

INFORME MENSUAL

AGOSTO



PERSPECTIVAS

EUA sigue mostrando un crecimiento económico envidiable con una inflación que aumenta lentamente a pesar de estar en pleno empleo, dando sustento a un mercado bursátil (S&P) que vuelve a máximos históricos. Durante el mes pasado, Trump se mostró más amigable con Europa, pero incrementó la guerra comercial dialéctica con China. En los mercados emergentes, la salida de fondos se tomó un respiro, observándose mayor estabilidad en las monedas, y una recuperación en los precios de los bonos y acciones (China es la principal excepción, devaluando su moneda para contrarrestar las tarifas a sus productos que le impone EUA).

Teniendo en cuenta que se acercan las elecciones legislativas de medio término en EUA, aumentan las chances de que Trump incremente la volatilidad del mercado dado su estilo para atraer votantes. Mientras tanto, el crecimiento económico en dicho país, sumado a las rebajas impositivas, permite a las compañías norteamericanas presentar ganancias crecientes que dan sustento al mercado bursátil.

Mientras tanto, en un universo paralelo, los bonos argentinos continúan cayendo, y el riesgo país alcanza niveles máximos de los últimos tres años. Más que reducir su exposición a la Argentina, pareciera directamente que los inversores no quieren tener activos locales. Las acciones, que durante julio habían mostrado un rebote de 15%, devolvieron en pocos días prácticamente la totalidad de la suba, al destaparse supuestos casos de corrupción ocurridos durante el gobierno anterior, en el cual están involucradas varias empresas relacionadas principalmente con la obra pública.

En el plano económico, el país entró de lleno en una recesión cuya salida se vislumbra para principios del segundo trimestre del año que viene (ayudados por una recuperación en la campaña sojera en 2019). La fuerte devaluación del tipo de cambio en el segundo trimestre, está empezando a ajustar el déficit externo, pero dado que la Argentina es un país cerrado, eso solo no alcanza para recuperar la actividad.

El tipo de cambio se apreció durante julio, pero el valor del dólar no parece ser el de equilibrio, teniendo en cuenta que el BCRA mantiene la tasa de la Lebac más corta por arriba del 45% anual, y más temprano que tarde deberá empezar a bajarla.

Con este escenario, seguimos recomendando mantener una duration baja en los portafolios de bonos, prefiriendo el tramo corto y medio de la curva de dólares. Los bonos provinciales están mostrando spreads de hasta 500 puntos básicos respecto el soberano, pero es necesario que pare la sangría para tomar el riesgo adicional.

Como dijimos el mes pasado, el mercado de acciones está prácticamente regalado, pero el momentum es nulo, ya que recién estamos entrando en la recesión generada por la crisis cambiaria. A eso se le agregó en los últimos días, los supuestos casos de sobornos, generando mayor incertidumbre ante el alcance que pueda tener la investigación. En acciones nuestras preferencias siguen siendo Supervielle y Macro (que anunció recompra de acciones) entre las financieras; Pampa, TGS, Edenor en servicios públicos y generación de energía; Ternium Argentina en materiales; Cablevisión Holding en media.

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.

CARTERAS RECOMENDADAS

MERVAL ARGENTINA – RECOMENDACIÓN POR SECTOR

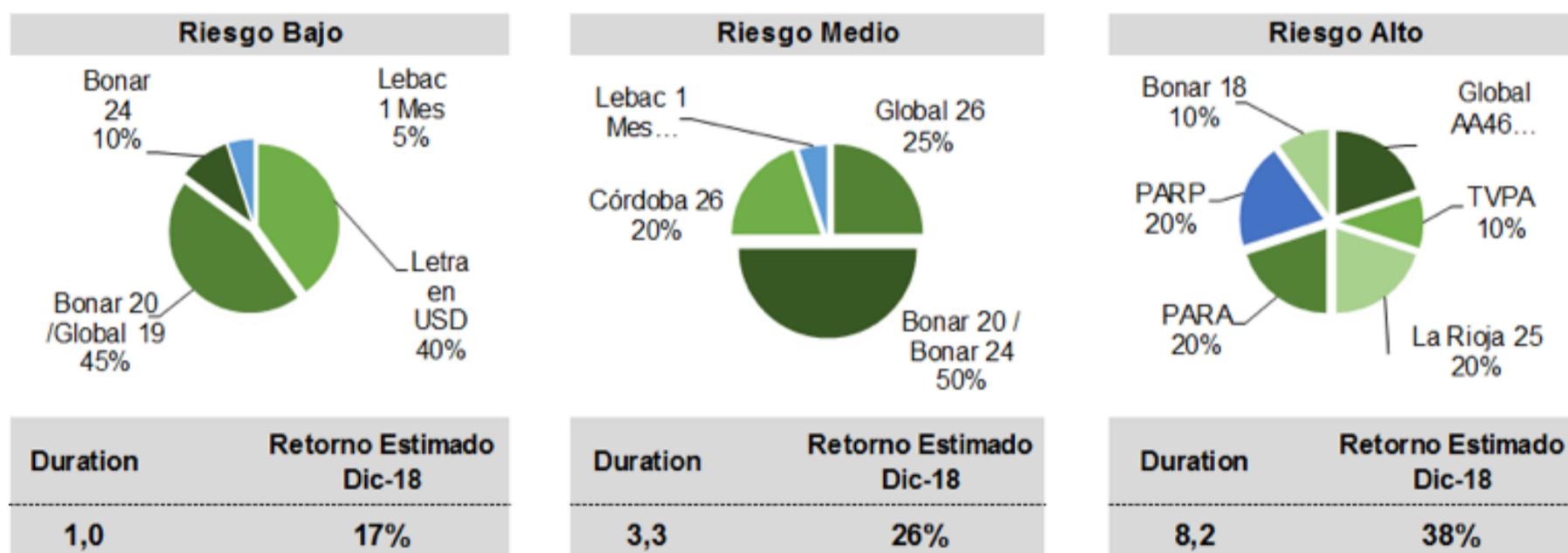
Sector	% del Merval	Recomendación	Destacadas
Bancos	29%	Marketweight	Supv, Bma
Siderurgia	4%	Overweight	Txar, TX
Aluminio	3%	Underweight	
Petróleo y Serv. Petr.	7%	Marketweight	Capx, Ypf
Serv. Públicos y Gener.	36%	Overweight	Pamp, Tgsu2, Edn, Tgno4
Telecom/ Media	5%	Overweight	Cvh
Holdings	3%	Underweight	
Consumo Discrecional	2%	Underweight	
Real Estate	2%	Marketweight	Irsa
Construcción	2%	Underweight	
Otros	8%	Underweight	
	100,0%		

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

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

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

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



Durante julio y principios de agosto, mantuvimos las carteras recomendadas, entendiendo que el nivel de dolarización es el adecuado hasta que las cuentas externas den señales de haber encontrado un equilibrio con el tipo de cambio real, o bien se recupere el acceso al financiamiento internacional.

Seguimos sugiriendo mantenerse en el tramo corto de la curva de bonos en dólares.

ACTIVIDAD ECONÓMICA

PROYECCIONES MACRO ARGENTINA

	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18
Actividad				
PIB Nominal (USD mln)	630.864	547.596	557.912	483.954
Crecimiento real PIB (YoY)	2,7%	-1,8%	2,8%	-0,5%
Consumo Privado (YoY)	3,7%	-1,0%	3,5%	-0,7%
Consumo Público (YoY)	6,9%	0,3%	3,1%	-0,5%
Inversión (YoY)	3,5%	-4,9%	9,0%	3,5%
Exportaciones (YoY)	-2,8%	5,3%	0,5%	-2,5%
Importaciones (YoY)	4,7%	5,7%	11,3%	0,0%
Datos Fiscales				
Resultado Primario últimos 12 meses (% del PIB)	0,0%	-3,5%	-3,8%	-1,7%
Intereses últimos 12 meses (% PIB)	-0,1%	-1,3%	-2,1%	-3,0%
Resultado Financiero últimos 12 meses (% PIB)	-0,1%	-4,8%	-6,0%	-4,7%
Deuda Pública neta de FGS y BCRA (% PIB)	22%	25%	30%	50%
Sector Externo				
Balanza Comercial, últimos 12 meses (USD mln)	-2.969	1.968	-8.472	0
Cuenta Corriente (USD mln)	-17.622	-14.693	-30.792	-14.519
Cuenta Corriente (% del PIB)	-3,8%	-2,9%	-5,5%	-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%	32,0%
Tasa de Lebac 1 mes (Fin. Per.)	27,0%	25,8%	26,4%	25,0%
Tasa Badlar Bancos Priv. (Fin. Per.)	29,0%	19,9%	23,3%	21,0%
Tipo de Cambio mayorista (ARS/USD, fin. Per.)	13,0	15,9	18,7	31,0
Tipo de Cambio mayorista (YoY, fin. Per.)	52%	22%	17,3%	66,2%
Tipo de Cambio mayorista (ARS/USD, promedio anual)	9,44	14,95	16,77	26,36
Tipo de Cambio Real Multilateral (fin. Per.)	94,7	90,1	90,4	120,39

Tipo de cambio, tasas y precios

La Argentina experimentó en 2Q18 y el transcurso del 3Q18 la interrupción del flujo de financiamiento voluntario del déficit en cuenta corriente, el cual oscilaba los 5 puntos del producto. Como consecuencia de ello, las autoridades decidieron acudir al FMI de manera de solucionar un doble problema: ajustar sus cuentas públicas y conseguir el financiamiento necesario para transitar hacia el nuevo “equilibrio macro” (con un déficit financiero y en cuenta corriente en línea con los países comparables de la región).

La ausencia de financiamiento fue acelerando la reversión de los flujos de capitales y la demanda de divisas para atesoramiento por parte del sector privado, que alcanzó su pico máximo en mayo, y se empezó a suavizar durante junio y julio. Algunos de los factores que habrían colaborado a reducir la demanda de divisas

fueron, las ventas diarias de divisas del Banco Central, la suba de tasas de interés y el aumento de encajes bancarios. Aun así, a finales de julio la devaluación alcanzó el 15% YoY en términos reales (similar a la devaluación de jul-16 de 16% YoY, y superior a la de jul-14 +9% YoY).

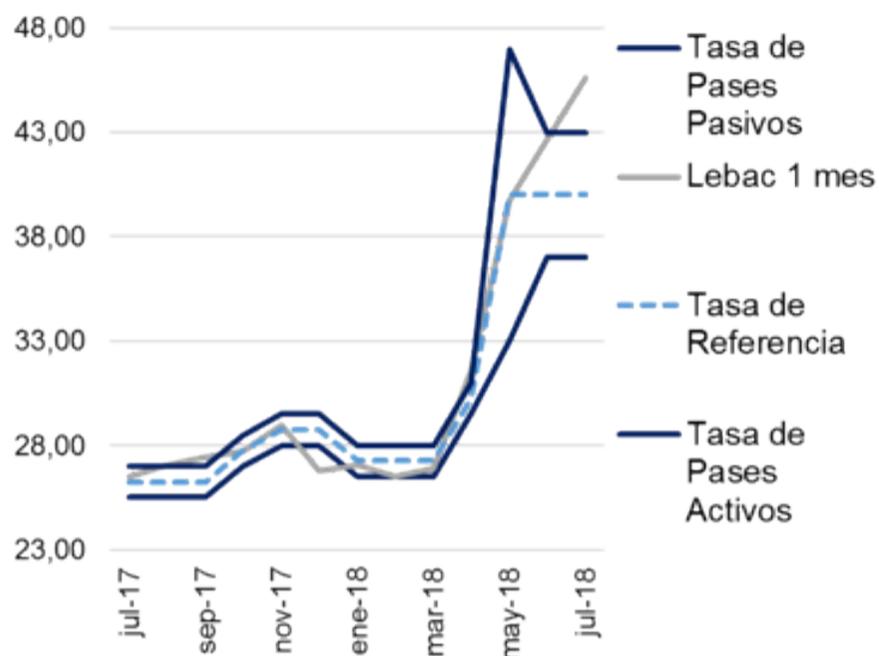
Ahora bien, a diferencia de lo acontecido en los episodios previos y debido al ajuste fiscal y monetario implícito en el acuerdo con el FMI, el sector público no cuenta con instrumentos de política fiscal ni monetaria como para estabilizar el impacto en la actividad (el gasto primario real creció 4,4% en 2014 y 1,2% 2016, mientras que en la actualidad cae al -5,7%). Adicionalmente, el BCRA ha encarado una política monetaria más dura (la tasa de interés real expost se ubicó en -7,4% en 2014, en -5,6% en 2016 y en la actualidad sería positiva en aproximadamente 15%). Desde el lado del sector privado, el sector agropecuario enfrenta una sequía que reducirá la cosecha de soja y maíz 35% (soja caería a 36 mln de tn en 2018 y maíz caería a 32 mln de tn), y gran parte de las paritarias cerraron por debajo de la inflación, haciendo caer el consumo privado (el 73% del PIB mirado desde la demanda agregada). Todos estos factores, agravan el escenario recesivo esperado para los próximos 3 trimestres, incluso respecto a los mencionados episodios.

