

# INFORME MENSUAL SEPTIEMBRE



## PERSPECTIVAS

A fines de agosto pasado, el S&P alcanzó un nuevo máximo histórico, ajeno a las crecientes acusaciones que pesan contra el presidente Trump. Finalmente EUA acordó un nuevo tratado comercial con México y negocia ahora con Canadá, llevando algo de tranquilidad a la guerra comercial, si bien el frente con China aún se mantiene abierto. Por su parte, la Reserva Federal se dispone a subir nuevamente la tasa de referencia a fin de septiembre, y luego podrían esperarse dos subas adicionales hasta mitad de 2019.

A los mercados emergentes les vendría muy bien que las autoridades de la Fed den a entender que se está cerca de lo que consideran una tasa de equilibrio, condición indispensable para que los activos financieros de estos países tengan un respiro, luego de cinco meses de caídas prácticamente ininterrumpidas (con excepción de julio). Creemos que en la reunión de diciembre de este año la Fed podría mostrar una postura más neutra de cara a 2019.

La Argentina, además de verse afectada por las políticas monetarias globales menos expansivas, y en particular por la suba de tasas en EUA, se le suma de corto plazo la incertidumbre que generan las elecciones presidenciales en Brasil a principios de octubre, con un ballottage a fines de dicho mes, en donde los probables candidatos ganadores tienen ideas políticas absolutamente contrarias. Por lo tanto, el frente externo probablemente siga jugando en contra por unos meses más.

Mientras tanto, la situación económica y política local tomó una dinámica insostenible, lo que hizo finalmente despertar al gobierno y obligarlo a tomar medidas, reinstaurando el impuesto a las exportaciones (luego de una devaluación mayor al 50% anual en el año) para buscar el equilibrio fiscal en 2019, y subiendo la tasa de referencia del BCRA al 60% anual junto a un aumento de los encajes bancarios para intentar frenar la aceleración de la inflación. No obstante, el mercado perdió la confianza, por lo que sigue viendo al gobierno con poca reacción, corriendo a los acontecimientos de atrás, y ve el panorama con más dudas que certezas, ya que la recesión será mayor a la esperada unos meses atrás, y los temores de los inversores se ven acrecentados porque el año que viene hay elecciones nuevamente.

Esto es lo que pasa cuando se pierde iniciativa (no se hacen los deberes), y se toma deuda en los mercados internacionales a la vez que se mantiene un elevado déficit. En algún momento, los “bond vigilantes” toman el toro por las astas y se hacen cargo de que se hagan los ajustes para volver a hacer viable al país. El tema es que cuando se llega a ese punto, los tenedores de bonos se vuelven muy exigentes, y están todo el tiempo corriéndole el arco al deudor. Es decir, el reciente anuncio del gobierno de buscar el equilibrio primario para el 2019, que hubiera sido música para los oídos de los bonistas a principio de 2018, ahora tiene gusto a poco porque se le exige además un plan para poder prever cuánto durará la actual recesión.

Como si fuera poco, la posición técnica de los bonos argentinos sigue siendo muy mala, los fondos siguen con mayor exposición al país que la deseada, por lo que sólo hay flujo de venta, ya que los compradores, pocos aún, prefieren esperar tranquilos en la banquina hasta ver dónde está el piso de la caída.

Dada la ausencia de compradores de riesgo argentino, que podría durar algunos meses más, hasta que se tranquilicen las aguas en los mercados emergentes, y dado el empeoramiento de la coyuntura local, el acuerdo firmado con el FMI se tornó imposible de cumplir y la ayuda monetaria en cuotas que nos iban a dar luce insuficiente para tranquilizar a los tenedores de deuda. Por lo tanto, actualmente el ministro de Economía está renegociando un adelanto de fondos para despejar las necesidades de financiamiento de todo el 2019, a cambio de la promesa de un mayor ajuste fiscal.

---

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

Ante la reciente evolución de la situación económica local, revisamos nuestras proyecciones, esperando una caída del PBI de -2,5% para 2018 y estancamiento en 2019 (que podría incluso ser otro año negativo debido al arrastre que deja el 2018). Consideramos además una inflación de 42% para 2018 con un tipo de cambio en \$ 44 a fin de año, y una suba de precios de 25% para 2019, con un tipo de cambio con una variación similar.

En renta fija argentina, seguimos, como desde hace varios meses, recomendando mantener la duration de las carteras acotadas. Dado que estos bonos han soportado mejor las caídas (en relación al resto de los activos argentinos), y teniendo en cuenta la dinámica de la situación argentina, consideramos que la mejor manera de posicionarse ante el escenario actual es mediante una estrategia “barbell” extrema: 65% dólar cash, 35% acciones argentinas (es decir, una cartera de renta fija sin bonos); vemos a esta cartera con menor potencial de caída que bonos de duration baja (y alta) ante un escenario negativo, y con más potencial de suba en caso de un escenario positivo.

Los bonos corporativos también son un buen resguardo de valor. En la mayoría de los países emergentes, el soberano se endeuda en moneda local, y el corporativo lo hace en dólares y a veces en exceso, por lo que ante una fuerte devaluación, son algunos corporativos los que terminan restructurando. En la Argentina, obviamente, todo es al revés. Dado que el mercado de deuda estuvo cerrado durante muchos años, y las emisiones corporativas internacionales recientes han sido en varios casos para recomprar deuda y de esa manera extender los vencimientos, hoy la mayoría de las empresas se encuentra en una situación más saludable que el soberano ya que: las empresas están acostumbradas a sobrevivir a las crisis, tienen actualmente resultados operativos positivos, sus niveles de deuda son bajos, y además, sacando un par de nombres, la mayoría no tiene vencimientos de capital en los próximos años.

En el mercado accionario, se observan actualmente valuaciones muy atractivas, teniendo en cuenta además que varias empresas tienen sus ingresos atados al valor del dólar, y no obstante han seguido perdiendo valor. Es necesario que se aquieten las aguas a nivel mercados emergentes para que los inversores vuelvan a recuperar interés en el mercado local, pero de largo plazo las valuaciones presentan una excelente oportunidad para ir paulatinamente incrementando exposición.

Nuestras preferencias: en bancos, primero Macro y en segundo lugar Supervielle (a éste último el cambio abrupto en la coyuntura local lo tomó de sorpresa, pero el management ya cambió radicalmente la estrategia desarmando la posición negativa en dólares y disminuyendo el ritmo de los préstamos); en alimentos a San Miguel; en materiales a Ternium Argentina y a su controlante Ternium; en medios a Cablevisión Holding; en servicios públicos a Pampa, TGS y TGN.

## CARTERAS RECOMENDADAS

### MERVAL ARGENTINA – RECOMENDACIÓN POR SECTOR

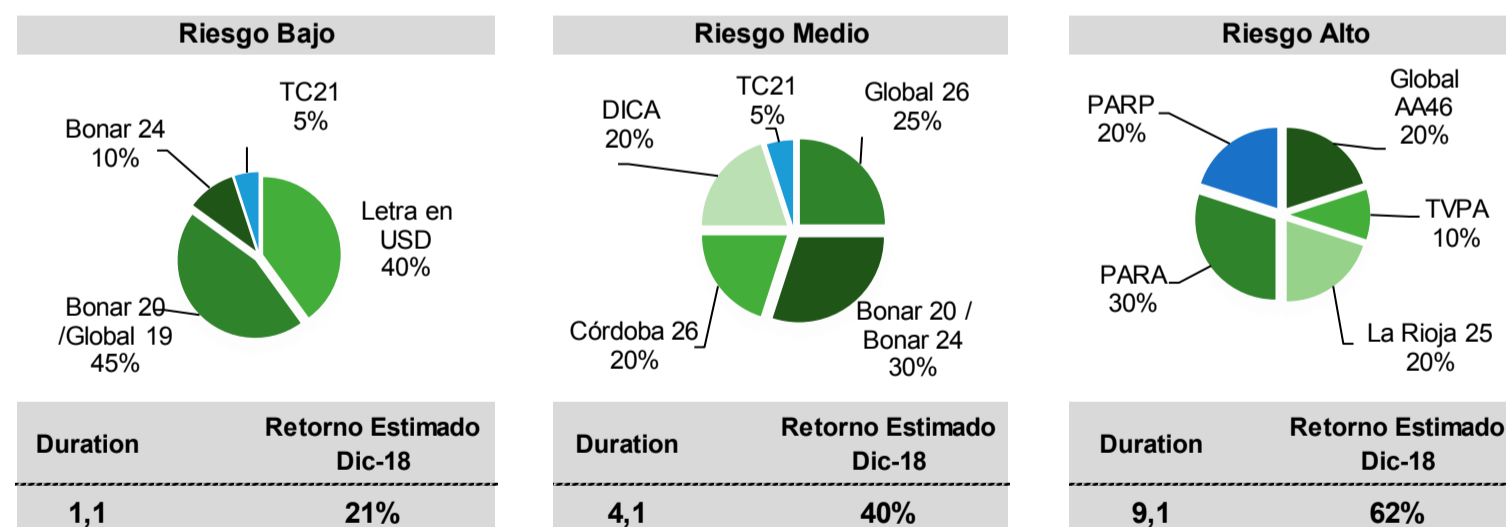
Sector	% del Merval	Recomendación	Destacadas
Bancos	24%	Marketweight	Bma, Supv
Siderurgia	3%	Overweight	Txar, TX
Aluminio	3%	Underweight	
Petróleo y Serv. Petr.	9%	Marketweight	Capx, Ypf
Serv. Públicos y Gener.	37%	Overweight	Pamp, Tgsu2, Tgno4
Telecom/ Media	6%	Overweight	Cvh
Holdings	3%	Underweight	Come
Consumo Discrecional	2%	Underweight	
Real Estate	3%	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)



Durante agosto y principios de septiembre, cambiamos las carteras recomendadas.

Para las carteras de riesgo bajo y medio, sugerimos cambiar las lebac al vencimiento, por bonos ajustables por CER del tramo corto como el TC21, porque entendemos que la suba del tipo de cambio impactará en los precios, y estos bonos ofrecen una mayor cobertura, además se encuentra en máximos rendimientos históricos, lo que podría brindar una ganancia de capital

Para la cartera de riesgo medio, reducir 20% de AO20 e incorporar DICA, y para la cartera de riesgo alto sugerimos cambiar el 10% que teníamos de AN18 por el bono Par (PARA).

## ACTIVIDAD ECONÓMICA

### PROYECCIONES MACRO ARGENTINA

	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18
<b>Actividad</b>				
PIB Nominal (USD mln)	630.864	547.596	557.902	443.303
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%	-5,0%
Exportaciones (YoY)	-2,8%	5,3%	0,5%	5,0%
Importaciones (YoY)	4,7%	5,7%	11,3%	-8,0%
<b>Datos Fiscales</b>				
Resultado Primario últimos 12 meses (% del PIB)	0,0%	-3,5%	-3,8%	-2,6%
Intereses últimos 12 meses (% PIB)	-0,1%	-1,3%	-2,1%	2,1%
Resultado Financiero últimos 12 meses (% PIB)	-0,1%	-4,8%	-6,0%	-0,5%
Deuda Pública neta de FGS y BCRA (% PIB)	22%	25%	30%	61%
<b>Sector Externo</b>				
Balanza Comercial, últimos 12 meses (USD mln)	-2.969	1.968	-8.472	0
Cuenta Corriente (USD mln)	-17.622	-14.693	-30.792	-13.299
Cuenta Corriente (% del PIB)	-3,8%	-2,9%	-5,5%	-3,0%
Reservas Internacionales (% del PIB)	4,0%	7,2%	9,9%	10,0%
<b>Sector Monetario</b>				
Inflación Minorista (IPC Nac. YoY (Fin. Per.))	28%	37%	25%	42,0%
Tasa de Referencia (Fin. Per.)	27,0%	25,8%	26,7%	45,0%
Tasa Badlar Bancos Priv. (Fin. Per.)	29,0%	19,9%	23,3%	29,5%
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 mayorista (ARS/USD, promedio anual)	9,44	14,95	16,77	30,82
Tipo de Cambio Real Multilateral (fin. Per.)	94,7	90,1	90,4	156,17

### Tipo de cambio, tasas y precios

Para tener un orden de magnitud de lo ocurrido en el mercado de cambios, entre abril y agosto el tipo de cambio mayorista se depreció 45% en sólo 4 meses. Y teniendo en cuenta la inflación, y los socios comerciales, el tipo de cambio real multilateral (TCRM) tuvo una variación de 33% en ese período. Esta cifra es mayor a la depreciación de dic-15 y un cuarto de lo que se depreció la moneda en términos reales en el año 2002.

¿Por qué es relevante la velocidad a la cual ocurre la corrección? Según nuestras estimaciones, el plazo promedio de los contratos en la economía, medido a través de la inercia inflacionaria, es de 3 meses. Es decir, el plazo en el que se renegocian los salarios y los precios es de tres meses en promedio. En cambio, la corrección de precios debido a la devaluación es inmediata.

Esto implica una fuerte caída en los ingresos reales de las familias, impactando en los niveles de actividad. Esto se verifica en la medición de la actividad, reflejada en el estimador mensual de actividad económica (EMAE) que cayó en junio -6,7% YoY, y en los salarios en términos reales (descontando la inflación) que también cayeron a junio al -6,6% YoY.

¿Qué podemos esperar? Nuestras estimaciones sugieren que sólo debido a la devaluación, en 6 meses la actividad caería 3,2% en las series sin estacionalidad. Sólo para ilustrar, en 2009, un año con una sequía similar a la actual, y con una depreciación del TCRM de sólo 8% YoY, la actividad cayó -3% YoY (restando el arrastre negativo que traía desde el año anterior).

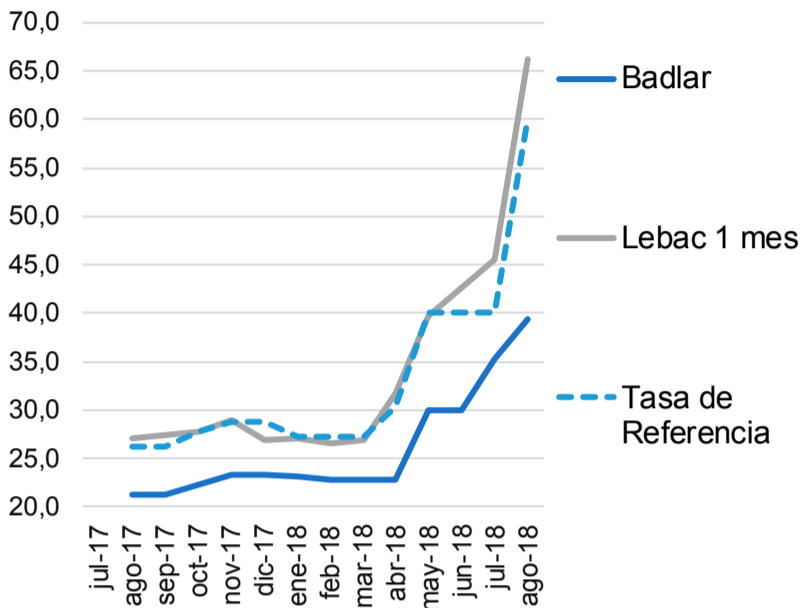
A su vez, a esto falta sumar la política económica, que tanto en lo fiscal (recorte de gasto y suba de tarifas e impuestos), como en lo monetario (con tasas de interés positivas en términos reales y suba de encajes), son restrictivas para la actividad. Es decir, mientras que, en las recesiones anteriores, el gasto público subía en términos reales (en 2009 +6% YoY, en 2012 +1% YoY, en 2014 +3% YoY) y la tasa de interés era negativa en términos reales, este año ambas políticas jugarán en contra de una recuperación. Por lo tanto, no descartamos que la caída del PBI supere el -2,4% en 2018, dejando un arrastre de más de 3 puntos negativos para 2019.

Dado el acuerdo con el FMI, que requiere un fuerte ajuste del gasto público y tasas de interés reales positivas, la actual administración no cuenta con herramientas para llevar a cabo una política contra-cíclica y, para peor, la velocidad de la depreciación en un contexto de contratos rígidos torna la política de ingresos extremadamente recesiva. Por lo tanto, las perspectivas para los niveles de actividad no son buenas para el año próximo, incluso teniendo en cuenta la cosecha.

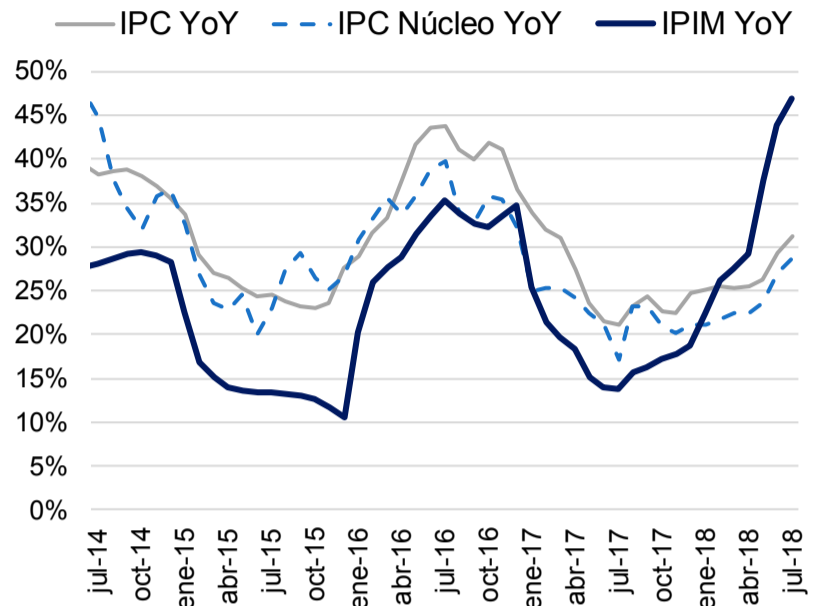
## PIB Y POLÍTICA ECONÓMICA EN RECESIONES ANTERIORES

	2002	2003	2009	2010	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Arrastre (año previo)	-6%	2%	-3%	3%	1%	2%	0%	0%	0%	0%	1%
PIB YoY	-11%	9%	-6%	10%	-1%	2%	-3%	3%	-2%	3%	-2%
PIB YoY neto de arrastre	-5%	7%	-3%	7%	-2%	0%	-2%	3%	-1%	3%	-4%
Consumo Privado YoY	-14%	8%	-5%	11%	1%	4%	-4%	4%	-1%	3%	
Salario Real YoY	7%	-5%	2%	-1%	1%	-2%	-6%	1%	-8%	1%	
Consumo Público YoY	-5%	8%	6%	5%	3%	5%	3%	7%	0%	2%	-2%
Tasa de interés promedio real	50%	-8%	-3%	-11%	-13%	-13%	-13%	-2%	-10%	-4%	1%
TCRM YoY	133%	-1%	8%	-13%	-6%	0%	-10%	3%	-5%	0%	51%
Exportaciones YoY	3%	6%	-13%	40%	-3%	-21%	3%	-17%	4%	-4%	-13%
Importaciones YoY	-50%	38%	0%	41%	1%	12%	-25%	-18%	11%	1%	-31%

**TASA DE REFERENCIA Y TASAS DE LEBACS**



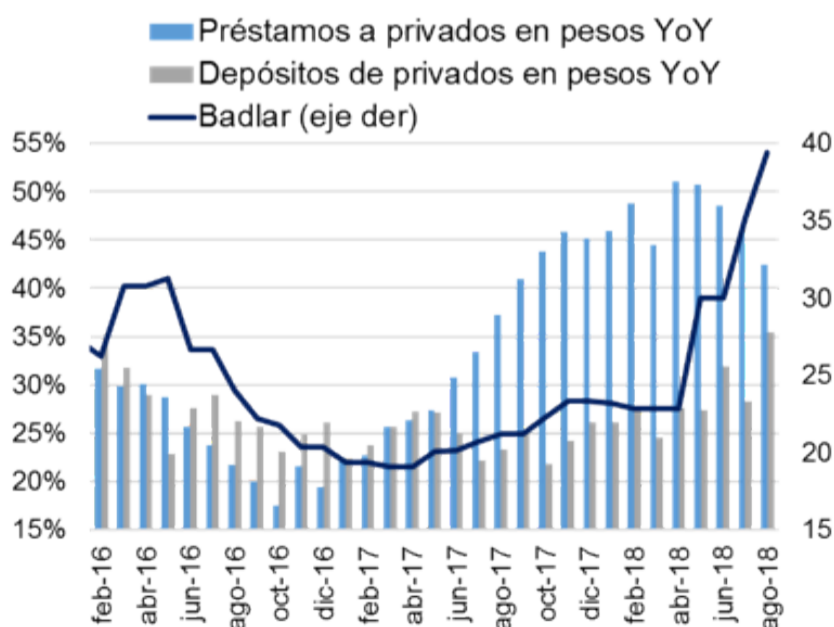
**INFLACIÓN MINORISTA, NÚCLEO Y MAYORISTA**



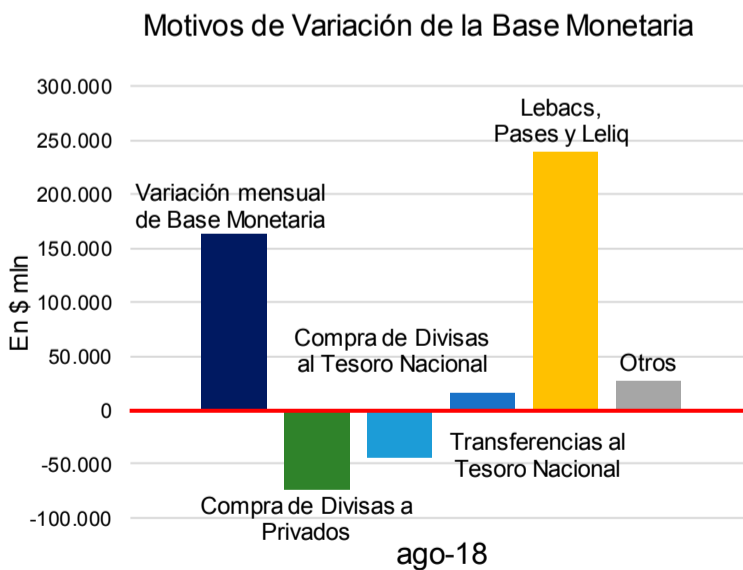
Durante agosto, la base monetaria se expandió \$141.467 mln, y creció interanualmente a razón del 37% YoY. La expansión se explica fundamentalmente por el desarme de Lebac's por \$354.071 mln. Esto fue parcialmente compensado por las compras de Leliqs y Pases de bancos por \$ 142.456 mln, y las ventas de divisas del Banco Central al sector privado por \$82.037, y al sector público por \$45.564 mln.

