
Telecom/ Media	2%	Overweight	Cvh
Holdings	2%	Underweight	Come
Consumo Discrecional	2%	Underweight	
Construcción	2%	Underweight	
Otros	7%	Underweight	Sami
	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)



Para las tres carteras, sugerimos cambiar los bonos en pesos más CER, por LECAPS (Letras del Tesoro Nacional en pesos con interés capitalizable), ya que esperamos que a partir de noviembre comiencen a bajar las tasas de interés, lo que sugiere un buen momento para fijar tasas altas.

Para la cartera de riesgo medio sugerimos aumentar la pesificación de la cartera desde 5% hasta 15%, reduciendo el AO20 en 10%. A mediados de septiembre salimos del DICA (que habíamos ingresado a finales de agosto) aprovechando el rebote de septiembre y volvimos a letras en dólares.

Para la cartera de riesgo alto a mediados de septiembre salimos del PARA (que habíamos ingresado a finales de agosto) y volvimos a bonos de corto plazo (AA19- AO20).

ACTIVIDAD ECONÓMICA

PROYECCIONES MACRO ARGENTINA

	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18
Actividad				
PIB Nominal (USD mln)	630.864	547.596	557.902	425.369
Crecimiento real PIB (YoY)	2,7%	-1,8%	2,8%	-2,4%
Consumo Privado (YoY)	3,7%	-1,0%	3,5%	-6,0%
Consumo Público (YoY)	6,9%	0,3%	3,1%	-1,0%
Inversión (YoY)	3,5%	-4,9%	9,0%	3,0%
Exportaciones (YoY)	-2,8%	5,3%	0,5%	5,0%
Importaciones (YoY)	4,7%	5,7%	11,3%	-2,0%
Datos Fiscales				
Resultado Primario últimos 12 meses (% del PIB)	-3,8%	-4,2%	-3,8%	-2,6%
Intereses últimos 12 meses (% PIB)	-1,3%	-1,6%	-2,1%	-3,5%
Resultado Financiero últimos 12 meses (% PIB)	-5,1%	-5,8%	-6,0%	-6,1%
Deuda Pública neta de FGS y BCRA (% PIB)	22%	25%	30%	63%
Sector Externo				
Balanza Comercial, últimos 12 meses (USD mln)	-2.969	1.968	-8.472	0
Cuenta Corriente (USD mln)	-17.622	-14.693	-31.324	-12.761
Cuenta Corriente (% del PIB)	-3,8%	-2,9%	-5,6%	-3,0%
Reservas Internacionales (% del PIB)	4,0%	7,2%	9,9%	10,0%
Sector Monetario				
Inflación Minorista (IPC Nac. YoY (Fin. Per.))	28%	37%	25%	42,0%
Tasa de Referencia (Fin. Per.)	27,0%	25,8%	26,4%	52,0%
Tasa Badlar Bancos Priv. (Fin. Per.)	29,0%	19,9%	23,3%	46,1%
Tipo de Cambio mayorista (ARS/USD, fin. Per.)	13,0	15,9	18,7	44,0
Tipo de Cambio mayorista (YoY, fin. Per.)	52%	22%	17,3%	135,9%
Tipo de Cambio Real Multilateral (fin. Per.)	94,7	90,1	90,4	156,17

Tipo de cambio, tasas y precios

Teniendo en cuenta la pérdida de reputación del régimen de metas de inflación, el Banco Central (BCRA) acordó con el FMI la implementación de un nuevo régimen monetario y cambiario como parte de la renegociación de las condiciones del crédito "stand-by". Además de los condicionamientos fiscales (déficit cero en 2019) que corren por cuenta del Tesoro, la autoridad monetaria se comprometió a establecer una banda de flotación (entre 34 y 44 pesos por dólar), la cual será actualizada diariamente a una tasa mensual del 3%. A su vez, no emitirá pesos adicionales respecto al nivel (nominal) que la base monetaria tenía a mediados de septiembre.

Algunas consideraciones respecto del funcionamiento de las bandas cambiarias:

- i) El comité de política monetaria revisará la pendiente y el ancho de la zona de no intervención de las bandas cambiarias a fin de año.
- ii) Si el tipo de cambio toca la banda superior, el BCRA vende reservas (subastas diarias de hasta US\$150 millones) y absorbe los pesos correspondientes, lo que genera una reducción adicional de la Base Monetaria.
- iii) Si el tipo de cambio toca la banda inferior, el BCRA puede comprar dólares, aumentando la Base Monetaria. Esa expansión de base monetaria puede no ser esterilizada.
- iv) El BCRA puede intervenir libremente en el mercado de futuros.

Algunas consideraciones respecto del cero crecimiento de la base monetaria:

- i) Los bancos podrán computar las Leliq (encajes remunerados) por el total del encaje (43%) para los depósitos nuevos, de esta forma aumenta el impacto de la tasa de leliq sobre la tasa de los depósitos a plazo (Badlar y TM20).
- ii) La base monetaria podrá crecer en diciembre de 2018 (+6,3% MoM) y junio de 2019 (+1,7% MoM), para acompañar la mayor demanda de pesos que trae el cobro del aguinaldo.
- iii) El BCRA se compromete a que la tasa de política diaria se ubique por arriba del 60% anual hasta diciembre de 2018.

Es un poco prematuro para evaluar la efectividad de la estrategia, pero con niveles de tasas de interés compatibles con una inflación mensual del 7%, el tipo de cambio se movió en el centro de las bandas, dando lugar a la apreciación real.

Si tomamos experiencias históricas similares, en los 80's, Chile, México e Israel tuvieron bandas de flotación, aunque sin "target" de agregados ya que los niveles de inflación eran en torno a 30% YoY, muy inferiores respecto a los que se observan en Argentina hoy (45% YoY estimado para octubre).

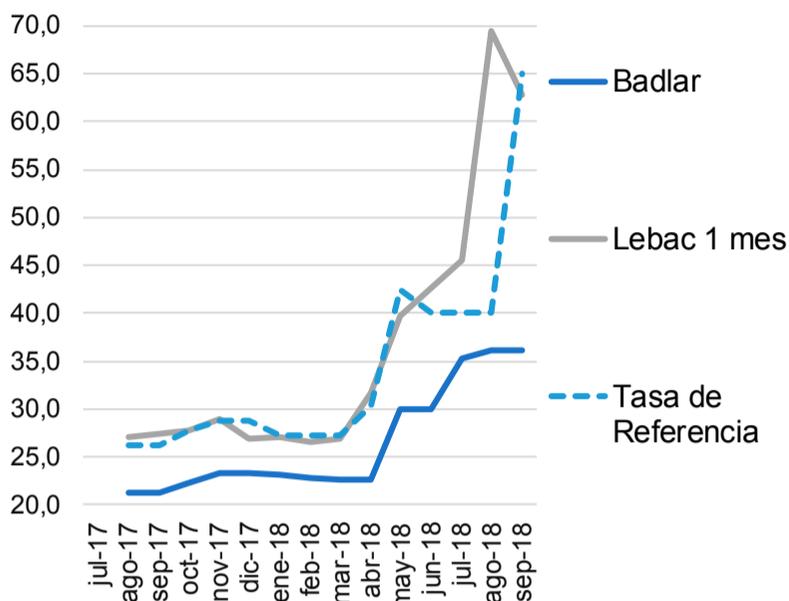
De las 3 experiencias mencionadas, la chilena entre 1986 y 1988 es la más próxima a la Argentina, dado que experimentó niveles de tasas de interés similares a las que observamos en la primera semana de octubre (tenía bandas demasiado angostas para los niveles de inflación que experimentaba, +/- 2%), no tenía controles de capitales (lo implementó a principios de los 90's) y depreció fuertemente su moneda, previo a la imposición de las bandas. Sin embargo, la economía chilena creció promedio al 6% anual entre 1986 y 1988, fecha en la cual recalibró el ancho de las bandas.

Con los ajustes estacionales permitidos, la base monetaria crecería arriba del 25% YoY en junio de 2019, de cumplirse la meta. Con una inflación proyectada a esa fecha en torno del 40% YoY, el ajuste monetario luce severo, el compromiso muy fuerte y los beneficios difusos, ya que la tasa de inflación a esa fecha será aún muy alta (por la inercia inflacionaria), y el impacto sobre la actividad puede ser muy perjudicial, teniendo en cuenta además la proximidad de las elecciones.

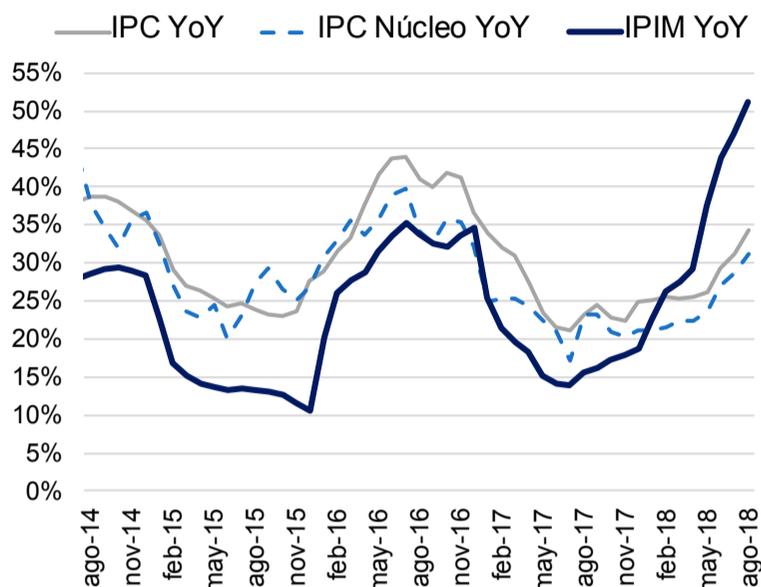
¿Cuál es la apuesta entonces?. La autorización para remunerar encajes de depósitos en pesos con Leliqs (que no forman parte de la base monetaria) otorga varios grados de libertad para el manejo de los agregados más amplios como el M2 (billetes y monedas en poder del público, depósitos en cuenta corriente y en caja de ahorro en pesos correspondientes al sector privado y al sector público). Esto otorga un margen para la discreción en el manejo de la política monetaria, lo que permitiría atemperar los efectos adversos sobre el nivel de actividad.

Por otra parte, controlando la volatilidad del tipo de cambio nominal, el Gobierno da espacio a la apreciación real del peso, la cual actuaría como "ancla" para contener los precios. Además, las tarifas de los servicios públicos y los salarios reales están en niveles tolerables para este nivel de actividad por lo que, a diferencia de los que ocurría en 2016, los precios relativos están más equilibrados. Por lo tanto, hay espacio para un proceso de des-inflación liderado por la política monetaria y anclado en una tenue apreciación real.

TASA DE REFERENCIA Y TASAS DE LEBACS



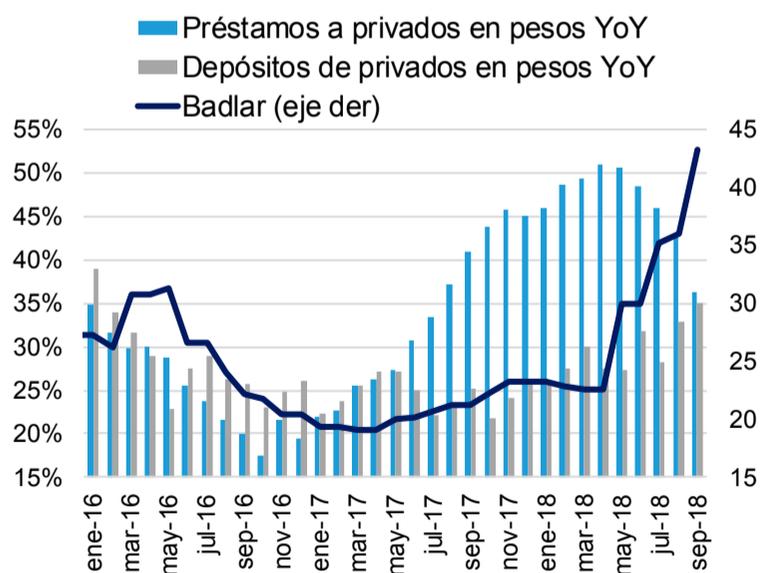
INFLACIÓN MINORISTA, NÚCLEO Y MAYORISTA



Durante septiembre, la base monetaria se expandió \$41.381 mln, y creció interanualmente a razón del 46%. La expansión se explica fundamentalmente por el desarme de Lebac's por \$291.666 mln, que fue parcialmente compensado por las compras de Leliq's de los bancos por \$126.851 mln y las ventas de divisas del Banco Central al sector privado por \$77.819 y al sector público por \$37.264.

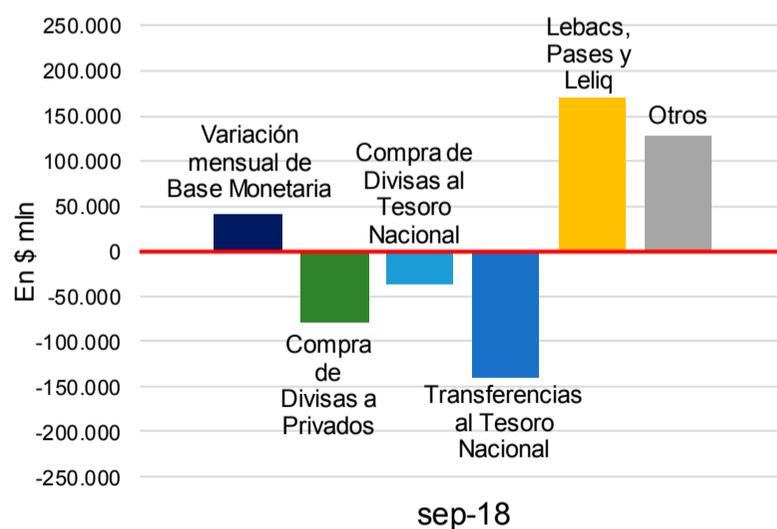
Desde el punto de vista privado, en septiembre los préstamos en pesos crecieron al 39% YoY en promedio (en línea con la inflación del período +40% YoY), y los depósitos en pesos crecieron al 33% YoY en promedio. Durante septiembre, la tasa Badlar subió (+844 p.b. a 43,3%), al igual que la TM20 (que subió 763 p.b. a 44,1%), estas subas fueron la contracara del momento de mayor depreciación del tipo de cambio.

PRÉSTAMOS Y DEPÓSITOS



BASE MONETARIA

Motivos de Variación de la Base Monetaria



Según estimaciones del propio BCRA, el tipo de cambio real multilateral compatible con el esquema de bandas cambiarias es el que regía entre 2008 y 2010. Respecto a esa fecha, hoy los términos de intercambio son un 13% mayor, existen sustanciales mejoras de productividad y costos logísticos. No sorprende entonces que en 2019 se espere una fuerte corrección del déficit en cuenta corriente que torne sostenible, junto con el equilibrio fiscal, el proceso de des-inflación.

ÍNDICE DE TIPO DE CAMBIO REAL MULTILATERAL Y TÉRMINOS DE INTERCAMBIO



Sector Externo

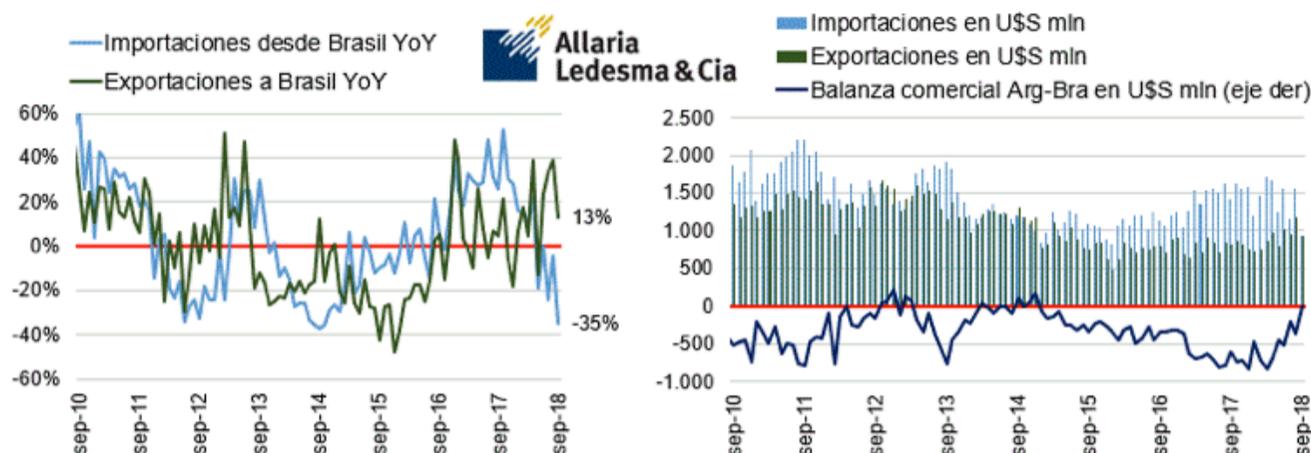
Durante agosto, con un tipo de cambio promedio de \$32 (el salto del tipo de cambio fue los últimos dos días), el déficit de cuenta corriente cayó 65% YoY a -U\$S 396 mln; esperamos que en septiembre y octubre con un tipo de cambio más alto el déficit se reduzca nuevamente.

CUENTA CORRIENTE Y FORMACIÓN DE ACTIVOS EXTERNOS (FAE)

En U\$S mln	Mensual			Ago18 vs Ago17		Ago18 vs Jul18	
	ago-17	jul-18	ago-18	U\$S mln	YoY	U\$S mln	MoM
Cuenta Corriente	-1.139	-1.156	-396	742	-65%	759	-66%
Balanza comercial (expo - impo)	295	670	594	299	101%	-76	-11%
Exportación de Bienes	5.294	4.398	4.419	-875	-17%	21	0%
Importación de Bienes	5.109	3.840	3.938	-1.171	-23%	98	3%
Turismo	-879	-651	-571	308	-35%	80	-12%
Intereses	-193	-1.024	-248	-54	28%	777	-76%
Utilidades	-220	-67	-69	151	-69%	-3	4%
Otros	-142	-83	-102	40	-28%	-19	22%
Cuenta Capital (1+2+3+4)	2.137	-2.930	-5.345	-7.482	-350%	-2.415	82%
1) FAE Sector privado no financiero	-1.804	-4.415	-4.019	-2.215	123%	396	-9%
FAE transferencias o divisas mayoristas (netas)	-875	-965	-667	208	-24%	298	-31%
FAE billetes o minoristas (netas)	-2.290	-2.386	-2.123	167	-7%	263	-11%
Inversión de portafolio	1.010	-1.064	-646	-1.656	-164%	418	-39%
Otros	352	0	-583	-934	-266%	-583	-149230%
2) FAE Sector privado financiero	-566	74	-1.103	-537	95%	-1.178	-1582%
3) FAE Sector público	3.982	1.232	-1.731	-5.713	-143%	-2.963	-241%
4) Otros	525	178	1.508	983	187%	1.330	745%
Demanda de Privados (cta cte sin intereses + 1+2)	-3.315	-4.472	-5.271	-1.955	59%	-799	18%
Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral							
Promedio mensual (a valores del Tipo de cambio de hoy)	26	31	32				

La balanza comercial (exportaciones - importaciones) entre Argentina y Brasil, correspondiente al mes de septiembre, tuvo un superávit por primera vez desde 2014. Las exportaciones crecieron +13% YoY, mientras las importaciones cayeron -35% YoY.