La “anatomía” de las recesiones inducidas por una devaluación, puede anticiparse, será más profunda que los mencionados eventos de 2014 y 2016. La máxima caída se ubica siempre 2 trimestres después de la “devaluación”, por ejemplo, en 2014 durante el 3Q la actividad cayó -4% YoY, y en 2016 cayó - 3% YoY en igual trimestre. Esperamos que en el 4Q18, la actividad caiga más de -5% YoY, llevando al promedio de la actividad del año, a caer medio punto porcentual. Esto es, continúa la lógica de años impares (electorales) con crecimiento, y años pares (de ajuste) con caída en la actividad. La caída sería generalizada, aunque liderada por el sector agropecuario y atemperada por el sector servicios, esencialmente no transable.

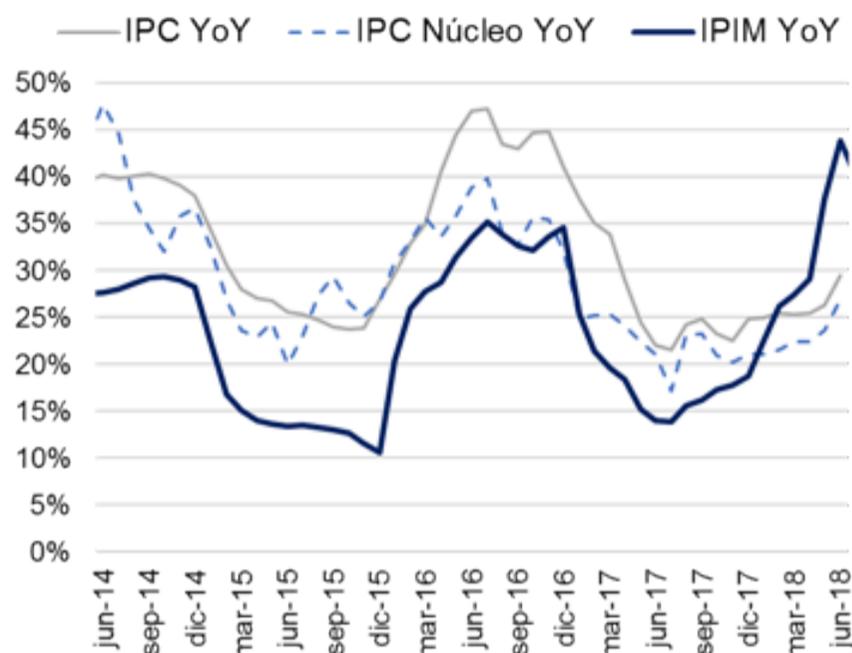
La menor actividad, en conjunto con la restricción de política monetaria y fiscal, impacta en las decisiones de fijación de precios de las firmas, lo que genera el mínimo traslado a precios (pass through) de las 3 devaluaciones comparadas. Comparando el mes posterior a cada devaluación, el traslado a precios se ubicó en 32% en 2014 (tomando el índice general de precios), 25% para 2016, y en 2018 bajó a 24%.

La evidencia disponible sugiere entonces que nos encaminamos a la recesión más profunda desde la crisis de 2009. No sólo eso, la falta de instrumentos de política económica disponibles para estimular la economía, nos permite predecir que la salida sería mucho más lenta que en dichos episodios. La recesión se vería interrumpida por la buena cosecha en 2Q19 (se espera que la soja supere la cosecha de 2017) y la estabilización de la economía brasileña a través de las exportaciones industriales.

TASA DE REFERENCIA Y TASAS DE LEBACS



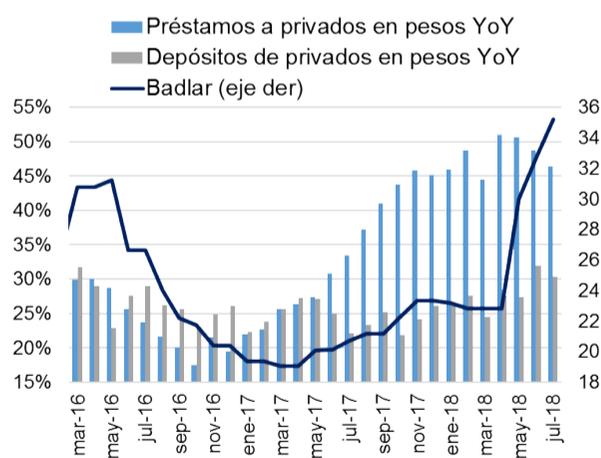
INFLACIÓN MINORISTA, NÚCLEO Y MAYORISTA



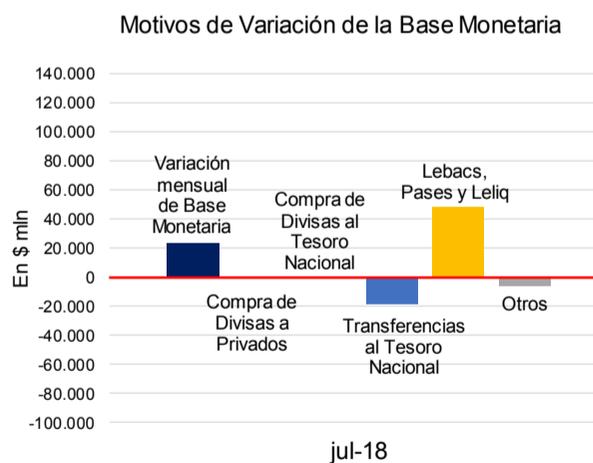
Durante julio, la base monetaria se expandió \$23.177 mln, y creció interanualmente a razón del 25% YoY. La expansión se explica por el desarme de Lebac por \$111.610 mln, parcialmente compensado por el aumento en el stock de pases y Leliqs por \$66.002 mln, y la cancelación de adelantos transitorios del Tesoro por \$12.600 mln (por la prohibición del FMI de financiar el déficit fiscal con emisión monetaria), entre otros.

Desde el punto de vista privado, en julio los préstamos en pesos crecieron 46% YoY (levemente por debajo del +49% YoY de junio), y los depósitos en pesos crecieron 30% YoY (por debajo del +32% YoY de junio). La tasa Badlar subió (+250 p.b.) a 35,2%, igual que la TM20 (que subió 388 p.b. a 37,8%).

PRÉSTAMOS Y DEPÓSITOS

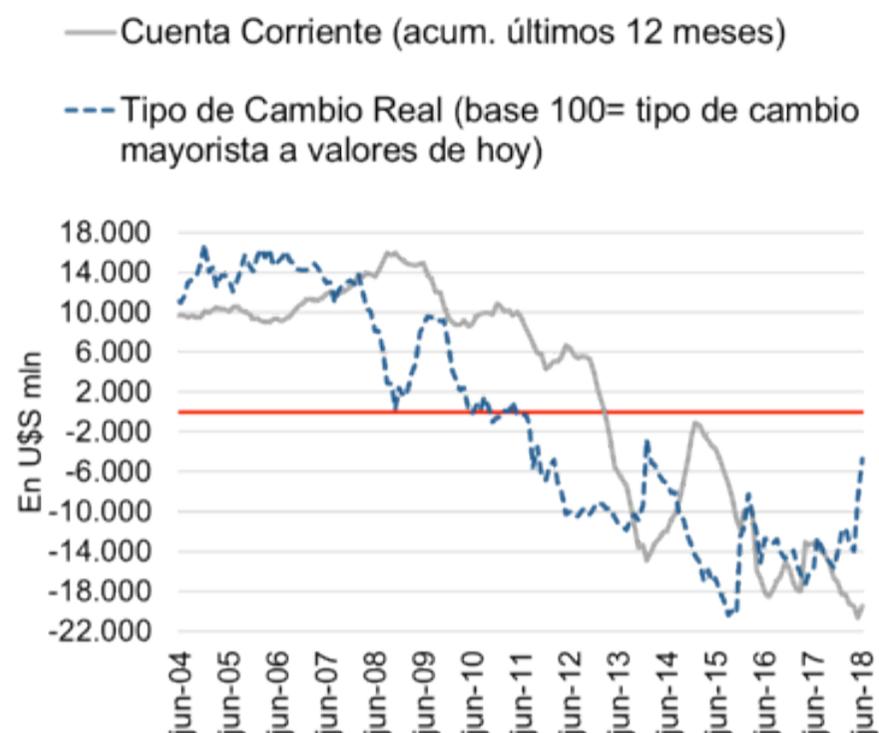


BASE MONETARIA

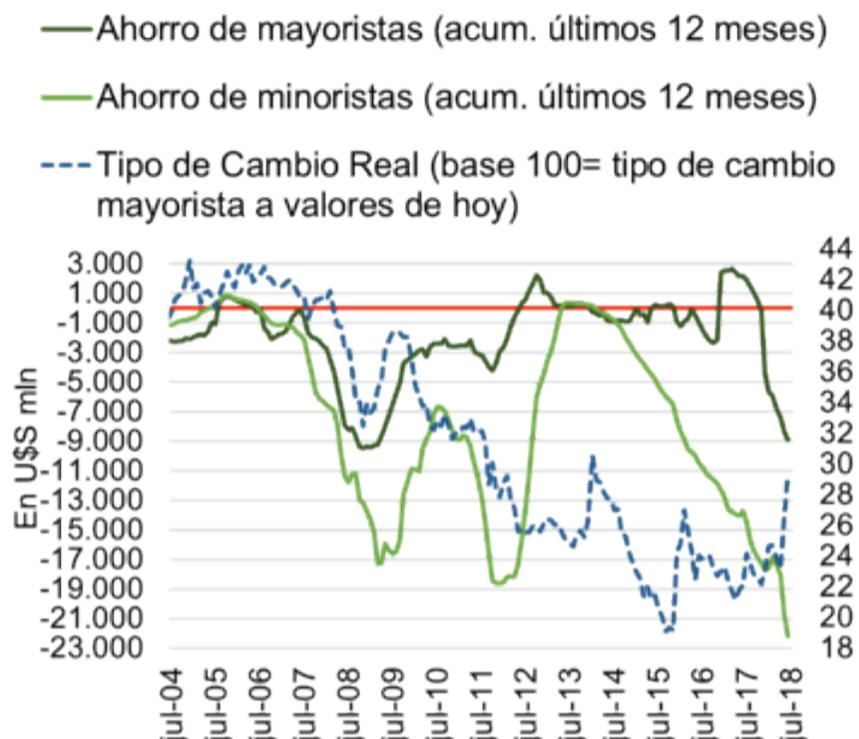


Sin embargo, como se observa en los próximos gráficos, el nivel de desequilibrio aún es importante.

CUENTA CORRIENTE



AHORRO PRIVADO EN DÓLARES



La balanza comercial (exportaciones - importaciones) de la balanza de pagos (que a diferencia de la balanza cambiaria incluye ventas y compras a crédito), correspondiente al mes de junio, tuvo un saldo deficitario por -U\$S 382 mln. De esta manera, en términos interanuales, el déficit se redujo 49%.

El déficit acumulado para los últimos 12 meses alcanzó -U\$S 10.958 mln, esto es, un 3% menos que en mayo (cuando había alcanzado -U\$S 11.326 mln).

Las exportaciones cayeron -1,4% YoY a U\$S 5.076 mln, esto se explica principalmente por la caída en las cantidades exportadas de productos primarios (por efecto de la sequía) de -25,7% YoY. A su vez, las importaciones, impulsadas por la disminución en el rubro bienes de capital (-16,9% YoY), cayeron 7,49% YoY, alcanzando los U\$S 5.458 mln. De esta manera, registran su primera caída interanual desde octubre de 2016.