Desde el punto de vista privado, en agosto los préstamos en pesos crecieron al 42% YoY (por debajo del +46% YoY de julio), y los depósitos en pesos crecieron al 35% YoY (por encima del +28% YoY en julio). La tasa Badlar subió (+425 p.b. a 39,4%), igual que la TM20 (que subió 369 p.b. a 40,5%).

**PRÉSTAMOS Y DEPÓSITOS**



**BASE MONETARIA**



### **BALANCE CAMBIARIO (BASE CAJA)**

La corrección del tipo de cambio real multilateral de fin de agosto, implica volver a niveles de competitividad de 2008/9. En estos años, la cuenta corriente del balance cambiario era superavitaria por U\$S 15/10 MM (un superávit comercial de U\$S 20 MM, un superávit de turismo de U\$S 1MM, un déficit por intereses de U\$S 4.000 mln y un déficit por dividendos de U\$S 3.000 mln).

En 2019, de mantenerse estos niveles de tipo de cambio real (actualizando el tipo de cambio nominal por la inflación y por la devaluación de socios comerciales), se podría revertir el déficit de cuenta corriente de U\$S 17 MM de 2017 a un equilibrio en 2019 porque, el balance comercial mejoraría U\$S 10 MM (por la cosecha) y el déficit de turismo debería reducirse en U\$S 5.000 mln.

Ahora bien, el déficit en la cuenta capital (ahorro en divisas) sigue siendo persistente. Esto es así, debido al comportamiento de ahorro del sector privado, que por ejemplo en los años 2008-2009 era de U\$S 19/11 MM anuales. Esto sugiere que incluso en estos niveles de tipo de cambio real, el atesoramiento de dólares es muy rígido.

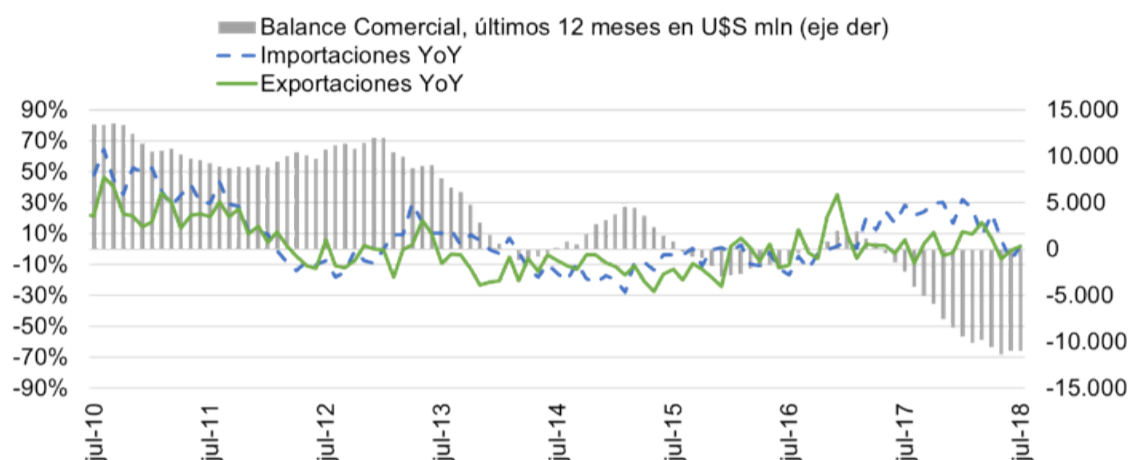
### **BALANZA COMERCIAL (BASE DEVENGADO)**

La corrección del tipo de cambio real multilateral de fin de agosto, implica volver a niveles de competitividad de 2008/9. En estos años, la cuenta corriente del balance cambiario era superavitaria por U\$S 15/10 MM (un superávit comercial de U\$S 20 MM, un superávit de turismo de U\$S 1MM, un déficit por intereses de U\$S 4.000 mln y un déficit por dividendos de U\$S 3.000 mln).

En 2019, de mantenerse estos niveles de tipo de cambio real (actualizando el tipo de cambio nominal por la inflación y por la devaluación de socios comerciales), se podría revertir el déficit de cuenta corriente de U\$S 17 MM de 2017 a un equilibrio en 2019 porque, el balance comercial mejoraría U\$S 10 MM (por la cosecha) y el déficit de turismo debería reducirse en U\$S 5.000 mln.

Ahora bien, el déficit en la cuenta capital (ahorro en divisas) sigue siendo persistente. Esto es así, debido al comportamiento de ahorro del sector privado, que por ejemplo en los años 2008-2009 era de U\$S 19/11 MM anuales. Esto sugiere que incluso en estos niveles de tipo de cambio real, el atesoramiento de dólares es muy rígido.



**BALANZA COMERCIAL (EXPORTACIONES – IMPORTACIONES) DEL BALANCE DE PAGOS**


**Cuadro 2. Variaciones porcentuales de los índices de valores, precios y cantidades de las exportaciones e importaciones, base 2004=100, según grandes rubros y usos económicos. Julio y siete meses de 2018 respecto a igual período de 2017**

Rubros/usos	Julio de 2018			Siete meses de 2018		
	Valor	Precio	Cantidad	Valor	Precio	Cantidad
	%					
<b>Exportación</b>	<b>1,7</b>	<b>11,1</b>	<b>-8,4</b>	<b>4,9</b>	<b>8,8</b>	<b>-3,6</b>
Productos primarios	-23,3	13,9	-32,6	-8,2	6,7	-14,1
Manufacturas de origen agropecuario (MOA)	-2,8	10,9	-12,3	0,1	11,3	-10,1
Manufacturas de origen industrial (MOI)	14,5	4,3	9,7	12,9	4,9	7,5
Combustibles y energía	199,1	39,9	113,3	91,6	24,1	54,4
<b>Importación</b>	<b>2,2</b>	<b>6,5</b>	<b>-4,0</b>	<b>11,3</b>	<b>3,7</b>	<b>7,3</b>
Bienes de capital	-20,6	-9,1	-12,5	-1,3	-5,4	4,4
Bienes intermedios	20,5	8,7	10,8	21,2	8,9	11,3
Combustibles y lubricantes	37,4	42,5	-3,7	20,5	27,3	-5,4
Piezas y accesorios para bienes de capital	-7,8	2,5	-10,0	9,8	0,1	9,7
Bienes de consumo	7,9	-2,7	11,1	11,0	0,1	11,0
Vehículos automotores de pasajeros	-19,1	-1,5	-17,9	7,2	1,6	5,5
Resto	-22,6	-	-	-	-	-

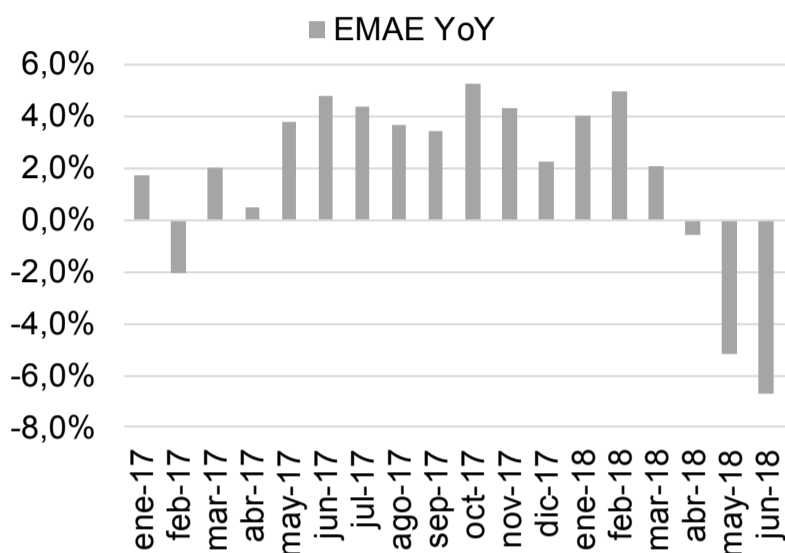
**ACTIVIDAD, POLÍTICA MONETARIA Y FISCAL**

Durante junio la actividad, EMAE, cayó -6,7% YoY y -1,3% MoM, esta última para la serie sin estacionalidad; acelerando la caída respecto de mayo (-1,2% MoM). La caída no sólo está explicada por el sector agropecuario (-31% YoY), sino también por industria (-7,5% YoY) y comercio (-8,4% YoY) lo que confirma que la recesión había comenzado a espiralizarse antes de la devaluación de agosto.

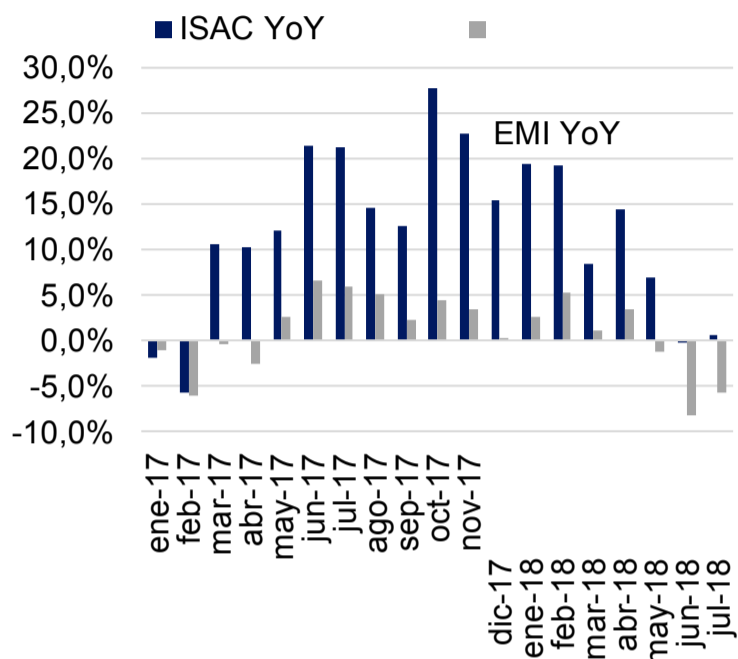
Durante julio, la construcción (ISAC) tuvo creció +0,7% YoY (desde una caída de -0,1% YoY en junio), y acumula en el año un crecimiento de +9,3% respecto del mismo período del año anterior.

Por otro lado, la industria (EMI) cayó -5,7% YoY en julio (desde -8,1% YoY en junio). En el acumulado del año no creció.

**ESTIMADOR DE ACTIVIDAD ECONÓMICA (EMAE)**



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



**RECAUDACIÓN TRIBUTARIA**

La recaudación tributaria de agosto aumentó +32,6% YoY (desde +23,8% YoY en julio), por debajo de la inflación estimada del período (+34,5% YoY).

Los impuestos internos crecieron +30,2% YoY por IVA DGI (+31,9% YoY) y el impuesto de débitos y créditos (+40,8% YoY).

Los impuestos externos crecieron +43,2% YoY por derechos de importación (+51% YoY) e IVA DGA (+54,0% YoY).

\$ mln	Mes		YoY	Acumulado últimos 12 meses		Sobre PIB	
	ago-18	ago-17		ago-18	ago-17	ago-18	ago-17
<b>Total Recaudado</b>	<b>293.418</b>	<b>221.275</b>	<b>32,6%</b>	<b>3.057.758</b>	<b>2.468.456</b>	<b>23%</b>	<b>25,5%</b>
IVA neto	98.116	69.934	40,3%	978.391	691.264	7,4%	7,1%
IVA DGA	36.911	23.962	54,0%	324.585	214.288	2,4%	2,2%
IVA DGI	63.155	47.872	31,9%	676.146	493.317	5,1%	5,1%
Ganancias	68.701	47.401	44,9%	680.787	503.952	5,1%	5,2%
Ganancia DGI	63.775	43.898	45,3%	634.433	472.867	4,8%	4,9%
Ganancia DGA	4.925	3.503	40,6%	46.355	31.085	0,3%	0,3%
Derechos de Expo	6.359	6.584	-3,4%	73.413	67.939	0,6%	0,7%
Derechos de Impo y otros	11.006	7.290	51,0%	94.252	64.001	0,7%	0,7%
Deb y Créd	20.745	14.739	40,8%	207.962	157.160	1,6%	1,6%
Bs Personales	1.772	2.011	-11,9%	18.951	17.923	0,1%	0,2%
Seguridad Social	69.916	57.534	21,5%	823.264	648.973	6,2%	6,7%
Otros	16.803	15.781	6,5%	180.738	317.245	1,4%	3,3%
Sinceramiento Fiscal	0	0		0	154.580	0,0%	1,6%
<b>Impuestos Internos</b>	<b>234.217</b>	<b>179.936</b>	<b>30,2%</b>	<b>2.519.154</b>	<b>2.091.144</b>	<b>19,0%</b>	<b>21,6%</b>
<b>Impuestos Externos</b>	<b>59.201</b>	<b>41.340</b>	<b>43,2%</b>	<b>538.604</b>	<b>377.313</b>	<b>4,1%</b>	<b>3,9%</b>

**DÉFICIT FISCAL**

El déficit fiscal primario de julio se redujo 35% YoY hasta \$14.280 mln, acumulando una caída de 0,7% del PBI en los primeros siete meses del año.

En particular, los ingresos crecieron a un ritmo de +26% YoY, a \$232.619 mln. En particular, los ingresos tributarios aumentaron +18% YoY, mostrando una desaceleración del +22% YoY que acumulan en el año. Si bien durante julio hubo ingresos extra por los plazos fijos que hizo el gobierno con la prefinanciación en pesos, este efecto no durará en el tiempo. Con el objetivo de apuntalar la recaudación, y poder cumplir con la reducción del déficit acordada con el FMI, el Gobierno decidió dejar de coparticipar los derechos de exportación, y creó un nuevo impuesto a los exportadores hasta el año 2020. El impuesto es de \$ 4 por dólar para las exportaciones primarias y servicios, y \$ 3 por dólar para el resto de las exportaciones.

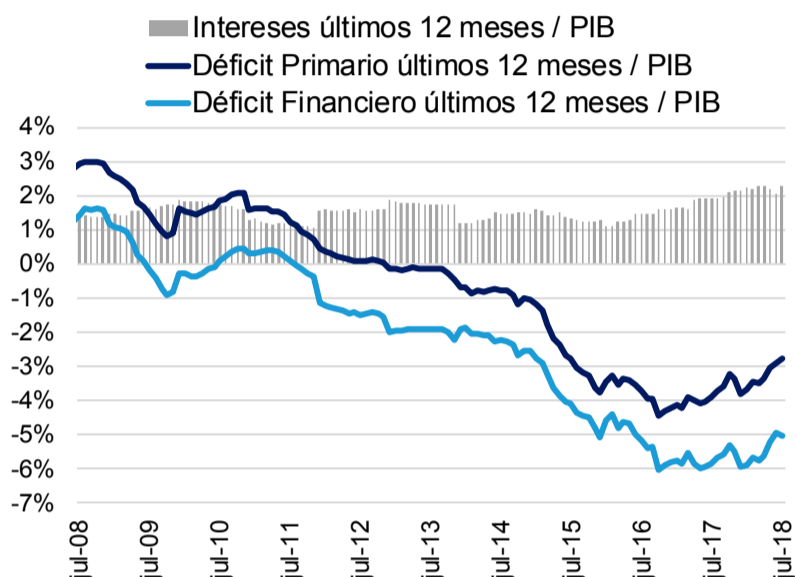
Por otro lado, los gastos primarios crecieron +19% YoY. Dentro de los gastos, se destacan tres velocidades distintas; las prestaciones sociales (jubilaciones, seguridad social, planes sociales, etc) que crecen al 27% YoY, los subsidios, que crecen al 18% YoY y salarios y otros gastos públicos que crecen al 17% YoY.

Los intereses de la deuda pública crecieron +352% YoY hasta \$48.100 mln. Si al déficit primario se le restan los intereses, se alcanza el déficit financiero que creció +91% YoY hasta \$62.380 mln, y acumula -2,3% del PIB en el período.

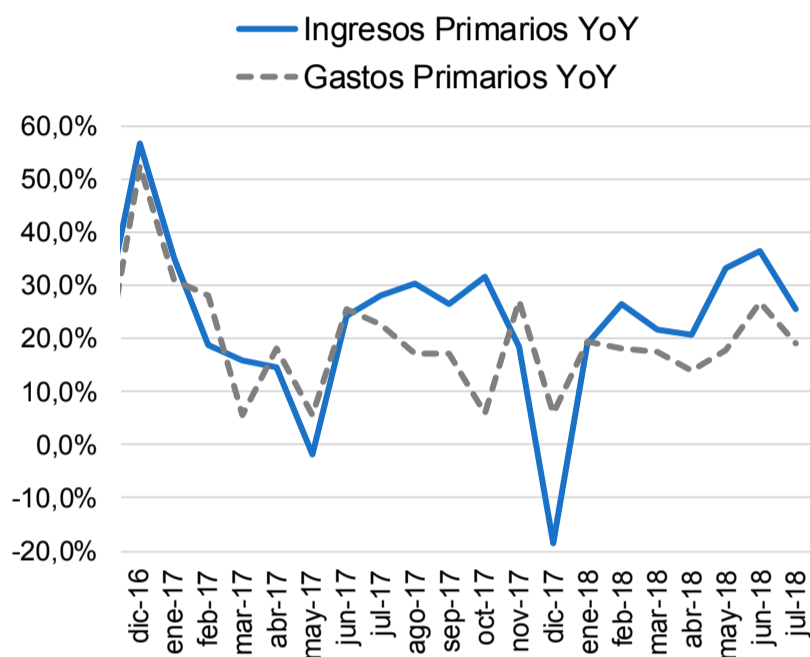
**DÉFICIT FISCAL**

	Mes				Acumulado YTD (en \$ mln)			Acumulado sobre PIB	
	jul-18	jul-17	jul-18 vs 17		jul-18	jul-17	2018 vs 2017	jul-18	jul-17
<b>INGRESOS TOTALES</b>	232.619	185.137	47.482	26%	1.427.619	1.130.965	26%	10,7%	10,9%
<b>Tributarios</b>	205.572	173.885	31.687	18%	1.279.393	1.052.465	22%	9,6%	10,1%
<b>Rentas de la propiedad Netas</b>	14.605	5.078	9.527	188%	90.777	34.375	164%	0,7%	0,3%
<b>Otros ingresos corrientes</b>	7.511	6.171	1.340	22%	50.414	43.814	15%	0,4%	0,4%
<b>Ingresos de capital</b>	4.931	3	4.928	169934%	7.034	310	2167%	0,1%	0,0%
<b>GASTOS PRIMARIOS</b>	246.899	207.227	39.672	19%	1.547.723	1.297.341	19%	11,6%	12,5%
<b>Gastos corrientes primarios</b>	230.113	186.454	43.658	23%	1.447.007	1.171.782	23%	10,8%	11,3%
Prestaciones sociales	132.809	104.280	28.529	27%	912.009	707.404	29%	6,8%	6,8%
Subsidios económicos	23.762	20.152	3.610	18%	123.411	112.281	10%	0,9%	1,1%
Gastos de funcionamiento (sueldos y otros)	51.211	43.869	7.342	17%	284.199	239.076	19%	2,1%	2,3%
Transferencias corrientes a provincias	6.057	6.030	28	0%	35.631	37.326	-5%	0,3%	0,4%
Otros gastos corrientes	16.273	12.124	4.150	34%	91.757	75.695	21%	0,7%	0,7%
<b>Gastos de capital</b>	21.352	20.772	580	3%	122.094	125.559	-3%	0,9%	1,2%
<b>RESULTADO PRIMARIO</b>	-14.280	-22.090	7.810	-35%	-120.104	-166.375	-28%	-0,9%	-1,6%
<b>Intereses Netos del Sector Público</b>	48.100	10.631	37.469	352%	193.463	121.892	59%	1,4%	1,2%
<b>RESULTADO FINANCIERO</b>	-62.380	-32.721	-29.659	91%	-313.567	-288.267	9%	-2,3%	-2,8%

**DÉFICIT FISCAL PRIMARIO Y FINANCIERO**



**INGRESOS Y GASTOS**



Nuestras proyecciones, son levemente peores que el resultado del Relevamiento de Expectativas de Mercado, realizado entre el 29 y el 30 de agosto, por el Banco Central.

Para 2018, el mercado espera: una inflación de 40,3% (y nosotros una inflación de 42%), que la economía caiga -1,85% (nosotros esperamos una caída de -2,4% YoY), y un tipo de cambio de \$41,9 en dic-18 (nosotros esperamos \$ 44).

**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 (Pase 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
may-17	18,6	20,1		17,0	14,5	10,0			3,00	
jun-17	18,8	20,2		17,0	14,9	9,6			3,00	
jul-17	19,8	20,8		17,1	15,5	10,4			3,00	
ago-17	19,9	20,7		17,2	15,7	10,9	18,3		3,00	
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
<b>Var</b>	<b>13,2</b>	<b>11,4</b>	<b>14,0</b>	<b>7,8</b>	<b>8,5</b>	<b>4,7</b>	<b>25,0</b>	<b>6,5</b>	<b>-1,6</b>	<b>-1,0</b>

El escenario real luce complicado con una caída proyectada para 2018 de 2% YoY como mínimo y un arrastre negativo de 2,5% para 2019 (esto es, la economía tiene que crecer casi 3% para mostrar una variación YoY positiva respecto a 2018).

Ahora bien, ¿qué ocurre con la nominalidad? De no mediar un efecto “disuasivo” por parte de la recesión en ciernes, un tipo de cambio promedio a fin de año de Ar\$/u\$S 42 implica una variación YoY de casi 130%. Bajo un escenario de traslado moderado, ese escenario de tipo de cambio implica más de 30 puntos directos de inflación. Si los salarios llegan a diciembre creciendo al 30%, eso aporta otros 15 puntos porcentuales.