BALANZA COMERCIAL (EXPORTACIONES – IMPORTACIONES) ARG-BRA



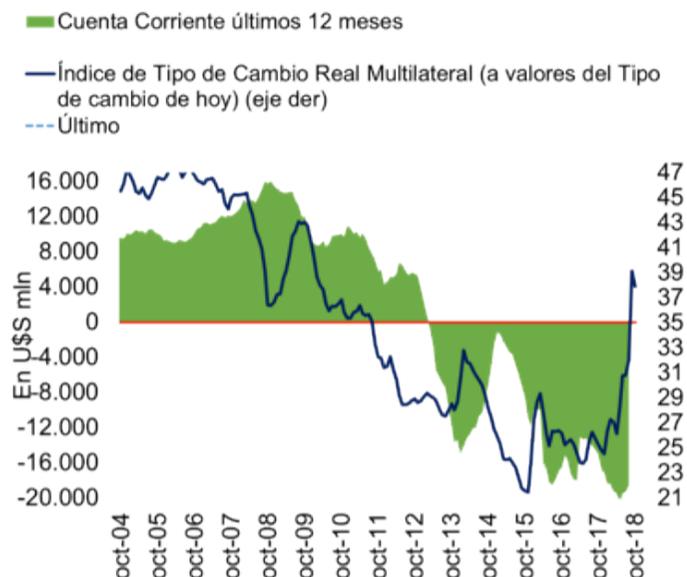
Sin embargo, persisten algunas luces amarillas:

- i) Según datos del BCRA, la caída en las compras netas de dólares para atesoramiento (cuenta capital) en sep-18 bajó a U\$S 50 mln diarios, (desde U\$S 200 mln diarios en julio y U\$S 180 mln diarios en agosto). Este nivel de compras diarias alcanza en un año U\$S 13.000 mln, valores comparables con 2008-2009, muy superior a la que había durante 2003-2007 (U\$S 2.000 mln al año).
- ii) El comportamiento de las importaciones está basado en un PIB en dólares del orden de los U\$S 400.000 mln (niveles de 2007/2008). Teniendo en cuenta que esta variable crece cíclicamente, parece difícil proyectar que las importaciones se sostendrán en los niveles de 2019 cuando la economía retome su sendero de crecimiento. Sin embargo, vale la pena mencionar que la liquidación de exportaciones, solo por el agro deberían crecer U\$S 6.800 mln según estimaciones del BCRA, dando margen a que crezcan las importaciones sin que empeore el saldo comercial.
- iii) La carga de intereses de la deuda pública se encuentra en torno a U\$S 10.000 mln anuales. Un déficit en cuenta corriente que oscile en torno a un punto del producto es aceptable. Un desequilibrio superior en esta variable debería ser tomado como una señal de alerta. Sólo para ilustrar el punto, Chile a principios de los 90's tenía un "target de cuenta corriente" que complementaba el régimen de bandas cambiarias.

CUENTA CORRIENTE Y FORMACIÓN DE ACTIVOS EXTERNOS (FAE)

En U\$S mln	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Ene-Ago 2018
Cuenta Corriente	8.729	9.001	9.284	10.770	12.565	15.530	9.379	10.885	4.295	3.808	-13.322	-2.422	-11.730	-15.574	-17.052	-10.193
Balanza comercial (expo - impo)	12.595	11.081	12.685	13.303	15.438	20.343	16.435	17.837	15.041	14.673	1.745	8.935	3.547	8.093	4.028	4.053
Exportación de Bienes	24.879	27.160	36.921	42.332	53.457	67.962	53.157	67.445	79.167	80.772	75.250	69.569	57.012	58.081	58.600	35.603
Importación de Bienes	12.529	16.412	24.831	29.611	38.927	48.914	37.371	50.607	65.263	67.384	75.302	62.086	54.723	50.973	55.678	32.365
Turismo	69	132	779	1.085	1.132	898	278	300	-1.124	-4.648	-8.694	-5.417	-8.404	-8.538	-10.662	-6.766
Intereses	-2.883	-1.417	-2.901	-2.706	-2.942	-3.394	-4.629	-3.737	-6.001	-7.369	-4.527	-4.396	-6.644	-11.989	-8.440	-5.615
Utilidades	-869	-759	-1.284	-1.117	-1.721	-3.428	-3.028	-4.133	-4.397	-225	-1.363	-1.316	-294	-3.106	-2.166	-954
Otros	-184	-37	6	205	656	1.112	322	619	776	1.377	-484	-227	66	-34	188	-912
Cuenta Capital (1+2+3+4)	-5.147	-4.591	-437	-7.356	520	-15.519	-8.003	-6.728	-10.404	-7.113	1.497	3.619	6.825	29.885	28.005	3.997
1) Demanda de Dólares de privado no financiero (FAE)	-3.533	-1.806	3.007	712	-4.748	-19.881	-11.914	-8.064	-15.755	-3.073	-1.049	-2.669	-9.251	-3.055	-9.608	-27.374
FAE transferencias o divisas mayoristas (netas)	-1.573	-1.759	579	-1.803	-2.554	-9.344	-3.264	-2.581	-2.903	1.053	158	-454	-922	2.375	-4.390	-6.767
FAE billetes o minoristas (netas)	-2.235	-615	627	-1.136	-6.318	-13.754	-10.860	-8.828	-18.602	-4.457	239	-2.794	-7.597	-12.326	-17.757	-16.050
Inversión de portafolio	416	418	1.125	171	60	53	-14	-81	-122	-112	-37	-31	-47	1.539	9.933	-3.114
En pesos															4.177	-2.538
En divisas	416	418	1.125	171	60	53	-14	-81	-122	-112	-37	-31	-47	1.539	5.756	70
Otros	-141	150	676	3.480	4.063	3.165	2.224	3.427	5.871	443	-1.409	610	-685	5.358	2.606	-1.443
2) FAE Sector privado financiero	-474	168	-1.142	-532	386	-679	-872	-291	878	-660	-25	-28	107	-2.401	-1.345	-1.527
3) FAE Sector público	-1.253	-4.367	-7.479	-9.071	2.533	-132	1.556	-1.177	7.471	-2.973	-719	4.048	5.112	24.922	32.276	32.758
4) Otros	113	1.414	5.177	1.536	2.350	5.173	3.227	2.805	-2.997	-407	3.290	2.268	10.858	10.418	6.682	140
Oferta neta de divisas de Privados (cta cte menos intereses + 1+2)	7.605	8.780	14.051	13.655	11.144	-1.635	1.221	6.267	-4.582	7.444	-9.869	-722	-14.230	-9.040	-19.565	-33.479
Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral	43	45	46	47	46	42	41	37	35	30	29	30	24	27	25	29

CUENTA CORRIENTE



AHORRO PRIVADO EN DÓLARES



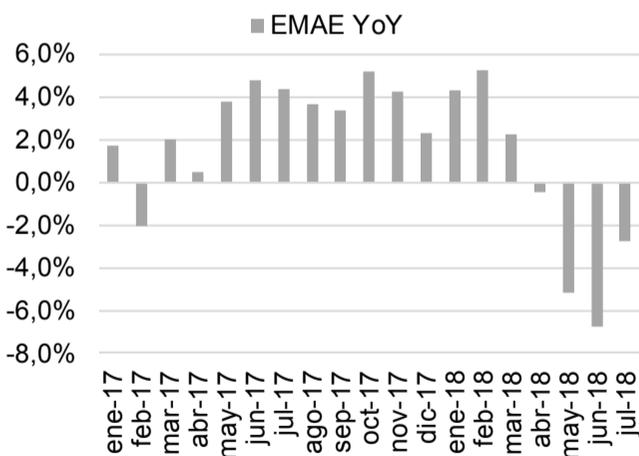
Actividad y política fiscal

Durante julio, la actividad económica (EMAE), cayó -2,7% YoY, aunque creció +1,4% MoM (serie sin estacionalidad). Nuevamente la caída no fue únicamente causada por el sector agropecuario (-10,1% YoY), sino también por industria (-5,1% YoY) y comercio (-6,4% YoY).

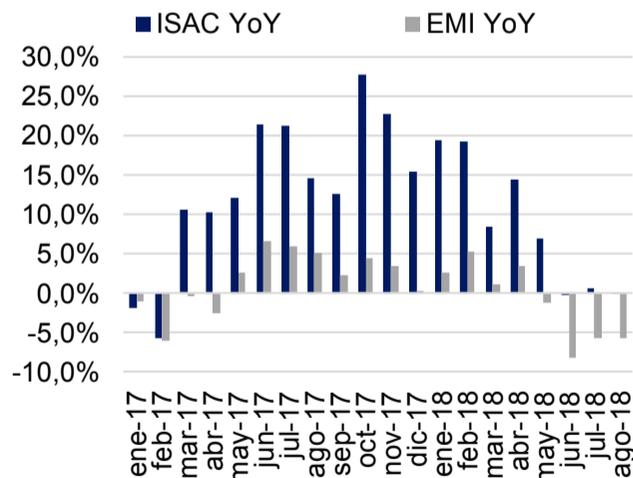
Durante agosto, la construcción (ISAC) tuvo una variación interanual positiva de +0,1%, y acumula en el año un crecimiento de +7,9% respecto del mismo período del año anterior.

Por otro lado, la industria (EMI) registró su cuarta caída interanual consecutiva y se contrajo -5,6% YoY. En lo que va del año, acumula una caída de -0,8% YoY.

ESTIMADOR DE ACTIVIDAD ECONÓMICA (EMAE)



INDUSTRIA (EMI) Y CONSTRUCCIÓN (ISAC)



La recaudación tributaria de septiembre aumentó +32% YoY, por debajo de la inflación estimada del período (+40% YoY).

Los impuestos internos crecieron +22% YoY (IVA DGI +37,5% YoY, Ganancias DGI +11,6% YoY y Seguridad Social +22% YoY), mostrando la desaceleración de la actividad.

Los impuestos externos crecieron +82% YoY (IVA DGA +74% YoY, Derechos de Exportación +165% YoY, Derechos de Importación +56% YoY y Ganancias DGA +59% YoY), por la entrada en vigencia de los nuevos impuestos a las exportaciones, y el salto del tipo de cambio.

RECAUDACIÓN TRIBUTARIA

\$ mln	Mes		YoY	Acumulado últimos 12 meses		Sobre PIB	
	sep-18	sep-17		sep-18	sep-17	sep-18	sep-17
Total Recaudado	295.818	224.066	32,0%	3.129.510	2.524.205	23%	25,5%
IVA neto	103.570	68.471	51,3%	1.013.490	705.878	7,4%	7,1%
IVA DGA	39.395	22.643	74,0%	341.337	220.773	2,5%	2,2%
IVA DGI	65.675	47.778	37,5%	694.043	502.993	5,0%	5,1%
Ganancias	59.398	51.851	14,6%	688.334	521.376	5,0%	5,3%
Ganancia DGI	54.261	48.624	11,6%	640.069	489.505	4,7%	4,9%
Ganancia DGA	5.137	3.226	59,2%	48.265	31.871	0,4%	0,3%
Derechos de Expo	13.207	4.980	165,2%	81.640	67.747	0,6%	0,7%
Derechos de Impo y otros	10.469	6.712	56,0%	98.008	65.403	0,7%	0,7%
Deb y Créd	22.268	16.331	36,4%	213.899	161.428	1,6%	1,6%
Bs Personales	766	2.475	-69,1%	17.242	19.881	0,1%	0,2%
Seguridad Social	70.650	57.793	22,2%	836.120	661.533	6,1%	6,7%
Otros	15.491	15.452	0,3%	180.777	320.959	1,3%	3,2%
Sinceramiento Fiscal	0	0		0	154.580	0,0%	1,6%

Impuestos Internos	227.610	186.503	22,0%	2.560.260	2.138.410	18,6%	21,6%
Impuestos Externos	68.208	37.562	81,6%	569.250	385.795	4,1%	3,9%

El déficit fiscal primario de agosto cayó 58% YoY, con ingresos creciendo +32% YoY, apuntalados por el cobro de intereses por depósitos a plazos fijos, y los gastos primarios crecieron +21% YoY, con prestaciones sociales creciendo +26% YoY, por debajo de la inflación del período (34% YoY).

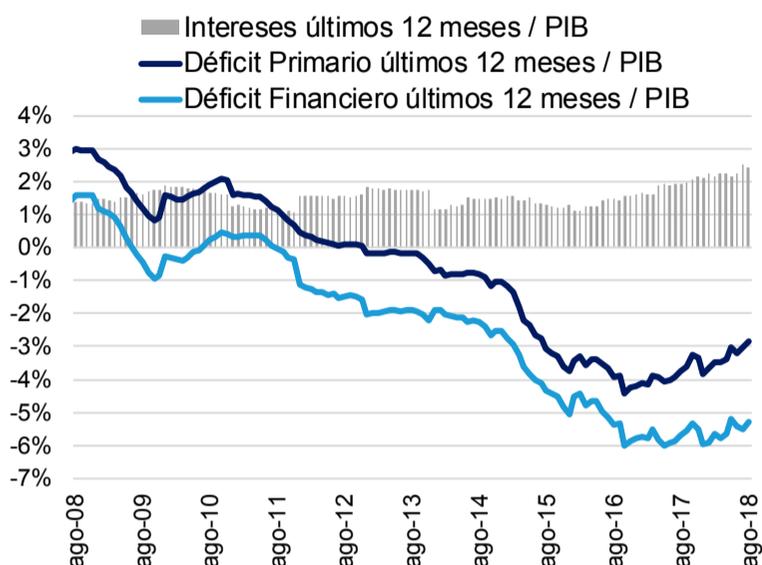
Los intereses de la deuda pública cayeron -40% YoY hasta \$4.161 mln. Si al déficit primario se le restan los intereses, se alcanza el déficit financiero que cayó -54% YoY hasta \$14.514 mln.

DÉFICIT FISCAL

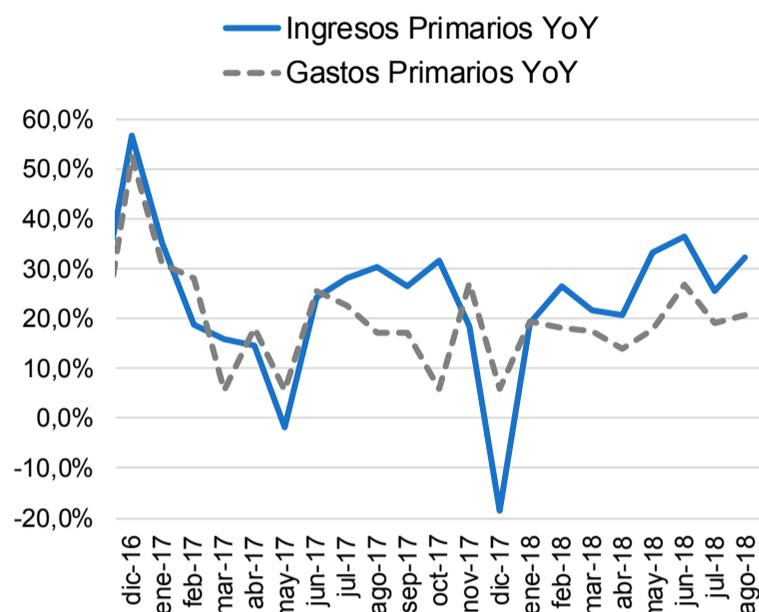
	Mes en \$ mln				Acumulado YTD (en \$ mln)			Acumulado sobre PIB	
	ago-18	ago-17	ago-18 vs 17		ago-18	ago-17	2018 vs 2017	ago-18	ago-17
INGRESOS TOTALES	222.934	168.486	54.448	32%	1.650.553	1.299.451	27%	12,4%	10,9%
Tributarios	195.385	155.140	40.245	26%	1.474.778	1.207.605	22%	11,1%	10,1%
Rentas de la propiedad Netas	18.477	6.707	11.770	175%	109.254	41.082	166%	0,8%	0,3%
FGS cobradas al sector privado y público finan	6.598	2.678	3.920	146%	40.311	13.405	201%	0,3%	0,1%
Resto rentas de la propiedad	11.879	4.030	7.849	195%	68.943	27.678	149%	0,5%	0,2%
Otros ingresos corrientes	7.970	6.629	1.341	20%	58.384	50.444	16%	0,4%	0,4%
Ingresos de capital	1.103	10	1.093	11508%	8.137	320	2444%	0,1%	0,0%
GASTOS PRIMARIOS	233.290	193.136	40.154	21%	1.781.013	1.490.477	19%	13,3%	12,5%
Gastos corrientes primarios	213.504	173.749	39.755	23%	1.660.512	1.345.530	23%	12,4%	11,3%
Prestaciones sociales	129.013	102.118	26.895	26%	1.041.022	809.522	29%	7,8%	6,8%
Subsidios económicos	23.590	16.067	7.524	47%	147.001	64.784	127%	1,1%	0,5%
Gastos de funcionamiento (sueldos y otros)	40.808	35.768	5.040	14%	325.007	210.281	55%	2,4%	1,8%
Transferencias corrientes a provincias	7.313	5.748	1.566	27%	42.944	20.754	107%	0,3%	0,2%
Otros gastos corrientes	12.781	14.049	-1.268	-9%	104.538	53.797	94%	0,8%	0,5%
Gastos de capital	19.786	19.387	398	2%	120.502	16.002	653%	0,9%	0,1%
RESULTADO PRIMARIO	-10.356	-24.651	14.294	-58%	-130.461	-191.026	-32%	-1,0%	-1,6%
Intereses Netos del Sector Público	4.161	6.895	-2.734	-40%	197.623	128.787	53%	1,5%	1,1%
RESULTADO FINANCIERO	-14.517	-31.545	17.028	-54%	-328.084	-319.813	3%	-2,5%	-2,7%

Inversiones Prioritarias	1.308	0	1.308		0	0		0,0%	0,0%
RESULTADO PRIMARIO (incluye Inv. Prior) FMI	-11.664	-24.651	12.986	-53%	-130.461	-191.026	-32%	-1,0%	-1,6%

DÉFICIT FISCAL PRIMARIO Y FINANCIERO



INGRESOS Y GASTOS



Nuestras proyecciones, se encuentran en línea con el Relevamiento de Expectativas de Mercado, realizado entre los días 26 y 28 de septiembre, por el Banco Central.