BALANZA COMERCIAL (EXPORTACIONES – IMPORTACIONES) DEL BALANCE DE PAGOS



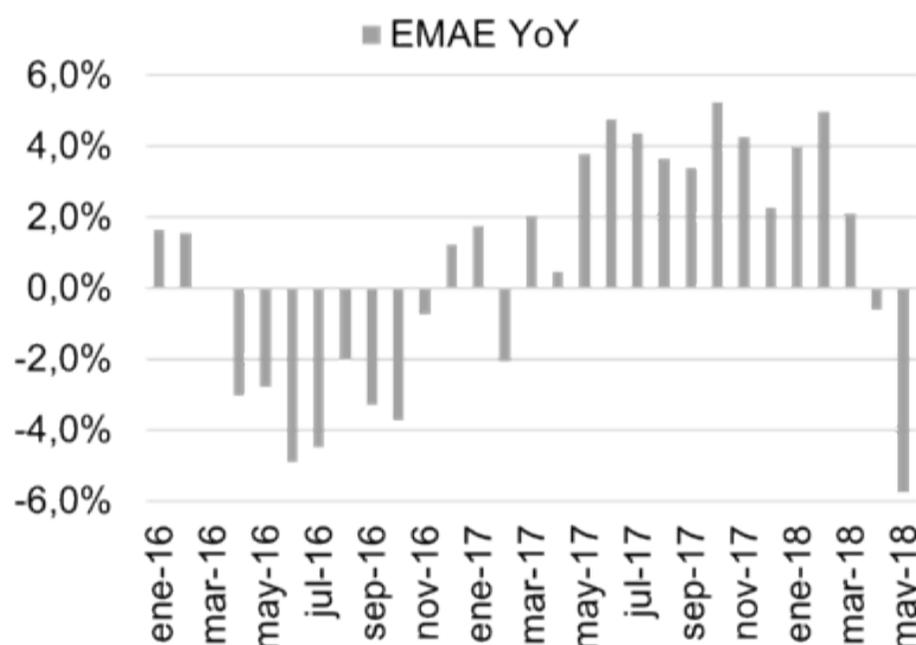
Rubros/ usos	Junio de 2018		
	Valor	Precio	Cantidad
Exportación	-1,4	9,8	-10,2
Productos primarios	-25,7	7,7	-31,1
Manufacturas de origen agropecuario (MOA)	3,0	15,4	-10,6
Manufacturas de origen industrial (MOI)	10,4	3,6	6,6
Combustibles y energía	96,2	19,9	62,3
Importación	-7,5	4,7	-11,7
Bienes de capital	-16,9	-6,2	-11,5
Bienes intermedios	4,1	8,3	-3,9
Combustibles y lubricantes	-6,2	27,6	-26,7
Piezas y accesorios para bienes de capital	-10,3	2,7	-12,6
Bienes de consumo	-8,8	1,3	-10,1
Vehículos automotores de pasajeros	-15,0	6,5	-20,3
Resto	-11,5	-	-

Actividad, política monetaria y fiscal

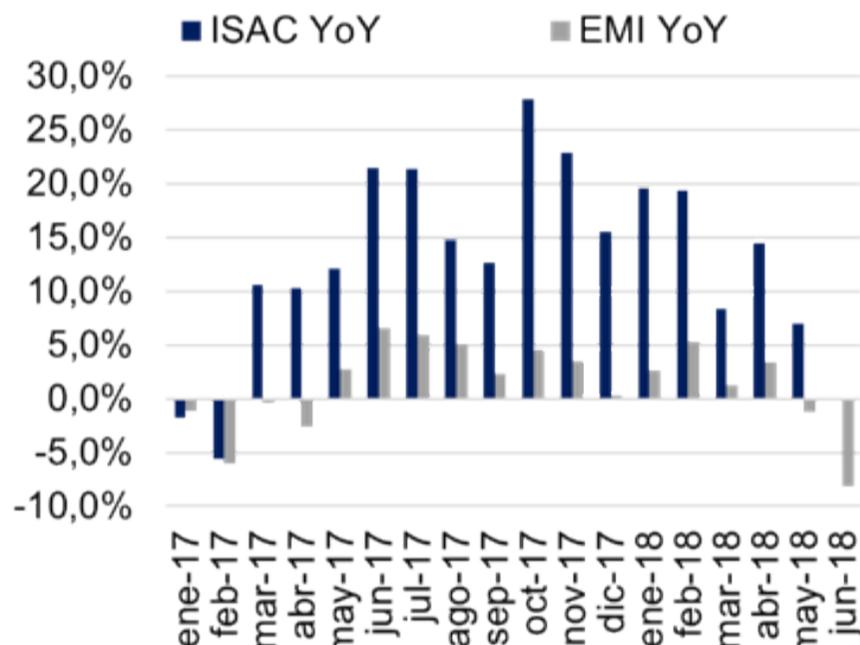
Durante mayo, la actividad económica cayó -5,8% en términos interanuales (desde -0,6% YoY en abril), alcanzando así su segunda caída consecutiva. Se destacó nuevamente la fuerte caída en el sector de la agricultura (-35,2% YoY), afectado por la sequía.

Durante junio, la actividad industrial (EMI) cayó -8,1% YoY, siendo esta su segunda caída interanual consecutiva, y la construcción (ISAC), cayó -0,1% YoY, mostrando su primera caída en términos interanuales luego de 15 meses de crecimiento.

ESTIMADOR DE ACTIVIDAD ECONÓMICA (EMAE)



INDUSTRIA (EMI) Y CONSTRUCCIÓN (ISAC)



La recaudación de julio aumentó +24% YoY, desacelerándose respecto de junio (había sido +32% YoY) y por debajo de la inflación del período (+30% YoY).

Los impuestos internos crecieron +18,8% YoY en julio, desde +27,8% YoY en junio. Esta desaceleración de la recaudación se encuentra en línea con el escenario recesivo antes descrito, pero de perdurar en el tiempo, podría perjudicar el plan de reducción del déficit fiscal del Gobierno.

Los impuestos externos crecieron +50,7% YoY en julio (desde +54,8% YoY en junio). Se desaceleró la recaudación por derechos de exportación -6,8% YoY, mientras que los derechos de importación crecieron +66,9% YoY. Esto podría indicar un empeoramiento del balance comercial durante julio.

RECAUDACIÓN TRIBUTARIA

\$ mln	Mes		YoY	Acumulado últimos 12 meses		Sobre PIB	
	jul-18	jul-17		jul-18	jul-17	jul-18	jul-17
Recursos Tributarios	293.894	237.326	23,8%	2.985.615	2.412.944	23,0%	25,4%
IVA neto	91.454	64.240	42,4%	950.209	672.175	7,3%	7,1%
IVA DGA	34.221	20.349	68,2%	311.636	206.703	2,4%	2,2%
IVA DGI	60.083	45.221	32,9%	660.863	480.253	5,1%	5,0%
Ganancias	59.703	50.705	17,7%	659.488	491.230	5,1%	5,2%
Ganancia DGI	55.073	47.654	15,6%	614.555	461.183	4,7%	4,8%
Ganancia DGA	4.630	3.051	51,8%	44.933	30.046	0,3%	0,3%
Derechos de Expo	7.355	7.893	-6,8%	73.639	65.808	0,6%	0,7%
Derechos de Impo y otros	9.966	5.973	66,9%	90.535	61.796	0,7%	0,6%
Deb y Créd	18.739	15.161	23,6%	201.956	153.219	1,6%	1,6%
Bs Personales	1.216	3.326	-63,5%	19.191	17.622	0,1%	0,2%
Seguridad Social	89.033	73.430	21,2%	810.882	635.715	6,2%	6,7%
Otros	16.428	16.599	-1,0%	179.716	315.379	1,4%	3,3%
Sinceramiento Fiscal	0	0		0	154.580	0,0%	1,6%
Impuestos Internos	237.722	200.061	18,8%	2.464.873	2.048.591	19,0%	21,5%
Impuestos Externos	56.172	37.265	50,7%	520.743	364.354	4,0%	3,8%

Durante junio, el déficit primario aumentó 8% YoY a \$61.451 mln (muy por debajo de la inflación del período de 30% YoY). Los ingresos crecieron al 36% YoY, por encima de los gastos, que crecieron al 27% YoY. En términos acumulados, durante la primera mitad del año, el déficit cayó 0,6% del PBI (desde -1,6% a -1%). Como los intereses cayeron -8% YoY, el déficit financiero creció sólo 2% YoY (muy por debajo de la inflación).

En particular los ingresos tributarios que financian al Tesoro crecieron +34% YoY (desde +30% YoY en mayo), favorecidos por la devaluación, ya que los derechos de exportaciones e importaciones van directamente al tesoro (no se coparticipan).

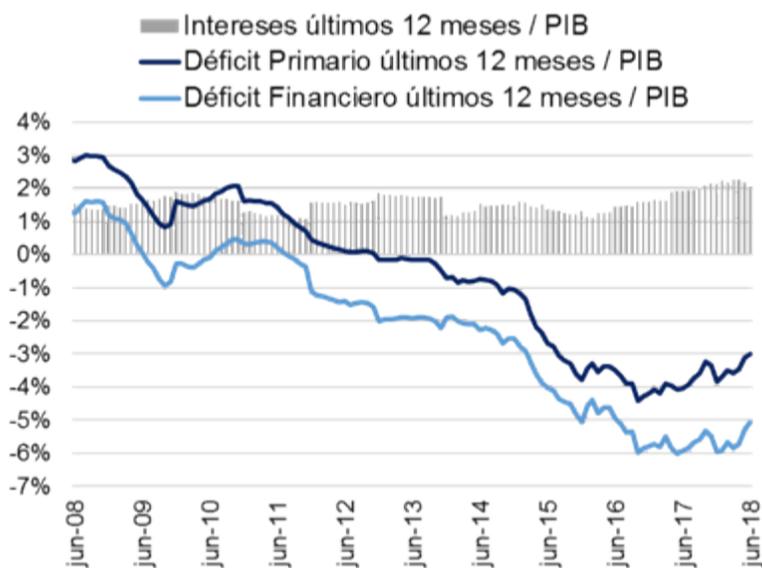
Por el lado de los gastos, el aumento del gasto fue de \$58.559 mln en el último año, el 66% fue por prestaciones sociales (que crecieron al 29% YoY en junio, desde +24% YoY en mayo, recuperándose respecto de la inflación del período) y el 24% por subsidios (+75% YoY en junio).

Los intereses de la Deuda Pública fueron \$32.202 mln, y el acumulado durante la primera mitad del año creció +31% YoY con respecto al mismo período del año anterior. De esta manera, el déficit financiero fue de \$- 93.653 mln (+2% YoY).

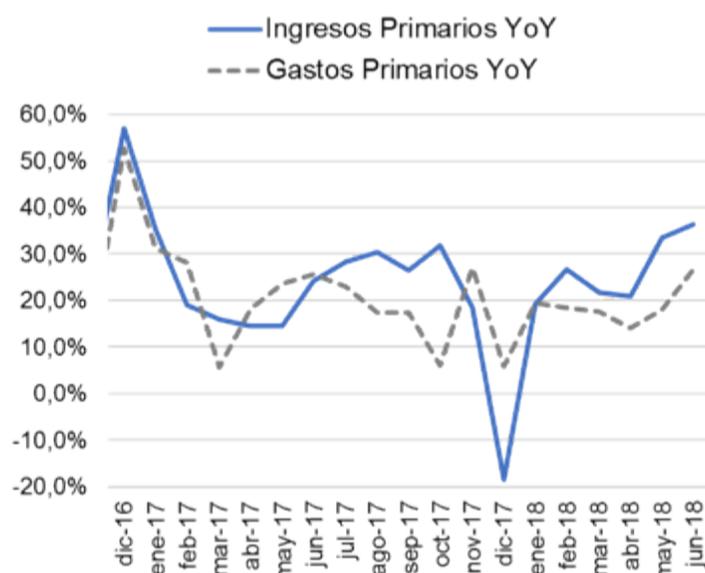
DÉFICIT FISCAL

Allaria Ledesma & Cia	Mes				Acumulado (en \$ mln)			Acumulado sobre PIB	
	jun-18	jun-17	jun-18 vs 17		jun-18	jun-17	2018 vs 2017	jun-18	jun-17
INGRESOS TOTALES	220.584	161.650	58.934	36%	1.195.000	945.828	26%	9,0%	9,2%
Tributarios	203.945	151.664	52.281	34%	1.073.821	878.580	22%	8,1%	8,5%
Rentas de la propiedad Netas	8.744	3.455	5.289	153%	76.172	29.298	160%	0,6%	0,3%
Otros ingresos corrientes	7.703	6.291	1.412	22%	42.903	37.643	14%	0,3%	0,4%
Ingresos de capital	192	241	-49	-20%	2.103	307	584%	0,0%	0,0%
GASTOS PRIMARIOS	277.247	218.688	58.559	27%	1.300.825	1.090.114	19%	9,8%	10,6%
Gastos corrientes primarios	264.254	203.574	60.681	30%	1.216.895	985.327	24%	9,2%	9,6%
Prestaciones sociales	170.938	132.148	38.791	29%	779.200	603.123	29%	5,9%	5,9%
Subsidios económicos	33.560	19.224	14.336	75%	99.649	92.128	8%	0,8%	0,9%
Gastos de funcionamiento y otros	42.238	37.448	4.790	13%	232.989	195.208	19%	1,8%	1,9%
Salarios	30.866	25.913	4.953	19%	176.453	148.167	19%	1,3%	1,4%
Otros gastos de funcionamiento	11.372	11.534	-163	-1%	56.536	47.041	20%	0,4%	0,5%
Transferencias corrientes a provincias	4.842	5.087	-246	-5%	29.574	31.296	-6%	0,2%	0,3%
Otros gastos corrientes	12.677	9.668	3.009	31%	75.484	63.572	19%	0,6%	0,6%
Gastos de capital (incluye Inversiones Prioritarias)	17.780	15.115	2.665	18%	100.742	104.787	-4%	0,8%	1,0%
RESULTADO PRIMARIO	-61.451	-57.039	-4.412	8%	-122.636	-144.286	-15%	-0,9%	-1,4%
Intereses Netos del Sector Público	32.202	34.813	-2.611	-8%	145.362	111.261	31%	1,1%	1,1%
RESULTADO FINANCIERO	-93.653	-91.852	-1.801	2%	-267.999	-255.547	5%	-2,0%	-2,5%