Esto es, una inflación de 45% sin agregar el efecto de las tarifas. Los agregados monetarios y las reservas tienen sus propios problemas: el programa de rescate de lebacks implica, dado todo lo demás, una expansión de base de Ar\$ 600 MM, lo que generaría un crecimiento YoY de alrededor del 60%. Para respetar la nominalidad de la economía, el BCRA puede: a) subir encajes / emitir leliqs, b) perder reservas. Cada punto de encajes implica una retracción de Ar\$ 20 MM, por lo que los requisitos de liquidez deberían subir 7 puntos adicionales. La esterilización vía reservas implica una pérdida de U\$S 3,5 MM a un tipo de cambio en 40 pesos por dólar.

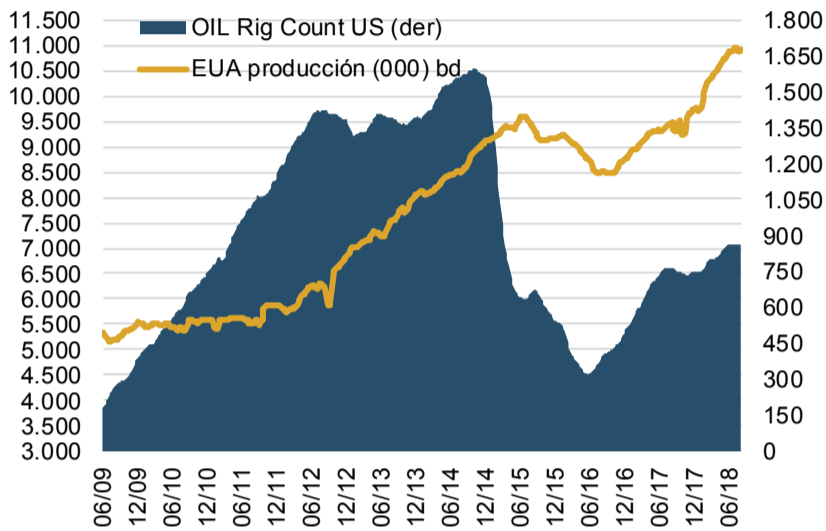
#### RELEVAMIENTO DE EXPECTATIVAS DE MERCADO DEL BANCO CENTRAL

Commodities	Fecha	Últ Precio	Var 1 Sem	Var 1 M	Var 3 M	YTD	Var Yr
CRB Index	5/9/2018	2.985,6	-2,5%	-4,2%	-4,4%	-4,7%	6,4%
Baltic Index	4/9/2018	1.513,0	-10,2%	-13,8%	21,1%	23,0%	13,6%
<b>METALES PRECIOSOS</b>							
Oro	5/9/2018	1.195,7	-0,2%	-1,2%	-7,6%	-6,7%	-5,5%
Plata	5/9/2018	14,1	3,4%	-9,3%	-15,0%	-3,5%	-20,4%
Platino	4/9/2018	777,0	-3,0%	-6,0%	-13,6%	-19,6%	-18,2%
<b>METALES INDUSTRIALES</b>							
USA HRC	5/9/2018	863,0	0,0%	-3,3%	-4,9%	30,8%	34,0%
China HRC	5/9/2018	628,6	-2,6%	1,0%	-5,6%	-2,1%	-1,8%
Mineral de Hierro	4/9/2018	66,6	-1,1%	-3,9%	2,9%	-9,8%	-9,6%
Aluminio	5/9/2018	2062,00	-5,1%	1,2%	-12,1%	-8,9%	-1,6%
Cobre	5/9/2018	5.849,0	-3,8%	-3,7%	-19,4%	-19,1%	-15,7%
<b>ENERGÉTICOS</b>							
Petróleo	5/9/2018	69,2	-0,7%	0,5%	6,6%	14,8%	42,5%
Carbón	4/9/2018	187,00	3,3%	2,7%	-5,6%	-29,4%	-6,5%
Gas	5/9/2018	2,83	-1,0%	-1,2%	-2,4%	-0,4%	-3,2%
<b>AGRÍCOLAS</b>							
Trigo	5/9/2018	184,1	-2,1%	-11,6%	-4,8%	15,3%	11,8%
Maiz	5/9/2018	139,5	4,0%	-4,3%	-5,8%	0,4%	3,9%
Soja	5/9/2018	305,3	0,7%	-2,6%	-14,7%	-13,1%	-10,7%

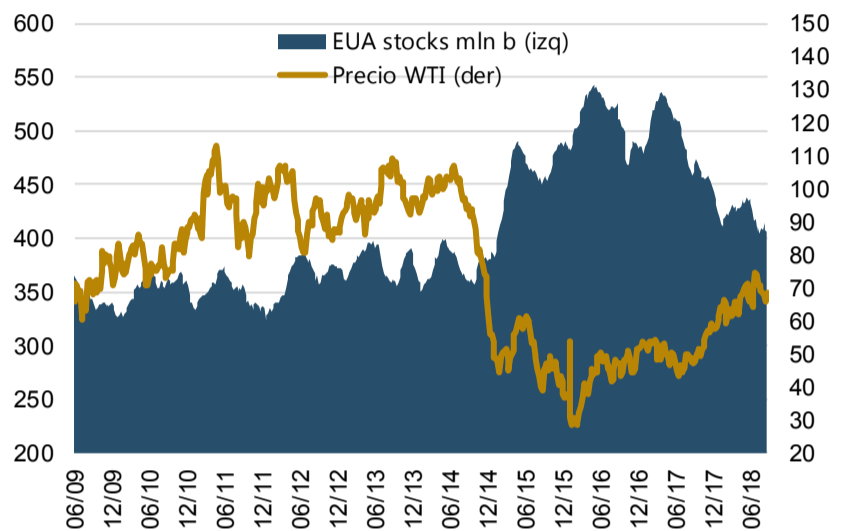
- El petróleo permaneció estable en \$ 69 por barril, atento al posible efecto en el suministro que podrían generar las sanciones de EUA a Irán.

- En EUA, el rig count subió 0,3% y la producción 0,9% MoM, mientras que los stocks bajaron 0,7% MoM.

**PRODUCCIÓN MILES BB/D – IZQ (LÍNEA)**

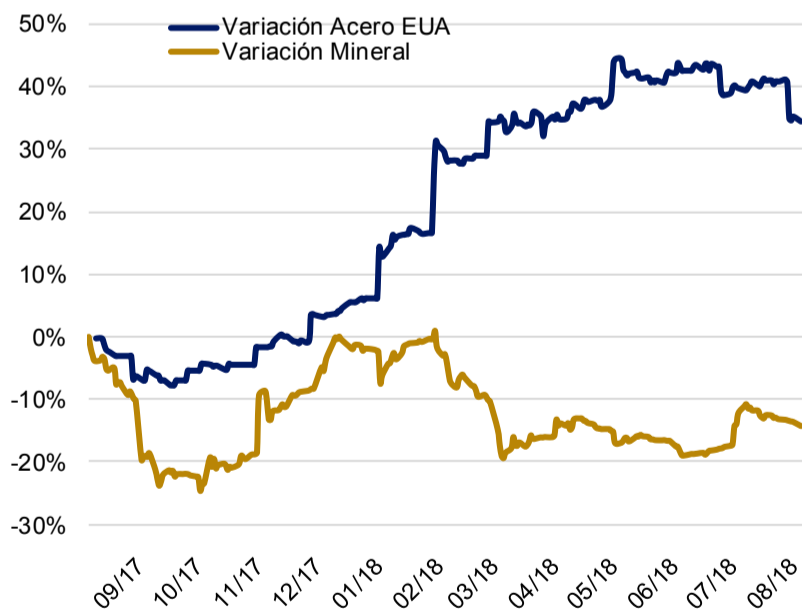


**EUA STOCKS DE PETRÓLEO MLN (IZQ)**

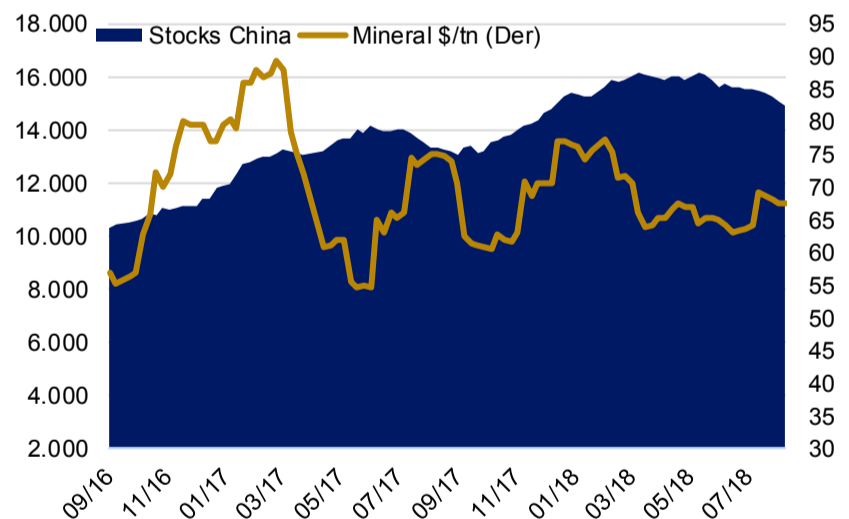


· En junio, el acero en EUA retrocedió 3,3%, en línea con el mineral que retrocedió 3,9%. El acero en China avanzó 1% en el mes.

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

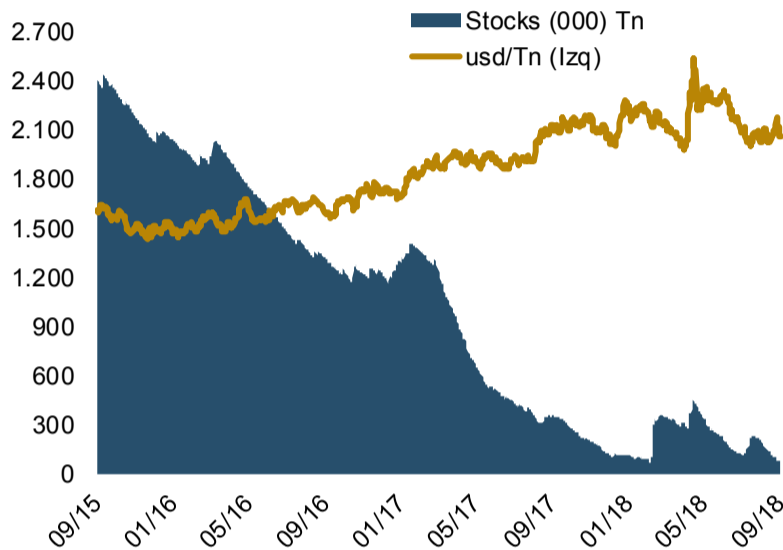


**STOCKS DE MINERAL DE HIERRO EN CHINA**

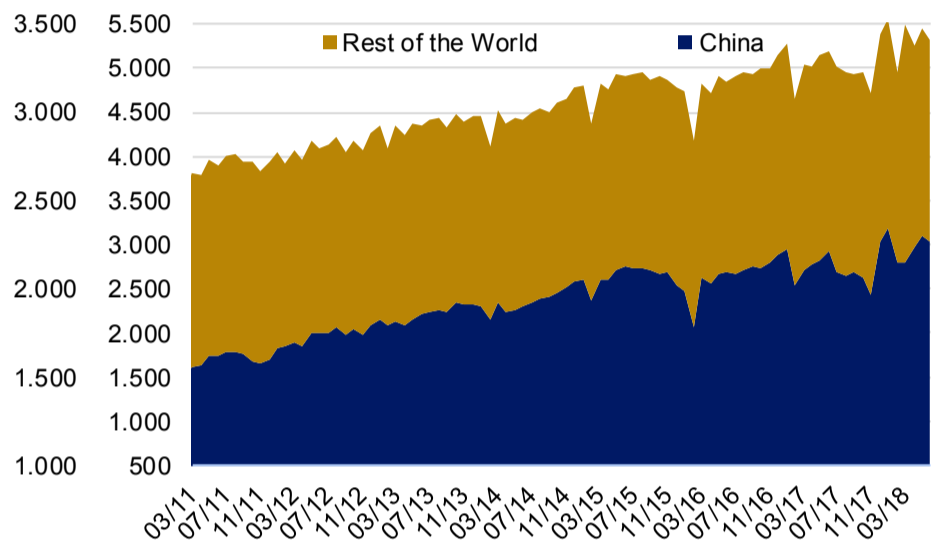


· El Aluminio y el Cobre operaron dispares, se destacó la caída del cobre de 3,7%, afectado por el conflicto comercial entre China y EUA.

**STOCKS DE ALUMINIO Y PRECIO POR TN EN U\$S**



**PRODUCCIÓN MUNDIAL DE ALUMINIO**

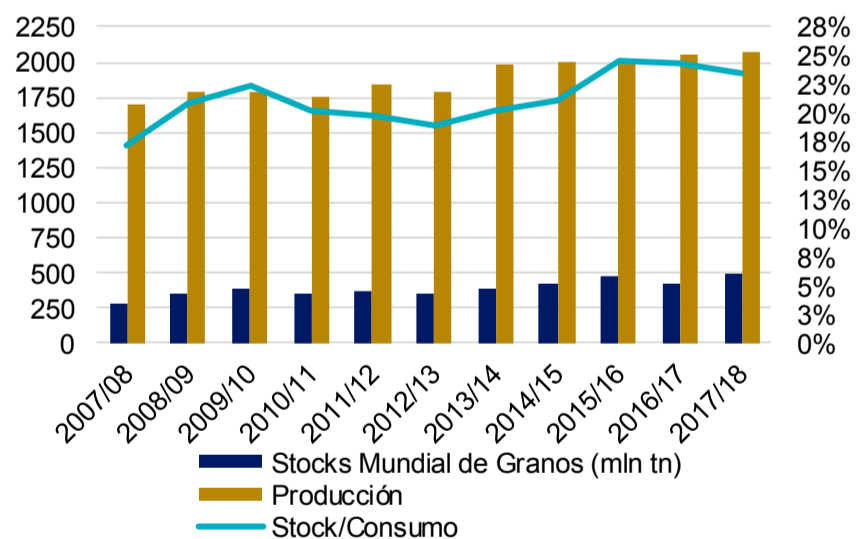


· Los commodities agrícolas tuvieron fuertes caídas, destacándose el trigo que cayó 12%.

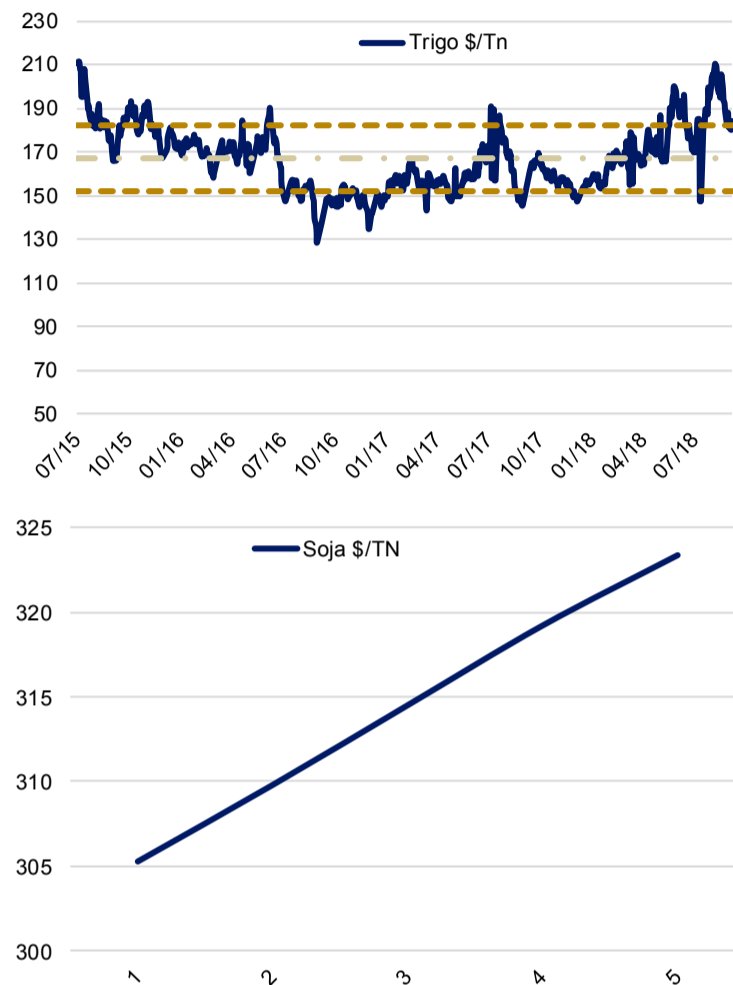
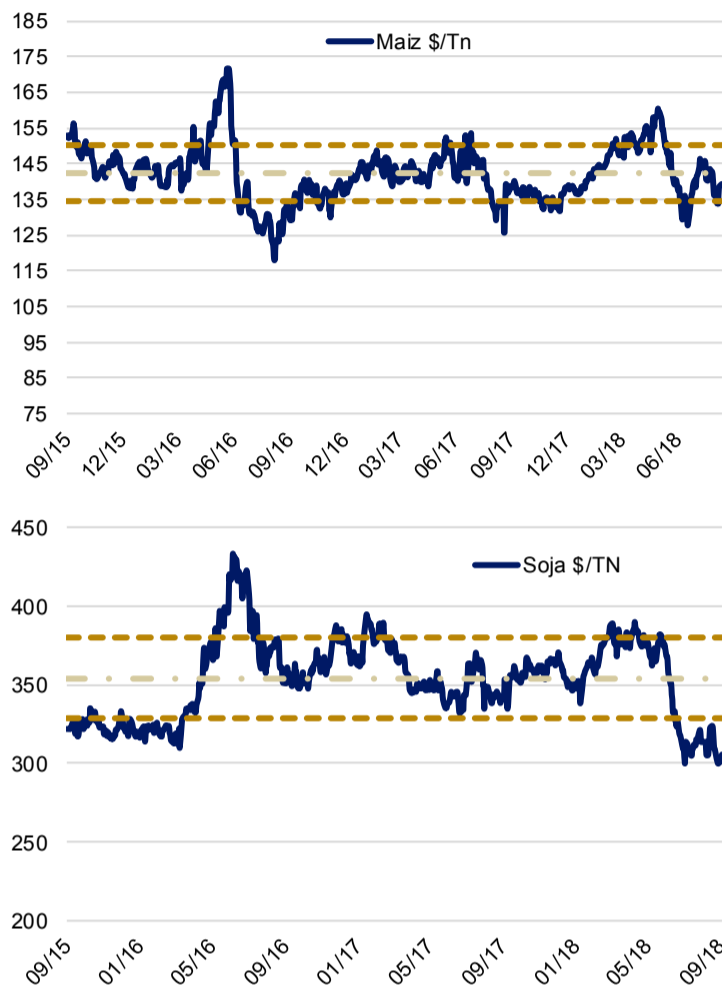
**STOCKS DE ALUMINIO Y PRECIO POR TN EN U\$S**

jul	Soja		Maiz		Trigo	
Producción	MIn Tn	MoM	MIn Tn	MoM	MIn Tn	MoM
<b>Argentina</b>	57,0	2%	41,0	0,0%	19,5	0,0%
<b>USA</b>	117,3	0,7%	361,5	1,4%	51,2	3,0%
<b>Mundo</b>	359,5	1,2%	1054,3	0,2%	736,3	-1,1%
Inventario	MIn Tn	MoM	MIn Tn	MoM	MIn Tn	MoM
<b>Argentina</b>	32,7	12%	5,5	0%	0,3	19,2%
<b>USA</b>	15,8	50,5%	39,4	-2%	26,8	4,1%
<b>Mundo</b>	98,3	12,9%	152,0	-2%	260,9	-2,0%

**PRODUCCIÓN MUNDIAL DE ALUMINIO**



**PRECIOS DE COMMODITIES AGRÍCOLAS (USD - CBOT) Y FUTUROS SOJA**



**PANORAMA INTERNACIONAL**

· El mes de agosto mostró una importante divergencia entre la performance de los mercados norteamericanos con el resto de las bolsas.