Para 2018, el mercado espera: una inflación de 45% (desde 40% en el relevamiento anterior), que la economía caiga -2,5% (desde -1,9% el mes anterior), y un tipo de cambio de \$43 en dic-18 (desde \$42 que se esperaba el mes pasado).

RELEVAMIENTO DE EXPECTATIVAS DE MERCADO DEL BANCO CENTRAL

REM	Tipo de Cambio Proyectado 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		3,00	
oct-17	20,1	20,5		17,3	16,0	11,0	21,0		3,08	
nov-17	20,2	20,3		17,5	16,6	11,3	22,0		3,06	
dic-17	20,4	20,4	22,6	17,4	17,4	11,6	22,3	15,7	3,15	3,3
ene-18	22,2	21,9	24,5	18,6	19,4	13,5	21,8	16,0	3,00	3,1
feb-18	22,6	22,0	24,6	17,6	19,9	14,0	22,0	17,0	2,65	3,0
mar-18	23,2	22,5	25,1	17,8	20,3	14,3	22,5	17,1	2,50	3,1
abr-18	23,4	22,6	25,4	18,2	22,0	15,0	24,5	18,7	2,50	3,2
may-18	29,2	27,4	31,8	22,2	27,1	19,0	30,0	23,3	1,30	2,2
jun-18	32,9	30,3	36,0	24,2	30,0	20,2	33,0	24,9	0,50	1,6
jul-18	33,5	30,5	36,0	23,7	31,8	20,6	35,0	25,5	-0,28	1,5
ago-18	46,7	41,9	50,0	31,5	40,3	25,3	60,0	32,0	-1,85	0,5
sep-18	48,2	43,0	50,4	31,9	44,8	27,0	60,0	35,0	-2,50	-0,5
Var	1,5	1,1	0,4	0,4	4,5	1,7	0,0	3,0	-0,7	-1,0

Los próximos 4 meses (oct-ene) encontrarán a la Argentina en un régimen de alta inflación, promediando un incremento de precios del 3% mensual. Históricamente estos regímenes eran acompañados por unas cuentas públicas desbocadas y desequilibrios externos. Esto es, cómo la política monetaria era “hija” de la política fiscal, el control de los agregados era muy difícil, sino imposible, y se optaba por la política de ingresos para “domar al potro”. En la actualidad, la situación es diferente. Existe un sendero creíble hacia el equilibrio fiscal, lo que permite pensar en un esquema de des-inflación liderado por la política monetaria-cambiaria, máxime ahora que los precios relativos están más ordenados.

Sin embargo, este escenario se da con un alto impacto sobre los niveles de actividad. La economía argentina se encamina a 2 años consecutivos de caída en el nivel de actividad, algo que no ocurría desde 2003, lo que seguramente repercutirá sobre los niveles de empleo. En este contexto, no sólo los indicadores sociales lucen complicados, sino también los asociados a la recaudación. La recuperación de un sendero de crecimiento en torno a las posibilidades de la economía (3% anual), dependerá de los salarios reales (descontando la inflación) que caían -8% YoY en julio, ya que el consumo privado es el 70% del PIB, mucho más significativo que el sector exportador que es solamente el 10%/15% del producto.

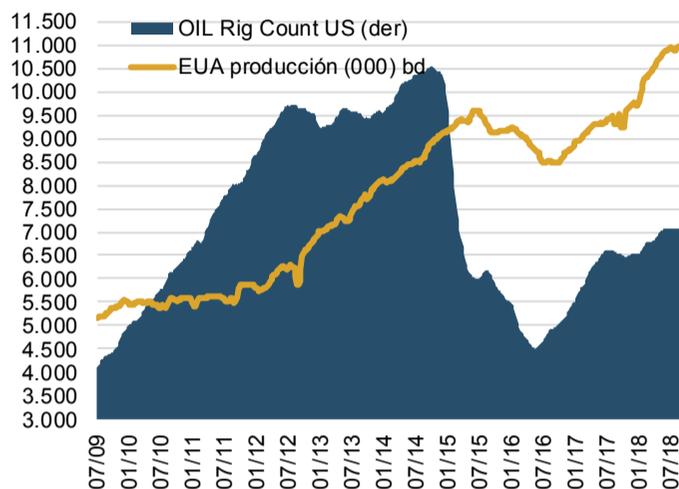
RELEVAMIENTO DE EXPECTATIVAS DE MERCADO DEL BANCO CENTRAL

Commodities	Fecha	Últ Precio	Var 1 Sem	Var 1 M	Var 3 M	YTD	Var Yr
CRB Index	8/10/2018	3.102,9	-0,2%	4,9%	1,2%	-1,0%	7,1%
Baltic Index	5/10/2018	1.536,0	-0,3%	1,5%	-5,3%	24,9%	8,9%
METALES PRECIOSOS							
Oro	8/10/2018	1.184,7	-0,5%	-0,8%	-5,7%	-7,6%	-7,6%
Plata	8/10/2018	14,2	0,0%	4,2%	-8,6%	-2,7%	-10,1%
Platino	8/10/2018	809,6	-1,1%	2,6%	-4,6%	-16,2%	-12,4%
METALES INDUSTRIALES							
USA HRC	5/10/2018	828,0	-1,5%	-4,3%	-9,2%	25,5%	36,9%
China HRC	9/10/2018	620,6	0,7%	-1,2%	-2,6%	-3,3%	2,4%
Mineral de Hierro	5/10/2018	69,2	0,7%	1,7%	9,9%	-6,3%	10,2%
Aluminio	8/10/2018	2130,00	2,2%	2,9%	0,4%	-5,9%	-1,1%
Cobre	8/10/2018	6.188,0	0,4%	4,8%	-2,0%	-14,4%	-7,5%
ENERGÉTICOS							
Petróleo	8/10/2018	73,7	-2,3%	8,8%	-0,3%	22,2%	43,4%
Carbón	5/10/2018	211,00	6,6%	11,1%	11,1%	-20,4%	17,2%
Gas	8/10/2018	3,24	4,8%	16,2%	13,6%	11,9%	7,7%
AGRÍCOLAS							
Trigo	8/10/2018	189,7	1,3%	5,3%	28,8%	18,8%	20,2%
Maiz	8/10/2018	143,8	-0,1%	3,9%	9,4%	3,5%	3,8%
Soja	8/10/2018	319,8	1,6%	5,9%	3,7%	-9,0%	-12,9%

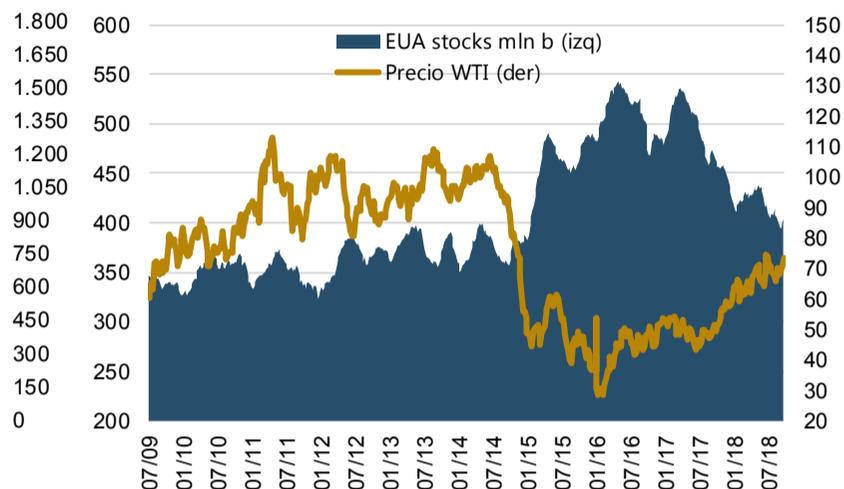
Fuente: Bloomberg, Reuters

- El petróleo avanzó 9% (desde una caída de 10% en agosto) a \$ 73,7 por barril impulsado por la caída de inventarios en EUA, las sanciones a Irán, y las condiciones económicas en EUA.
- En EUA, el rig count subió 0,1% y la producción 0,9% MoM, alcanzando un nuevo récord histórico. Los stocks cayeron -2,4% MoM.

PRODUCCIÓN MILES BB/D – IZQ (LÍNEA)

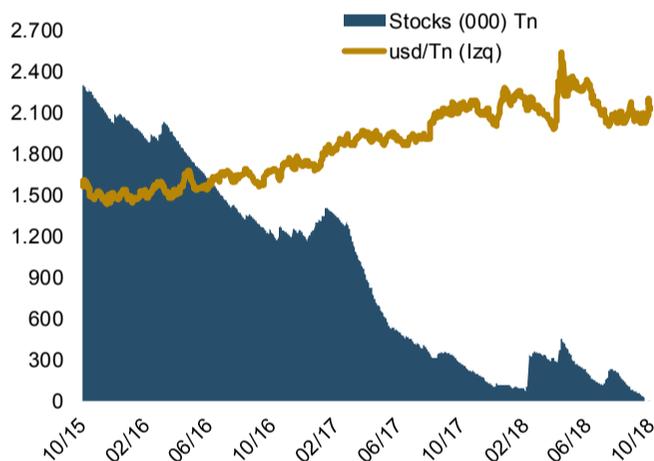


EUA STOCKS DE PETRÓLEO MLN (IZQ)

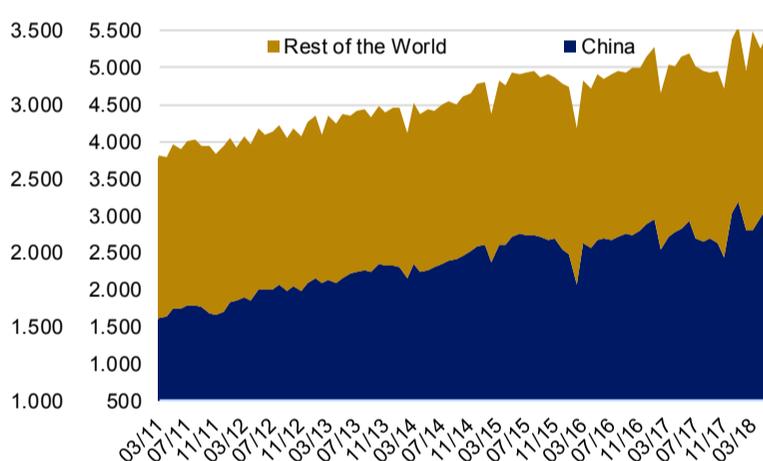


· En septiembre, el acero en EUA retrocedió 4% (aún se encuentra +26% en lo que va del año), mientras que el acero en China cayó 1,2%. Por otro lado, el mineral logró achicar levemente el spread (por segundo mes consecutivo), subiendo (+1,7%).

STOCKS DE ALUMINIO Y PRECIO POR TN EN US\$



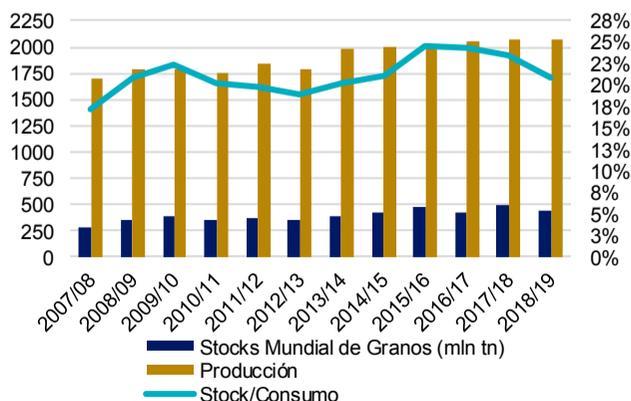
PRODUCCIÓN MUNDIAL DE ALUMINIO



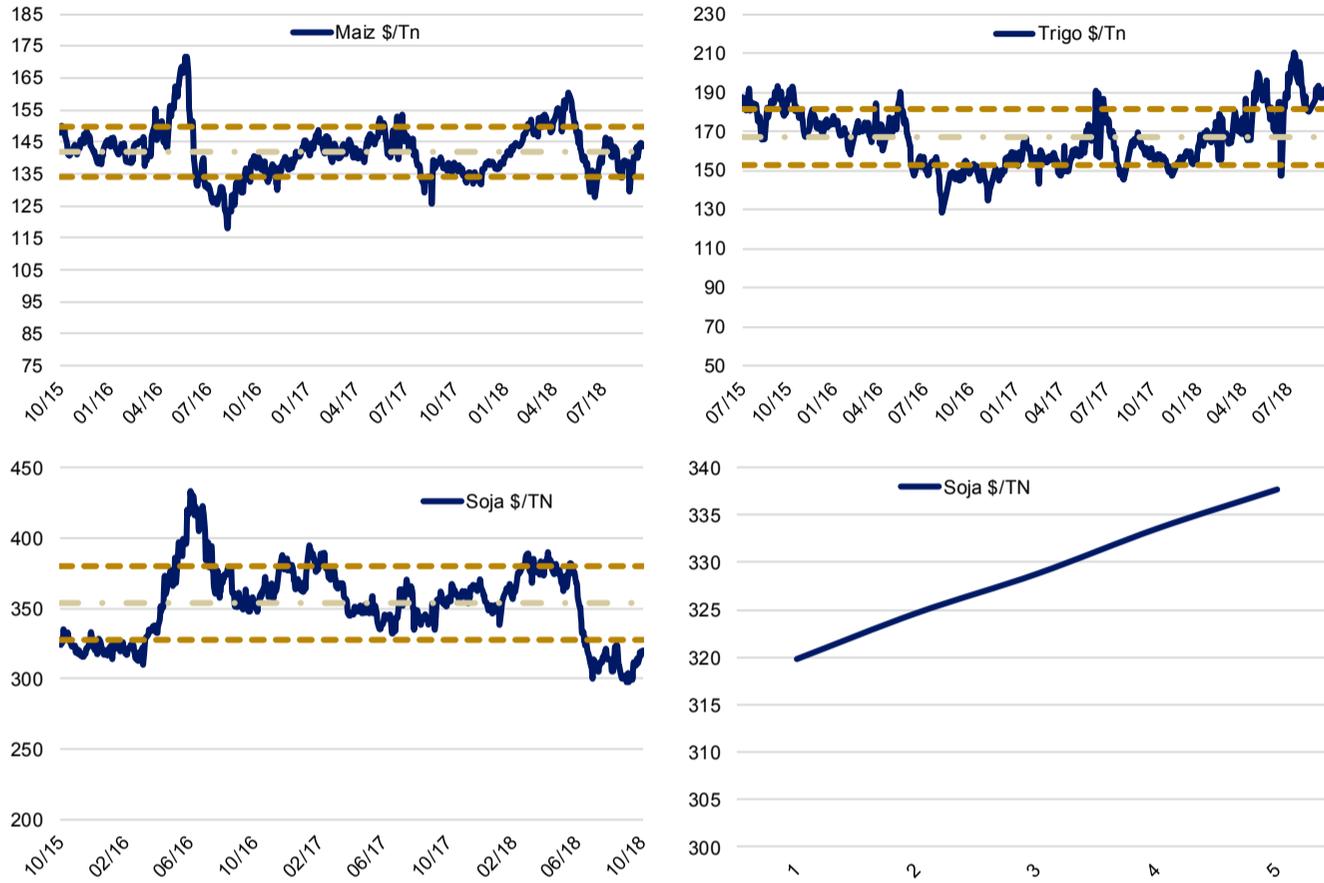
· Los commodities agrícolas subieron entre 4% y 6%. La soja subió 5,9%, debido a que las lluvias en EUA interrumpieron la cosecha. Adicionalmente, la incertidumbre sobre los suministros de exportación de Rusia y las malas perspectivas de los cultivos en Australia, impulsaron el precio del trigo, que subió 5,3%.

ESTIMACIONES USDA CAMPAÑA 2018/2019

sep	Soja		Maiz		Trigo	
	Mln Tn	MoM	Mln Tn	MoM	Mln Tn	MoM
Producción						
Argentina	57,0	0%	41,0	0,0%	19,5	0,0%
USA	127,7	2,3%	376,6	1,6%	51,1	0,0%
Mundo	369,3	0,6%	1069,0	0,7%	733,0	0,5%
Inventario						
Argentina	36,0	5%	4,0	-28%	0,3	0,0%
USA	23,0	7,7%	45,1	5%	25,5	0,0%
Mundo	108,3	2,2%	157,0	1%	261,3	0,9%



PRECIOS DE COMMODITIES AGRÍCOLAS (USD - CBOT)



Fuente: Reuters

PANORAMA INTERNACIONAL

· El riesgo de una guerra comercial entre EUA y China afectó la performance de los mercados en la primera mitad del mes de septiembre. Sin embargo, ya cerca de la culminación del mismo, EUA y China se impusieron mutuamente tasas arancelarias menores a lo esperado, lo que generó expectativas de que puedan disiparse las hostilidades entre las dos mayores economías del mundo y eso ayudó a que la mayoría de los mercados repuntaran.

VARIACIÓN ACUMULADA EN PRINCIPALES MERCADOS MUNDIALES.

Países	Var en U\$S		Var mon local		Países	Var en U\$S		Var mon local	
	Var Sep	Var 1Y	Var Sep	Var 1Y		Var Sep	Var 1Y	Var Sep	Var 1Y
Promedio Asia	1,7%	-1,2%	1,8%	3,7%	Promedio Euro	0,5%	-5,0%	0,4%	-3,1%
Japón	3,0%	17,2%	5,5%	18,5%	Francia	1,7%	1,3%	1,6%	3,1%
Hong Kong	-0,1%	0,6%	-0,4%	0,9%	España	0,0%	-11,1%	-0,1%	-9,6%
India	-8,2%	4,3%	-6,3%	15,8%	Alemania	-0,9%	-6,2%	-0,9%	-4,5%
Corea del Sur	0,7%	-2,6%	0,9%	-2,1%	Inglaterra	1,4%	-4,1%	0,9%	-1,4%
China	2,7%	-18,6%	3,5%	-15,8%	Promedio Latam	3,0%	-15,1%	4,6%	9,7%
Rusia	12,3%	-8,0%	9,1%	4,9%	Brasil	3,6%	-16,6%	3,5%	6,8%
Prom A. del Norte	-0,2%	13,0%	-0,5%	14,1%	Mexico	1,9%	-4,1%	-0,1%	-1,7%
S&P	0,4%	15,7%	0,4%	15,7%	Perú	0,7%	4,3%	0,6%	5,5%
Nasdaq	-0,8%	23,9%	-0,8%	23,9%	Argentina	5,8%	-44,2%	14,2%	28,3%
Canadá	-0,1%	-0,7%	-1,2%	2,8%					

- En EUA, el Nasdaq culminó el mes con retrocesos, mientras que el S&P 500 logró avanzar levemente y el Dow Jones avanzó casi 2% acumulando su tercer mes consecutivo.
- El índice Stoxx Europe 600 cerró septiembre con subas promedio de 0,5% en dólares a máximos de algunos meses.
- El MSCI Asia Pacific subió 1,0% en dólares en el mes, gracias al avance de Rusia (+12,3%) y Japón (+3,0%).