DÉFICIT FISCAL PRIMARIO Y FINANCIERO



INGRESOS Y GASTOS



El escenario ilustrado en párrafos anteriores anticipa una caída pronunciada, en términos interanuales durante los 4 trimestres comprendidos entre 2Q18 y 1Q19, y una recuperación lenta. El sesgo de la política monetaria y fiscal es marcadamente contractivo, aunque creemos que se irá atenuando durante 2019. En un contexto de elecciones presidenciales “en puerta”, las decisiones de inversión real se verán postergadas. Por otro lado, el consumo de bienes importados de consumo se reducirá por la devaluación, y la perspectiva futura de sostenimiento de una paridad cambiaria más alta.

Finalmente, la esperanza en 2019 reside en el desempeño de los servicios discrecionales y las exportaciones. El primero depende de las recomposiciones salariales esperadas para 1Q19 y las segundas de que se cumpla la reversión a la media de la cosecha y que Brasil se recomponga.

Nuestras proyecciones, se encuentran en línea con el Relevamiento de Expectativas de Mercado, realizado entre el 27 y el 31 de julio por el Banco Central. Para 2018, el mercado espera: una inflación de 31,8% (desde 30% en el relevamiento anterior),

una caída en la economía de -0,28% este año (desde un crecimiento de 0,5% el mes anterior), y un tipo de cambio en dic-18 en \$30,5 (desde \$ 30,3 que se esperaba el mes pasado).

RELEVAMIENTO DE EXPECTATIVAS DE MERCADO DEL BANCO CENTRAL

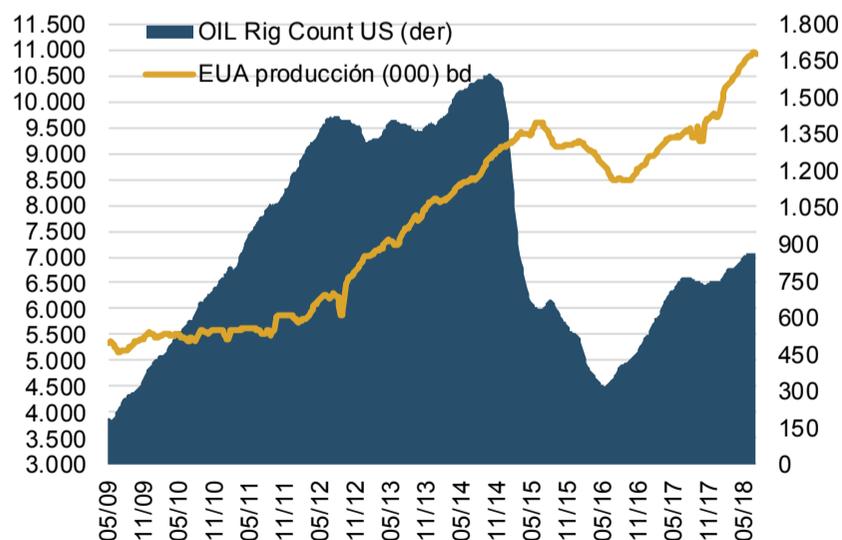
REM	Tipo de Cambio Proyectado a:				Inflación (IPC GBA hasta feb-17 y luego Nacional)					Tasa de política monetaria (Pase 7 días)		PIB a precios constantes		
	Encuesta de:	dic-17	Próx. 12 meses	dic-18	dic-19	Próx. 12 meses	Próx. 24 meses	dic-18	dic-19	dic-20	dic-18	dic-19	2018	2019
may-17	17,7	18,6	20,1		17,0	13,1	14,5	10,0					3,00	
jun-17	17,8	18,8	20,2		17,0	12,3	14,9	9,6					3,00	
jul-17	18,3	19,8	20,8		17,1	12,5	15,5	10,4					3,00	
ago-17	18,2	19,9	20,7		17,2	12,0	15,7	10,9			18,3		3,00	
sep-17	18,1	19,9	20,6		16,9	12,1	15,8	11,0			19,5		3,00	
oct-17	18,0	20,1	20,5		17,3	11,4	16,0	11,0			21,0		3,08	
nov-17	17,8	20,2	20,3		17,5	11,8	16,6	11,3			22,0		3,06	
dic-17		20,4	20,4	22,6	17,4	11,6	17,4	11,6	8,0		22,3	15,7	3,15	3,3
ene-18		22,2	21,9	24,5	18,6	13,4	19,4	13,5	9,1		21,8	16,0	3,00	3,1
feb-18		22,6	22,0	24,6	17,6	12,9	19,9	14,0	9,7		22,0	17,0	2,65	3,0
mar-18		23,2	22,5	25,1	17,8	13,0	20,3	14,3	10,0		22,5	17,1	2,50	3,1
abr-18		23,4	22,6	25,4	18,2	13,5	22,0	15,0	11,0		24,5	18,7	2,50	3,2
may-18		29,2	27,4	31,8	22,2	16,7	27,1	19,0	14,0		30,0	23,3	1,30	2,2
jun-18		32,9	30,3	36,0	24,2	17,5	30,0	20,2	15,0		33,0	24,9	0,50	1,6
jul-18		33,5	30,5	36,0	23,7	17,1	31,8	20,6	15,0		35,0	25,5	-0,28	1,5
Var	0,0	0,6	0,2	0,0	-0,4	-0,4	1,8	0,5	0,0	2,0	0,6	-0,8	-0,1	

CARTERAS RECOMENDADAS

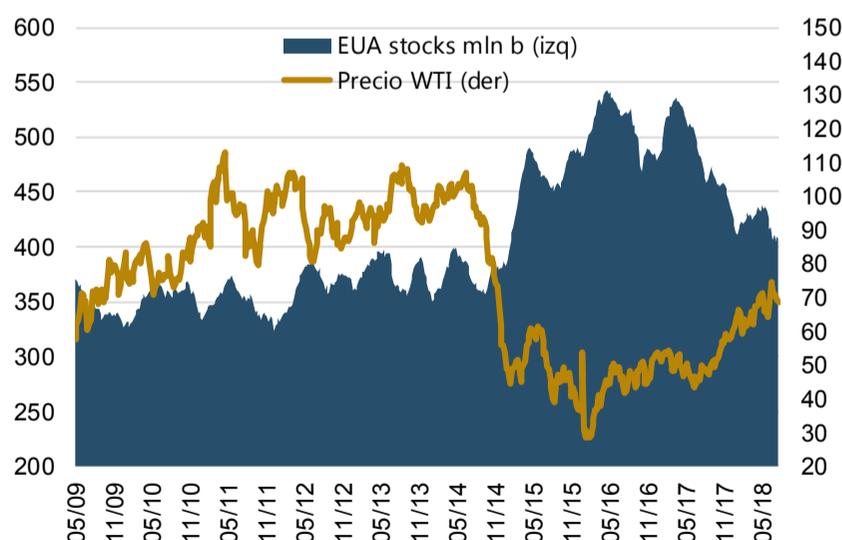
Commodities	Fecha	Últ Precio	Var 1 Sem	Var 1 M	Var 3 M	YTD	Var Yr
CRB Index	8/8/2018	3.103,4	-0,4%	-0,5%	1,2%	-1,0%	10,2%
Baltic Index	8/8/2018	1.704,0	-3,2%	5,7%	19,0%	38,5%	49,7%
METALES PRECIOSOS							
Oro	8/8/2018	1.212,9	-0,8%	-2,2%	-7,5%	-5,4%	-4,5%
Plata	8/8/2018	15,4	0,5%	-1,0%	-2,9%	5,3%	-3,4%
Platino	7/8/2018	826,6	1,7%	-1,8%	-8,9%	-14,4%	-14,7%
METALES INDUSTRIALES							
USA HRC	8/8/2018	895,0	-0,2%	-1,9%	1,9%	35,6%	44,6%
Mineral de Hierro	7/8/2018	69,4	7,8%	9,7%	3,5%	-6,2%	-7,1%
Aluminio	8/8/2018	2038,00	-0,7%	-2,5%	-13,9%	-10,0%	0,4%
Cobre	8/8/2018	6.166,0	0,1%	-3,4%	-10,5%	-14,7%	-3,6%
ENERGÉTICOS							
Petróleo	8/8/2018	66,8	-2,3%	-9,7%	-6,2%	10,8%	36,5%
Carbón	8/8/2018	182,00	0,0%	-4,2%	-3,7%	-31,3%	-6,2%
Gas	8/8/2018	2,94	6,7%	5,3%	6,9%	4,4%	2,7%
AGRÍCOLAS							
Trigo	8/8/2018	217,6	2,5%	20,3%	17,6%	32,6%	22,7%
Maiz	8/8/2018	151,5	1,4%	10,6%	-3,9%	6,5%	0,4%
Soja	8/8/2018	330,7	1,2%	5,6%	-11,7%	-6,8%	-6,9%

- El petróleo retrocedió 10% (subió 13% en junio) a \$ 66,8 por barril debido a preocupaciones de que la caída en la oferta de crudo, por las sanciones a Irán, estén sobre estimadas y por la guerra comercial entre China y EUA, que podrían frenar el crecimiento económico mundial.
- En EUA, el rig count bajó 0,5% y la producción -0,9% MoM. Los stocks avanzaron 0,5% MoM.

PRODUCCIÓN MILES BB/D – IZQ (LÍNEA)

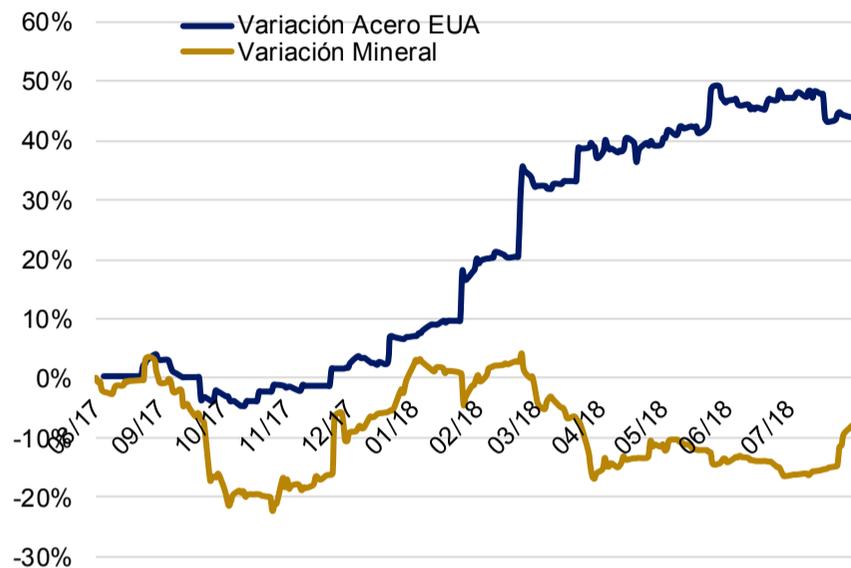


EUA STOCKS DE PETRÓLEO MLN (IZQ)

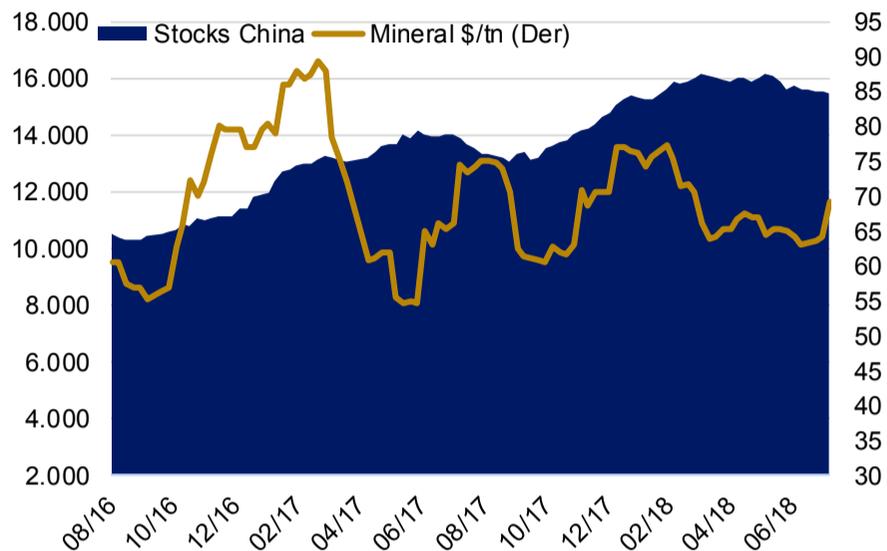


- En junio, el acero en EUA retrocedió 2% y está 36% arriba en lo que va del año. Por otro lado, el mineral logró achicar levemente el spread, subiendo 10% debido a una mayor demanda en China.