Países	Var en U\$S		Var mon local	
	Var Ago	Var 1Y	Var Ago	Var 1Y
<b>Promedio Asia</b>	-3,2%	-2,3%	-1,3%	2,8%
Japón	2,2%	15,3%	1,4%	16,4%
Hong Kong	-2,4%	-0,6%	-2,4%	-0,3%
India	-0,6%	10,1%	2,8%	21,8%
Corea del Sur	1,2%	-2,0%	1,2%	-1,7%
China	-5,8%	-21,9%	-5,3%	-18,9%
Rusia	-13,8%	-14,4%	-7,0%	-0,4%
<b>Prom A. del Norte</b>	<b>2,8%</b>	<b>15,6%</b>	<b>2,7%</b>	<b>16,9%</b>
S&P	3,0%	17,3%	3,0%	17,3%
Nasdaq	5,6%	26,0%	5,6%	26,0%
Canadá	-0,3%	3,3%	-0,5%	7,5%

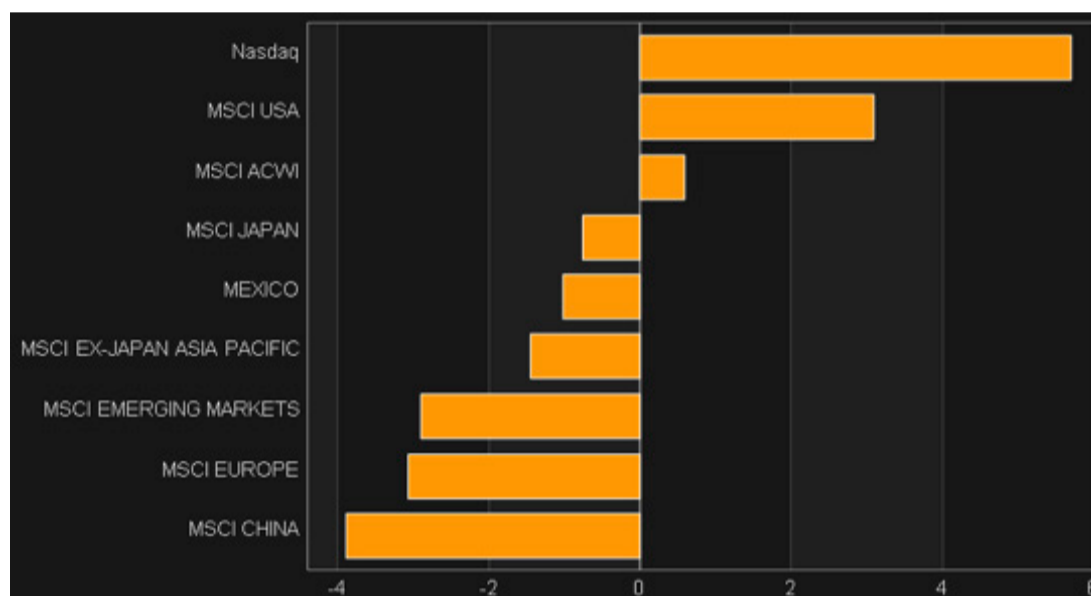
Países	Var en U\$S		Var mon local	
	Var Ago	Var 1Y	Var Ago	Var 1Y
<b>Promedio Euro</b>	-3,4%	-1,5%	-3,1%	-0,2%
Francia	-1,9%	4,4%	-1,7%	6,5%
España	-4,8%	-10,4%	-4,6%	-8,6%
Alemania	-3,5%	0,7%	-3,3%	2,7%
Inglaterra	-3,6%	-0,8%	-2,7%	-1,4%
<b>Promedio Latam</b>	<b>-13,7%</b>	<b>-16,7%</b>	<b>-4,3%</b>	<b>7,2%</b>
Brasil	-12,6%	-18,1%	-3,5%	8,0%
Mexico	-2,7%	-9,5%	-0,6%	-3,5%
Perú	-5,2%	9,2%	-4,5%	11,0%
Argentina	-34,1%	-48,3%	-8,6%	13,4%



- En EUA, tanto el S&P 500 como el Nasdaq culminaron el mes en máximos históricos y acumulando su quinto avance mensual consecutivo. Por su parte, el Dow Jones tuvo su segunda suba mensual seguida.
- El índice Stoxx Europe 600 cerró agosto con pérdidas promedio de 3,5% en dólares luego de los avances del mes anterior.
- El MSCI Asia Pacific cayó 3,0% en dólares en el mes, afectado por Rusia (-13,8%) y China (-5,8%).

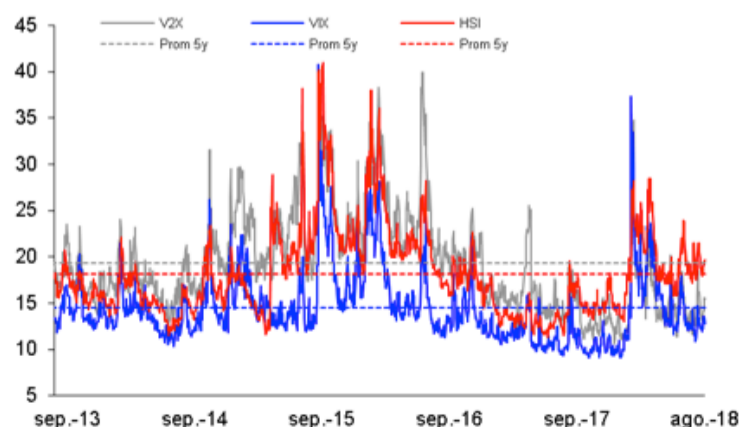
Las tasas de crecimiento en agosto, para los mercados americanos, implicaron que fue el mejor mes (uno con notable volatilidad) en los últimos cuatro años. El S&P 500 logró tener su primer récord desde el 26 de enero cuando alcanzó los 2.843 puntos; mientras que el Nasdaq Composite y Russell 2000 cerraron el mes en máximos históricos. Por su parte, el índice MSCI de mercados emergentes terminó agosto con un retroceso de más de 3%, después de haber perdido más de 9% en lo que va de este año.

**PERFORMANCE EN AGOSTO.**

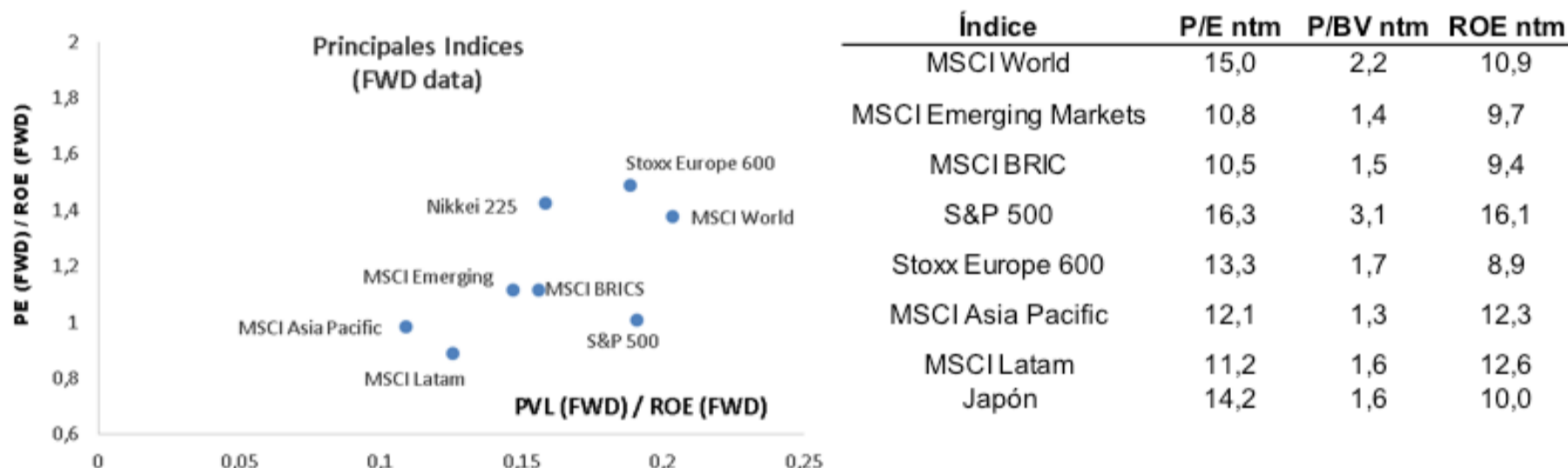


Los inversores globales elevaron sus posiciones en acciones a máximos de cuatro meses en agosto, y Japón estuvo entre los mercados favoritos. Las colocaciones en acciones crecieron a 48,3%, su mayor nivel desde abril. Asimismo, se recortaron las posiciones en bonos a 38,8% y a activos líquidos en efectivo a 5,2%. Además, se redujo la tenencia de acciones en mercados emergentes a 11% desde 12,2% en julio.

Los inversores temen que las economías emergentes, que están más orientadas hacia las exportaciones, queden atrapadas en el fuego cruzado de una escalada del conflicto comercial entre EUA y China, y por tanto los niveles de volatilidad de los mercados se han mantenido en cierto rango durante el mes de agosto.



· Por fundamentals, el S&P 500 cotiza actualmente a un P/E 19E de 16,3x vs. 13,3x del Stoxx Europe 600 vs. 14,2x del Nikkei y vs. 15,0x del MSCI World. El MSCI Asia Pacific (ex. Japón) cotiza a 12,1x earnings vs. 10,8x del MSCI Emerging.

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


· En el mercado cambiario, el dólar se apreció en el mes de agosto respecto a las principales monedas. El Dollar Index (DXY) finalizó el mes con una suba de 1,8% ya que los temores a una posible escalada en el conflicto comercial entre EUA y China llevaron a los inversores a desechar monedas de mercados emergentes. Las monedas europeas se depreciaron respecto al dólar a excepción del Franco Suizo. En Asia, las monedas se depreciaron 0,7% promedio, con el Dólar Australiano registrando la mayor caída mensual en la región. En tanto, las divisas de Latam tuvieron una fuerte caída en relación al dólar, con el Peso Argentino acumulando retrocesos de casi 29%.

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

		Último	Var Ago	Var YTD	Var 1y	Máx 1y	Mín 1y	Prom 1y	Volatilidad
Europa	<b>EUR</b> Euro	1,164	-0,4	-3,1	-2,2	1,251	1,118	1,188	8,67
	<b>GBP</b> Libra	1,298	-1,1	-3,9	0,4	1,434	1,270	1,339	9,15
	<b>CHF</b> Franco Suizo	0,969	2,2	0,6	-1,0	1,005	0,922	0,974	8,09
	<b>NOK</b> Corona Noruega	8,335	-2,2	-1,7	-6,9	7,641	8,479	8,037	10,27
Asia	<b>AUD</b> Dólar Australiano	1,384	-2,7	-7,4	-9,1	0,811	0,723	0,769	9,60
	<b>JPY</b> Yen	110,9	0,9	1,6	-0,8	104,72	114,15	110,49	7,94
	<b>KRW</b> Won Coreano	1.115	-0,2	-4,4	0,8	1.054	1.156	1.101	8,97
	<b>SD</b> Dólar de Singapur	1,371	-0,7	-2,5	-1,1	1,307	1,388	1,346	5,04
	<b>CNY</b> Yuan	6,831	-0,4	-4,8	-3,5	6,265	6,933	6,548	5,26
Américas	<b>ARS</b> Peso Argentino	38,470	-28,8	-51,7	-55,0	16,289	38,470	20,817	25,28
	<b>BRL</b> Real Brasileiro	4,123	-8,9	-19,7	-23,7	3,087	4,149	3,399	15,81
	<b>MXN</b> Peso Mexicano	19,072	-2,2	3,1	-6,2	17,477	20,886	18,751	14,09
	<b>CAD</b> Dólar Canadiense	1,304	-0,3	-3,8	-4,3	1,211	1,334	1,276	8,85

**Signo positivo: Apreciación frente al dólar**

**Signo negativo: Depreciación frente al dólar**

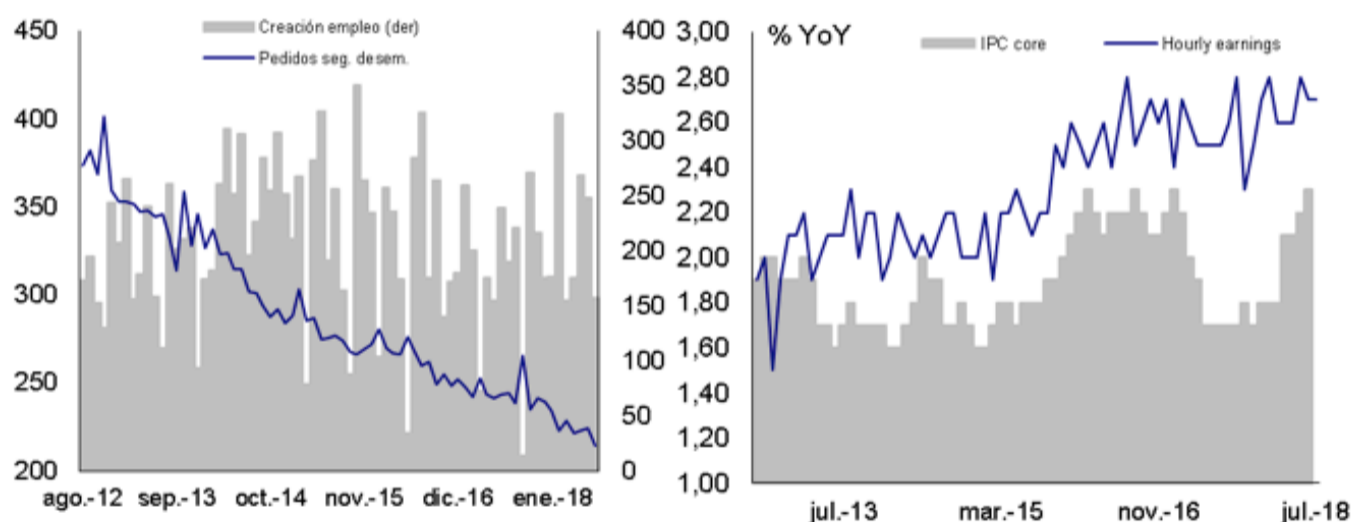
**ESTADOS UNIDOS**

La Reserva Federal se reunirá el 25 y 26 de este mes. Los inversores descuentan una suba de tasas desde el actual rango de 1,75%-2,0%. El equipo que dirige Jerome Powell está tratando de ser muy cauto para evitar que el incremento de tasas imponga un doloroso freno a los mercados, pero su decisión de mantener las alzas es firme.

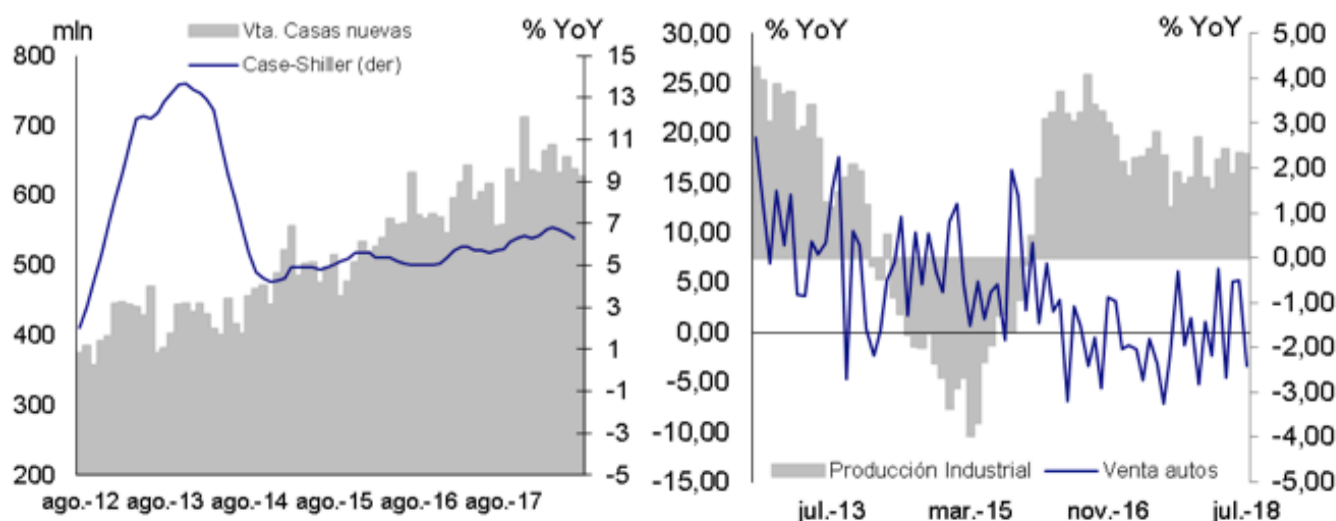
- Si finalmente decide elevar el costo del dinero en su próxima reunión, la misma será el tercer aumento en lo que va de año y, probablemente, no será el último, ya que la mayoría de los miembros de la Fed apuesta por hasta cuatro subas en 2018.
- La actualización de sus planes y de los datos macroeconómicos que la Fed revelará tras la reunión de septiembre darán nuevas pistas a los mercados sobre el escenario a corto plazo.

La economía creció 4,2% YoY en el segundo trimestre de 2018, el mejor dato desde 2014, cuando la economía creció 4,9%. Se revisó al alza la lectura del 2q18 desde 4,1%, debido a más gastos de las empresas en software y menos importaciones de petróleo, lo que contrarrestó una revisión a la baja del gasto del consumidor. El crecimiento del empleo se desaceleró en julio, probablemente debido a la dificultad de las empresas para encontrar a trabajadores calificados, mientras que la tasa de desempleo bajó a 3,9% desde 4%, lo que apunta a una mejora de las condiciones del mercado laboral. Las nóminas no agrícolas subieron en 157.000 el mes pasado. En mayo y junio, la economía creó 59.000 puestos de trabajo más de lo reportado previamente.

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



**MDO INMOBILIARIO: VTA CASAS NUEVAS Y PRECIOS. INDUSTRIAL: VTA DE AUTOS (IZQ) Y PROD. INDUSTRIAL.**



Fuente: Thomson Reuters

**EQUITY**

· Los principales índices bursátiles americanos cerraron agosto con ganancias y en máximos históricos, a pesar de las tensiones comerciales entre EUA y China y las incertidumbres políticas en el país a pocos meses de las elecciones legislativas.

En el caso del S&P 500, el índice logró superar el nivel clave de 2.900 puntos mientras que Nasdaq pudo superar los 8.000 puntos.

**S&P 500: EVOLUCIÓN DEL ÍNDICE DESDE DIC-2016.**

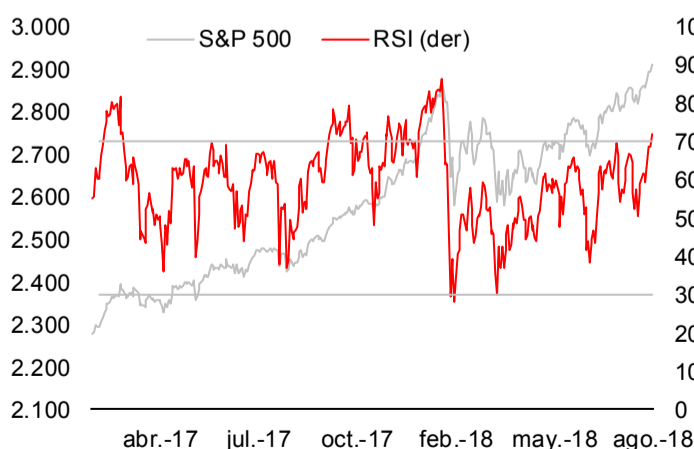


Fuente: Bloomberg

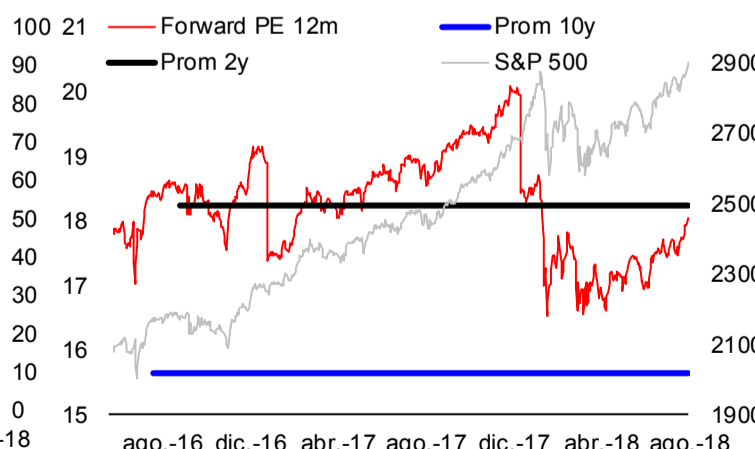
El pasado 22 de agosto, los mercados americanos sellaron el mayor periodo alcista de la historia, tras la recuperación iniciada en marzo de 2009 después de meses negros provocados por la caída de Lehman Brothers, el 15 de septiembre de 2008. Este bull-market ha sido posible gracias, especialmente, a la Reserva Federal con su política de tasas bajas.

Luego de hacer cuatro máximos récord consecutivos a finales de agosto, el S&P 500 ofrece señal de sobrecompra a través del RSI al superar los 70 puntos por primera vez desde fines de febrero de este año; aunque no es acompañado por el Money Flow Index que sigue estando por debajo de la barrera crítica de 80 puntos. El forward P/E, si bien repuntó, todavía se mantiene por debajo del promedio de los últimos 2 años. No supera este nivel desde fines de febrero de este año.

**S&P 500 VS. OSCILADOR RSI.**



**S&P 500 VS. FORWARD PE.**



Fuente: Bloomberg

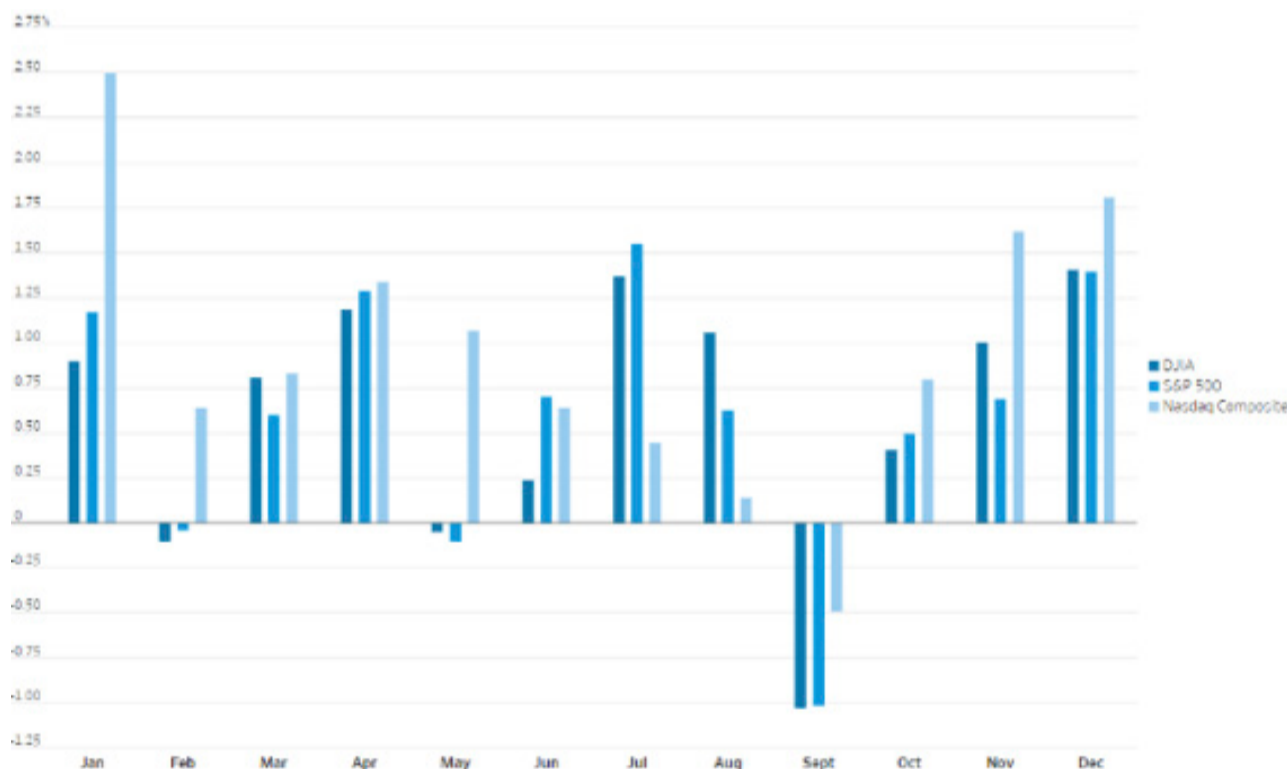
La temporada de resultados del 2q18 culminó, dejando un crecimiento de ganancias para las 500 compañías del índice S&P 500 de 27,13% YoY (vs. 20,48% consenso) luego de haber subido 26,38% en el 1q18 y 14,87% en el 4q17. Del total reportado, el 81,3% superó las expectativas de EPS frente al 78,2% que se vio en el 1q18; mientras que un 5,6% tuvieron ganancias en línea con lo esperado frente al 6,2% en el 1q18 y sólo el restante 13,1% mostraron un EPS por debajo de las proyecciones del consenso frente al 15,6% del 1q18.