Durante los últimos meses, se ha visto que el equity norteamericano ha tenido una muy buena performance con la mayoría de los índices alcanzando máximos record, mientras que el equity del resto del mundo tuvieron débiles performances con algunos mercados entrando en "bear market". Esta tendencia llevó a que se cuestionara si la divergencia es sostenible y si no lo fuera sería que implica que el equity internacional se recuperaría o que EUA cayera.

En lo que va del año, el S&P 500 subió 9% la mejor performance entre los grandes mercados mundiales. Esta solidez en EUA ayudó a que el MSCI ACWI ETF (ACWI) se mantuviera en terreno positivo YTD; comparado con un ETF que sigue la performance del equity global excluyendo EUA (VEU) que lleva una caída de 6,3%.

S&P 500 (GSPC) VS. VANGUARD FTSE ALL-WLD EX-US ETF (VEU).



El Stoxx 600 de Europa acumula una caída de 2,6% en 2018, mientras que el MSCI Emerging Markets casi 10%. De hecho, la divergencia entre EUA y el equity de mercados emergentes llegó a tocar su nivel más extremo en 14 años, a comienzos de octubre.

RELATIVA VALUE: S&P / EMERGING MTKS.

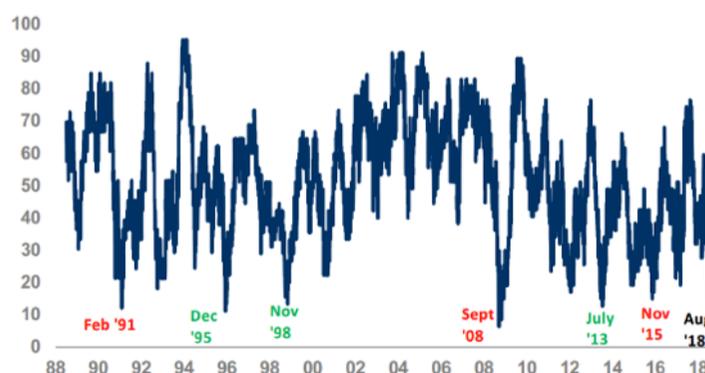


Fuente: Thomson Reuters

Actualmente, el porcentaje de empresas que tuvieron un outperformance en relación al MSCI all-world está cerca de mínimos históricos. Históricamente, estos extremos llevaron a correcciones ya sea con el equity americano cayendo lo que llevaba a una performance más débil que el equity global, o con los mercados internacionales alcanzando las subas del equity americano.

El gráfico siguiente muestra que las fechas en verde representan las veces que los mercados internacionales se recuperaron sin que el equity americano cayera, mientras que las fechas en rojo fueron las veces que EUA cayó.

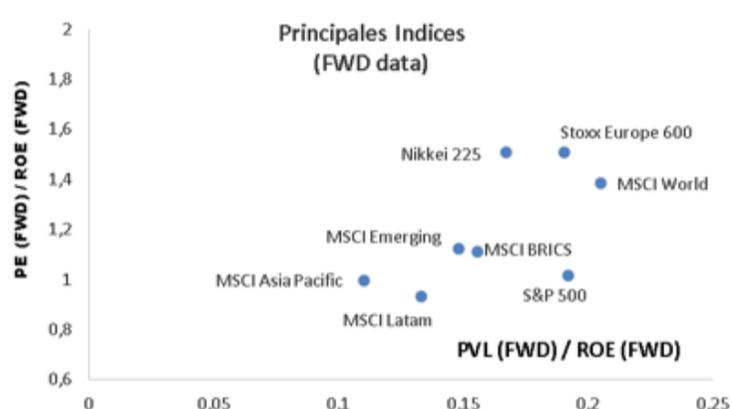
PORCENTAJE DE PAÍSES QUE SUPERAN EL ACWI DURANTE ÚLTIMOS 6 MESES.



Fuente: Thomson Reuters

· Por fundamentals, el S&P 500 cotiza actualmente a un forward P/E de 16,4x vs. 13,5x del Stoxx Europe 600 vs. 15,0x del Nikkei y vs. 15,1x del MSCI World. El MSCI Asia Pacific (ex. Japón) cotiza a 11,7x earnings vs. 10,9x del MSCI Emerging.

FUNDAMENTALS PPALES ÍNDICES. ESTIMACIONES DEL CONSENSO



Índice	P/E ntm	P/BV ntm	ROE ntm
MSCI World	15,1	2,2	10,9
MSCI Emerging Markets	10,9	1,4	9,7
MSCI BRIC	10,5	1,5	9,4
S&P 500	16,4	3,1	16,1
Stoxx Europe 600	13,5	1,7	8,9
MSCI Asia Pacific	12,3	1,4	12,3
MSCI Latam	11,7	1,7	12,6
Japón	15,0	1,7	10,0

· En el mercado cambiario, el Dollar Index (DXY) finalizó el mes con una caída de 0,25%.

Las monedas europeas se apreciaron respecto al dólar a excepción del Franco Suizo. En Asia, las monedas se apreciaron 0,2% promedio, pese a una caída de 2,3% en el Yen.

En tanto, las divisas de Latam tuvieron una performance dispar en relación al dólar, con el Peso Argentino acumulando retrocesos de casi 11% y el Peso Mexicano apreciándose 2,0%.

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

		Último	Var Sep	Var YTD	Var 1y	Máx 1y	Mín 1y	Prom 1y	Volatilidad
Europa	EUR Euro	1,157	0,1	-3,7	-1,4	1,251	1,134	1,189	8,50
	GBP Libra	1,298	0,5	-3,9	-2,2	1,434	1,270	1,340	9,21
	CHF Franco Suizo	0,985	-1,4	-1,1	-1,1	1,005	0,922	0,974	8,14
	NOK Corona Noruega	8,153	3,0	0,5	-1,9	7,641	8,475	8,036	10,22
Asia	AUD Dólar Australiano	1,389	0,5	-7,8	-8,0	0,811	0,711	0,766	9,44
	JPY Yen	113,6	-2,3	-0,8	-0,7	104,72	114,15	110,46	7,81
	KRW Won Coreano	1.117	0,5	-4,6	2,6	1.054	1.146	1.100	8,86
	SD Dólar de Singapur	1,372	0,4	-2,6	-0,8	1,307	1,380	1,345	5,02
	CNY Yuan	6,868	-0,6	-5,3	-3,1	6,265	6,933	6,553	5,28
Américas	ARS Peso Argentino	37,650	-10,9	-50,6	-53,9	16,970	41,280	22,333	28,34
	BRL Real Brasileiro	3,943	0,2	-16,0	-20,0	3,087	4,207	3,460	16,61
	MXN Peso Mexicano	18,721	2,0	5,0	-2,6	17,586	20,886	18,829	13,99
	CAD Dólar Canadiense	1,281	1,0	-2,1	-2,4	1,211	1,334	1,277	8,74

Fuente: Thomson Reuters

Signo positivo: Apreciación frente al dólar
Signo negativo: Depreciación frente al dólar

Estados Unidos

La Reserva Federal elevó las tasas de interés de 25pb a un rango entre 2,0% y 2,25% y mantuvo sus planes para endurecer sostenidamente la política monetaria, porque anticipa que la economía tendrá al menos tres años más de crecimiento.

- Espera una suba más de las tasas en diciembre, tres más el próximo año y otra en 2020.
- La Fed prevé que la economía crezca 3,1% YoY este año, más de lo que había pronosticado antes, y continuará expandiéndose moderadamente durante al menos otros tres años, en medio de un bajo desempleo y una inflación estable cerca del objetivo de 2%.

PROYECCIONES DE LA RESERVA FEDERAL.

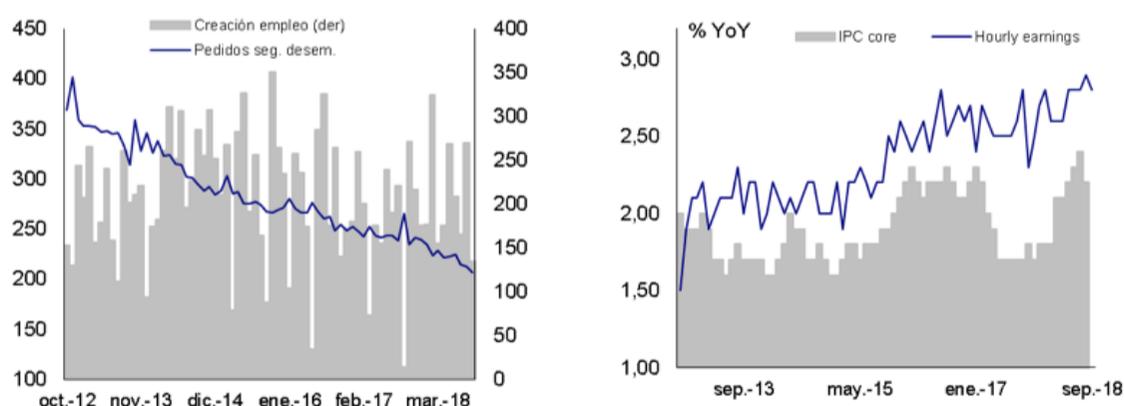
sep-18	2018		2019		2020		2021	
	actual	previo	actual	previo	actual	previo	actual	previo
Crecimiento	3,0% - 3,2%	2,7% - 3,0%	2,4% - 2,7%	2,2% - 2,6%	1,8% - 2,1%	1,8% - 2,0%	1,6% - 2,0%	
Desempleo	3,70%	3,6% - 3,7%	3,4% - 3,6%	3,4% - 3,5%	3,4% - 3,8%	3,4% - 3,7%	3,5% - 4,0%	
Inflación PCE	2,0% - 2,1%	2,0% - 2,1%	2,0% - 2,1%	2,0% - 2,2%	2,1% - 2,2%	2,1% - 2,2%	2,0% - 2,2%	

Fuente: Federal Open Market Committee

La economía se aceleró en el 2q18 a su mayor ritmo en casi cuatro años, como se había estimado previamente, lo que puso a la economía en camino a alcanzar la meta del Gobierno de una expansión anual de 3%. El PBI subió 4,2% en el 2q18, lo que llevó a una expansión de 3,2% en el primer semestre.

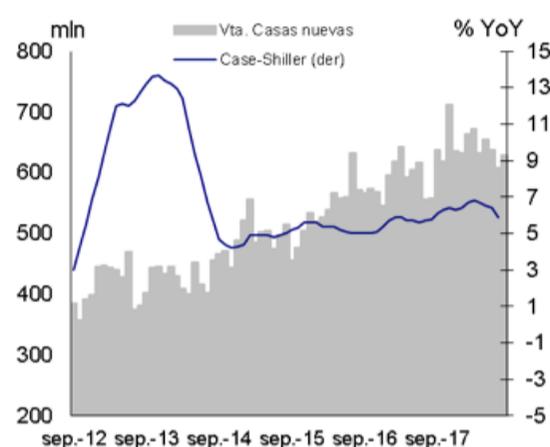
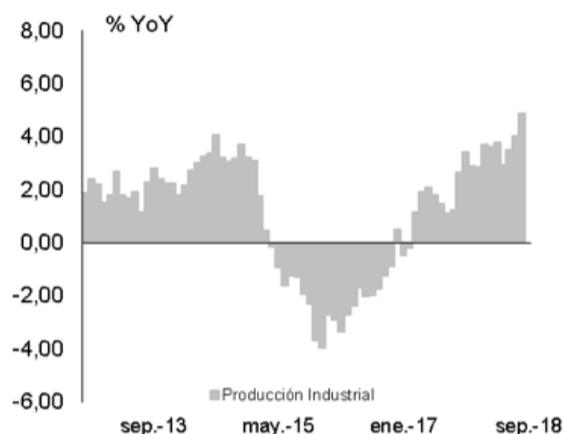
El crecimiento del empleo se desaceleró con fuerza en septiembre probablemente debido a que el paso del huracán Florence redujo puestos de trabajo en restaurantes y minoristas, pero la tasa de desempleo cayó a un mínimo de casi 49 años de 3,7% desde 3,9%, lo que apunta a una mejora de las condiciones laborales..

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



INMOBILIARIO: VTA CASAS NUEVAS Y PRECIOS.

SECTOR INDUSTRIAL: PROD. INDUSTRIAL.



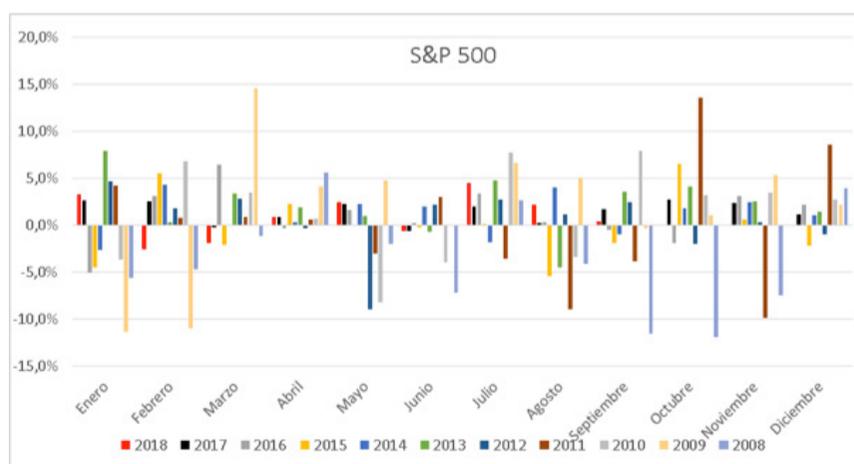
Fuente: Thomson Reuters

EQUITY

· Los principales índices bursátiles americanos cerraron septiembre con performances dispares. El Nasdaq retrocedió luego de cinco meses consecutivos de subas, mientras que el S&P 500 y el Dow Jones subieron y se ubicaron cerca de sus máximos históricos, a pesar de las tensiones comerciales entre EUA y China y las incertidumbres políticas en el país de cara a las elecciones legislativas.

El equity americano se encamina a culminar el 3q18 con una suba superior a 7,0%, la mayor en los últimos cinco años. El sector Healthcare acumula un avance de 14% en el 3q18, lo que sería el mayor desde marzo de 2013, seguido por el sector Tecnología.

S&P 500: VARIACIÓN MENSUAL DESDE 2008.



Fuente: Bloomberg.

En el mes de octubre reinará un clima pre-electoral, a la espera de las elecciones legislativas previstas para el 6 de noviembre. A pesar de los mayores aranceles por parte de China y EUA que aumentaron la volatilidad en las últimas semanas y redujeron los múltiplos (el forward P/E opera por debajo de su promedio de los últimos 2 años), una retórica más amigable con el mercado y el inicio de una nueva temporada de resultados a mediados de mes, podrían dar nuevos impulsos a los mercados americanos.

S&P 500:EVOLUCIÓN DE FORWARD PE.



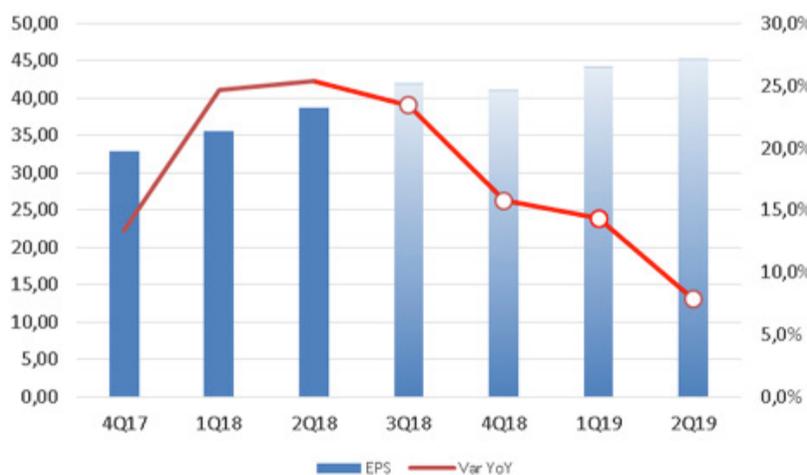
Fuente: Bloomberg

El S&P 500 ha registrado una ganancia media de 6,8% desde finales de agosto hasta fin de año en las últimas 17 elecciones que se han celebrado desde 1950. Las dos únicas excepciones ocurrieron en 1978, cuando se produjo un inesperado repunte de la inflación; y en 2002, cuando explotó la burbuja tecnológica. No obstante, durante esos periodos analizados, el mercado bajó una media de 1,4% entre finales de agosto y principios de octubre, por lo que la expectativa de un repunte a mediados de octubre cuando se dé inicio a la temporada de resultados podría ser consistente con esta visión.

El resultado per se de las elecciones no será demasiado relevante para el mercado, ya que los inversores descuentan que Donald Trump perderá algunas bancas en el Congreso y en el Senado (la media es una pérdida de 24 congresistas y 3/4 senadores). En este escenario, la rentabilidad posterior del S&P 500 podría ser similar a la media histórica en los 17 períodos electorales desde 1950.

A mediados de octubre se iniciará la temporada de resultados del 3q18. En el 2q18 el 80% de las empresas tuvieron ganancias por encima de lo esperado y el 70% reportaron ingresos superiores a las estimaciones del consenso. Para el 3q18 los inversores esperan que ese momentum se mantenga, a pesar de que en las últimas semanas se vieron algunos recortes de estimaciones. Actualmente, el consenso espera que el EPS del S&P 500 suba 23% YoY y que los ingresos avancen 7,4% YoY. Será el sexto trimestre de los últimos siete que tendría crecimiento de utilidades de dos dígitos.

S&P 500:EVOLUCIÓN DE FORWARD PE.



Fuente: Bloomberg

• El consenso tiene un target para los próximos 12 meses del S&P 500 de 3.159,95 puntos. Es decir, que se espera una suba de casi 8,95% YoY.