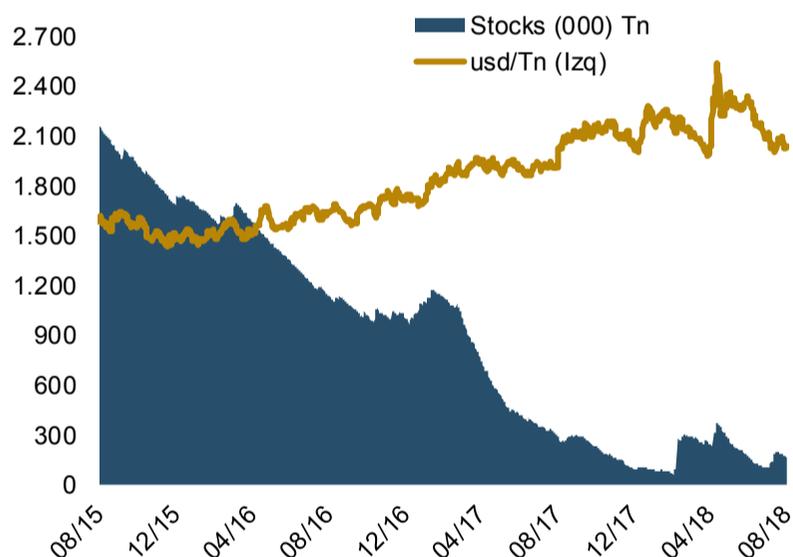
ACERO Y MINERAL: EVOLUCIÓN DE PRECIOS 1 AÑO



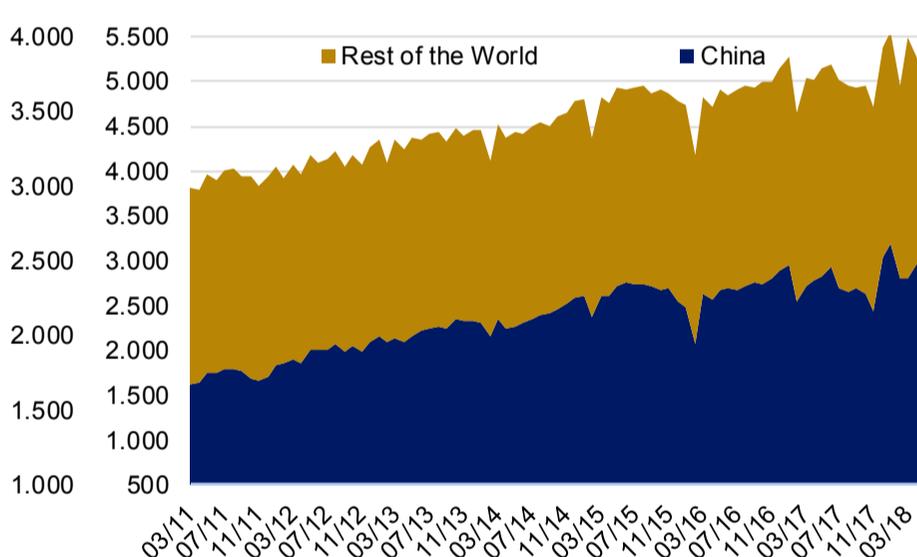
STOCKS DE MINERAL DE HIERRO EN CHINA



STOCKS DE ALUMINIO Y PRECIO POR TN EN US\$

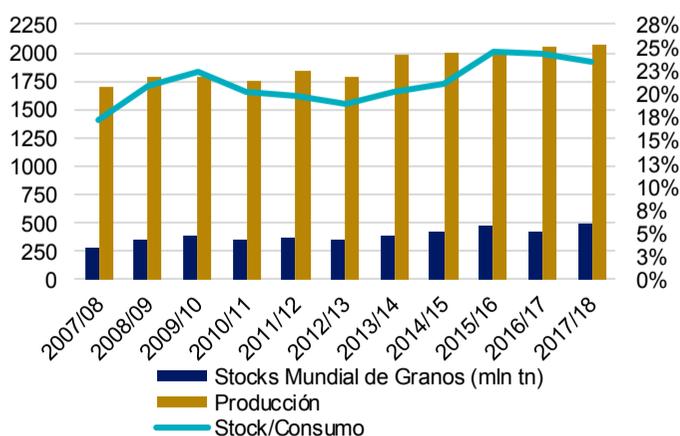


PRODUCCIÓN MUNDIAL DE ALUMINIO

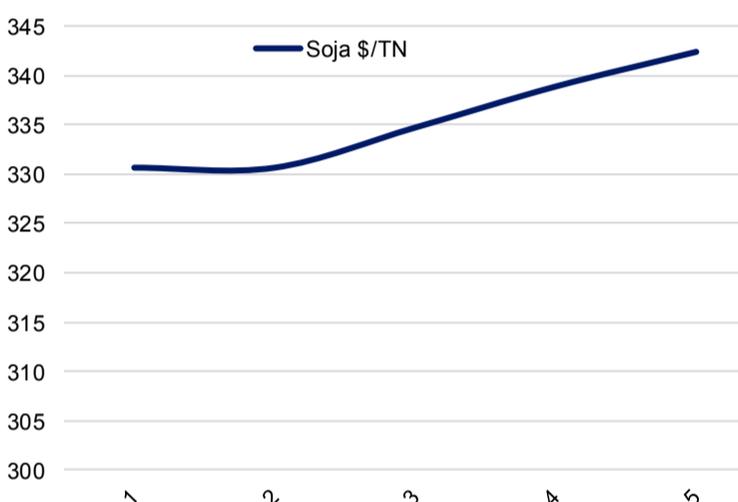
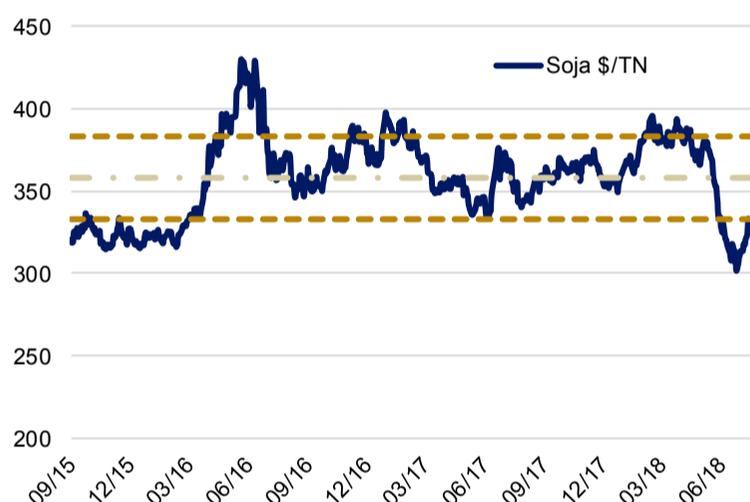
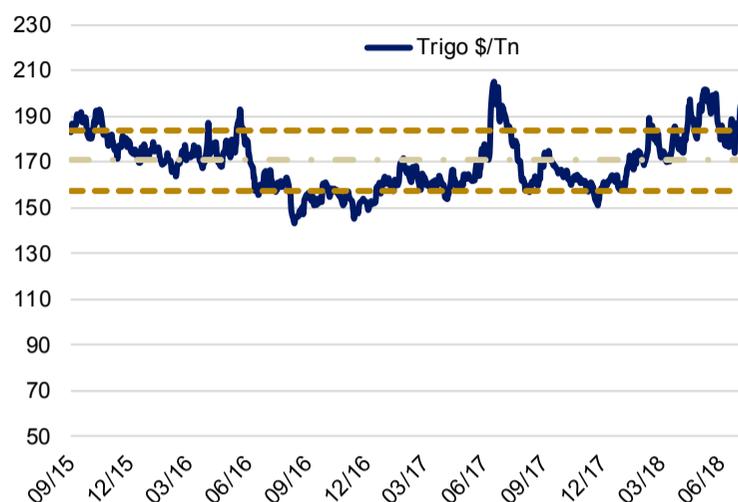
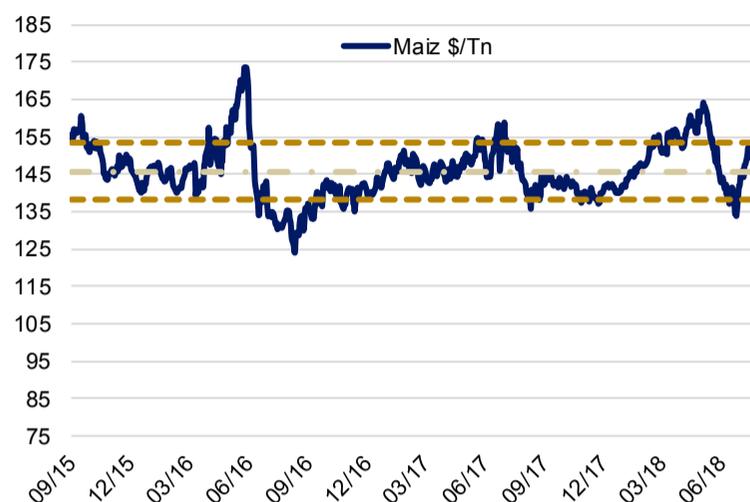


ESTIMACIONES USDA CAMPAÑA 2018/2019

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



PRECIOS DE COMMODITIES AGRÍCOLAS (USD - CBOT)



PANORAMA INTERNACIONAL

La buena temporada de balances y algunas señales de posibles intenciones para reiniciar negociaciones comerciales entre EUA y China, ayudaron a que los mercados globales tuvieran una sólida performance durante el mes de julio. Varias bolsas encontraron máximos de varios años.