La solidez del trimestre se explica en parte por el impulso de la reforma fiscal, estimándose que la misma aporta aproximadamente 8% de crecimiento adicional al EPS.

Ya iniciado septiembre, un mes que históricamente es el peor del año, el foco de los inversores sigue estando en las tensiones comerciales desatadas por Donald Trump no sólo con China sino también con Canadá, y en cómo las cuestiones políticas se acomodan a sólo dos meses de las elecciones legislativas.

Desde 1928, el S&P 500 ha culminado septiembre con una baja superior a cualquier otro mes, o 55% de las veces ha tenido un retorno promedio negativo de 1,01%. Para el Dow Jones cabe la misma conclusión: el benchmark ha visto la peor performance mensual durante septiembre, cayendo 70 veces de los 121 meses de septiembre y con un retorno promedio de -1,03%. En el caso del Nasdaq, septiembre ha sido un mes pobre, con el benchmark cayendo 45% de las veces desde 1971 y con un retorno promedio de -0,49%.

**RETORNOS MENSUALES PROMEDIOS DEL S&P 500, DOW JONES Y NASDAQ.**



Las excepciones en las performances débiles durante el mes de septiembre siempre se dio en los años en que se celebraron elecciones intermedias en noviembre; tal como sería el caso para el año en que se celebrarán comicios legislativos. Los retornos en septiembre durante estos años han resultado en ganancias promedio de 3,84% desde 1950.

· 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.

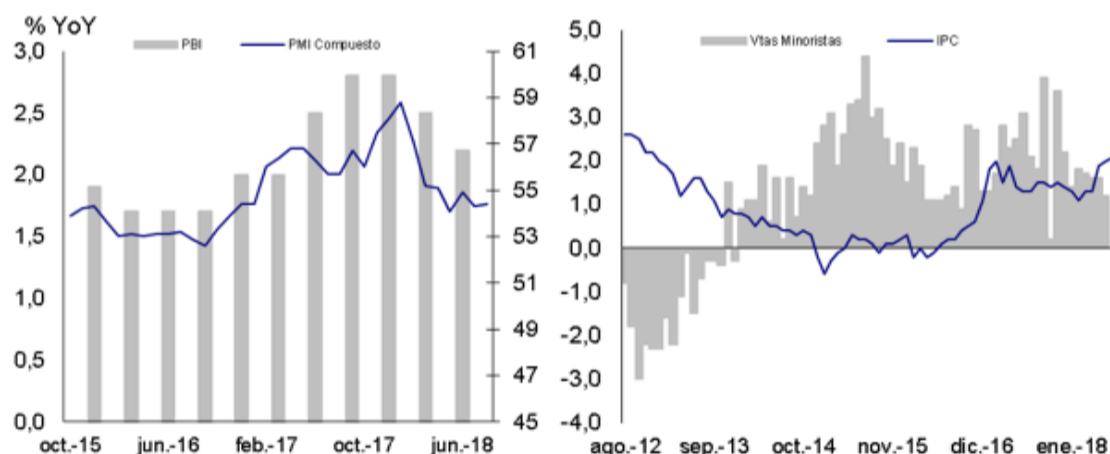
**EUROPA**

El Banco Central Europeo (BCE) no se reunió en agosto cuando se vio un agravamiento de la situación en los mercados en relación a las divisas emergentes y el repunte de la incertidumbre sobre Italia, que sufrió una rebaja en la perspectiva a "negativa" de su rating actualmente en 'BBB'. El próximo encuentro será el 13 de septiembre.

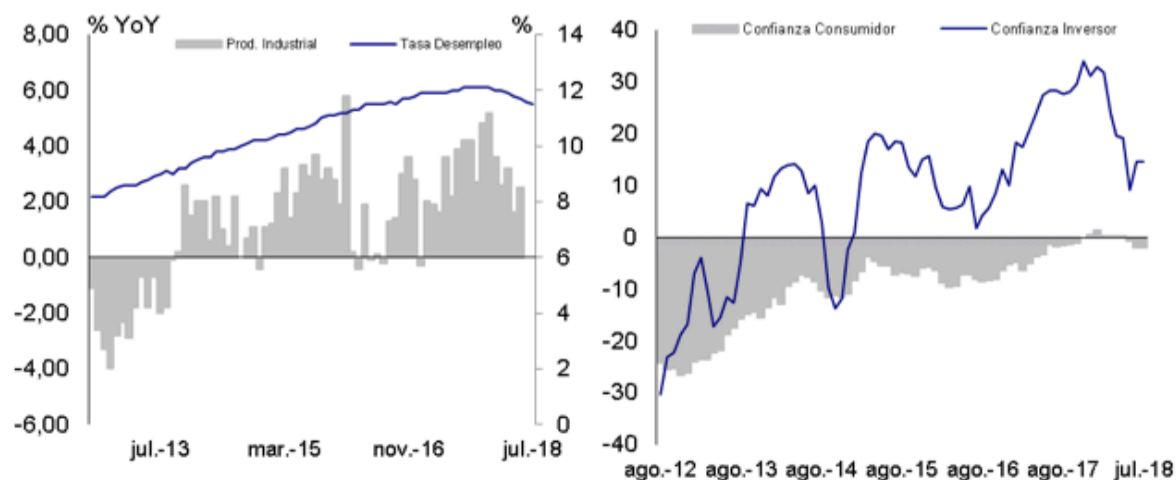
- De las conclusiones de la última reunión se desprende que el programa de compras se reducirá a la mitad en septiembre y se mantendrá en €15.000 mln mensuales al menos hasta diciembre, mientras que las tasas de interés no subirán antes del próximo verano..
- Según los futuros de tasas, septiembre de 2019 es el primer mes en el que se ve más de 50% de probabilidades de que suban el costo del dinero y la tasa de facilidad de depósito, que está en -0,4%.

La economía de la Euro Zona mostró una suba mayor al dato inicial con un crecimiento de 2,2% YoY en el 2q18 desde su estimación previa de 2,1%. El PMI Compuesto, que integra sector manufacturero y de servicios, subió en agosto a 54,4 una décima más que en julio, el tercer incremento más bajo desde enero de 2017 e inferior a las expansiones observadas a principios de año. La inflación cayó en agosto a 2%, según un primer cálculo, en línea con el objetivo del Banco Central Europeo, desde +2,1% el mes anterior. La inflación subyacente, que excluye los costos de energía así como los alimentos no procesados, bajó a 1,2% interanual desde 1,3% en julio. La tasa de desempleo ajustada estacionalmente fue de 8,2% en julio, estable en comparación con junio. Esta es la tasa más baja registrada en la región desde noviembre de 2008.

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



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



Fuente: Bloomberg

En la última reunión de agosto, el Banco de Inglaterra (BoE) elevó su tasa de referencia a 0,75% y afirmó que no tenía prisa por subirlas más ante la incertidumbre generada por el Brexit.

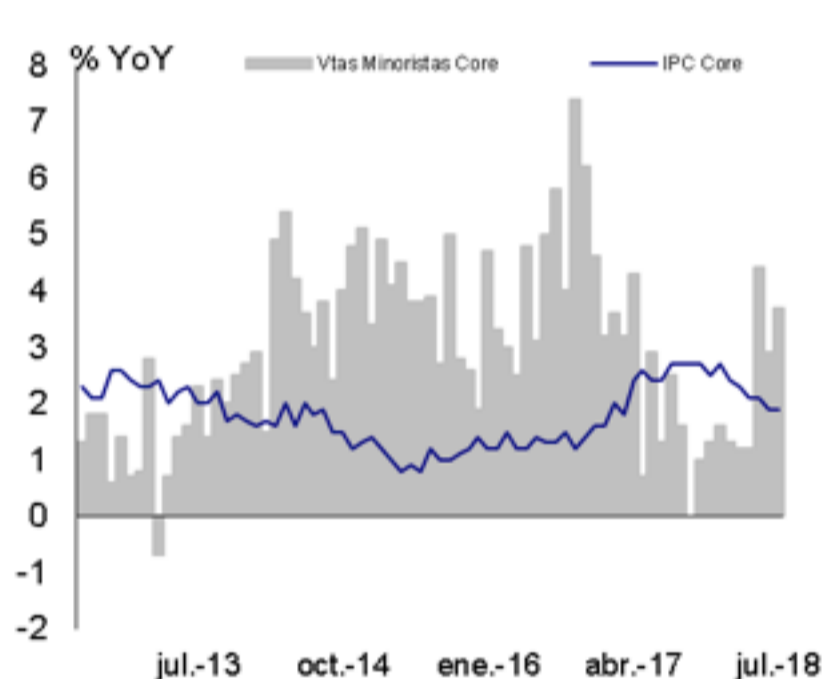
- Los retos de la autoridad monetaria británica son mucho más domésticos y tienen que ver con la posibilidad de un Brexit duro o sin acuerdo y sus consecuencias en el crecimiento económico, la inflación y la estabilidad financiera.

En el Reino Unido, la economía creció 0,4% QoQ durante el 2q18. La tasa de desempleo cayó a 4,0% un nuevo mínimo de 43 años en los tres meses a junio y la productividad subió, pero la suba salarial se desaceleró a su ritmo más bajo en nueve meses. El IPC subió 2,5% en julio, logrando así el primer aumento del año. La inflación ha aumentado impulsada principalmente por el combustible. La inflación venía manteniéndose en 2,4% durante todo 2018, por lo que esta es la primera vez que se acelera en términos anuales desde el pasado año, concretamente desde noviembre.

UK: PBI VS. PMI COMPUESTO.



UK: VTAS MINORISTAS CORE VS. IPC CORE.



**EQUITY**

- En agosto el índice Stoxx Europe 600 perdió 2,4% en moneda local y acumula una caída de 2% en lo que va del año. El temor a que la disputa comercial entre EUA y China se intensifique y tenga un fuerte impacto en la región así como los problemas en economías emergentes explican los descensos.

En el último mes se ha agravado la incertidumbre respecto de algunas economías emergentes, como Turquía, cuya moneda acumula una depreciación frente al dólar del 43% en lo que va de año, así como de Argentina, cuya moneda se ha depreciado más de un 80% en 2018. Los bancos españoles son los más expuestos a Turquía, con una posición de \$80.898 mln en el 1q18, por delante de los \$35.145 mln de Francia y los \$18.489 mln de las entidades italianas. En cuanto a Argentina, la exposición de los bancos españoles alcanzaba \$27.929 mln, el 55,4% de los \$50.391 mln del conjunto de la banca extranjera, muy por delante de los \$8.058 mln de la banca británica.

Aun así, el Stoxx 600 logró superar su media móvil de 200 días a pesar de la señal de “death cross” visualizado casi al final del mes de agosto.

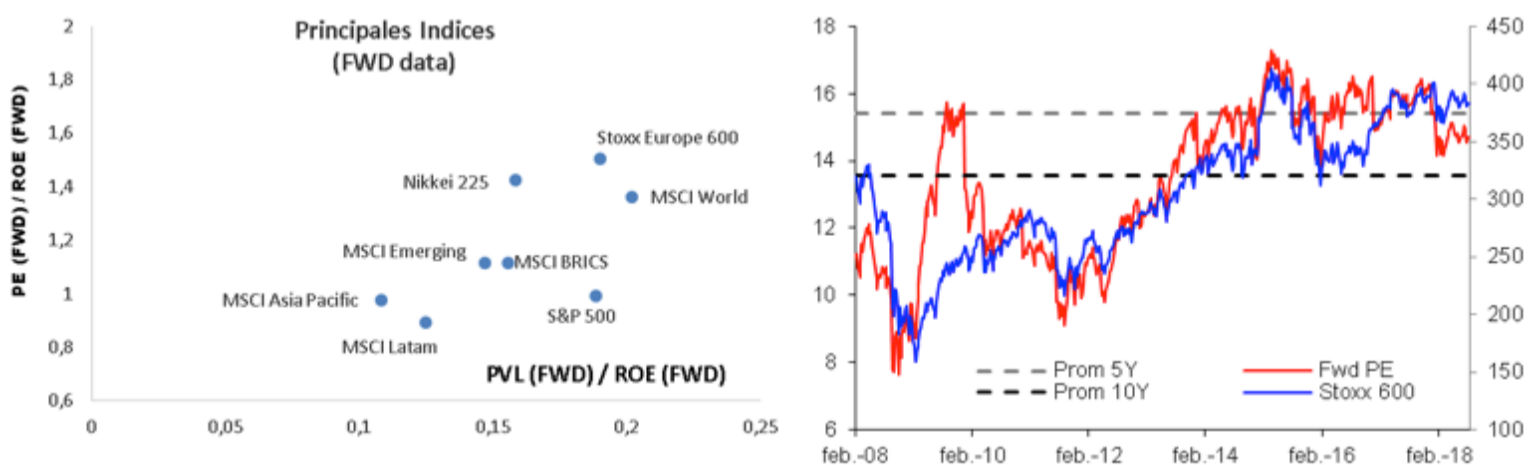
**STOXX 600: EVOLUCIÓN DEL ÍNDICE Y MEDIAS MÓVILES.**



Fuente: Bloomberg

Comparando el índice de la región con el resto de los benchmark globales, a través de ratios forward vemos que el Stoxx 600 cotiza con los ratios PE y PVL por ROE más caros. En lo que va del 2018, su forward PE opera entre su promedio de 10 años (como soporte) y de 5 años (como techo).

**RATIOS FUNDAMENTALS STOXX 600 Y PPALES ÍNDICES GLOBALES. EVOLUCIÓN FORWARD PE Y PROM. 5 Y 10 AÑOS.**

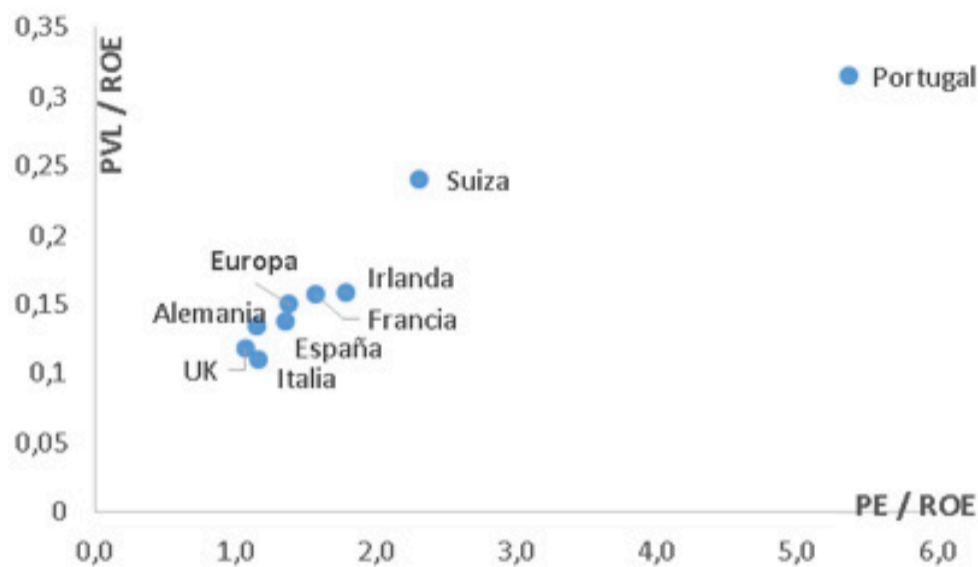


Fuente: Bloomberg

Reino Unido es uno de los países más baratos en términos relativos de P/E, P/B y Dividend Yield respecto del MSCI Europe. Las reuniones sobre el Brexit en medio de rumores de una salida acordada tuvieron que ver con la débil performance del índice británico. Comentarios que sugirieron que Reino Unido y la Unión Europea iban a retrasar la fecha límite de octubre 2018 para alcanzar el acuerdo de transición hasta noviembre 2018, ayudaron a darle cierto soporte al índice.



**RATIOS FUNDAMENTALS: PPALES PAÍSES DE LA REGIÓN.**



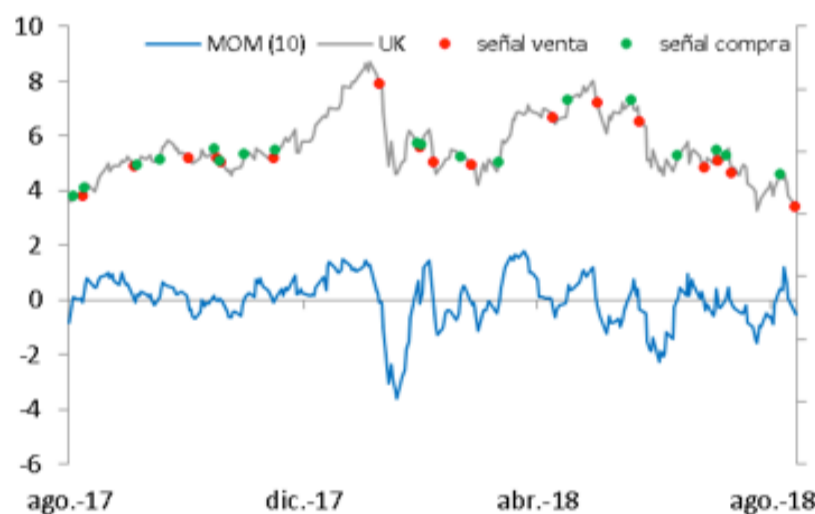
**RELATIVE VALUE: % PREMIO SOBRE MSCI EUROPE.**



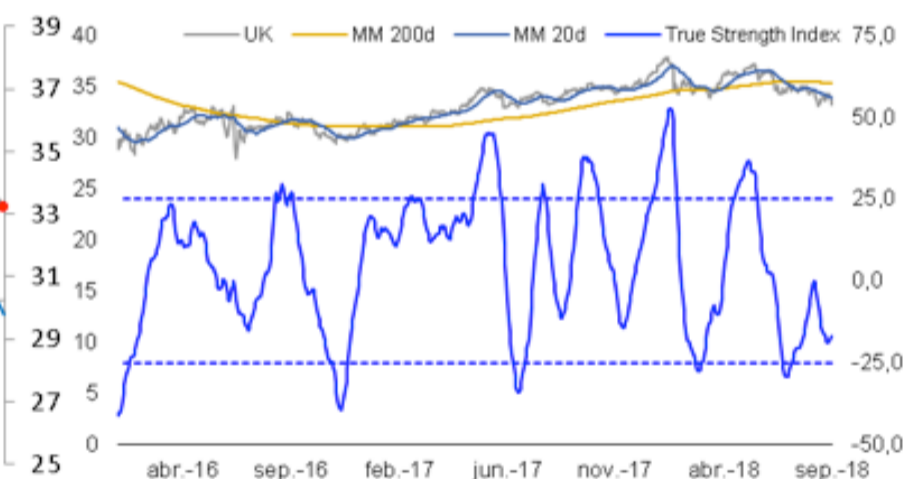
Fuente: Bloomberg

El FTSE ofrece a inicios de septiembre señales de venta a través del oscilador Momentum y el TSI. En el primer caso, el índice vuelve a estar en terreno negativo y en el segundo el FTSE 100 se ubica por debajo de su media móvil de 20 y 200 días con un oscilador TSI negativo.

**UK: OSCILADOR MOMENTUM.**



**UK: OSCILADOR TSI.**



Fuente: Bloomberg

· El consenso tiene un target en dólares para el Stoxx 600 de 497,56 para los próximos doce meses, lo que implica un upside del 11,97%.

**ASIA**

Japón: El Banco de Japón (BoJ) no se reunió en agosto. Su próximo encuentro será el 18 y 19 de septiembre y se espera los comentarios de su gobernador que en la última reunión adoptó por primera vez una guía a futuro sobre el costo del dinero al decir que permanecerían en niveles “muy bajos” por un “periodo extendido de tiempo”.

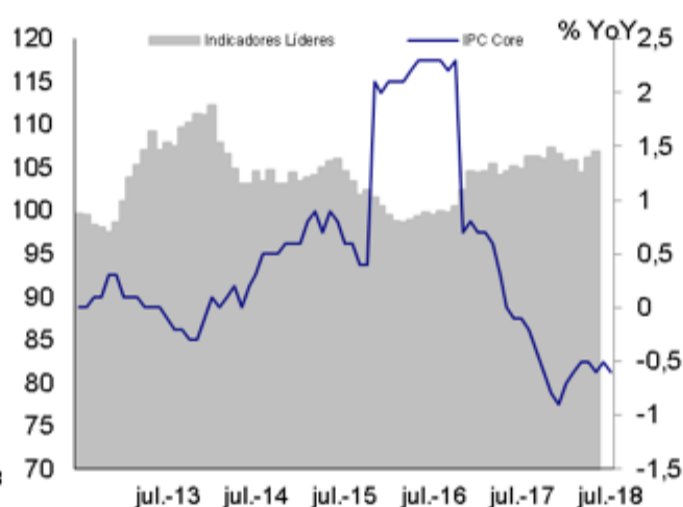
- La entidad está concentrado en cuestiones domésticas, con los ajustes periódicos que realiza en su programa de compra de bonos, después, además, de los buenos datos macro que se han conocido en el país y la apreciación de la moneda que los ha seguido.