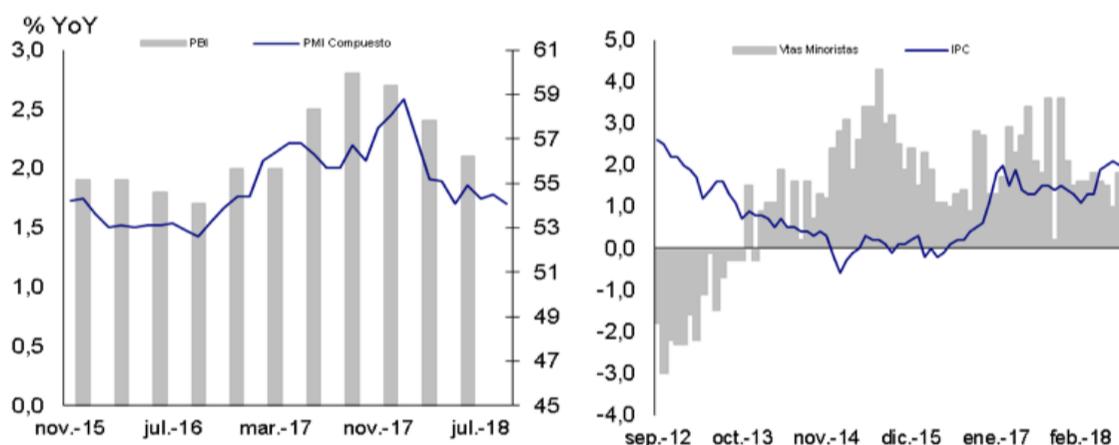
Europa

El Banco Central Europeo (BCE) mantuvo su tasa de interés de referencia, tal como se esperaba, y apuntó a seguir en la senda de desmantelamiento de sus compras de bonos y de alzas del costo del crédito en el próximo otoño boreal, pese al impacto de las tensiones comerciales globales.

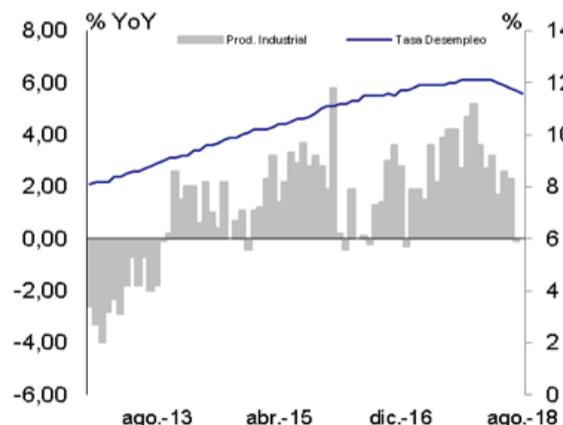
- En una decisión esperada, el BCE dijo que reducirá a partir de octubre las compras de bonos a €15.000 mln al mes. Pero sigue manteniendo su expectativa de que el programa de compra de activos por valor de €2,6 bln termine antes de fin de año, lo que sugiere que la decisión formal sobre la flexibilización monetaria vendrá más adelante.
- La entidad mantuvo sin cambios su orientación futura sobre el costo del dinero.

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. La expansión de la actividad comercial se moderó en septiembre a un mínimo de cuatro meses, con el índice Compuesto PMI final bajando a 54,1 desde el 54,5 de agosto. La inflación se aceleró en septiembre a 2,1% YoY desde 2% el mes previo, pero la medida de inflación subyacente bajó a 1,1% desde 1,2%.

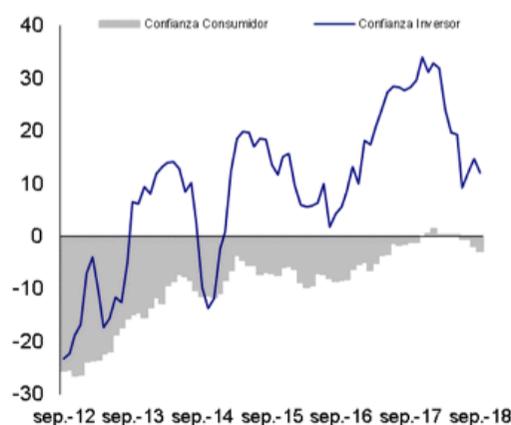
EURO ZONA: PBI VS. PMI COMPUESTO. EURO ZONA: VTAS MINORISTAS VS. IPC.



EURO ZONA: PROD. INDUSTRIAL VS. TASA DESEMPLEO.



EURO ZONA: CONFIANZA CONSUMIDORES VS. INVERSORES



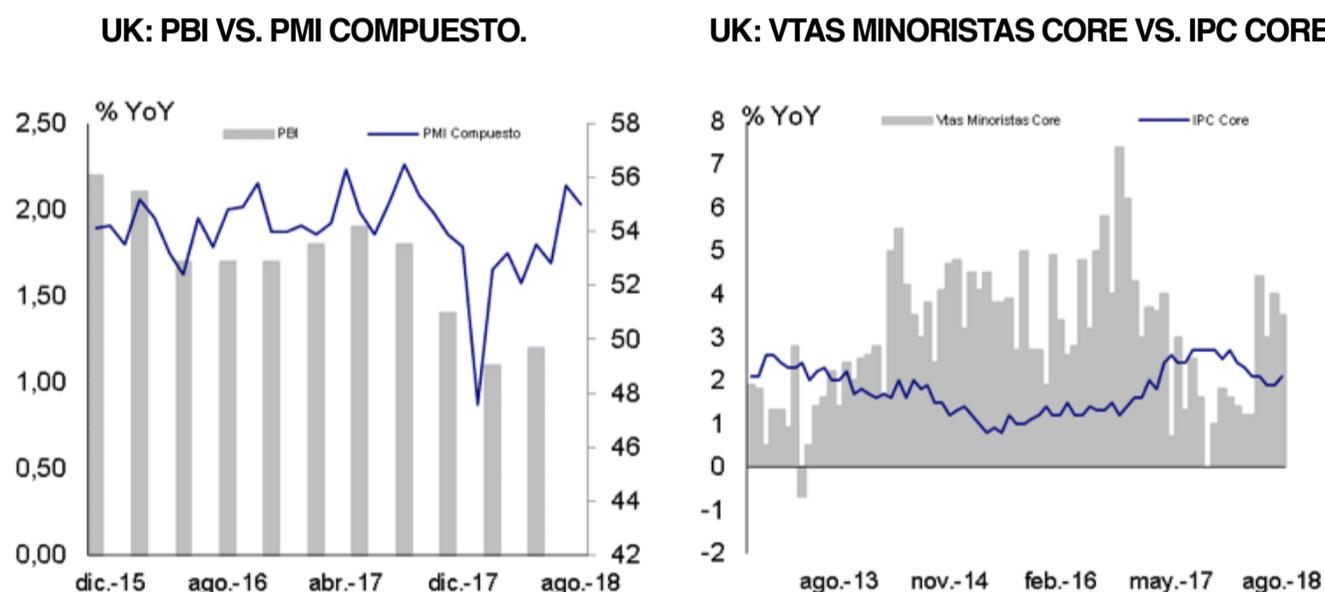
Fuente: Bloomberg

El Banco de Inglaterra (BoE) mantuvo las tasas de interés sin cambios y destacó las mayores preocupaciones de los mercados financieros sobre el Brexit.

- Por unanimidad se votó a favor de mantener la tasa de referencia en 0,75%, en consonancia con las expectativas del mercado.
- La entidad informó de que las empresas están endureciendo el control del gasto y reteniendo inversiones antes del Brexit, previsto para marzo de 2019. Los exportadores estiman un 40% de posibilidades de que el Brexit perjudique sus ventas.
- No obstante, el BoE elevó su estimación para el crecimiento del 3q18 a 0,5% desde 0,4%, en parte debido a un mayor gasto de los consumidores en un verano extraordinariamente cálido.

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 julio en 4%, lo que supone su nivel más bajo registrado desde 1975, con 1,36 mln de personas sin trabajo, 95.000 menos que el año anterior. El IPC subió en agosto 2,7% con respecto al año anterior, tras una suba de 2,5% registrada en julio. El IPC subyacente, del que se excluyen los costos de alimentos, energía, alcohol y tabaco, ascendió a una tasa de 2,1% YoY en agosto desde una suba de 1,9% el mes anterior.

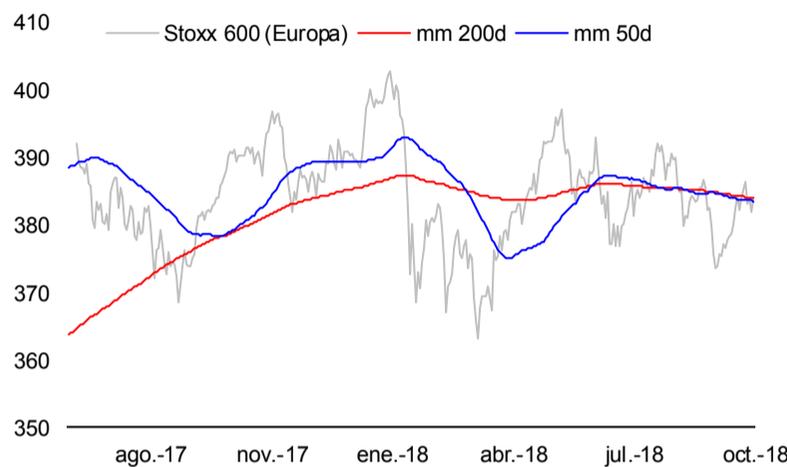


Fuente: Bloomberg.

EQUITY

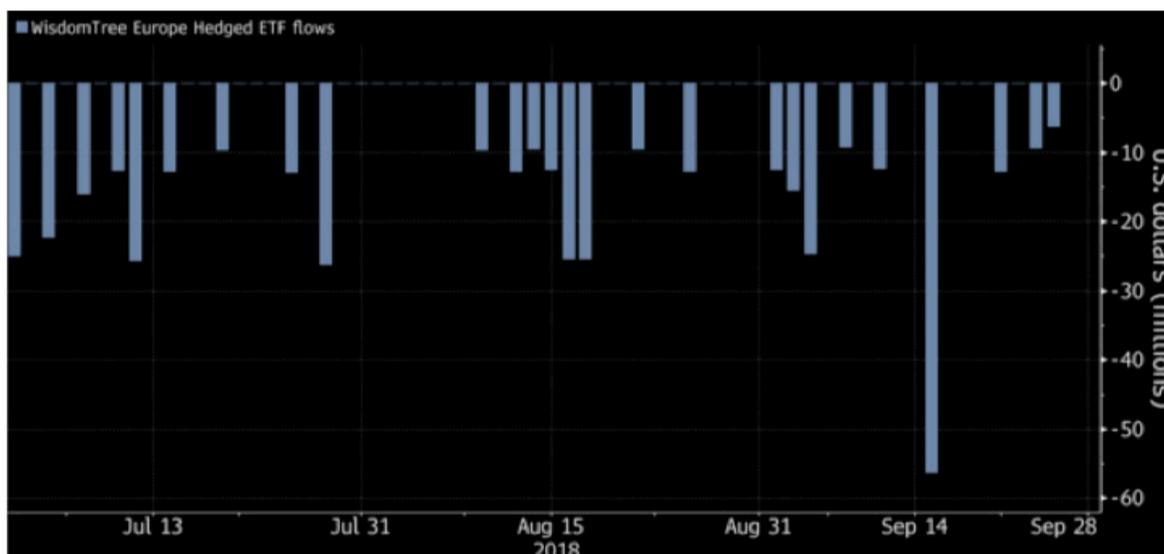
· En septiembre el índice Stoxx Europe 600 avanzó 0,5% en dólares, pero acumula una caída de 1,5% en lo que va del año. En el 3q18 el índice logró avanzar 1,0%, especialmente por las subas de septiembre, comparado con un crecimiento de 7% en el S&P 500 para el mismo período.

STOXX 600: EVOLUCIÓN DEL ÍNDICE Y MEDIAS MÓVILES.



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, y la performance del benchmark muestra estar en un rango acotado cerca de sus medias móviles de 50 y 200 días.

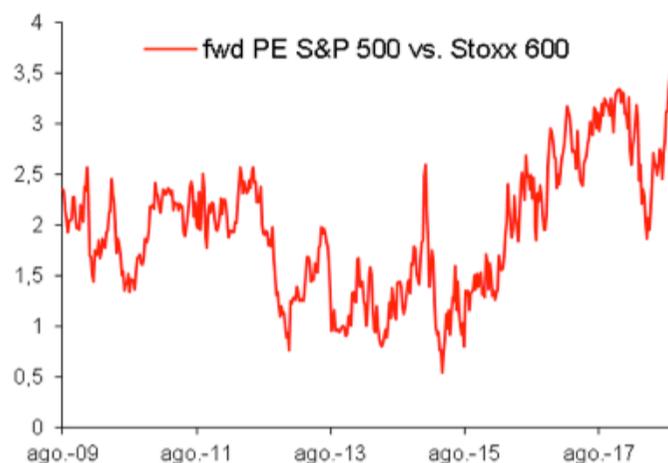
STOXX 600 Y S&P 500. EVOLUCIÓN YTD.



Fuente: Bloomberg.

· El equity europeo luce barato comparado con el americano. De acuerdo al ratio forward price-to-book, la diferencia entre el S&P 500 y Stoxx Europe 600 está cerca de la más grande desde al menos 2005.

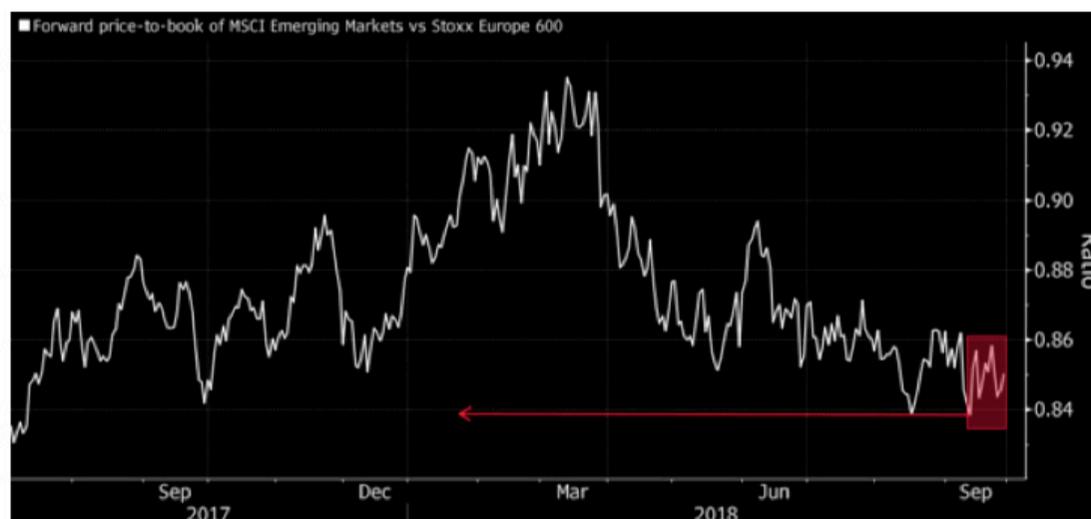
FORWARD P/VL STOXX 600 VS. S&P 500.



Fuente: Bloomberg.

No obstante, las acciones de la región siguen estando más caras que emerging markets. El índice MSCI EM, que opera con un descuento de cerca de 20% frente al Stoxx Europe 600, ha superado la performance del equiy europeo durante 2016 y 2017 con un retorno total de 46%, vs. una suba de 18% en dólares para el Stoxx 600 durante el mismo período.

FWD P/VL MSCI EMERGING MKTS VS STOXX 600.



Fuente: Bloomberg.

· Otra divergencia entre la performance de Europa vs. EUA tiene que ver con el crecimiento de ganancias, ya que la reforma impositiva americana de este año ha impulsado las utilidades de las compañías en EUA.

Se espera que las empresas que componen el Stoxx 600 tengan un crecimiento de 5,7% YoY en el EPS 2018 y de 9,1% el próximo año. En tanto, se proyecta una suba de 24% para este año en el EPS de empresas norteamericanas y de 11% en 2019.

· El consenso tiene un target en dólares para el Stoxx 600 de 494,35 para los próximos doce meses, lo que implica un upside del 11,85%.

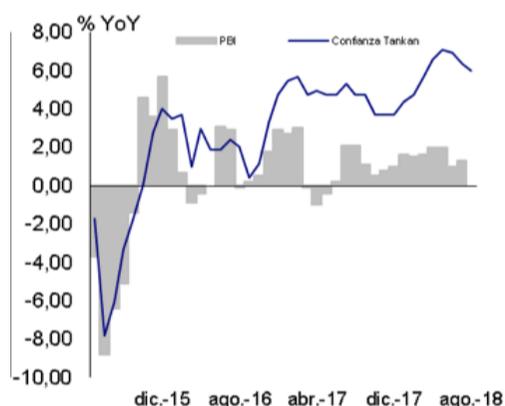
Asia

Japón: El Banco de Japón (BoJ) decidió, tal como se esperaba, mantener estables las condiciones de endeudamiento.

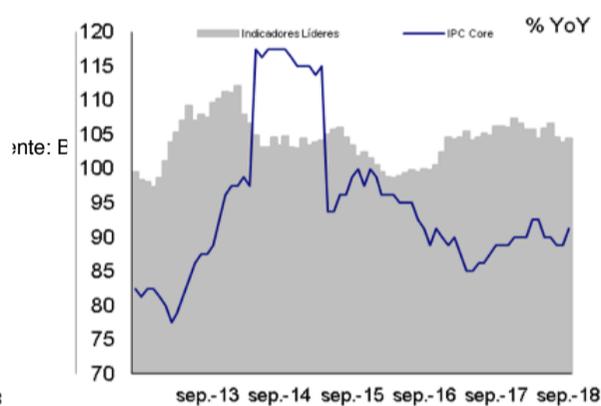
- El gobernador de la entidad, Haruhiko Kuroda, dijo que el organismo no dejará atrás su política monetaria expansiva hasta que la inflación alcance su meta de 2%, mientras que advirtió que el agravamiento de los conflictos comerciales podría perjudicar el crecimiento mundial.

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 producción industrial creció en agosto 0,7% MoM y la tasa de desempleo bajó a 2,4% desde 2,5% en julio. Sin embargo, pese a la solidez de la economía nipona y al bajo desempleo, la inflación no logra despegar. La inflación anual minorista subió levemente en agosto, pero se mantuvo lejos del objetivo de 2% del banco central. El IPC que excluye alimentos frescos subió 0,9% YoY desde +0,8% en julio. El índice subyacente, que excluye energía y alimentos frescos, subió 0,4% YoY en agosto tras avanzar 0,3% en julio.