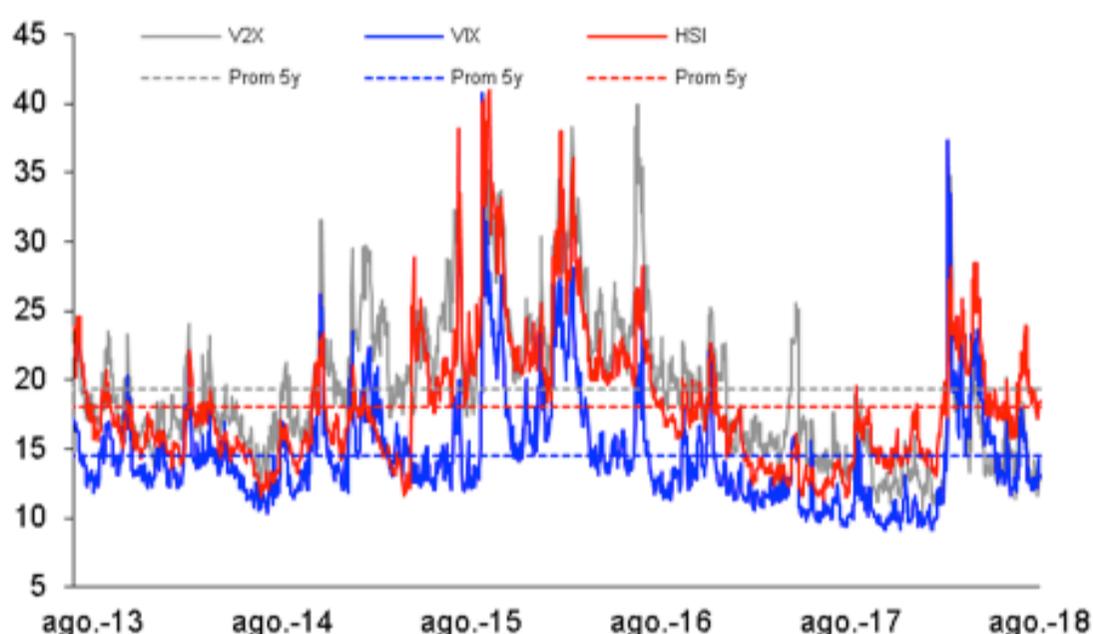
Países	Var en U\$S		Var mon local	
	Var Jul	Var 1Y	Var Jul	Var 1Y
Promedio Asia	0,6%	2,9%	1,0%	5,6%
Japón	0,0%	11,6%	1,1%	13,2%
Hong Kong	-1,3%	4,1%	-1,3%	4,6%
India	6,2%	8,4%	6,2%	15,7%
Corea del Sur	-1,3%	-5,0%	-1,3%	-4,5%
China	-1,8%	-13,1%	1,0%	-12,1%
Rusia	2,1%	11,4%	1,6%	16,5%
Prom A. del Norte	2,6%	13,0%	2,2%	14,5%
S&P	3,6%	14,0%	3,6%	14,0%
Nasdaq	2,2%	20,9%	2,2%	20,9%
Canadá	1,9%	4,1%	1,0%	8,5%

Países	Var en U\$S		Var mon local	
	Var Jul	Var 1Y	Var Jul	Var 1Y
Promedio Euro	3,3%	1,7%	3,4%	2,8%
Francia	3,6%	6,8%	3,5%	8,2%
España	2,6%	-7,2%	2,6%	-6,0%
Alemania	4,1%	4,3%	4,1%	5,7%
Inglaterra	3,0%	2,8%	3,6%	3,5%
Promedio Latam	11,5%	0,4%	7,3%	18,9%
Brasil	12,4%	0,0%	8,9%	20,2%
Mexico	11,3%	-7,0%	4,3%	-2,6%
Perú	3,6%	21,3%	3,5%	22,3%
Argentina	18,6%	-12,6%	12,5%	35,7%

- En EUA, tanto el S&P 500 como el Dow Jones registraron sus mayores ganancias porcentuales mensuales desde enero, cuando los índices tocaron máximos históricos. Por su parte, el Nasdaq Composite avanzó 2,2% a máximos históricos.
- El índice Stoxx Europe 600 cerró julio con una ganancia de 3,2% en dólares, tocando máximos de al menos cuatro meses.
- El MSCI Asia Pacific subió 1,65% en dólares en el mes, impulsado por India (+6,2%).

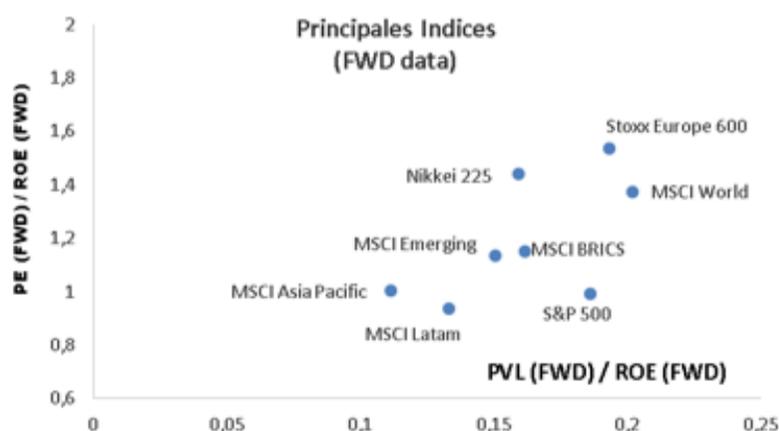
La posible exploración de formas de enfriar la guerra de aranceles desatada entre los principales bloques económicos, así como datos de coyuntura global que reafirma una buena salud de la economía mundial, ayudaron a que la volatilidad se redujera tanto en los mercados americanos como en los europeos y asiáticos en el mes de julio.

VOLATILIDAD DE MERCADOS Y PROMEDIO 5 AÑOS: EUROPA (V2X, EUA (VIX) Y ASIA (HSI)).



Sin embargo, a inicios de agosto los nervios sobre la disputa comercial entre EUA y China regresaron y eso está causando un amplio movimiento en los activos de riesgo con la mayoría de los sectores globales y cierto repunte en la volatilidad de los mercados.

Por fundamentals, el S&P 500 cotiza actualmente a un P/E 18E de 16,0x vs. 13,7x del Stoxx Europe 600 vs. 14,4x del Nikkei y vs. 15,0x del MSCI World. El MSCI Asia Pacific (ex. Japón) cotiza a 12,3x earnings vs. 11,0x del MSCI Emerging.



Índice	P/E ntm	P/BV ntm	ROE ntm
MSCI World	15,0	2,2	10,9
MSCI Emerging Markets	11,0	1,5	9,7
MSCI BRIC	10,9	1,5	9,4
S&P 500	16,0	3,0	16,1
Stoxx Europe 600	13,7	1,7	8,9
MSCI Asia Pacific	12,3	1,4	12,3
MSCI Latam	11,8	1,7	12,6
Japón	14,4	1,6	10,0

A comienzos de agosto, los mercados se encuentran con más del 60% de las empresas tanto en EUA como en Europa habiendo presentado sus balances del 2q18 y cerca del 50% en Japón que reportaron su 1f19. El panorama global sigue

siendo positivo, con más de la mitad de todas las empresas que reportaron teniendo ganancias por encima de las estimaciones.

- En el mercado cambiario, el dólar se depreció en el mes de julio respecto a las principales monedas. El Dollar Index (DXY) finalizó el mes con una caída de 1,0%.

Las monedas europeas se apreciaron respecto al dólar a excepción de la Libra Esterlina y la Corona Noruega. En Asia, las monedas se apreciaron 0,2% promedio, con el Dólar Australiano registrando la mayor suba mensual en la región.

En tanto, las divisas de Latam tuvieron una fuerte suba en relación al dólar, con el Peso Mexicano y Argentino acumulando avances de 6,8% y 5,4%, respectivamente.

		Último	Var Jul	Var YTD	Var 1y	Máx 1y	Mín 1y	Prom 1y	Volatilidad
Europa	EUR Euro	1,167	0,1	-2,8	-1,1	1,251	1,113	1,185	8,49
	GBP Libra	1,312	-0,6	-2,8	-0,6	1,434	1,263	1,339	9,24
	CHF Franco Suizo	0,992	0,0	-1,8	-2,7	1,005	0,922	0,972	8,16
	NOK Corona Noruega	8,167	-0,2	0,4	-3,0	7,641	8,544	8,045	10,20
Asia	AUD Dólar Australiano	1,351	0,3	-5,1	-7,1	0,811	0,734	0,771	9,34
	JPY Yen	111,9	-1,1	0,6	-1,4	104,72	114,15	110,47	8,16
	KRW Won Coreano	1.118	0,1	-4,7	0,2	1.054	1.156	1.101	8,81
	SGD Dólar de Singapur	1,362	0,1	-1,8	-0,3	1,307	1,390	1,347	4,96
	CNY Yuan	6,812	-2,7	-4,5	-1,4	6,265	6,867	6,545	4,89
Américas	ARS Peso Argentino	27,640	5,4	-32,7	-36,5	15,866	28,881	19,809	19,47
	BRL Real Brasileiro	3,744	3,2	-11,5	-16,5	3,087	3,932	3,353	15,52
	MXN Peso Mexicano	18,588	6,8	5,7	-3,8	17,477	20,886	18,710	13,81
	CAD Dólar Canadiense	1,299	1,0	-3,4	-3,5	1,211	1,351	1,278	8,82

Signo positivo: Apreciación frente al dólar

Signo negativo: Depreciación frente al dólar

Estados Unidos

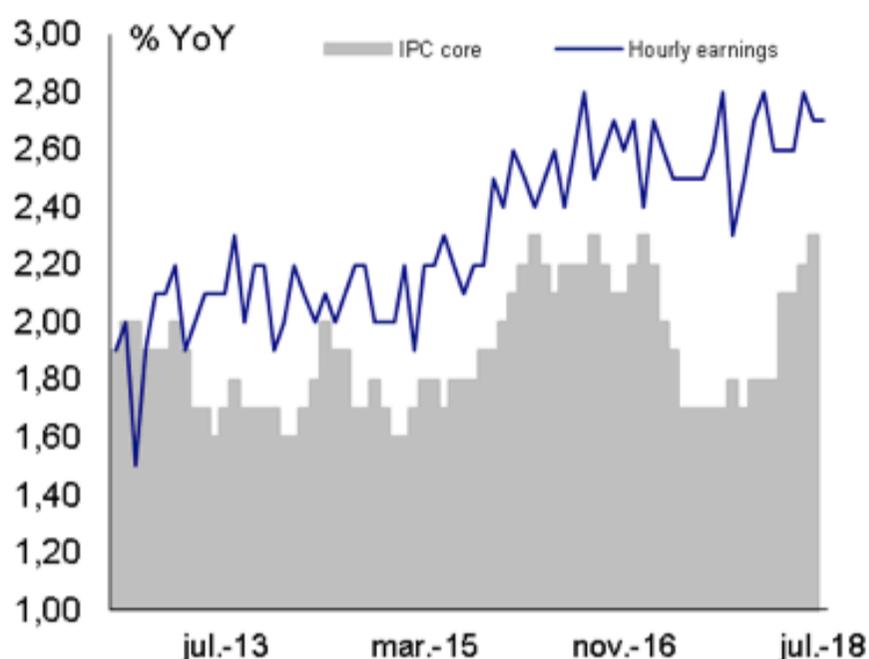
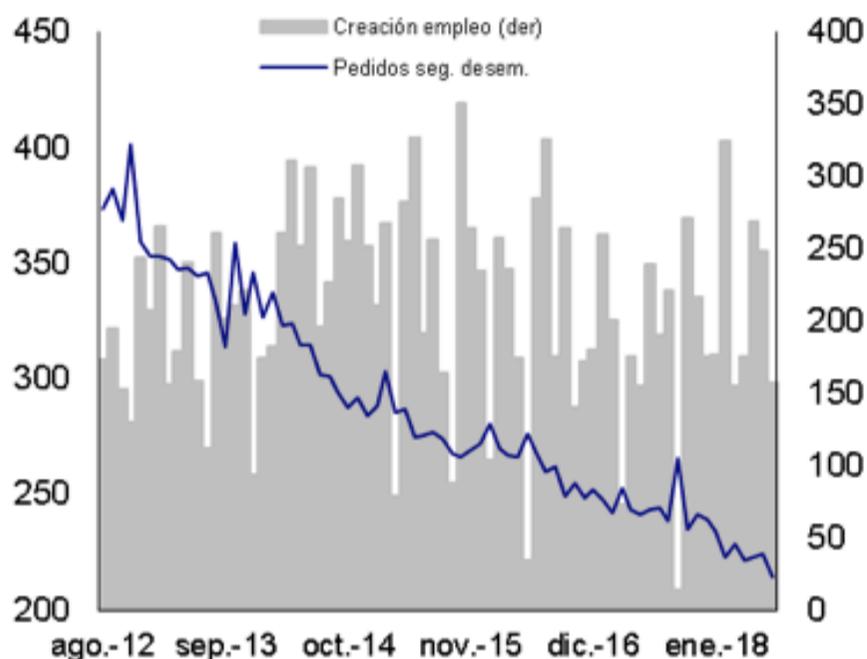
La Reserva Federal mantuvo las tasas sin cambios en el rango de 1,75%-2,0% y describió a la economía como fuerte, manteniendo al banco central en camino a subir el costo del endeudamiento en septiembre.

- La Fed espera otras dos subas de tasas en el año. Los inversores habían descartado un movimiento en la reunión de esta semana, porque todas las miradas están puestas en el próximo mes y en diciembre.