La economía japonesa creció 1,1% durante el 1q18. El Banco de Japón calcula que en el año fiscal de 2018 que comenzó el 1 de abril pasado el PBI nipón crecerá entre 1,3% y 1,5%. La actividad manufacturera creció a un ritmo levemente más acelerado en agosto gracias a la demanda interna. Los precios subyacentes minoristas subieron 0,8% interanual en julio, sin cambios respecto a la ganancia del mes anterior, lo que se suma a la evidencia de que el banco central ha avanzado poco hacia su objetivo de 2%.

**JAPÓN: PBI VS. CONFIANZA TANKAN.**



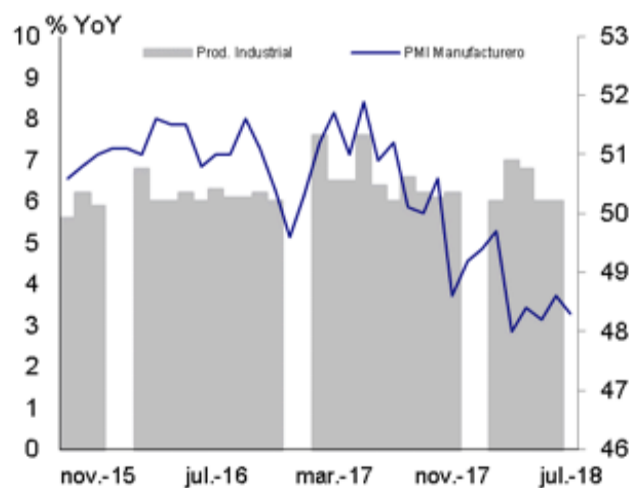
**JAPÓN: INDICADORES LÍDERES VS. IPC CORE.**



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



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



Fuente: Bloomberg

China: 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 se aceleró en agosto tras desacelerarse durante dos meses. El crecimiento de la industria de servicios también repuntó en agosto, luego de desacelerarse el mes previo. El PMI compuesto, que cubre tanto a la actividad de servicios como manufacturera, subió a 53,8 en agosto desde 53,6 en julio.

**EQUITY**

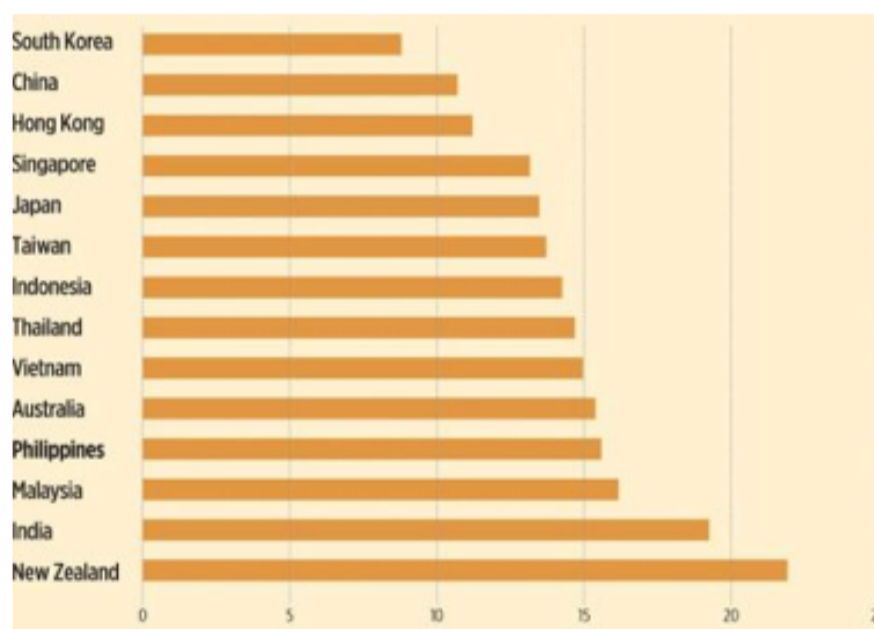
· El índice MSCI Asia Pacific tuvo una caída de casi 3% en dólares o 0,95% en moneda local durante el mes de agosto, afectado por la escalada en las disputas en materia comercial entre las potencias mundiales y por la profundización de las pérdidas en las monedas de los mercados emergentes. El benchmark de la región llegó a tocar mínimos de 11 meses en el mes y acumula una caída de más de 5% en lo que va del año.

China lideró los retrocesos, con una caída de 5,25% seguido de Singapur y Hong Kong. El equity de Corea del Sur, China y Hong Kong siguen mostrando los menores ratios P/BV y P/E últimos doce meses en relación con el ROE. China cuenta con ratios muy similares al MSCI Asia Pacific.

**FUNDAMENTALS PPALES ÍNDICES DE LA REGIÓN ASIÁTICA.**

**FORWARD PE DE PPALES ÍNDICES ASIÁTICOS.**

País	Índice	ROE ttm	P/VL ttm	P/E ttm
MSCI Asia Pacific	MXAP Index	11,46	1,50	13,23
Australia	AS51 Index	11,49	2,08	17,33
China	SHCOMP Index	11,20	1,45	12,82
Corea del Sur	KOSPI Index	9,40	0,97	11,19
Hong Kong	HSI Index	12,11	1,29	10,54
India	SENSEX Index	12,68	3,19	25,34
Nikkei 225	NKY Index	11,10	1,82	16,49
Nueva Zelanda	NZSE Index	9,54	2,10	23,08
Singapur	FSSTI Index	9,99	1,11	11,35
Tailandia	SET Index	12,07	2,04	17,07
Taiwán	TWSE Index	12,03	1,73	14,34

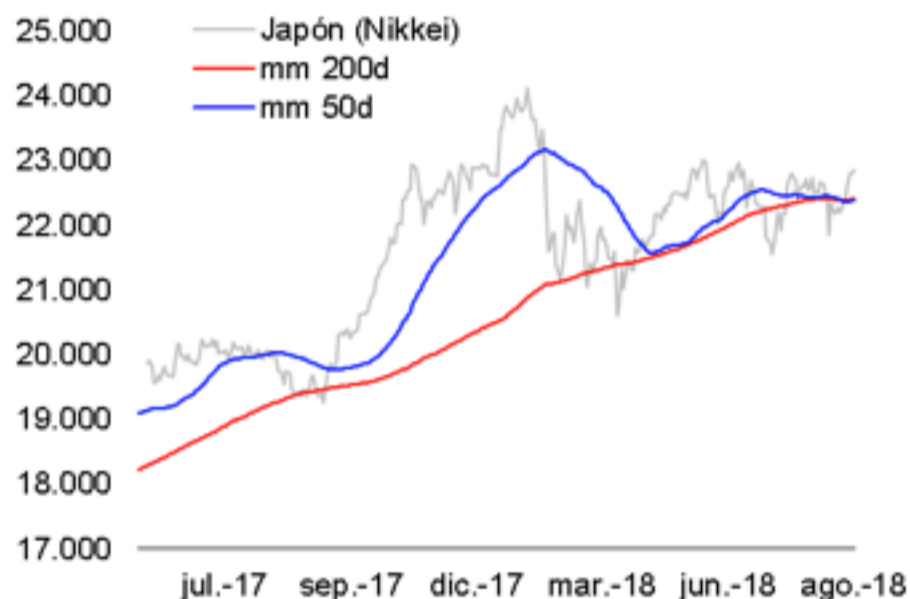


Fuente: Bloomberg

Los inversores esperan que la escalada de tensiones por una posible guerra comercial entre EUA y China afecte la actividad comercial de la región y por tanto a las ganancias esperadas de empresas asiáticas. Es por ello, que en el último mes el consenso redujo sus proyecciones de EPS 2018 para empresas de Asia en 1,27% y de EPS 2019 en 1,52%.

Uno de los pocos mercados de la región que logró avanzar en el mes fue el de Japón, con el Nikkei subiendo 2,2% en dólares. Un importante impulso que le permitió ubicarse en su nivel más alto en 2 meses se vio a partir de mediados de mes luego de las declaraciones del presidente de la Fed, Jerome Powell, defendiendo una gradual suba de tasas como "apropiada". Este avance llevó a que el índice cruzara al alza su media móvil de 200 días e incluso al final de mes se observara un "Golden Cross" que implica que su media móvil de 50 días se ubica por encima de la de 200 días, una señal alcista para los inversores.

**JAPÓN (NIKKEI): EVOLUCIÓN DE ÍNDICE Y MEDIAS MÓVILES.**



Fuente: Bloomberg

Analizando los movimientos de precios, vemos que el soporte se mantiene en mínimos cada vez más altos tal como se vio luego de culminado el sell-off de marzo pasado. Esto es una clara señal bullish para los inversores, aún con un área de resistencia horizontal que se ha venido manteniendo en los últimos tres meses en niveles próximos a los 22.760 puntos.

**JAPÓN (NIKKEI): EVOLUCIÓN SEMANAL DEL ÍNDICE.**



**JAPÓN (NIKKEI): EVOLUCIÓN SEMANAL DEL ÍNDICE.**



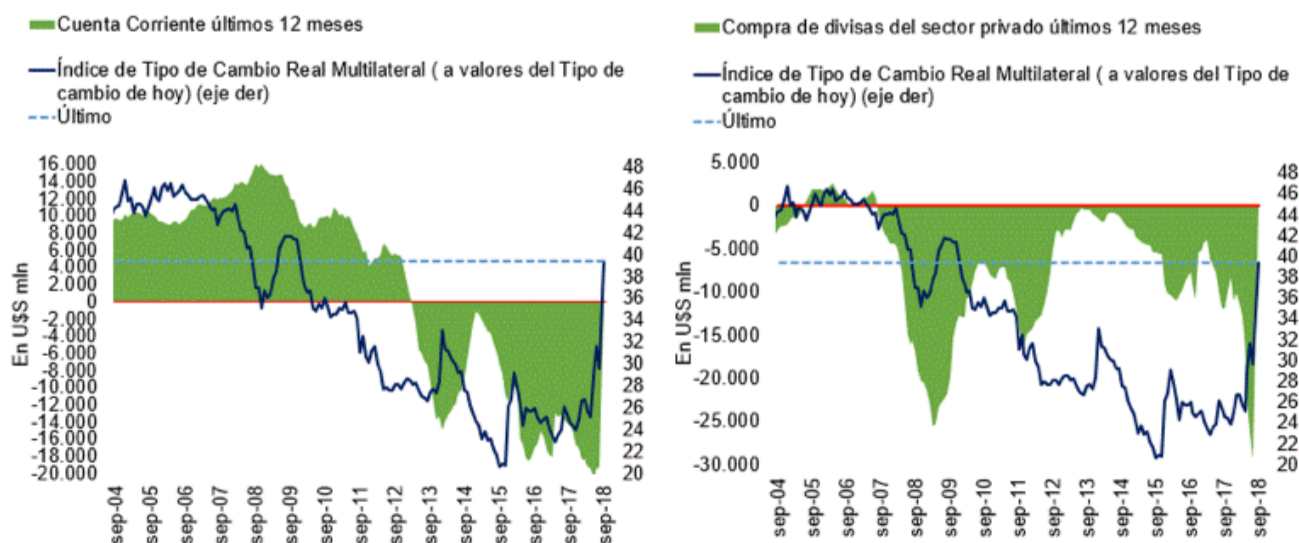
· Para los próximos doce meses el consenso anticipa un target de 194,41 para el índice MSCI Asia Pacific, un 18,3% por encima del actual nivel.

**TITULOS PÚBLICOS**

Durante agosto la cotización del tipo de cambio subió 43% MoM y 127% YoY, pese a que el Banco Central vendió U\$S 3.309 mln en el mes, y U\$S 14.000 mln desde marzo.

Tomando el valor actual del tipo de cambio, alcanzamos un nivel comparable con el tipo de cambio de los años 2008-2009. En estos años había superávit de cuenta corriente (exportaciones mayores a las importaciones, ingreso neto de turistas y un déficit de intereses y utilidades) pero un déficit de cuenta capital (compra de dólares de privados). Por lo tanto, si bien claramente nos acercamos al tipo de cambio de equilibrio, el mercado podría seguir demandando dólares hasta niveles que se equilibraría la cuenta capital.

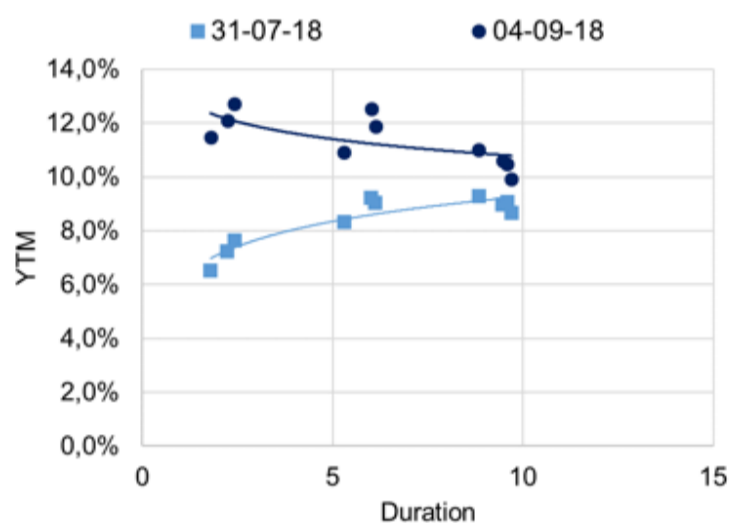
**TIPO DE CAMBIO REAL Y SECTOR EXTERNO**



Los bonos en dólares cayeron con fuerza, invirtiéndose la pendiente de la curva, y la calificadora crediticia S&P mantuvo la calificación de deuda soberana en moneda extranjera de largo plazo en B+, pero cambió la perspectiva a negativa (desde estable) por la volatilidad del tipo de cambio.

**CURVA DE BONOS EN DÓLARES**

**Argentina (bonos soberanos)**



Durante agosto, y los primeros días de septiembre, las reservas internacionales cayeron U\$S 6.943 mln hasta U\$S 51.052 mln. La caída se explica en parte por ventas directas a privados del Banco Central por U\$S 3.409 mln. Sin embargo, faltaría explicar la mitad de la variación de las reservas.

Como subieron tanto los depósitos en dólares de privados (U\$S 280 mln), como los depósitos en pesos (\$ 63.572 mln), creemos que una parte de la caída de reservas, se podría explicar por el desarme de lebacks, que habrían comprado dólares y los habrían sacado del sistema bancario, entre otras explicaciones posibles.

Vale la pena mencionar, que tanto las reservas internacionales del Banco Central, como los depósitos en dólares del sector privado, se encuentran en máximos históricos.

**RESERVAS Y DEPÓSITOS PRIVADOS EN DÓLARES**



## Desarme de Lebacks

Durante agosto, desde el Banco Central iniciaron el desarme de lebacks prohibiendo que los bancos compren nuevas lebacks, y ofreciendo un stock menor del que venza cada mes al resto de los inversores.

Para contrarrestar la creación de dinero, el Banco Central subió 2.000 p.b. la tasa de referencia (Leliq) a 60%, y 8% los encajes bancarios de depósitos en pesos.

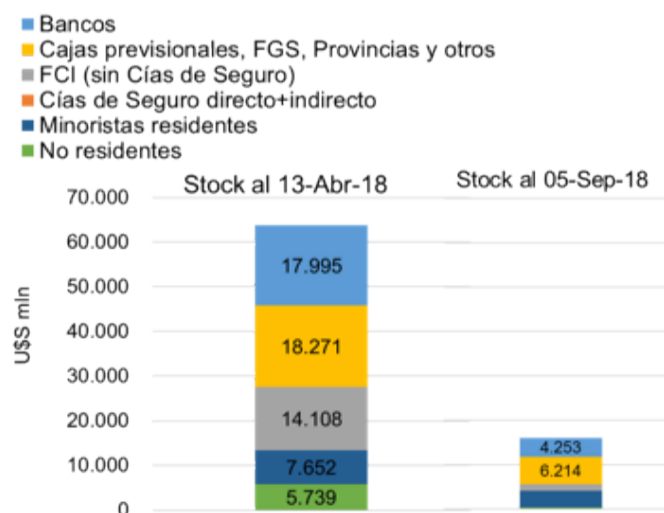
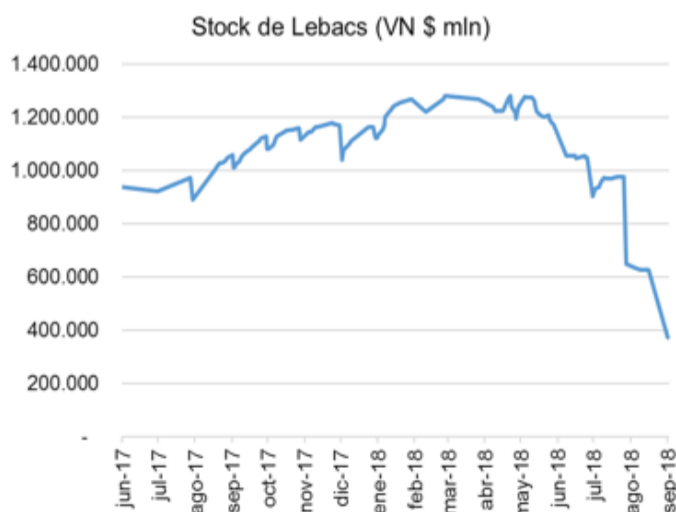
Como resultado, durante agosto y los primeros días de septiembre el stock de lebacks bajó \$344.000 mln, los bancos explican \$203.151 mln de esta reducción, que volcaron \$ 131.417 mln a Leliq, y el resto estimamos que a cubrir encajes.

Por otro lado, los inversores no bancarios explican la diferencia, reduciendo su stock de lebacks en \$140.995 mln, creemos que una parte de esta liquidez compró dólares, y explicaría en parte la caída de reservas.

Pensando en la próxima licitación de lebacks del martes 18-sep, si la mayoría de las lebacks en poder de bancos vencen en septiembre, y los inversores no bancarios renuevan el 67% de los vencimientos (como en agosto), el stock caería en \$255.731 mln hasta \$371.282 mln. Un dato importante a tener en cuenta, es que una porción de la liquidez que quede fuera de bancos (\$90.000 mln) podría dolarizarse, como ocurrió en agosto.

La buena noticia, es que entre septiembre y octubre las lebacks dejarán de existir, y con ellas esperamos que se termine la crisis cambiaria.

## STOCK DE LEBACS



Para restaurar la confianza de los inversores, además de realizar el desarme de lebac (una constante fuente de inestabilidad), el Gobierno Nacional anunció una serie de medidas que buscan reducir el déficit fiscal, y asegurarse el financiamiento del FMI hasta el final de 2019, en detalle:

- El 14 de agosto, el Ministro de Hacienda anuncio que dejará de hacer licitaciones diarias de dólares, y que aumentarán los ingresos del Tesoro Nacional dejando de coparticipar los derechos de exportaciones.
- El 29 de agosto, el presidente Macri anunció que acordó con el FMI adelantar los desembolsos previstos originalmente para los años 2020 (U\$S 11.700 mln) y 2021 (U\$S 5.850 mln) al 2019. De esta forma el Gobierno se asegura el financiamiento en dólares para 2019, aún cuando los mercados de crédito internacional sigan cerrados para Argentina.
- El 3 de septiembre, el Ministro Dujovne anunció que adelantan la meta de un déficit fiscal equilibrado para 2019 (desde un déficit de -1,3% del PIB previsto en el programa del FMI de junio), y un superávit de 1% del PIB para 2020 (desde 0% del PIB previsto en el programa del FMI de junio).
- Para lograr el equilibrio fiscal, el Gobierno impuso un nuevo impuesto a los exportadores hasta el año 2020, de \$ 4 por dólar para las exportaciones primarias y servicios, y \$ 3 por dólar para el resto de las exportaciones, entre otras medidas de reducción del gasto.
- El 5 de septiembre, el Ministro Dujovne informó que el cambio en el programa original del FMI se aprobaría recién para finales de septiembre. Además, aclaró que no están negociando un préstamo bilateral con el Tesoro Americano, y dejó un interrogante respecto a la posibilidad de ampliar el monto del préstamo del FMI.

En la presentación del nuevo programa financiero, el Gobierno informó que esperan una caída del PIB de -2,4% para este año y un crecimiento nulo para 2019. Además, informaron que esperan una inflación de 42% para 2018 y 25% para 2019.

## **PROGRAMA FINANCIERO DEL GOBIERNO NACIONAL**

Nuestro programa financiero del Gobierno Nacional, incorporando la última información sobre resultado primario, y vencimientos de deuda, indica que aún en el peor escenario (que los inversores no renueven ningún vencimiento de capital o interés que cobren), el Gobierno necesitaría solamente U\$S 7.000 mln (por sobre los fondos del FMI) para financiar su programa financiero hasta el año 2020.

Creemos que pocos países en el mundo tienen un programa financiero resuelto para tantos años vista. Y consideramos que en el momento que se equilibre el tipo de cambio, podría volver el apetito por bonos locales.



**PROGRAMA FINANCIERO 2018-2020**

En U\$S MM	2016	2017	2018	2019	2020
Déficit Primario	23	24	12	0	-3
Vencimientos de deuda denominada en pesos, en poder del sector privado	2	6	9	5	12
<b>1) Necesidades de financiamiento en pesos</b>	<b>25</b>	<b>30</b>	<b>21</b>	<b>5</b>	<b>9</b>
Financiamiento del Banco Central	11	9	2	0	0
Financiamiento con bonos domésticos (suscriptos en pesos)	8	2	11	5	9
<b>2) Financiamiento con fuentes domésticas</b>	<b>19</b>	<b>11</b>	<b>12</b>	<b>5</b>	<b>9</b>
<b>3) Gap a financiar en pesos (1-2)</b>	<b>6</b>	<b>19</b>	<b>9</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
4) Vencimientos de deuda denominada en dólares o Euros, en poder del sector privado	22	7	13	19	15
5) Financiación (Vencimientos) netos de Letras en dólares	7	10	-10	-5	0
6) Financiamiento del FMI			18	24	8
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>-5</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>7</b>

**Mirando con lupa el sector externo**

Según información del Banco Central, la suba del tipo de cambio fue la contracara del aumento en la compra de dólares del sector privado. Mientras el año pasado los privados compraron U\$S 9.608 mln para ahorrar, sólo entre enero y julio de este año compraron U\$S 23.355 mln (óvalo rojo del siguiente cuadro).