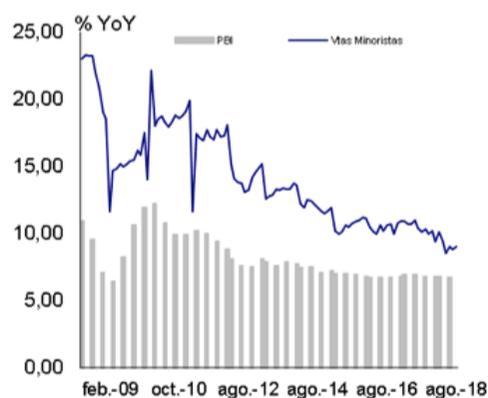
JAPÓN: PBI VS. CONFIANZA TANKAN.



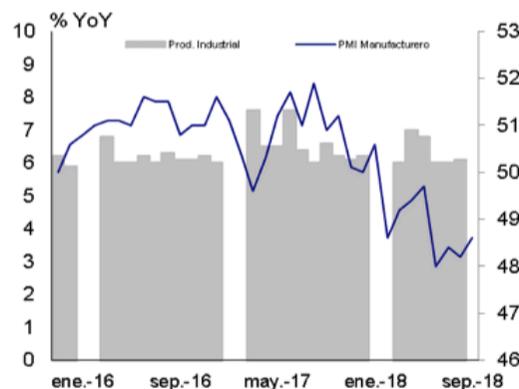
JAPÓN: INDICADORES LÍDERES VS. IPC CORE.



CHINA: PBI VS. VTAS MINORISTAS.



CHINA: PROD. INDUSTRIAL VS. PMI MANUFACTURERO.



Fuente: Bloomberg.

China: El Banco Popular de China (BPC) dejó las tasas de interés a corto plazo sin cambios en septiembre, a pesar del riesgo de que la medida podría volver a presionar al yuan.

- La decisión resalta las políticas divergentes para las economías más grandes del mundo, en momentos en que la economía china pierde impulso y enfrenta más presión por el aumento de los aranceles comerciales de EUA.

La economía se expandió a un ritmo más lento en el 2q18, ya que los esfuerzos del gobierno por contener el endeudamiento impactaron la actividad. El PBI avanzó 6,7% YoY en el trimestre desde 6,8% en el 1q18, aunque se encamina a cumplir con su meta oficial de expansión en 2018 de alrededor de 6,5%. El crecimiento del sector manufacturero s. El PMI compuesto,

EQUITY

· El índice MSCI Asia Pacific tuvo una suba de 1,0% en dólares durante el mes de septiembre, tras las caídas del mes anterior ante la escalada en las disputas en materia comercial entre EUA y China. Señales por parte de ambas potencias de un alivio en las tensiones, ayudaron a que el equity de la región mejorara en el último mes.

Rusia lideró los avances, ante un rally en el precio del petróleo, seguido de Japón y China. El equity de Corea del Sur, Hong Kong y China siguen mostrando los menores ratios forward de la región.

FORWARD PE DE PPALES ÍNDICES ASIÁTICOS.



En medio de las tensiones comerciales entre EUA y China e incertidumbres políticas en varios países emergentes y en Europa, los inversores han visto al mercado de Japón como una buena alternativa a los activos americanos. El incremento de flujo de fondos al país permitió que el Nikkei Stock Average alcance máximos de 27 años a finales de septiembre.

Los flujos netos de fondos volvieron a Japón luego de varios meses. Los inversores internacionales compraron un neto de ¥1,47bln (\$12.800 mln) de acciones y futuros de acciones en el Nikkei 225 y Topix, en la última semana de septiembre, el mayor flujo de ingresos semanal en al menos los últimos cuatro años y se compara con un flujo neto total de salida de ¥8,5 bln entre inicios de año y la primer semana de septiembre.

Se espera que este rally continúe al menos hasta fin de año. Viendo la evolución del benchmark, podría esperarse que el Nikkei supere los 25.000.

JAPÓN (NIKKEI): EVOLUCIÓN DE ÍNDICE.

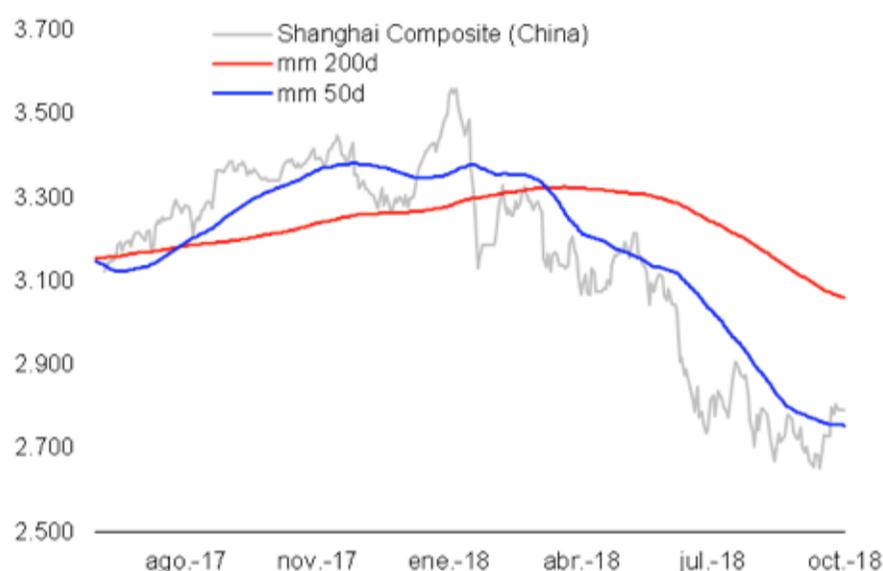


Fuente: Yahoo Finance

Fuente: Yahoo Finance

En China, desde que toco los máximos a fines de enero el Shanghai Composite se ha desplomado cerca de 21%, una caída incluso mayor que la que sufrió Turquía, uno de los mercados más vulnerables financieramente de la región emergente. El benchmark chino tocó, a mediados de septiembre, el nivel más bajo de fines de 2014. Los headwinds que están afectado al equity del país: la escalada de tensiones en la guerra comercial y una desaceleración de la economía doméstica, se mantienen en octubre. Además, desde el inicio de 2018 la confianza de los inversores en los mercados de equity chinos se ha mostrado dispar. Los inversores locales, que representan cerca del 85% del trading en las bolsas de Shanghai y Shenzen, se mantienen bearish, mientras que los inversores institucionales extranjeros han mostrado mayor confianza, acumulando un monto de compra por \$29.000 mln de acciones a través de Stock Connect (trading que une las bolsas de China y Hong Kong) desde el inicio de año.

CHINA (SHANGHAI COMPOSITE): EVOLUCIÓN DEL ÍNDICE Y MEDIAS MÓVILES.



El ratio forward price-to-earning del Shanghai Composite cayó más de 22% hasta mediados de septiembre desde junio de 2017, cuando MSCI anunció que incluiría a China en su benchmark, a 10,8, el nivel más bajo desde fines de 2014. Esto proveyó un punto de entrada atractivo para los inversores extranjeros que buscan exposición de largo plazo en China.

CHINA (SHANGHAI COMPOSITE): EVOLUCIÓN DEL FWD PE Y PROM 2 AÑOS.

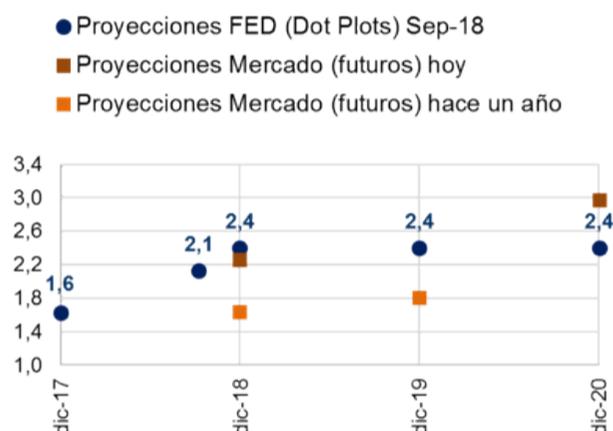


· Para los próximos doce meses el consenso anticipa un target de 190,39 para el índice MSCI Asia Pacific, un 17,15% por encima del actual nivel.

TITULOS PÚBLICOS

A finales de septiembre, la FED decidió subir su tasa de referencia 25 p.b. hasta el corredor de 2,0-2,25%. Si bien aumentó las proyecciones de crecimiento del PIB para 2019 (del 2,4% al 2,5%), redujo la proyección de inflación (de 2,1% hasta 2,0%), y por lo tanto mantuvo su proyección de subas de tasas (Dot Plots).

TASA DE LA FED



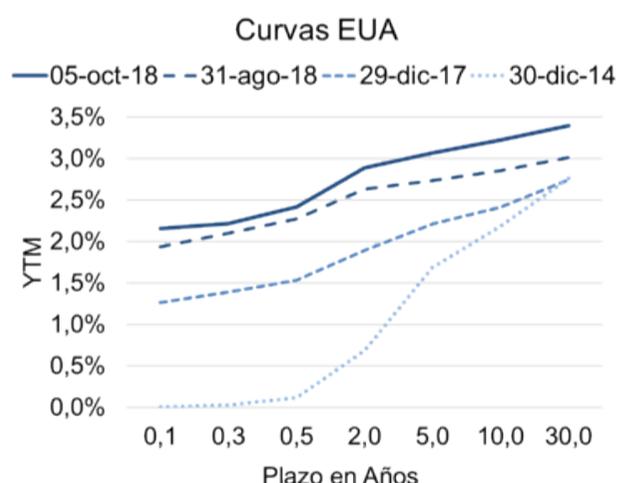
Durante todo septiembre, y los primeros días de octubre, la tasa de bonos americanos a 10 años subió +37 p.b. hasta 3,23% (el máximo desde el año 2011). El salto más grande en la tasa fue el 3 de octubre, cuando Jerome Powell, presidente de la Fed, dijo que la entidad podría subir las tasas de interés por sobre un estimado nivel “neutral” a medida que la economía norteamericana notablemente positiva, continúe creciendo.

Adicionalmente, los datos de empleo corroboraron el buen momento de la economía, con inflación estable, ya que la tasa de desempleo bajó a 3,7% en septiembre (desde 3,9% en agosto), mientras los salarios por hora se desaceleraron hasta un crecimiento de 2,8% YoY en septiembre (desde +2,9% en agosto).

BONOS A 10 AÑOS

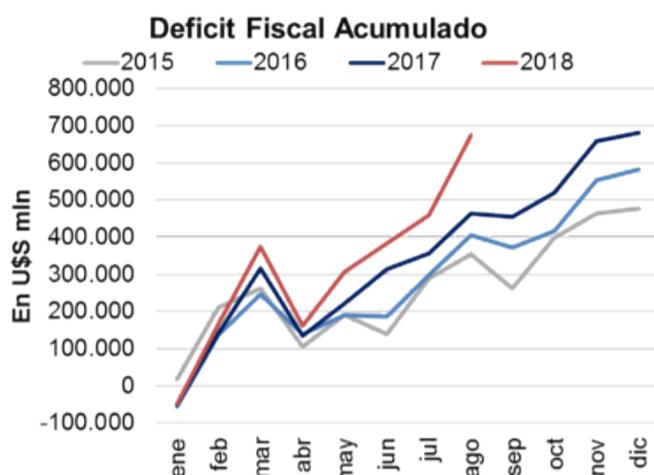


CURVA EUA

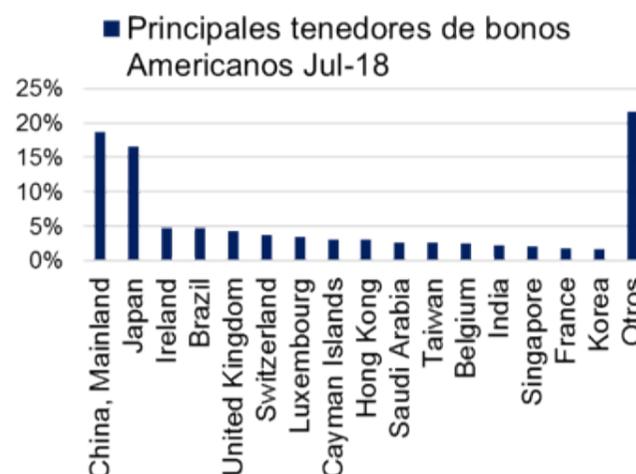


Otros factores que estarían afectando la tasa de bonos a diez años, es el creciente déficit fiscal en EUA (aumentó 45% YoY en agosto), y la constante amenaza de China de que venderá una porción de sus bonos americanos (en julio tenían el 19% del total).

DÉFICIT FISCAL EN EUA

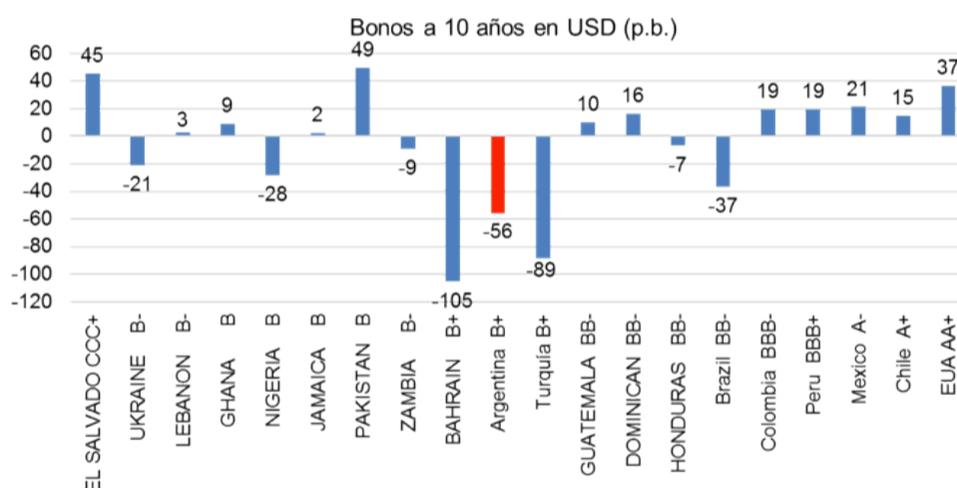


TENEDORES DE BONOS AMERICANOS



En este escenario de mayor costo de financiamiento para los emergentes, los bonos locales comprimieron spreads, creemos que por el mayor financiamiento del FMI.

VARIACIÓN DE RENDIMIENTOS DE BONOS A 10 AÑOS MOM



NUEVO ACUERDO CON EL FMI

El ministro Dujovne, junto a Lagarde (titular del FMI), anunciaron que ampliaron el monto total del préstamo con el FMI en U\$S 7.100 mln alcanzando U\$S 57.100 mln. El aumento fue menor de lo que esperaba el mercado (U\$S 20.000 mln).

Sin embargo, el nuevo acuerdo implica una mayor velocidad de desembolsos, y deja resueltas las necesidades de financiamiento hasta 2019 inclusive, mostrando el fuerte apoyo del FMI y de EUA a la reelección del presidente Macri.

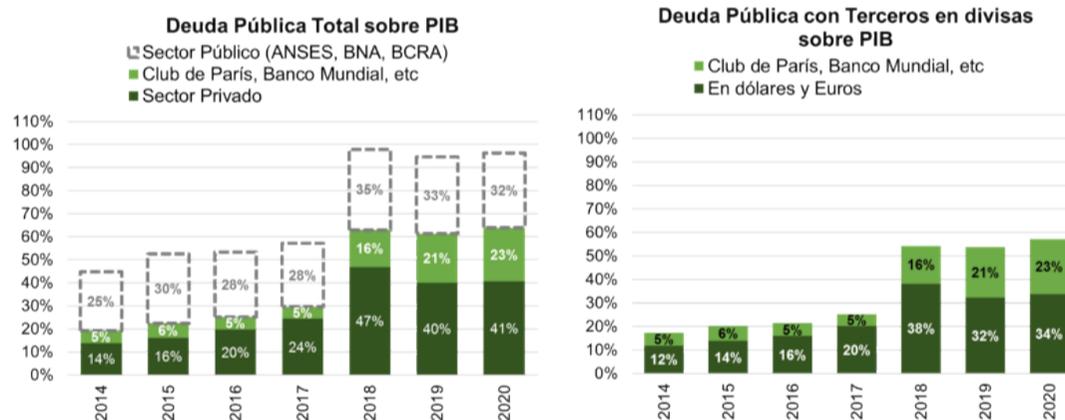
Durante el resto de 2018 se ampliarán los desembolsos desde U\$S 6.000 hasta U\$S 13.400 mln, y en el año 2019 se ampliarán los desembolsos desde U\$S 11.400 mln hasta U\$S 22.800 mln. En principio el programa financiero de 2020 luce despejado, porque requeriría U\$S 10.000 mln en dólares, y a finales de 2019 estimamos que existan reservas internacionales en torno a los valores de hoy.

En nuestra opinión, resta tener un plan de mediano plazo, porque todo el acuerdo se focaliza en el corto plazo, y por lo tanto las dudas comienzan en 2021, ya que en ese año además de los vencimientos normales, vencen los U\$S 28.000 mln que terminará desembolsando el FMI este año. A esto se suma la incertidumbre que siempre genera un proceso electoral (aunque creemos que el oficialismo tiene una buena probabilidad de mantenerse en el poder), por lo tanto, sugerimos mantenerse en el tramo corto de la curva de bonos en dólares.