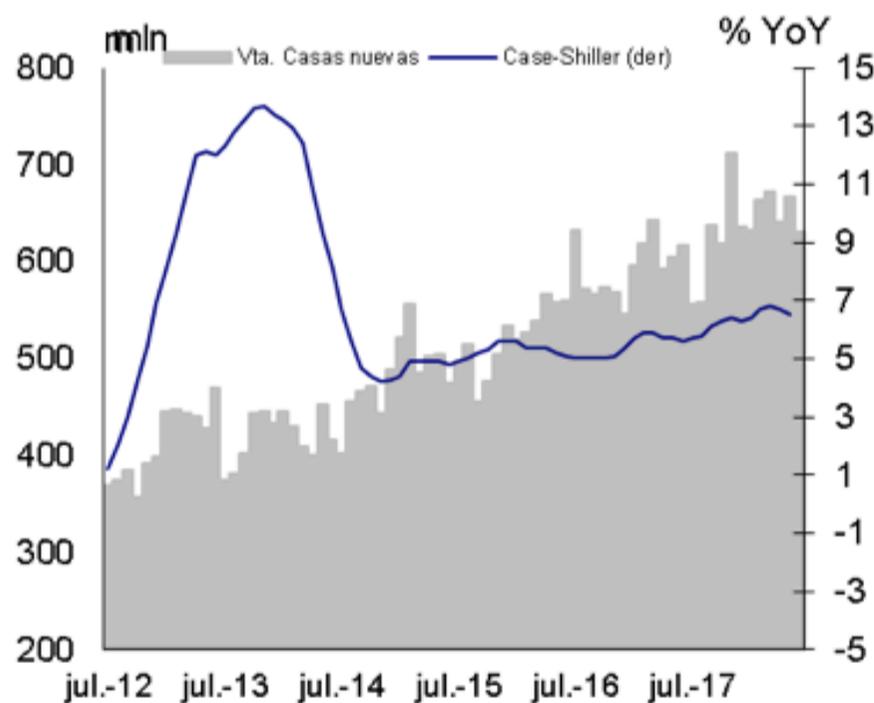
La economía creció 4,1% YoY en el segundo trimestre de 2018, el mejor dato desde 2014, cuando la economía creció 4,9%. El avance representa 1,9 puntos porcentuales por encima de la expansión de 2,2% registrada en el 1q18. Por otro lado, el gasto de los consumidores (que representa más de dos tercios de la actividad económica del país) repuntó hasta una tasa de 4%, el mayor ritmo desde el 4q14, después de la desaceleración del 1q18.

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.

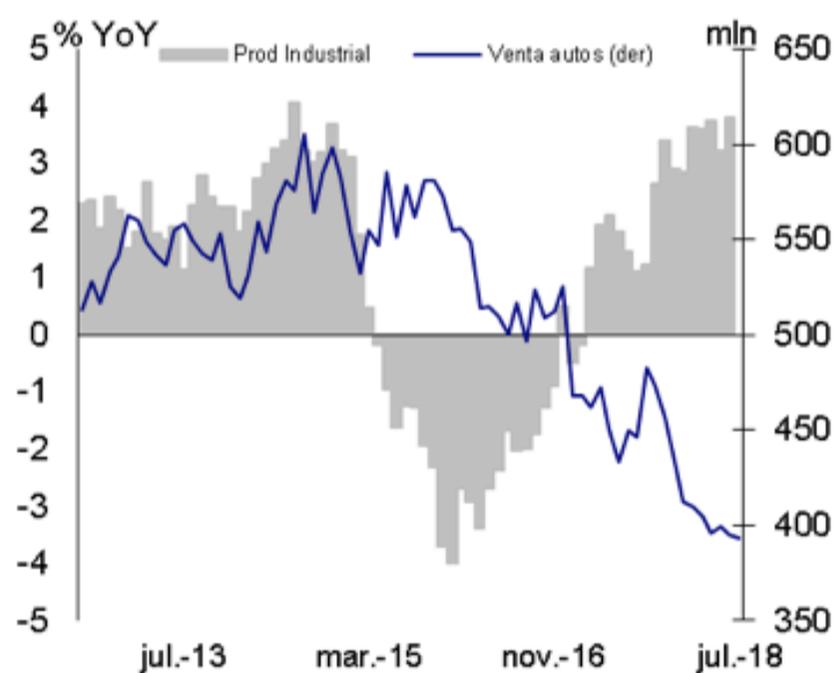
MDO LABORAL: CREACIÓN EMPLEO Y PEDIDOS SEG. DESEMPLEO. PRECIOS: IPC CORE Y SALARIOS X HS



MDO INMOBILIARIO: VTA CASAS NUEVAS Y PRECIOS.



SECTOR INDUSTRIAL: VTA DE AUTOS Y PROD. INDUSTRIAL.

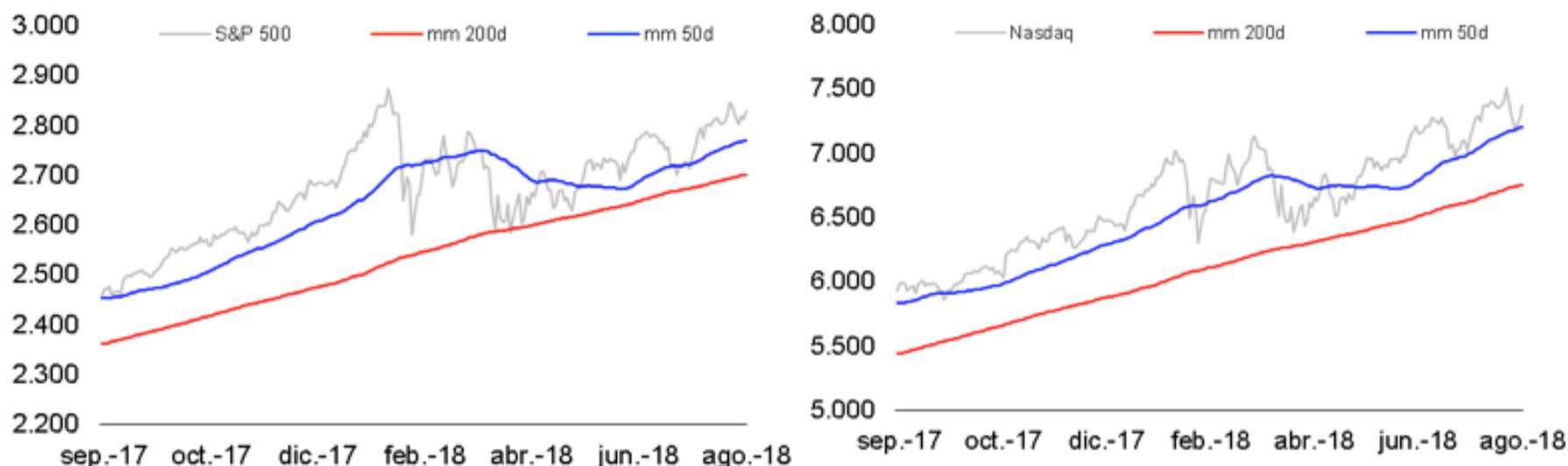


EQUITY

· Los principales índices bursátiles americanos cerraron el mes de julio con ganancias promedio superiores a 3,0%, a pesar de las tensiones comerciales entre EUA y China, impulsados principalmente por la solidez de la temporada de resultados.

El índice S&P 500 registró un avance de 3,6% en el mes y el Dow Jones cerca de 4,7%, sus mayores suba mensuales desde enero de este año.

S&P 500 Y NASDAQ: EVOLUCIÓN DEL ÍNDICES Y MEDIAS MÓVILES.

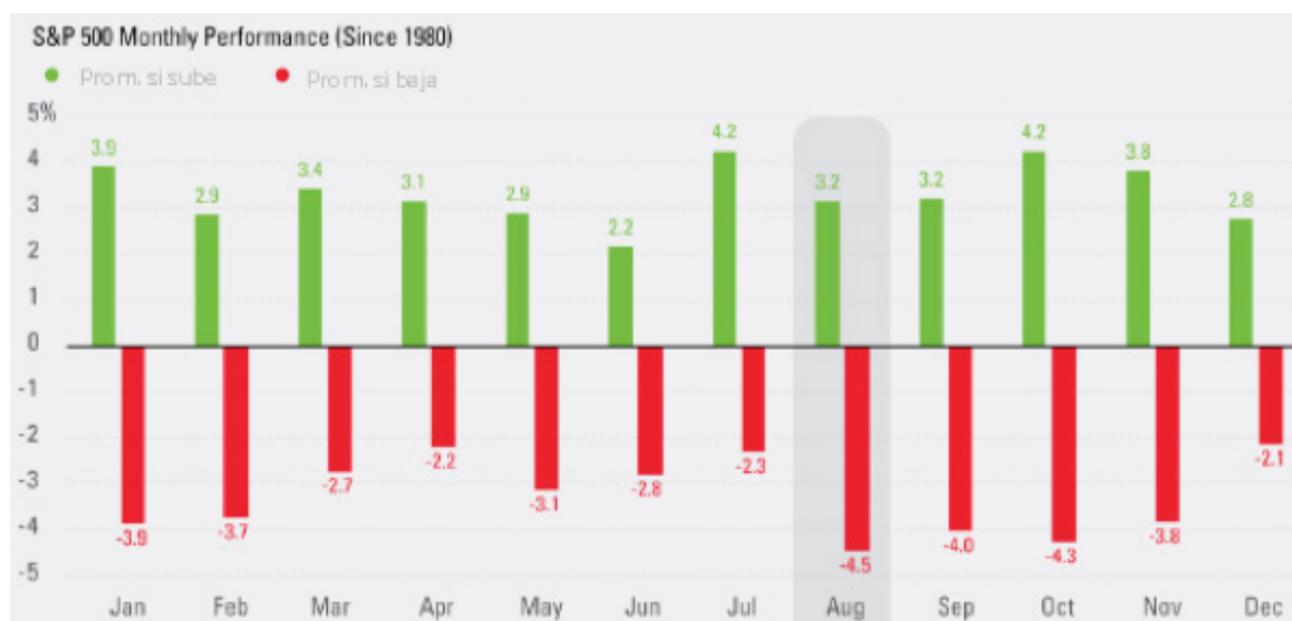


Sin embargo, usando la historia como guía y a tres meses de las elecciones legislativas, la tendencia bullish podría revertirse en agosto con la volatilidad seguramente repuntando, en un contexto de puja arancelaria así como nuevas amenazas del presidente Donald Trump de cerrar el gobierno en septiembre.

Desde la II Guerra Mundial, durante los años de elecciones legislativas en EUA, el S&P 500 ha subido una media de 1,0% durante el mes de julio y durante agosto y septiembre, el indicador borra el mismo porcentaje ante la incertidumbre electoral. Estos meses, junto con el de junio, tradicionalmente son los tres peores meses del año cuando EUA va a las urnas legislativas.

Independientemente de las elecciones, durante los últimos 30 años, el mes de agosto ha sido negativo: el Dow Jones registra un performance de -1,3% promedio en el mes, mientras que el S&P 500 tiene una caída de -1,07% promedio y el Nasdaq de -0,47%.

Para el S&P 500, el mes de agosto es el peor del año cuando se analizan los años que tiene una performance negativa. Si el índice es negativo en el mes, cae en promedio 4,5%, la mayor baja en cualquier otro mes. En meses de agosto que son positivos, el índice sube 3,2% promedio, un avance que se ubica dentro del rango promedio de subas mensuales.



· El consenso tiene un target para los próximos 12 meses del S&P 500 de 3.134,29 puntos. Es decir, que se espera una suba de casi 10,9% YoY.

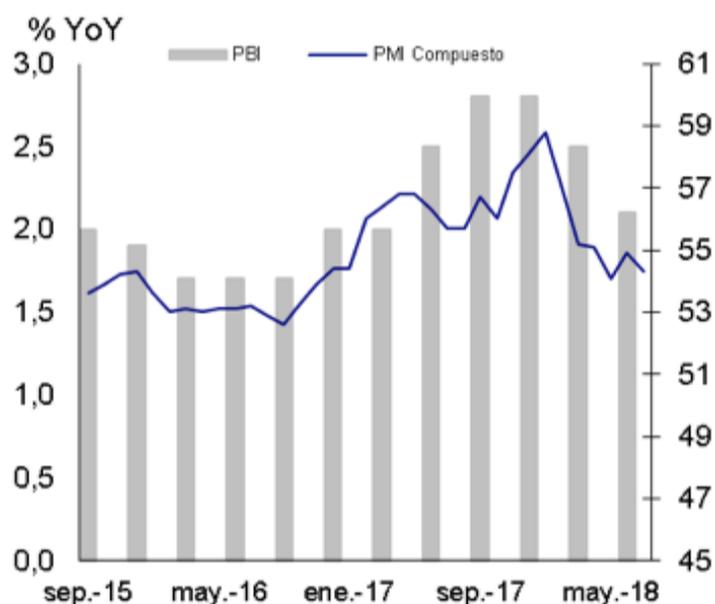
Europa

El Banco Central Europeo (BCE), además de mantener sin cambios su tasa de referencia de refinanciamiento en 0,0%, en su reunión de julio, reafirmó su decisión de reducir el programa de compra de deuda a partir de septiembre hasta los €15.000 mln mensuales desde los €30.000 mln actuales, para finalizarlo a finales de año.