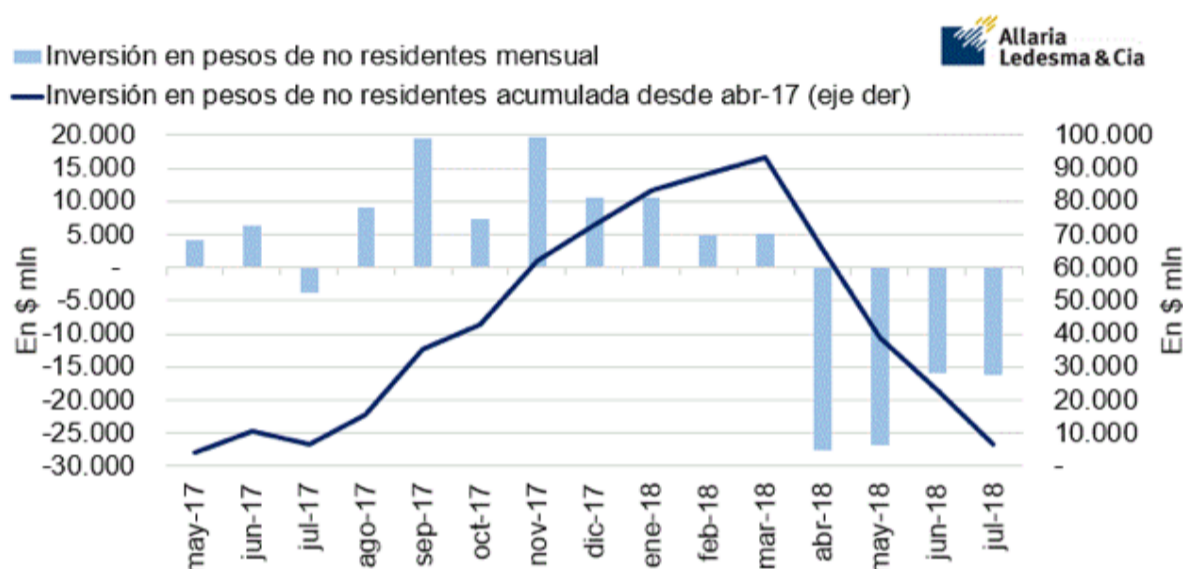
**BALANCE CAMBIARIO**

En U\$S mln	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Ene-Jul 2018
<b>Cuenta Corriente</b>	<b>8.729</b>	<b>9.001</b>	<b>9.284</b>	<b>10.770</b>	<b>12.565</b>	<b>15.530</b>	<b>9.379</b>	<b>10.885</b>	<b>4.295</b>	<b>3.808</b>	<b>-13.322</b>	<b>-2.422</b>	<b>-11.730</b>	<b>-15.574</b>	<b>-17.052</b>	<b>-9.796</b>
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	3.460
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	31.184
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	28.428
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	-6.195
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	-5.367
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	-884
Otros	-184	-37	6	205	656	1.112	322	619	776	1.377	-484	-227	66	-34	188	-810
<b>Cuenta Capital (1+2+3+4)</b>	<b>-5.147</b>	<b>-4.591</b>	<b>-437</b>	<b>-7.356</b>	<b>520</b>	<b>-15.519</b>	<b>-8.003</b>	<b>-6.728</b>	<b>-10.404</b>	<b>-7.113</b>	<b>1.497</b>	<b>3.619</b>	<b>6.825</b>	<b>29.885</b>	<b>28.005</b>	<b>9.343</b>
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	-23.355
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	-6.100
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	-13.927
Inversión de portafolio	416	418	1.125	171	60	53	-14	-81	-122	-112	-37	-31	-47	1.539	9.933	-2.468
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	-860
2) FAE Sector privado financiero	-474	168	-1.142	-532	386	-679	-872	-291	878	-660	-25	-28	107	-2.401	-1.345	-1.233
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	34.489
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	-559
<b>Oferta neta de divisas de Privados (cta cte menos intereses + 1+2)</b>	<b>7.605</b>	<b>8.780</b>	<b>14.051</b>	<b>13.655</b>	<b>11.144</b>	<b>-1.635</b>	<b>1.221</b>	<b>6.267</b>	<b>-4.582</b>	<b>7.444</b>	<b>-9.869</b>	<b>-722</b>	<b>-14.230</b>	<b>-9.040</b>	<b>-19.565</b>	<b>-29.017</b>
<b>Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral</b>	<b>42</b>	<b>44</b>	<b>45</b>	<b>46</b>	<b>44</b>	<b>40</b>	<b>40</b>	<b>36</b>	<b>34</b>	<b>29</b>	<b>28</b>	<b>29</b>	<b>23</b>	<b>26</b>	<b>24</b>	<b>28</b>

El aumento en la compra de dólares (por U\$S 13.747 mln) se explica en un 90% por los no residentes. Es decir, mientras el año pasado los inversores no residentes trajeron al país U\$S 9.933 mln, en el transcurso de este año sacaron U\$S 2.468 mln, una reversión de flujos de U\$S -12.401 mln (ver rectángulo rojo del cuadro anterior).

En particular, entre may-17 y mar-18 los no residentes invirtieron en pesos aproximadamente \$93.180 mln (gran parte en lebac), y de esos pesos ya se fueron convertidos a dólares \$86.560 mln en los últimos cuatro meses (entre abril y julio). Es decir, el rebalanceo de cartera de no residentes, que tanta inestabilidad generó estaría llegando a su fin.

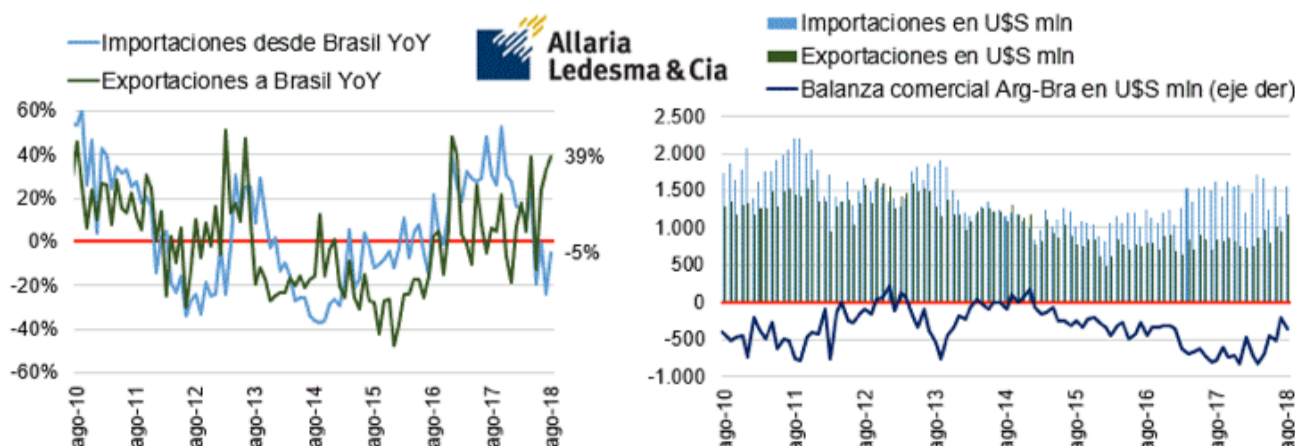
**INVERSIÓN EN PESOS DE NO RESIDENTES**



Sin embargo, aun cuando los no residentes ya hubieran cancelado sus inversiones en pesos, el balance cambiario se encuentra aún muy deficitario por la demanda de residentes. Entre enero y julio de este año (a un tipo de cambio promedio de \$24) la cuenta corriente (comercio de bienes, turismo e intereses) fue un déficit de U\$S 10.000 mln y la cuenta capital privada (ahorro de dólares) fue un déficit de U\$S 20.000 mln (sin tener en cuenta el rebalanceo de carteras mencionado antes).

A un tipo de cambio de \$39 (en términos reales) el déficit de cuenta corriente y de cuenta capital debería reducirse. Por ejemplo, durante agosto (tipo de cambio promedio de \$30,28) el déficit comercial entre Argentina y Brasil tuvo una importante mejora reduciéndose hasta -U\$S 369 mln (desde -U\$S 776 mln en ago-17). Las exportaciones crecieron +39% YoY, mientras las importaciones cayeron -5% YoY.

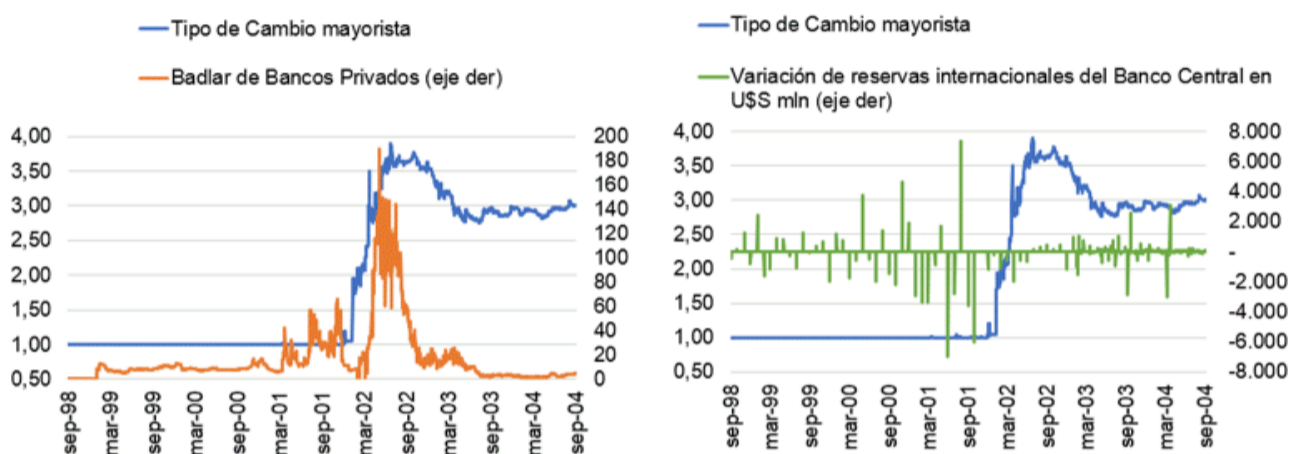
**BALANZA COMERCIAL ARG-BRA**



Sin embargo, el interrogante es ¿qué debe ocurrir para que se estabilice el tipo de cambio?. Mirando lo que ocurrió en el año 2002, la mayor depreciación del peso de los últimos 30 años, encontramos que cuando el tipo de cambio llegó a su equilibrio, las tasas de interés bajaron y el Banco Central dejó de perder reservas.

Si bien la inestabilidad generada por las lebac podría superarse en septiembre, sería deseable ver que el tipo de cambio se mantiene o baja sin ventas del Banco Central, para convencer a los inversores de que se alcanzó un tipo de cambio de equilibrio.

**2002**



Como conclusión final, hasta que se reduzcan los déficits de cuenta corriente y de cuenta capital, el nivel del tipo de cambio dependerá de la capacidad del Banco Central para vender dólares. Si el FMI autoriza nuevas ventas se podría mantener en estos niveles, sino deberá seguir subiendo.

**EMISIÓN, DEVALUACIÓN E INFLACIÓN**

La suba del tipo de cambio generará un traslado a precios (Pass Throught). Por esta razón, el Banco Central decidió subir 2.000 p.b. la tasa de referencia (Leliq) hasta 60%, haciendo subir las tasas de interés de la economía (Lebac, Badlar, Call, préstamos), además de subir los encajes bancarios 8% en el mes. Estas decisiones ayudan a detener la inflación porque reducen la cantidad de dinero disponible en la economía. A los bancos les impiden que presten (con la suba de encajes), y a los inversores los estimulan a no consumir (con mayores tasas de interés).

Es notable la relación que hay entre la emisión monetaria (línea gris del gráfico de la izquierda), la devaluación (en general a los 4 meses) y la inflación posterior.

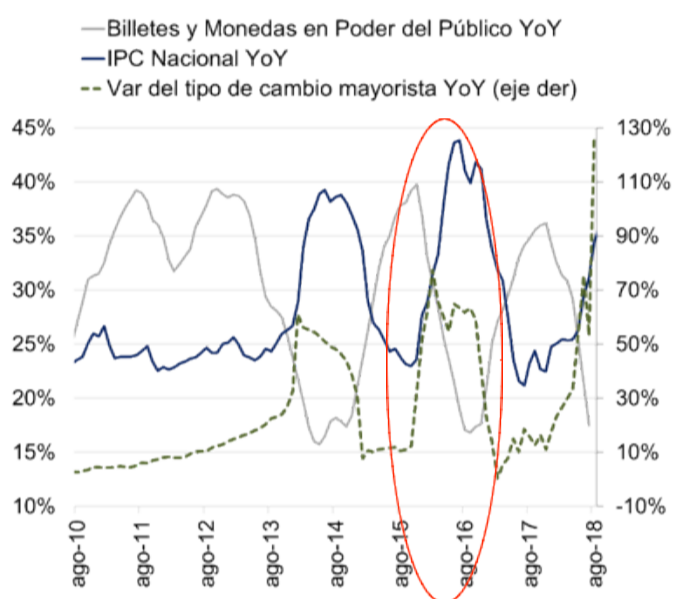
Si uno mira el ovalo rojo del gráfico de la izquierda (próxima página), nota que en nov-15 el crecimiento del circulante en poder del público se aceleró (por el gasto del estado financiado con emisión monetaria, y el vencimiento de los futuros de Rofex vendidos por la administración anterior) hasta 39% YoY. Esto generó la devaluación de feb-16 (81% YoY) y la aceleración inflacionaria que hizo su pico en jul-16 (44% YoY). Luego, se aumentó la tasa de interés y se contrajo el circulante, logrando que en jun-17 (un año después del pico inflacionario anterior) la inflación bajara hasta 22% YoY.

Es decir, cuando se emiten pesos para pagar déficit o deudas públicas, en seis meses se deberá devaluar la moneda.

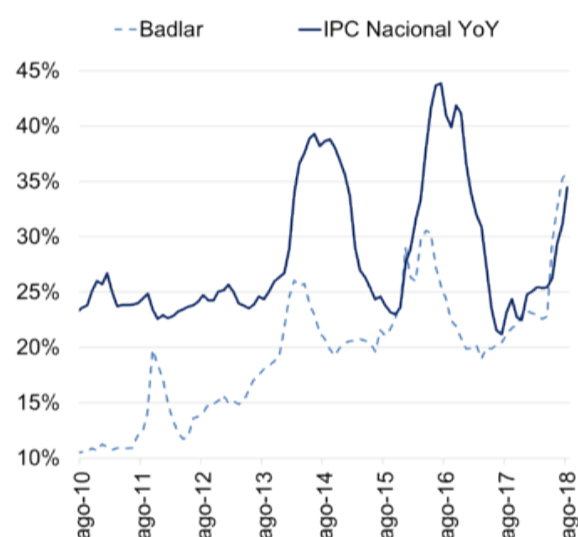
Hoy estamos viviendo algo parecido, la emisión monetaria (por financiamiento al Tesoro y por las compras de dólares a cambio de pesos), hizo que el circulante creciera hasta 37% YoY en nov-17, este nivel de emisión terminó en la actual devaluación (sumado al menor financiamiento internacional) de 126% YoY, y a un aumento de la inflación que podría llegar a 42% en dic-18.

La buena noticia, es que el acuerdo con el FMI le prohibió al Banco Central financiar al Tesoro (en forma directa con transferencias o en forma indirecta comprándole dólares), eso hizo que el circulante crezca actualmente al 13% YoY, y con el aumento de las tasas de interés, la inflación terminará por ceder a mediados de 2019.

**INFLACIÓN VS BILLETES Y MONEDAS**



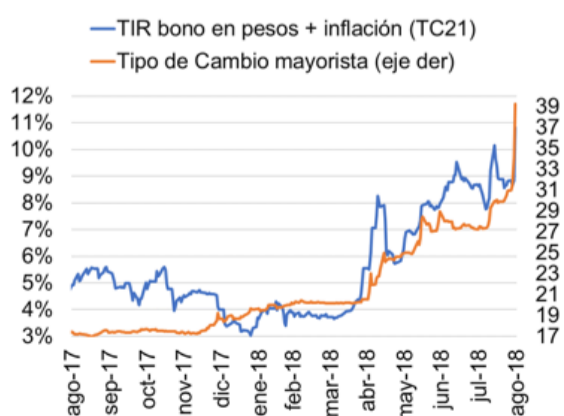
**BADLAR VS INFLACIÓN**



Mirando el efecto que la devaluación traerá en la inflación, creemos que vale la pena al vencimiento de las lebac (que de cualquier forma dejarán de existir en octubre), tomar cobertura por la inflación que vendrá, con bonos más CER.

Un bono en pesos más inflación (TC21) rinde 10% más inflación, en cambio un bono en pesos a badlar soberano (AA22) rinde 9% sobre Badlar (y la inflación es similar a la Badlar), esto nos inclina a cambiar lebac por bonos en pesos más CER. Además, si a principios de 2019 baja la inflación, bajarán las tasas de interés, pero la baja de tasas hace subir más los bonos en pesos más cer (que suben de precio), que los bonos a Badlar que se mantienen (porque baja la tasa del cupón).

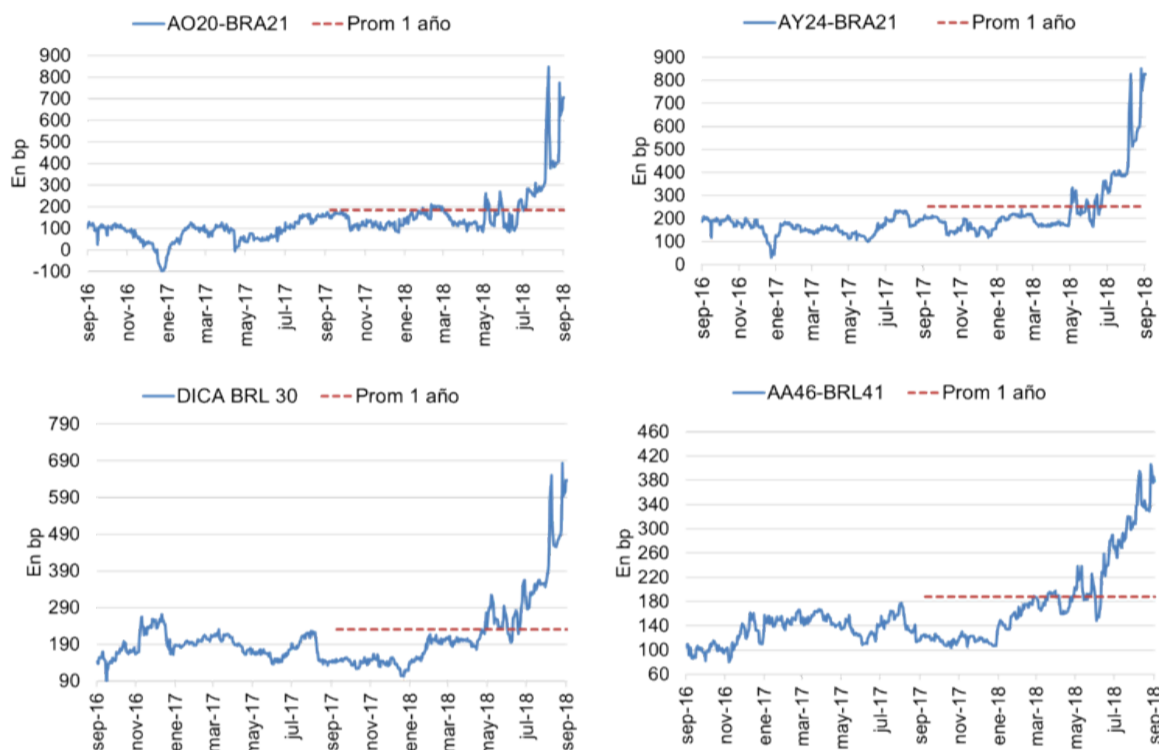
**BONOS AJUSTABLES POR INFLACIÓN O BADLAR**



## BONOS EN DÓLARES

El spread de bonos Argentinos respecto de Brasil se encuentra en máximos de los últimos dos años, pese a la mejora que tendrán las cuentas públicas y el sector externo. Creemos que entre septiembre y octubre con el fin de las lebac se terminará la volatilidad del tipo de cambio, permitiendo que vuelva la confianza en el Gobierno Nacional.

### SPREAD ARG-BRA



## Variación Títulos Públicos por Tramo

Durante el último mes se destacó la suba de los bonos en dólares medidos en pesos, por la suba del tipo de cambio, y la suba de bonos en pesos ajustables por inflación.