PROGRAMA FINANCIERO

En U\$S MM	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Déficit Primario	23	24	12	0	-4	-4
Vencimientos de deuda denominada en pesos, en poder del sector privado	2	6	10	6	12	12
1) Necesidades de financiamiento en pesos	25	30	22	6	8	8
Financiamiento del Banco Central	11	9	1	0	0	0
Financiamiento con bonos domésticos (suscriptos en pesos)	8	2	11	6	8	8
2) Financiamiento con fuentes domésticas	19	11	12	6	8	8
3) Gap a financiar en pesos (1-2)	6	19	10	0	0	0
4) Vencimientos de deuda denominada en dólares o Euros, en poder del sector privado	22	7	13	18	15	43
5) Financiación (Vencimientos) netos de Letras en dólares	7	10	-9	-6	0	0
6) Financiamiento del FMI			28	23	6	
7) Bonos Internacionales (suscriptos en dólares)	25	22	14			
8) Financiamiento con bonos internacionales (suscriptos en dólares) (3+4-5-6-7)	-4	-5	-11	2	10	43

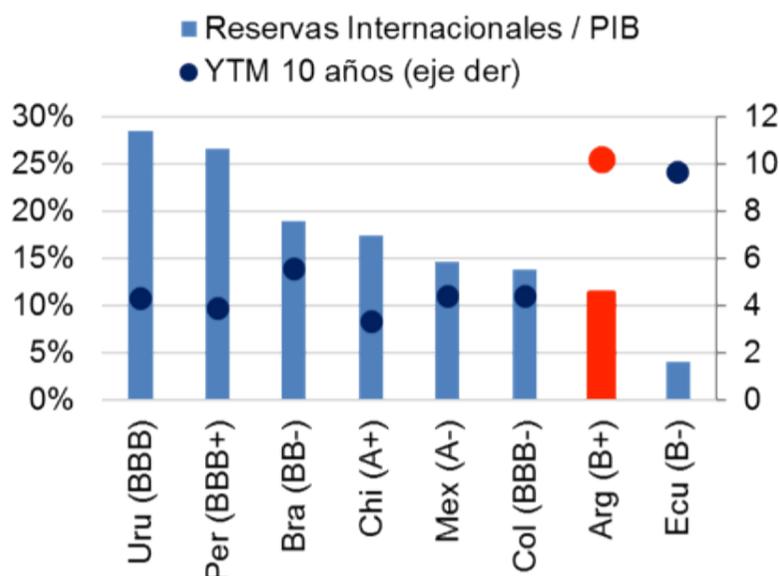
STOCK DE DEUDA PÚBLICA / PIB



Adicionalmente al préstamo del FMI, el presidente del BCRA Sandleris dijo que está prácticamente cerrada la ampliación del Swap Chino por U\$S 9.000 mln (alcanzaría un total U\$S 19.000 mln), y cuando el directorio del FMI apruebe el nuevo acuerdo ingresaría una parte de los U\$S 13.400 mln acordados para el período octubre - diciembre.

Este último dato es importante, porque el ingreso de fondos podría llevar el ratio reservas/PIB de 11% a 15% (el promedio regional), y en un contexto de menor demanda de ahorristas y mayor ingreso de dólares de exportadores podría repercutir positivamente en el rendimiento de los bonos cortos, ya que hay una fuerte relación entre las reservas/PIB y el rendimiento de los bonos.

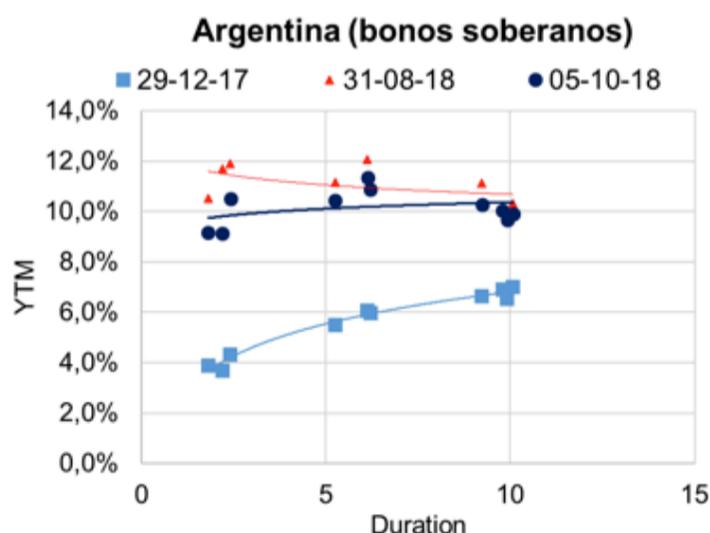
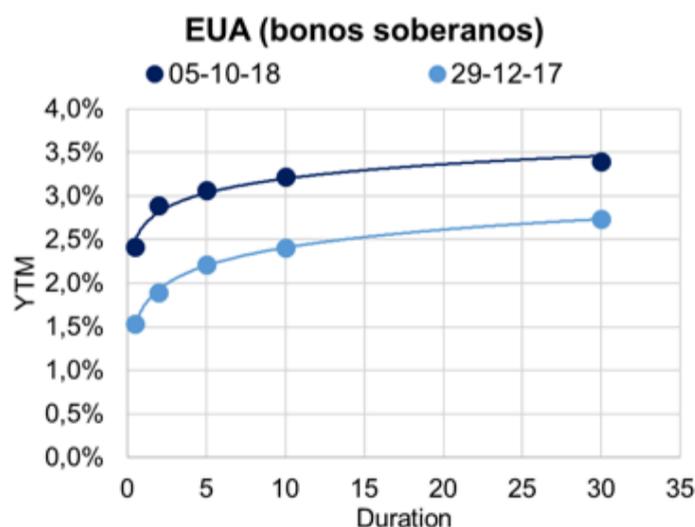
RATIO RESERVAS/PIB



Bonos en dólares

La curva de bonos en dólares se encuentra plana en torno a 10%, y si bien creemos que con el ingreso de nuevos fondos el tramo corto de los bonos podría tener una importante reducción en el rendimiento, hay que tener en cuenta que el piso del rendimiento ya no es el de dic-17, debido a dos razones:

- EUA subió su curva de bonos entre 66 y 100 p.b. por el cambio de política monetaria.
- Aumentó el ratio de deuda pública local en poder de privados y organismos internacionales, sobre el PIB. Desde 30% en dic-17, hasta 60% del PIB en dic-18.



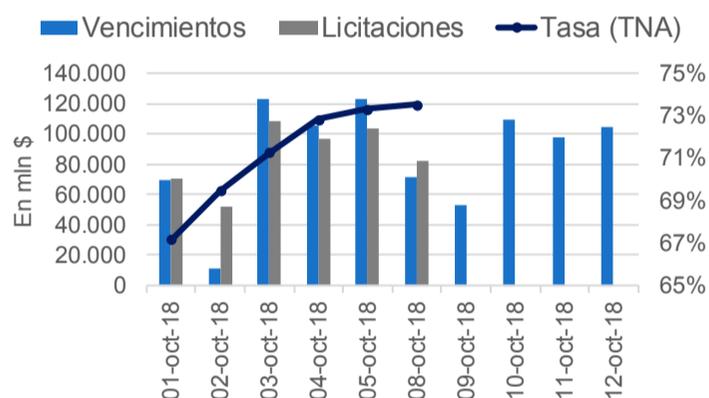
Lo anterior sugiere, que el rendimiento mínimo al que pueden llegar el DICA ya no es 6,1% (como era en dic-17), y el mismo dependerá de la sostenibilidad social del ajuste fiscal, del resultado de las elecciones y la velocidad y el nivel que alcance la curva de bonos americanos.

Nuevo régimen del tipo de cambio

Durante octubre, empezaron a operar las bandas de tipo de cambio, y la política de cero expansión de base monetaria. El resultado de los primeros seis días, fue un aumento en la tasa de Leliq desde 65% hasta 74%. Y una contracción de \$7.893 mln de base monetaria por Leliq (hay que ver el resto de los factores que hacen variar la base monetaria y se publican con dos días de atraso).

LELIQ

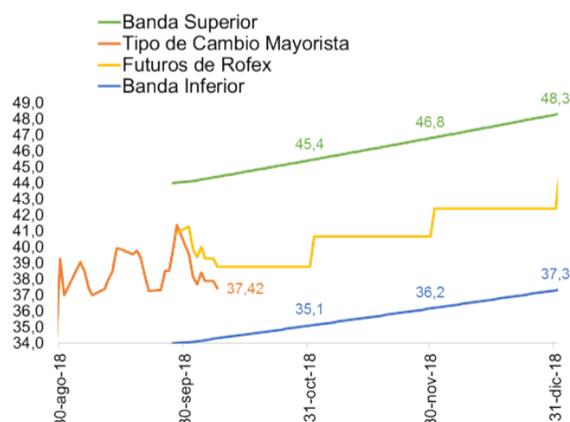
08/10/2018	Vencimientos			Licitaciones				Venc-Lici -7.893
	Públicos	Privados	Total	VN	Tasa (TNA)	Efectivo	Interés	
01/10/2018	45.663	23.946	69.609	71.060	67,1750%	70.145	915	-536
02/10/2018	2.272	8.683	10.955	52.815	69,4650%	52.111	704	-41.156
03/10/2018	53.580	69.761	123.341	109.520	71,2670%	108.023	1.497	15.318
04/10/2018	47.567	58.461	106.028	97.709	72,8310%	96.344	1.365	9.684
05/10/2018	64.323	58.597	122.920	104.831	73,3140%	103.357	1.474	19.563
08/10/2018	19.180	51.880	71.060	82.996	73,5240%	81.826	1.170	-10.766
09/10/2018	18.079	34.736	52.815					
10/10/2018	35.200	74.320	109.520					
11/10/2018	32.480	65.229	97.709					
12/10/2018	23.274	81.557	104.831					



Hasta el momento el tipo de cambio no llegó a testear ninguno de los límites (límite inferior en \$34 y límite superior en \$44). Pero al menos hasta ahora, pareciera estar más cerca de testear el límite inferior que el superior. Incluso a fin de septiembre, con el cobro de los sueldos (un momento del mes de fuerte demanda de dólares), sin ventas del Banco Central no llegó a testear el límite superior.

Creemos que en la semana de la licitación de lebac, el 17-oct y a fin de mes, habría un nuevo test para las bandas ya que aumenta la demanda de dólares de privados.

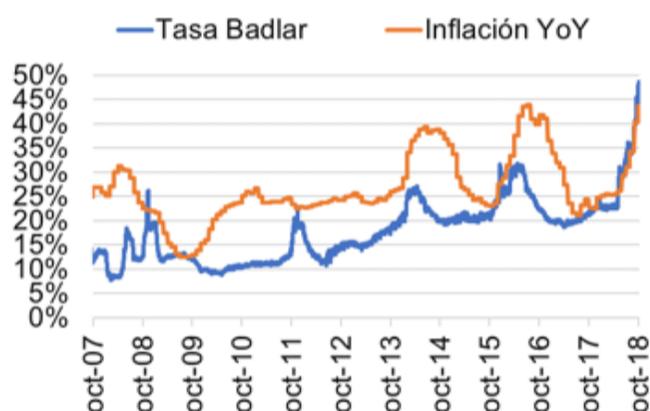
BANDAS PROYECTADAS, TIPO DE CAMBIO MAYORISTA Y ROFEX



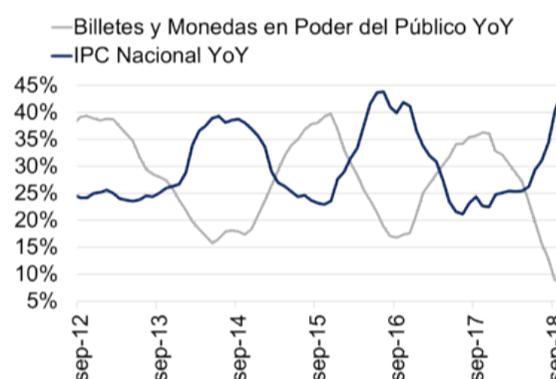
INFLACIÓN

El Relevamiento de Expectativas de Mercado (publicado por el Banco Central a principios de octubre), se encuentra en línea con nuestra estimación de inflación. Esto es, que la inflación alcanzó su pico en septiembre (con una inflación mensual que rondaría 6/7% MoM) y comenzaría a descender en octubre (con una inflación esperada de 4% MoM). Esto sería el resultado de una fuerte reducción de la emisión monetaria, y la consecuente caída en el dinero circulante en poder del público desde 36% YoY que crecía en nov-17 hasta 9% que crece en la actualidad (ver gráfico de la derecha).

BADLAR VS INFLACIÓN



BILLETES EN PODER DEL PÚBLICO VS INFLACIÓN

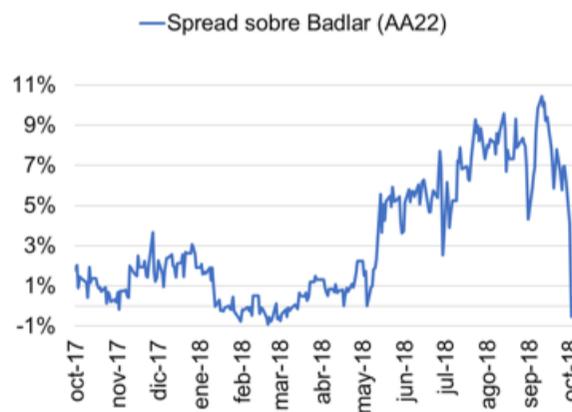


En el transcurso de septiembre, y los primeros días de octubre el mayor apetito por instrumentos en pesos redujo el spread de bonos Badlar desde 1.100 p.b. hasta 100 p.b. Y redujo el rendimiento de bonos en pesos ajustables por inflación a 7%+inflación. Esta fuerte compresión de spreads sugiere que queda poco valor en estos instrumentos.

BONOS AJUSTABLES POR INFLACIÓN

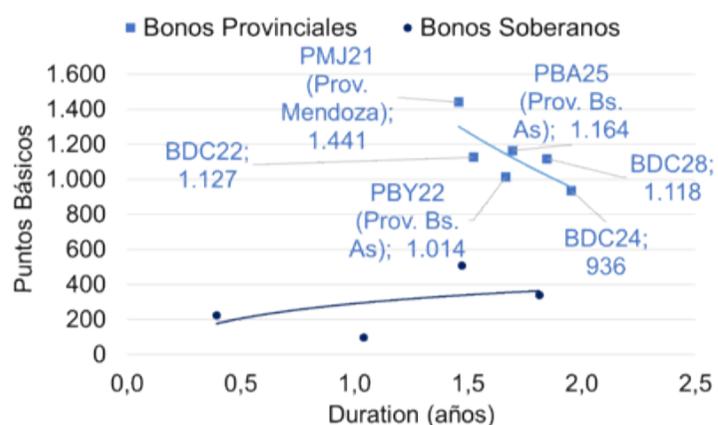


BONOS SOBERANOS A BADLAR

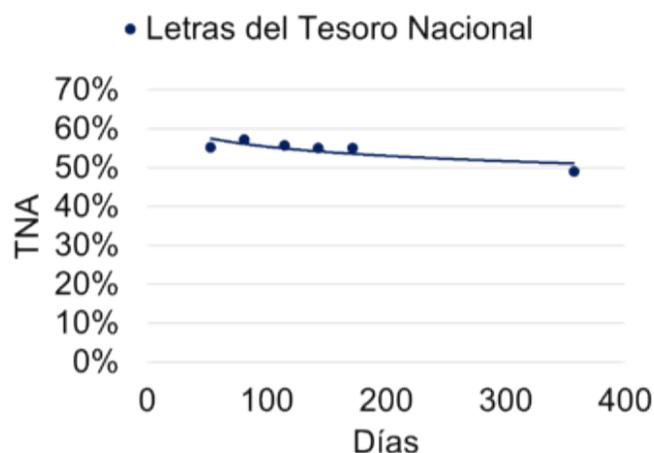


En cambio, aún vemos valor en las letras en pesos con capitalización mensual de tesoro Nacional (con TNA de 50-55%), y los bonos a Badlar provinciales (con spreads de 1.000/1.200 p.b. sobre la Badlar).

BONOS A BADLAR



LETRAS DEL TESORO CAPITALIZABLES



Variación Títulos Públicos por Tramo

Durante el último mes se destacó la suba de los bonos en pesos a Badlar, y los bonos en pesos ajustables por inflación.

VARIACIÓN POR TRAMO DE TITULOS PÚBLICOS

	Indice(*)	1w-ch	1m-ch	YTM(**)	Spread vs. T.Medio(bp)	Dur
\$Ar (Badlar)						
Tramo Medio (TM)	98,8	5,10%	18,1%	54,5%		1,1
\$Ar (CER)						
Tramo Medio (TM)	129,1	0,23%	12,1%	7,6%		2,5
Tramo Largo (TL)	103,0	1,61%	16,5%	7,8%	21	8,0
US Dollar						
Tr.Medio Dólar (TM)	182,2	-10,5%	4,4%	10,4%		2,5
Tr.Largo Dólar (TL)	158,7	-13,6%	5,2%	10,9%	50	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= oct-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 2018 – TÍTULOS PÚBLICOS

	Último Precio			Fin 2018 E			Variación de tasas (p.b.)	Cupones Proyectados en 2018 ²	Retorno Total Fin 18 ³	
	Precio ¹	Duration	TIR Hoy	Precio ¹	Duration	TIR E			c/TIR Hoy	c/TIR Est.
Títulos en Pesos a Badlar										
Bonar AMX9	103,9	0,4	58,42%	105,1	0,2	43,0%	(1542)	10,9%	9,1%	12,0%
Bonar AM20	107,3	1,0	56,65%	116,1	0,9	44,0%	(1265)	10,5%	5,9%	18,7%
Bocon Pr15	164,9	1,5	62,49%	195,7	1,4	45,0%	(1749)	0,0%	-8,5%	18,7%
Bonar AA22	98,4	1,8	60,07%	135,2	1,8	45,0%	(1507)	0,0%	6,6%	37,4%
Títulos en pesos a la tasa de referencia										
Bono TJ20	121,0	1,1	69,69%	114	1,1	45,0%	(2469)	11,0%	-14,5%	5,3%
Títulos en Pesos ajustables por inflación (CER)										
Bono CER AF19	126,8	0,3	3,24%	149	0,1	2,0%	(124)	0,0%	17,8%	17,4%
Bono CER A2M2	118,1	1,4	8,30%	143	1,2	6,2%	(210)	0,0%	21,2%	21,2%
BONCER 2020 TC20	150,0	1,5	7,75%	180	1,3	6,2%	(155)	1,3%	18,9%	21,2%
BONCER 2021 TC21	154,3	2,7	6,74%	186	2,5	6,2%	(54)	0,0%	18,8%	20,3%
Disc ArgL DICP	804,8	7,4	8,01%	933	7,4	7,9%	(11)	3,9%	19,0%	19,9%
Par ArgL PARP	331,0	12,2	8,28%	393	12,0	8,3%	2	0,0%	19,1%	18,9%
Cuasipar ArgL CUAP	520,0	12,6	8,29%	599	12,8	8,3%	1	3,7%	19,1%	19,0%
Títulos en pesos a tasa fija										
Bono TO21	82,6	2,4	29,06%	93,3	2,2	27,0%	(206)	0,0%	6,0%	12,9%
Bono TO23	90,3	3,2	23,02%	83,5	3,2	26,0%	298	8,9%	4,4%	1,3%
Bono TO26	86,0	4,1	22,25%	79,1	4,2	25,0%	275	9,0%	4,3%	0,9%
Títulos en dólares del Gobierno Nacional										
Global 19 AA19	103,1	0,5	5,97%	101	0,3	5,7%	(27)	3,0%	17,9%	18,0%
Bonar 20 AO20	98,3	1,9	9,16%	104	1,7	6,7%	(246)	0,0%	18,7%	23,3%
Global 21 AA21	98,6	2,3	9,14%	102	2,1	6,5%	(264)	3,5%	18,7%	24,9%
Bonar 24 AY24	100,0	2,5	10,49%	107	2,4	6,7%	(379)	4,4%	19,0%	29,2%
Global 22 A2E2	89,5	3,0	10,08%	99	2,8	7,0%	(308)	0,0%	19,0%	28,8%
Global 23 A2E3	84,6	3,8	9,63%	94	3,6	7,0%	(263)	0,0%	18,9%	29,7%
Bonar 25 AA25	81,3	4,5	11,36%	93	4,4	7,8%	(356)	3,5%	19,2%	37,3%
Global 26 AA26	89,6	5,5	10,44%	101	5,5	7,8%	(264)	4,2%	19,0%	35,5%
Global 27 A2E7	82,1	6,1	10,67%	98	6,1	7,8%	(287)	0,0%	19,1%	39,4%
Global 28 A2E8	77,3	6,8	10,16%	90	6,8	8,0%	(216)	0,0%	19,0%	35,8%
Global 28 AL28	80,5	6,8	10,35%	95	6,9	8,0%	(235)	0,0%	19,0%	37,6%
Disc ArgL DICA	120,1	6,5	11,36%	141	6,7	8,4%	(296)	4,8%	19,3%	42,0%
Bonar 37 AA37	81,5	8,5	10,66%	96	9,1	8,4%	(226)	4,7%	19,0%	42,5%
Global 36 AL36	79,0	9,1	10,11%	93	9,5	8,4%	(171)	0,0%	19,0%	37,4%
Par ArgL PARA	54,1	10,3	10,03%	62	10,4	8,8%	(123)	0,0%	19,0%	33,5%
Global 46 AA46	81,3	9,7	10,26%	91	10,5	8,8%	(146)	4,7%	18,9%	35,8%
Global 2117 AC17	75,7	10,6	9,89%	82	11,5	8,9%	(99)	4,7%	18,9%	31,2%
Títulos en dólares de Gobiernos Provinciales										
Córdoba (CO26)	88,4	3,2	11,82%	99	3,3	8,0%	(382)	2,0%	19,3%	32,9%
Mendoza (PMY24)	91,2	3,5	12,22%	103	3,7	8,0%	(422)	4,6%	19,4%	36,6%
La Rioja (RIF25)	85,5	3,5	14,91%	100	3,7	11,0%	(391)	0,0%	20,1%	36,1%
Entre Ríos (ERF25)	79,8	3,8	15,35%	97	4,0	10,8%	(455)	0,0%	20,2%	40,9%