	Indice(*)	1w-ch	1m-ch	YTM(**)	Spread vs. T.Medio(bp)	Dur
<b>\$Ar (Badlar)</b>						
Tramo Medio (TM)	<b>84,2</b>	-9,03%	-9,0%	<b>50,7%</b>		1,1
<b>\$Ar (CER)</b>						
Tramo Medio (TM)	<b>117,4</b>	0,78%	3,0%	<b>10,3%</b>		2,5
Tramo Largo (TL)	<b>89,5</b>	-2,15%	1,5%	<b>9,0%</b>	<b>-129</b>	7,9
<b>US Dollar</b>						
Tr.Medio Dólar (TM)	<b>180,2</b>	16,0%	25,9%	<b>9,7%</b>		2,6
Tr.Largo Dólar (TL)	<b>155,5</b>	14,6%	19,3%	<b>10,5%</b>	<b>81</b>	7,5

**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= sep-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**

	Ultimo Precio			Fin 2018 E			Variación de tasas (p.b.)	Cupones Proyectados en 2018 <sup>2</sup>	Retorno Total Fin 18 <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>										
Bonar AMX9	108,0	0,4	49,95%	102,4	0,2	28,0%	(2195)	15,3%	7,3%	10,1%
Bonar AM20	92,5	1,2	57,49%	105,6	1,0	29,0%	(2849)	8,6%	2,1%	22,8%
Bocon Pr15	145,0	1,4	68,23%	175,0	1,5	30,0%	(3823)	5,5%	-16,0%	26,2%
Bonar AA22	93,7	1,8	55,35%	112,3	2,0	30,0%	(2535)	8,5%	-6,9%	28,3%
<b>Títulos en pesos a la tasa de referencia</b>										
Bono TJ20	114,5	1,1	72,03%	113	1,1	30,0%	(4203)	22,7%	-6,6%	21,1%
<b>Títulos en Pesos ajustables por inflación (CER)</b>										
Bono CER AF19	117,6	0,4	12,69%	149	0,1	4,0%	(869)	0,0%	25,8%	26,7%
Bono CER A2M2	107,5	1,5	12,02%	147	1,2	4,0%	(802)	0,0%	36,4%	36,6%
BONCER 2020 TC20	135,8	1,6	11,70%	183	1,3	5,0%	(670)	1,4%	25,4%	35,9%
BONCER 2021 TC21	135,3	2,8	10,27%	188	2,5	5,7%	(457)	0,0%	25,1%	38,8%
Disc ArgL DICP	697,1	7,3	9,50%	921	7,4	8,1%	(140)	4,5%	24,7%	36,5%
Par ArgL PARP	285,0	11,9	9,37%	393	12,0	8,3%	(107)	1,5%	24,4%	39,6%
Cuasipar ArgL CUAP	421,0	11,8	9,80%	599	12,8	8,3%	(150)	4,6%	24,8%	47,0%
<b>Títulos en pesos a tasa fija</b>										
Bono TO21	84,0	2,2	32,94%	93,7	2,2	25,0%	(794)	10,8%	8,7%	22,4%
Bono TO23	89,2	3,3	22,79%	84,1	3,2	24,0%	121	9,0%	6,4%	3,3%
Bono TO26	80,5	4,1	23,69%	79,9	4,2	23,0%	(69)	9,6%	6,6%	8,8%
<b>Títulos en dólares del Gobierno Nacional</b>										
Global 19 AA19	100,9	0,6	8,88%	102	0,3	4,0%	(488)	3,1%	15,7%	17,3%
Bonar 20 AO20	97,5	1,9	11,49%	107	1,6	5,0%	(649)	4,1%	16,5%	28,2%
Global 21 AA21	91,8	2,4	12,09%	104	2,1	5,6%	(649)	3,7%	16,7%	32,1%
Bonar 24 AY24	94,1	2,6	12,72%	109	2,4	5,7%	(702)	4,6%	17,0%	36,0%
Global 22 A2E2	83,7	3,1	12,18%	102	2,8	5,8%	(638)	0,0%	16,9%	37,5%
Global 23 A2E3	82,5	3,9	10,11%	97	3,6	6,3%	(381)	0,0%	16,2%	31,9%
Bonar 25 AA25	74,0	4,5	13,42%	98	4,4	6,5%	(692)	3,9%	17,2%	54,0%
Global 26 AA26	86,6	5,6	10,93%	103	5,5	7,4%	(353)	4,3%	16,4%	38,5%
Global 27 A2E7	78,3	6,2	11,35%	99	6,1	7,7%	(365)	0,0%	16,6%	42,3%
Global 28 A2E8	71,7	6,8	11,22%	90	6,8	8,0%	(322)	0,0%	16,5%	41,6%
Global 28 AL28	76,1	6,8	11,10%	95	6,9	8,0%	(310)	0,0%	16,5%	40,8%
Disc ArgL DICA	111,1	6,4	12,53%	143	6,7	8,1%	(443)	5,2%	17,0%	51,3%
Bonar 37 AA37	74,3	8,2	11,76%	97	9,2	8,3%	(346)	5,1%	16,6%	52,6%
Global 36 AL36	73,7	8,9	10,86%	94	9,5	8,3%	(256)	0,0%	16,4%	43,8%
Par ArgL PARA	52,0	10,0	10,62%	65	10,4	8,3%	(232)	2,4%	16,3%	43,8%
Global 46 AA46	75,4	9,3	11,02%	96	10,9	8,3%	(272)	5,1%	16,4%	48,8%
Global 2117 AC17	71,0	10,1	10,49%	88	12,3	8,3%	(219)	5,0%	16,3%	44,7%
<b>Títulos en dólares de Gobiernos Provinciales</b>										
Córdoba (CO26)	80,3	3,1	14,78%	102	3,3	7,2%	(758)	2,2%	17,6%	45,1%
Mendoza (PMY24)	84,0	3,5	14,38%	104	3,7	7,6%	(678)	5,0%	17,5%	45,5%
La Rioja (RIF25)	82,6	3,6	15,56%	102	3,7	10,3%	(526)	0,0%	17,9%	39,5%
Entre Ríos (ERF25)	76,7	3,9	16,07%	103	4,1	9,0%	(707)	0,0%	18,1%	51,6%

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:

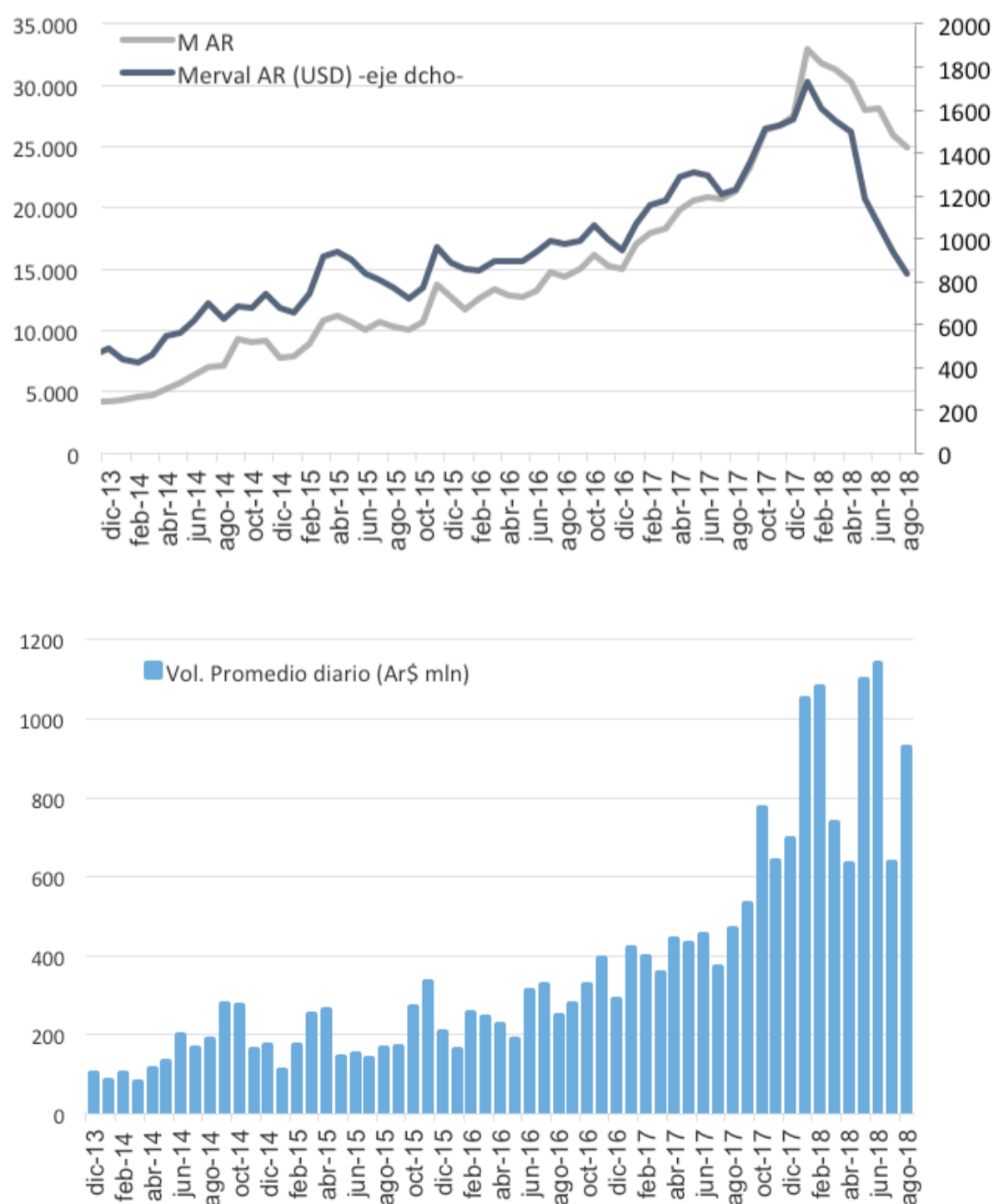
	Último	Proyecciones
	04/09/2018	dic-18
<b>Badlar</b>	39,0%	29,5%
<b>Tasa de Referencia</b>	60,0%	37,0%
<b>Inflación YoY</b>	34,5%	42,0%
<b>ARS/USD</b>	39,1	44,0
<b>ARS/USD YoY</b>	125,8%	135,3%
<b>EMAE / PIB real YoY</b>	-6,7%	-2,4%
EUA 10Y	2,9%	3,3%
Bra 10Y	5,9%	6,2%
Arg 10Y	11,2%	8,0%

## ACCIONES

DEI Índice Merval Argentina cedió -3,3% en el mes de agosto, acumulando una caída de -10,6% en lo que va del año. Medido en dólares el índice perdió -28,0% MoM, acumulando una caída de -54,8% en el año. Por su parte el volumen diario promedio negociado en acciones subió 45,4% MoM a \$ 926 mln, recuperándose de la caída del mes pasado.

Dentro de las acciones más negociadas se destacó la suba de: CAPU (+38,5%), PGR (+36,5%), APBR (+28,1%) y YPFD (+25,6%), mientras que las principales bajas fueron en SUPV (-30,9%) y TGNO4 (-21,1%).

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



Fuente: IAMC, Bolsar

**RATIOS DE VALUACIÓN ÍNDICES LATAM**

Country	Index	ROE ttm	P/E ttm	P/E fwd
Argentina*	MAR Index	45%	12,6	9,4
Brasil	IBOV Index	9%	17,8	11,4
México	MEXBOL Index	12%	21,7	17,2
Chile	IPSA Index	9%	18,6	15,4

**NOTICIAS RELEVANTES**
**Petróleo:**

YPF (YPFD) subió el precio de los combustibles a nivel nacional un promedio de 12% a partir de septiembre como consecuencia del traslado de la suba de tributos y biocombustibles encarado por el Gobierno así como el traslado de la devaluación del peso. Recordamos que en julio habían subido un 6% y en agosto un 5%. Si bien estimaban que faltaba un 10% de suba para cerrar la brecha que se generó con la devaluación y suba del crudo hasta julio pasado, la reciente devaluación de 35% agrandó esa brecha una vez más.

**Servicios Públicos:**

Pampa Energia (PAMP) finalizó el canje de acciones de Petrolera Pampa (PETR) por acciones de propias en los términos aprobados de 2,2699 acciones de de PAMP por 1 de PETR. De esta manera, con la absorción de otras de sus sociedades como Central Termica Guemes, Hidroelectrica Nihuales y Diamante, el nuevo capital social de PAMP se elevó como previsto desde 1.938,36 mln a 2.082,69 mln de acciones.

Como consecuencia de la recompra de acciones propias llevadas a cabo durante los Programas de Buy Back efectuados en los últimos meses, PAMP convocó para el próximo 2 de octubre a una Asamblea de Accionistas a fin de considerar la reducción de hasta 202,88 mln de acciones que actualmente tienen en cartera y que representan casi el 10% del capital social. Las alternativas que tenía PAMP eran: i) dejarlas en cartera y venderlas en un plazo máximo de 3 años, ii) distribuirlas entre todos los accionistas en proporción a sus tenencias, o iii) reducir el capital y cancelarlas.

Recordamos que durante la crisis de 2008, la CNV decidió suspender transitoriamente hasta fin de ese año el tope máximo del 10% del capital social de acciones propias que pueden adquirir las empresas argumentando que "a causa de la crisis internacional y por situaciones muy particulares del mercado, los precios de los activos de empresas argentinas bajaron mucho más de lo que indican análisis objetivos y por eso se permite a las firmas incrementar las tenencias de sus propias acciones, de manera de defender su cotización".

El ENRE aprobó un nuevo mecanismo de actualización del Costo Propio de Distribución (CPD) para Edenor (EDN) (Resolucion 208/2018) por un total de 15,85%. Sin embargo, se acordó realizarla en dos etapas: 50% a partir del 1 de agosto de 2018 y 50% a partir del 1° de febrero de 2019, junto con la diferencia del CPD que se genere en el período agosto 2018/enero 2019, en 6 cuotas que serán además ajustadas por el mecanismo de inflacion a dicha fecha. Asimismo, se acordó promover el tratamiento de las cuestiones pendientes de resolución vinculadas al Nuevo Acuerdo Marco aprobado por el Decreto N° 1.972/2004 relativo a los consumos de asentamientos y barrios carenciados.

Luego del resultado del 2q18 y considerando el nuevo escenario local de menor actividad económica, ajustamos nuestros estimados con una baja en la demanda de energía para 2018 y 2019, elevando además las pérdidas de energía tanto en porcentaje como en monto por la suba de 40% en el precio estacional de la energía que rige desde agosto 2018. Nuestro nuevo target para EDN es de \$ 76 por acción para fin de 2018 y equivale a 6x FV/EBITDA 19E y 10,3x EPS 19E. La recomendación es Comprar.



Transportadora de Gas del Norte (TGNO4) y Transportadora de Gas del Sur (TGSU2) presentaron al ENARGAS y en Audiencia Pública el ajuste solicitado para los ingresos regulados al transporte de gas natural de 30,5% y 28,8% respectivamente. Recordamos que esto corresponde a lo acordado en la RTI por el ajuste semestral por el periodo marzo-agosto 2018, calculado en base a la inflación (IPIM). TGS aclaró que el impacto mensual en la boleta de un usuario promedio de Metrogas sería de \$ 10 o 4,5%.

Por otra parte, el Ministerio de Energía informó que como consecuencia de la actualización semestral de tarifas de transporte y distribución de gas, así como por la quita de subsidios prevista al precio del gas y la determinación de los nuevos precios de gas en boca de pozo (PIST), el impacto total en la factura de los usuarios no debería superar el 30% a partir del 1 de octubre de 2018.

Recordamos que a partir del 1 de agosto de 2018 el Ministerio de Energía fijó nuevos precios máximos de referencia en PIST (Punto de Ingreso al Sistema de Transporte) para el gas natural (Resolución 46/2018), para cada cuenca de origen, con destino a la generación de electricidad 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 seguirá asegurando la disponibilidad de los volúmenes de gas requeridos para ser utilizados en la generación de electricidad dentro de esos parámetros. Los nuevos precios son inferiores a los U\$S 5,20 el mln BTU que regia hasta ese momento.

De acuerdo a los medios, el Gobierno estaría analizando la posibilidad de construir un nuevo gasoducto que uniría la cuenca neuquina con la localidad de San Nicolás, en la provincia de Buenos Aires. El proyecto requeriría una inversión de U\$S 1200 mln con al menos 36 meses de plazo y fue presentado por Transportadora de Gas del Norte (TGN) al Enargas. Sin embargo, aun todo está en etapa preliminar.

Bancos:

Banco Macro (BMA) prorrogó hasta el 25 de septiembre el Programa de Recompra de Acciones propias por hasta \$ 5.000 mln por el cual se compromete a pagar hasta \$ 158 por acción. Actualmente lleva recompradas más de 13 mln de acciones representativas del 2% del capital social.

Por otra parte, BMA estuvo recomprando entre julio y agosto \$ 1.200 mln de su ON Clase B a tasa fija en pesos con vencimiento en 2022 y \$ 355 mln de sus ON Clase C, BADLAR Privada + 3.5% con vencimiento en 2021. Dado que los precios de compra son significativamente inferiores a su valor nominal, el Banco registrará una ganancia contable extraordinaria por dichas operaciones que estimamos supere los \$ 450 mln.

El sector bancario fue uno de los más golpeados en el mes de agosto, liderado por la baja de SUPV de -31% MoM.

En particular, Grupo Supervielle (SUPV) reportó un resultado para el 2q18 significativamente inferior a lo esperado por el mercado por el impacto negativo de la suba de tasas pasivas con un lag para el repricing de las tasas activas, sumado a un aumento de la morosidad de la cartera de consumer finance y el efecto de la devaluación del tipo de cambio que los sorprendió con una exposición negativa en dólares con posiciones a término.

Para el segundo semestre del año, el guiance de los bancos se mostraba optimista con la esperanza de que en diciembre comenzaran a registrarse signos de recuperación en la actividad económica y disminuyera la presión inflacionaria. Asimismo, en julio la morosidad de las carteras históricamente mejora por la cobranza de aguinaldos y los reajustes salariales.

Sin embargo, el mes de agosto finalizó con una nueva e inesperada devaluación del peso y un deterioro de las expectativas de crecimiento, donde ahora el Gobierno estima un PBI de -2,4% para 2018 y flat en 2019 con una inflación de 42% y 25% respectivamente.

Por otra parte, el BCRA elevó nuevamente la tasa de política monetaria de 40% a 60% (en mayo había subido desde 28% a 40%), que sostendría hasta al menos el mes de diciembre con una suba de encajes adicional de 5% a ser integrada con Pesos, LELIQ o NOBAC. De esta manera, los encajes se incrementaron entre julio y agosto en 16 pb.

Bajo este nuevo escenario, cada banco tiene su particularidad y exposición diferente a: i) fondeo por depósitos y/o financiamiento con Obligaciones Negociables, ii) morosidad y cobertura de la cartera de préstamos en situación irregular, iii) exposición a consumer finance y plan de crecimiento, iv) diferencia de cambio por moneda extranjera, v) cotización de cartera de títulos públicos y provinciales, vi) repricing de tasas activas y pasivas.

De esta manera, incorporamos a nuestras estimaciones el actual aunque cambiante escenario de mayores tasas, tanto activas como pasivas, con presión inflacionaria y del tipo de cambio, suba de encajes y caída en los precios de los títulos públicos, esperando una desaceleración del crecimiento de la cartera de préstamos con un mayor cargo de incobrables. Además bajamos de 13x a 10x EPS19E el múltiplo utilizado para calcular los targets para fin de 2018.

**SENSIBILIDAD DE LOS TARGETS 2018E EN AR\$ SEGÚN EL RATIO EPS19E UTILIZADO:**

EPS19E	10x	11x	12x	13x
<b>BMA</b>	280	306	335	365
<b>FRAN</b>	147	162	178	196
<b>GGAL</b>	112	123	134	145
<b>SUPV</b>	80	88	96	105

**e-commerce:**

MercadoLibre, Inc. (MELI) colocó un bono convertible en acciones por US\$ 800 mln con vencimiento en 2028 y tasa del 2.00%. MELI otorgó una opción de compra de 13 días por hasta US\$ 120 mln adicionales. La tasa de conversión será inicialmente de 2,2553 acciones ordinarias de MELI por cada \$ 1.000 de capital, lo que equivale a un precio de conversión inicial de aproximadamente \$ 443,40 por acción (+ 35% sobre el último precio). MELI estima obtener \$ 785 mln y destinar parte de los fondos para recomprar \$ 263,7 mln de sus bonos convertibles con vencimiento en 2019 y tasa del 2,25%.

**Alimentos:**

Morixe Hermanos (MORI) finalizó la suscripción del aumento de capital, habiendo recaudado \$ 47,3 mln y destinando \$ 212,3 mln de aportes integrados para la ampliación de capital por 175 mln de acciones

**Consumo Discrecional:**

Corporación América Airports S.A. (CAAP) reportó una pérdida de \$ 22,7 mln en 2q18, o -\$ 0,14 por acción, comparado con una ganancia de \$ 15,6 mln o un EPS de \$ 0,11 el año previo. Las ventas avanzaron 3,5% YoY a \$ 397,1 mln impulsadas por un crecimiento del 7,4% YoY en el tráfico de pasajeros a 19,2 mln. La desaceleración en el crecimiento responde a un cambio de mix de tráfico de internacional a nacional, junto con el impacto de la devaluación en Argentina y Brasil. El EBITDA ajustado creció 12,9% YoY a \$ 121,1 mln, con un margen EBITDA de 30,5% mejorando en 255pb por el impacto positivo de la devaluación sobre la estructura de costos.

**Holdings:**

Sociedad Comercial del Plata S.A. (COME) la CNV aprobó la reducción de capital de \$ 73 mln que fue resuelta por los accionistas el 12 de octubre de 2017. Consecuentemente el capital de COME queda reducido a la suma de \$ 1.510,1 mln. COME iniciará los trámites ante la BCBA para la cancelación del listado de las acciones objeto de la reducción y la modificación del valor nominal de las acciones de \$ 10 a \$ 1 cada una.

## 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. %
<b>Allaria Ledesma &amp; Cía. S.A.</b>	1	11,2	Balanz Capital Valores S.A.	1	12,4
Balanz Capital Valores S.A.	2	6,3	<b>Allaria Ledesma &amp; Cía. S.A.</b>	2	10,5
AR Partners S.A.	3	5,8	Banco de Galicia y Buenos Aires S.A.	3	8,6
Invertir en Bolsa S.A.	4	5,2	Banco Mariva S.A.	4	5,0
Banco Macro S.A.	5	5,1	ICBC Argentina	5	4,6
SBS Trading S.A.	6	4,7	Banco Patagonia S.A.	6	3,5
Invertir Online S.A.	7	3,1	SBS Trading S.A.	7	3,3
Buenos Aires Valores S.A.	8	2,9	AR Partners S.A.	8	2,7
Cohen S.A.	9	2,8	Global Valores S.A.	9	2,3
Santander Río Valores S.A.	10	2,5	Puente Hnos. S.A.	10	2,3

# GRACIAS!

 **WINA**<sup>TM</sup> Fondos Comunes  
de Inversión

 **Allaria  
Ledesma & Cia**