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-18: 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:

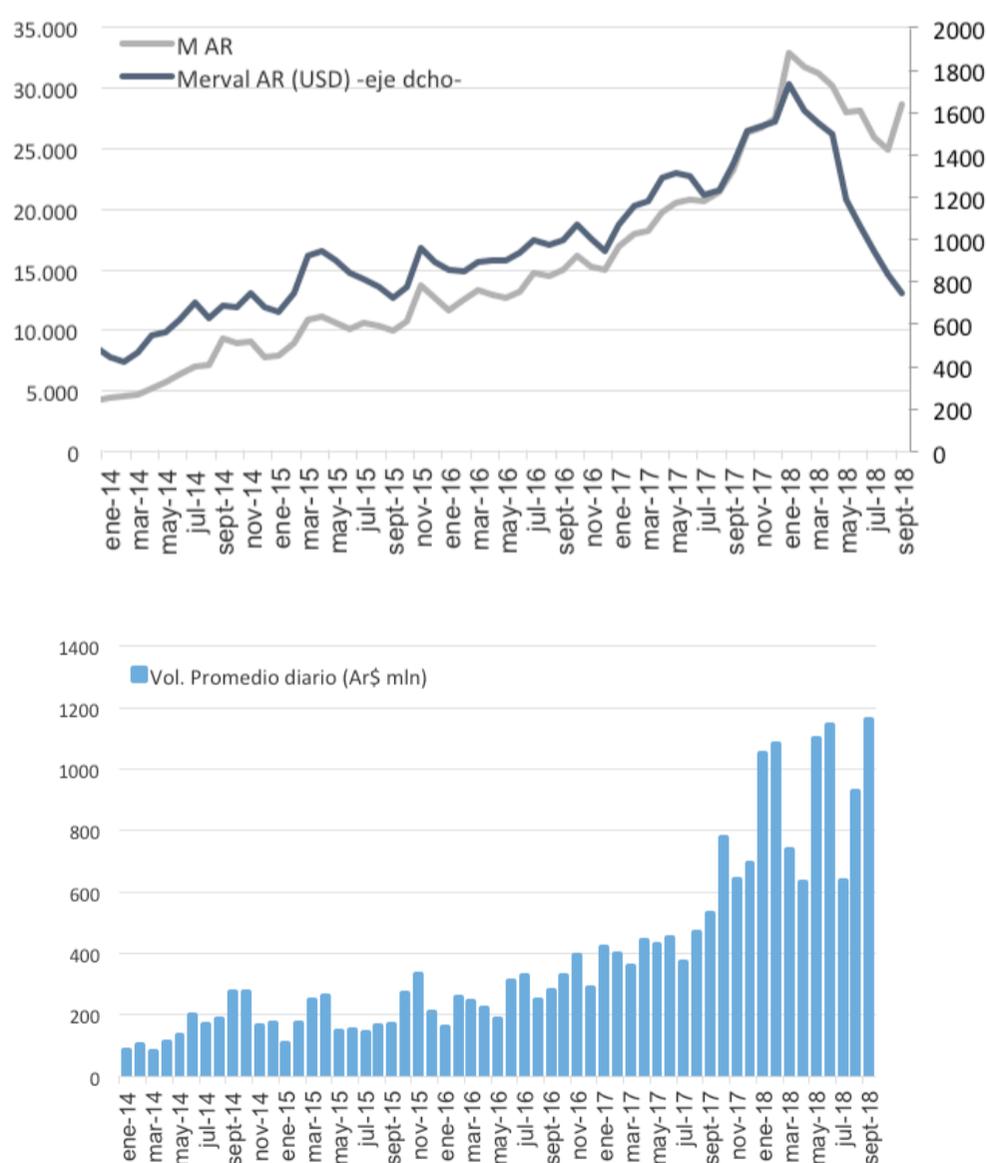
	Último	Proyecciones	
	05/10/2018		dic-18
Badlar	48,7%		46,1%
Tasa de Referencia	72,8%	▲	52,0%
Inflación YoY	40,4%		42,0%
ARS/USD	37,8		44,0
ARS/USD YoY	120,0%		135,3%
EMAE / PIB real YoY	-2,7%		-2,4%
EUA 10Y	3,2%		3,3%
Bra 10Y	5,3%		5,4%
Arg 10Y	10,2%		8,0%

ACCIONES

El Índice Merval Argentina ganó 14,0% en el mes de septiembre, acumulando una suba de 1,9% en lo que va del año. Medido en dólares el índice subió 1,6% MoM, acumulando una caída de 54,1% en el año. Por su parte el volumen diario promedio negociado en acciones subió 25,5% MoM a \$ 1.162 mln, encadenando una segunda suba consecutiva.

Dentro de las acciones más negociadas se destacó la suba de: CELU (+73%), FRAN (+45%), TGLT (+40%), TGN (33%) y LOMA (+28%), mientras que las principales bajas fueron en CAPU (-23%), BYMA (-3%) y ALUA (-2%).

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



Fuente: Bloomberg.

A partir del 1 de octubre de 2018 comenzó a regir la nueva composición del Índice Merval Argentina con la salida de CRES (-2,5%), DGCU2 (-2,2%) y TECO (-2,2%).

Se destaca el aumento de participación de GGAL (+5,4%), SUPV (+4,3%) y BMA (+2,7%) y la caída de CEPU (-2,8%).

INDICE Merval AR: COMPOSICIÓN POR EMPRESA Y SECTOR AL 4Q18

Merval Ar	4q18	3q18	Var
YPFD	7,8%	6,6%	1,2%
GGAL	15,9%	10,5%	5,4%
PAMP	8,6%	8,2%	0,4%
EDN	2,7%	2,8%	-0,1%
TXAR	3,8%	3,8%	0,1%
BMA	8,4%	5,8%	2,7%
COME	2,2%	2,6%	-0,4%
ALUA	3,9%	2,9%	1,0%
FRAN	2,6%	2,1%	0,5%
TRAN	4,5%	5,0%	-0,6%
MIRG	2,1%	2,1%	0,0%
CEPU	5,8%	8,5%	-2,8%
TGSU	3,2%	3,0%	0,2%
TGNO	2,4%	2,6%	-0,3%
METR	2,5%	3,2%	-0,7%
SUPV	7,7%	3,5%	4,3%
BYMA	6,6%	7,4%	-0,8%
VALO	4,6%	6,9%	-2,3%
CVH	2,6%	3,5%	-0,9%
LOMA	2,1%	2,3%	-0,3%
TECO	0,0%	2,2%	-2,2%
CRES	0,0%	2,5%	-2,5%
DGCU2	0,0%	2,2%	-2,2%

Sectores	4q18	3q18	Var.
Bancos	39,3%	25,0%	14,3%
Siderurgia	3,8%	3,6%	0,2%
Aluminio	4,1%	2,1%	2,0%
Petróleo y Serv. Petr.	7,5%	8,2%	-0,7%
Serv. Públicos y Gener.	29,5%	39,5%	-10,0%
Holdings	2,1%	3,0%	-0,8%
Telecom/ Media	2,5%	5,6%	-3,1%
Real Estate	0,0%	2,5%	-2,5%
Consumo Discrecional	2,2%	2,0%	0,3%
Construcción	1,8%	2,2%	-0,4%
Otros	7,2%	6,3%	0,9%

RATIOS DE VALUACIÓN ÍNDICES LATAM

Country	Index	ROE ttm	P/E ttm	P/E fwd
Argentina*	MAR Index	47%	14,2	10,5
Brasil	IBOV Index	9%	19,3	12,3
México	MEXBOL Index	12%	21,0	16,6
Chile	IPSA Index	10%	17,8	15,7

NOTICIAS RELEVANTES
Petróleo:

A partir de octubre, YPF subió 9,5% en promedio los combustibles a nivel nacional para compensar la devaluación del peso y la suba del crudo. Recordamos que en septiembre había subido un 12%.

A comienzos de octubre, YPF obtuvo la adjudicación judicial por los activos de Oil Combustibles a un valor de U\$S 85 mln, el cual será afrontado junto con DAPSA en la proporción que posteriormente acuerden. La compañía incorporará los muelles y tanques de almacenamiento de la terminal fluvial sobre el río Paraná, mientras que DAPSA tomará la gestión y abastecimiento de la red de estaciones de servicio.

A fin de compensar a las petroleras para que las distribuidoras de gas cancelen la deuda acumulada surgida por la devaluación, el ENARGAS dispuso que "para las diferencias entre el precio del gas previsto en los contratos y el precio de gas reconocido en las tarifas finales de las distribuidoras de gas desde el 1° de abril y hasta el 30 de setiembre de 2018, se incluya un recuperó a favor de los productores de gas en una línea separada en la factura de sus usuarios en 24 cuotas a partir del 1° de enero de 2019".

Por otro lado, se actualizó el precio de gas en el Punto de Ingreso al Sistema de Transporte (PIST) que las distribuidoras de gas hacen Pass Through a los consumidores llevándolo a aproximadamente USD 4,00 MM BTU para todos los usuarios. Con anterioridad, dicho valor oscilaba entre USD 3,80 y USD 5,20 según el tipo de usuario. El tipo de cambio fijado para el nuevo valor del gas PIST fue de \$ 37,69.

Recordamos que previamente el Ministerio de Energía, por medio de la Resolución 46/2018, determinó nuevos precios para el gas natural en el Punto de Ingreso al Sistema de Transporte (PIST) destinado a la generación de energía que van desde U\$S 3,58 mln BTU en Tierra del Fuego hasta U\$S 4,42 mln BTU en la cuenca Neuquina. CAMMESA sigue asegurando la disponibilidad de los volúmenes de gas requeridos para ser utilizados en la generación de electricidad dentro de esos parámetros. El precio anterior había sido de U\$S 5,20 el mln BTU.

Servicios Públicos:

Transportadora de Gas del Sur (TGS) lanzó un nuevo Programa de Recompra de Acciones Propias por hasta \$ 1.800 mln, por un plazo de 180 días corridos, con un precio máximo a pagar de \$ 130 en MYMA y U\$S 17 en NYSE. Al momento del anuncio, el 4 de septiembre, TGS había recomprado 10,52 mln de acciones representativas del 1,32% del capital social, bajo el Programa anterior de \$ 1700 mln con un monto máximo a pagar de \$ 95 en BYMA y USD 20 en NYSE.

TGS pagó el 20 de septiembre un nuevo dividendo en efectivo de \$ 1.573 mln correspondiente al ejercicio 2017, equivalente a \$ 2,01 por acción en circulación (descontadas las 10,5 mln de acciones en cartera). De esta manera, el Directorio distribuyó el total de los \$ 3.705 mln que habían sido autorizados por la Asamblea de Accionistas.

TGS firmó un memorándum de entendimiento con la estadounidense Excelerate Energy para evaluar un proyecto de licuefacción en Bahía Blanca, con el objetivo de exportar gas natural durante la temporada estival. Esperan que "el estudio se complete a fines de 2018, momento en el cual Excelerate y TGS compartirán los resultados con funcionarios gubernamentales y de la industria, y decidirán sobre las acciones a seguir para la implementación del proyecto". En caso de avanzar con el proyecto, estiman llegar a exportar en el verano de 2020.

TGS acordó con PBBPolisur SRL un nuevo contrato de largo plazo hasta el año 2027 para el abastecimiento del etano producido en su Planta de General Cerri.

El ENARGAS dispuso que para el cálculo que ajuste las tarifas de transporte y distribución de gas por el periodo febrero-agosto 2018 se utilicen además del IPIM, otros indicadores de la economía como el Índice del Costo de la Construcción y el de Variación Salarial.

De tal manera, el ajuste que por IPIM daba cerca de 30%, termina siendo de 19,67% para TGS, TGN, Metrogas y el resto de las distribuidoras de gas natural.

Por otra parte, el ENARGAS decidió eliminar mayores subsidios, recortando la tarifa social y eliminando las bonificaciones por ahorro en el consumo de gas. Por ello prevén un ahorro fiscal de \$ 2.300 mln, sin impactar en los ingresos de las empresas.

Pampa Energía (PAMP) informó que la Asamblea General Extraordinaria de Accionistas aprobó la reducción del capital social en 182,82 mln de acciones que posee en cartera en virtud de los planes de recompra de acciones propias. De esta manera, el capital se reduce de 2.082,69 mln a 1.899,87 mln de acciones.

Bancario:

Banco Patagonia (BPAT) informó que su controlante Banco do Brasil formalizó y cerró la adquisición de 154 mln de acciones por el ejercicio de la opción de venta a los dueños anteriores, la Flia Stuart Milne. De esta manera, el capital quedó ahora compuesto por 80,38% en Banco do Brasil, 15,29% en ANSeS, 3,17% en Pcia de Rio Negro y 1,15% en Free Float.

Banco Hipotecario (BHIP) recompró VN\$ 330 mln y VNU\$S 1 mln, de nueve de sus diferentes Obligaciones Negociables en circulación.

Consumo Discrecional:

Corporación América Airports S.A. (CAAP) reportó un aumento del 5,8% YoY en el tráfico total de pasajeros durante agosto de 2018, explicado por un crecimiento del 6,6% en Argentina y 2,3% en Brasil. El crecimiento del 6,6% del tráfico de pasajeros en Argentina se vio impulsado por un aumento del 15,1% en el tráfico doméstico, parcialmente compensado por una caída del 7,1% y 10,9% 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 Secretaría de Gobierno de Energía otorgó a Compañía General de Combustibles una autorización de exportación de gas natural a Chile por un volumen máximo de 750.000 m³/día hasta el 1 de junio de 2020. El gas a ser exportado proviene de las áreas de explotación convencionales de CGC ubicadas en la Cuenca Austral, Provincia de Santa Cruz. Recordamos que COME tiene una participación del 30% en CGC.

Telecomunicaciones

Cablevisión Holding (CVH) el Juzgado Civil y Comercial Federal N° 3 otorgó una medida cautelar interina, suspendiendo plazos hasta que se resuelva el conflicto legal con la Comisión Nacional de Valores, quien solicitaba cambiar el precio de la Oferta Pública de Adquisición Obligatoria por las acciones de Telecom Argentina (TECO), fijando el valor de la misma en dólares.

Telecom Argentina (TECO) en una rueda de prensa por las Jornadas Internacionales que organizan ATVC y CAPPISA, el CEO de la compañía, Carlos Moltini, ratificó el monto del plan de inversiones de USD 5.000 mln. Destacó que si bien inicialmente anticipaban llevarlo adelante entre el 2018-2020, es posible que se ejecute en un año adicional.

Cemento

Loma Negra (LOMA): Incrementamos los precios de venta medidos en pesos (que implica igualmente una caída de 20% en dólares en 2018). De esta manera, incrementamos el margen Ebitda para lo que resta del 2018 y lo mantenemos estable en 2019. Finalmente, reducimos los despachos, reflejando un peor contexto macroeconómico. Utilizamos un dólar de \$ 43 para fin de 2018 y \$ 50 para fin de 2019. Subimos el target a \$ 95 desde \$ 77 y aumentamos la recomendación a Comprar. El target equivale a 11,9x EPS19E y 6,7x EBITDA19E.

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	9,8	Allaria Ledesma & Cía. S.A.	1	13,8
Balanz Capital Valores S.A.	2	6,2	Balanz Capital Valores S.A.	2	10,8
SBS Trading S.A.	3	5,5	Banco de Galicia y Buenos Aires S.A.	3	9,0
AR Partners S.A.	4	4,8	Banco Mariva S.A.	4	6,5
Invertir en Bolsa S.A.	5	4,7	AR Partners S.A.	5	2,8
Invertir Online S.A.	6	4,0	SBS Trading S.A.	6	2,6
Buenos Aies Valores S.A.	7	3,1	Neix S.A.	7	2,3
Banco Santander Río S.A.	8	2,8	Puente Hnos. S.A.	8	2,1
Santander Río Valores S.A.	9	2,7	Global Agro Brokers S.A.	9	2,1
Bull Market Brokers S.A.	10	2,4	Cohen S.A.	10	2,0

GRACIAS!

 **WINA**TM Fondos Comunes
de Inversión

 **Allaria
Ledesma & Cia**