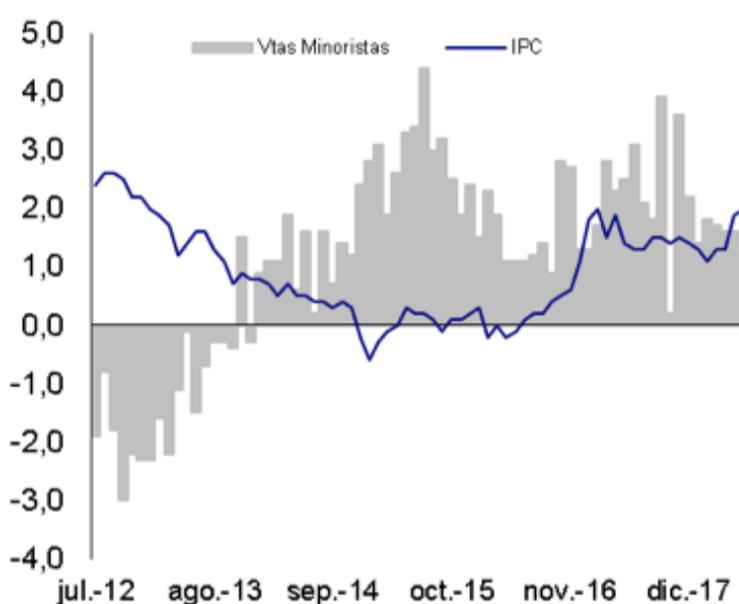
- El presidente del BCE, Mario Draghi, destacó el crecimiento sólido de la economía pero defendió que todavía necesita de una política monetaria laxa para acercarse a los objetivos de inflación próximos al 2%.

La economía de la Euro Zona creció más lentamente de lo esperado en el 2q18, con el PBI subiendo 0,3% QoQ o 2,1% YoY. El índice PMI Compuesto mostró que la economía de la región volvió a perder ímpetu al principio del 3q18, después de un breve repunte en junio. La inflación se aceleró a 2,1% YoY en julio desde 2,0% el mes anterior, principalmente debido a un aumento en los precios de la energía. La inflación subyacente, que excluye los costos de energía así como los alimentos no procesados y que el Banco Central Europeo considera en sus decisiones de política monetaria, subió 1,3% interanual, frente al 1,2% de junio.

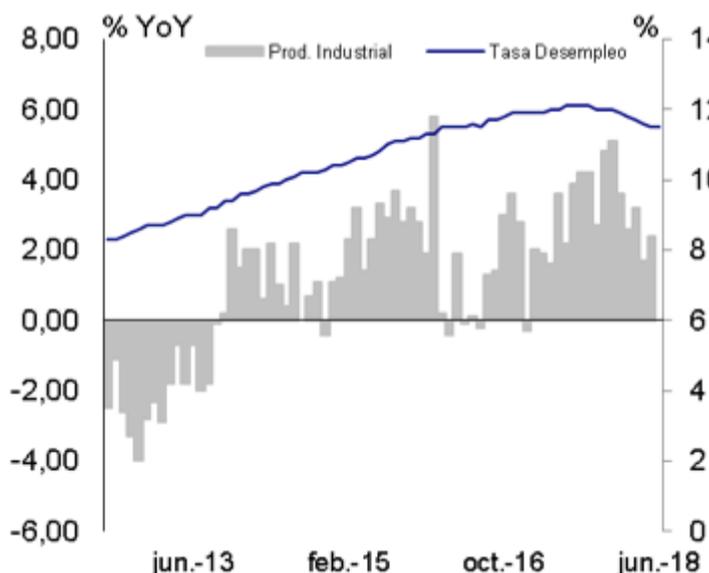
EURO ZONA: PBI VS. PMI COMPUESTO.



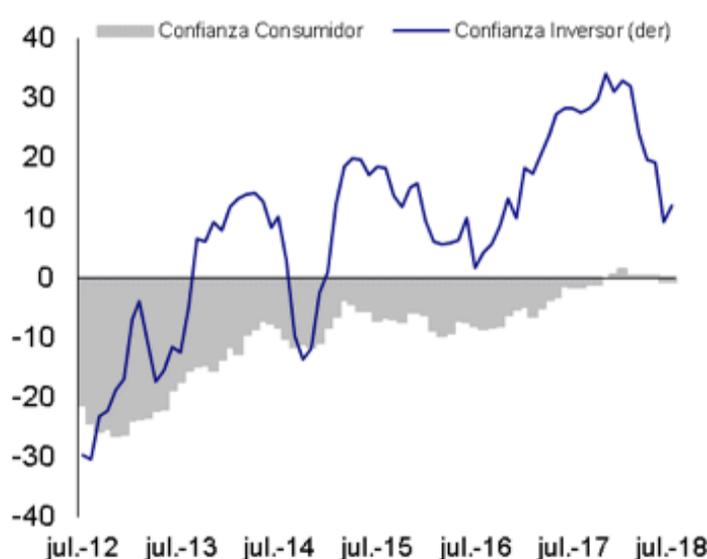
EURO ZONA: VTAS MINORISTAS VS. IPC.



EURO ZONA: PROD. INDUSTRIAL VS. TASA DESEMPLEO.



EURO ZONA: CONFIANZA CONSUMIDORES VS. INVERSORES.



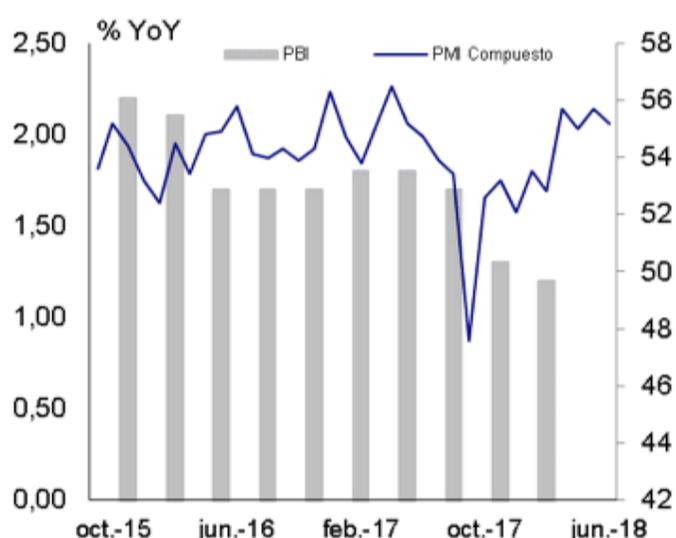
Fuente: Bloomberg

En la reunión de inicios 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.

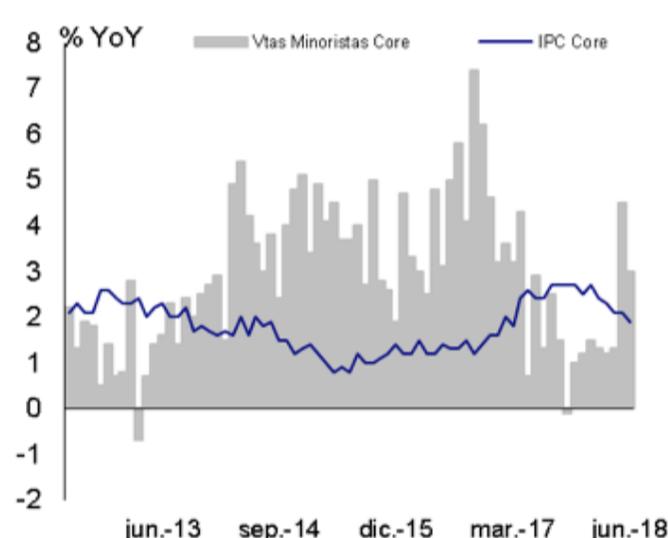
- El banco central dijo que la economía británica, aunque está creciendo más lentamente que en el pasado antes de que se concrete el Brexit, opera casi a capacidad total lo que eleva la posibilidad de más presiones inflacionarias generadas por factores internos en el futuro.

En el Reino Unido, la economía creció 0,4% QoQ durante el 2q18. El crecimiento en las empresas de servicios se desaceleró en julio, con el PMI del sector cayendo a un mínimo de tres meses de 53,5 en julio desde 55,1 en junio. La inflación minorista se mantuvo estable en junio en 2,4% interanual. La inflación subyacente, que elimina los precios de la energía y los alimentos, se ubicó en 1,9%, la lectura más débil desde marzo de 2017 y desde 2,1% en mayo

UK: PBI VS. PMI COMPUESTO.



UK: VTAS MINORISTAS CORE VS. IPC CORE.



Fuente: Bloomberg

EQUITY

En julio, el índice Stoxx Europe 600 avanzó 3% a pesar de las tensiones comerciales. Sin embargo, agosto tuvo un comienzo más dubitativo en medio de señales contradictorias sobre hacia dónde se dirige la disputa comercial entre EUA y China. El final de las compras de activos del BCE podría ser otra fuente de volatilidad durante el mes de agosto para la región, hasta que sus efectos sean claros.

Luego de tocar el nivel clave de 366,74, que representaba su media móvil de 200 días, el Stoxx 600 logró avanzar al menos 1,85%. No obstante, a fines de julio se observó un “death cross”, después que la media móvil de 50 días cortara hacia abajo la media móvil de 200 días, lo que implica una señal bajista para los inversores.

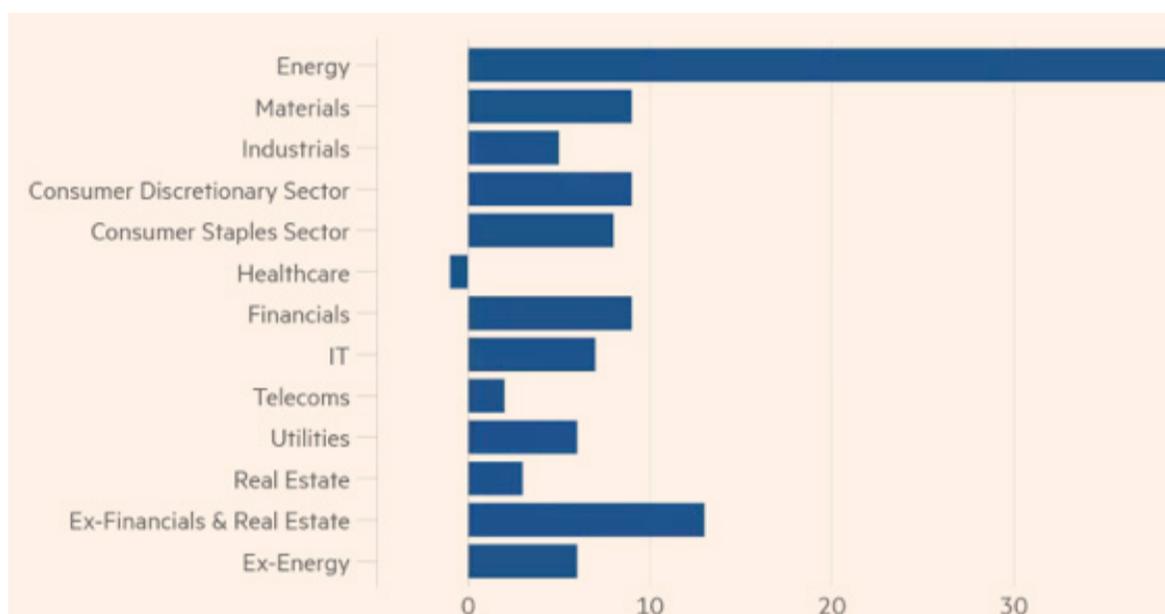
STOXX 600: EVOLUCIÓN DE ÍNDICE Y MEDIAS MÓVILES.



Así como sucede en EUA, durante el 2q18 la mayoría de los sectores de la región han reportado crecimiento de ganancias YoY, con 56% del total de las empresas del Stoxx 600 superando las proyecciones de EPS de los análisis.

De acuerdo a lo que hasta el momento se reportó, el sector energía es el que tiene la mejor performance del trimestre de ganancias (+39% YoY), al tiempo que healthcare es el de peor performance (-2,5% YoY).

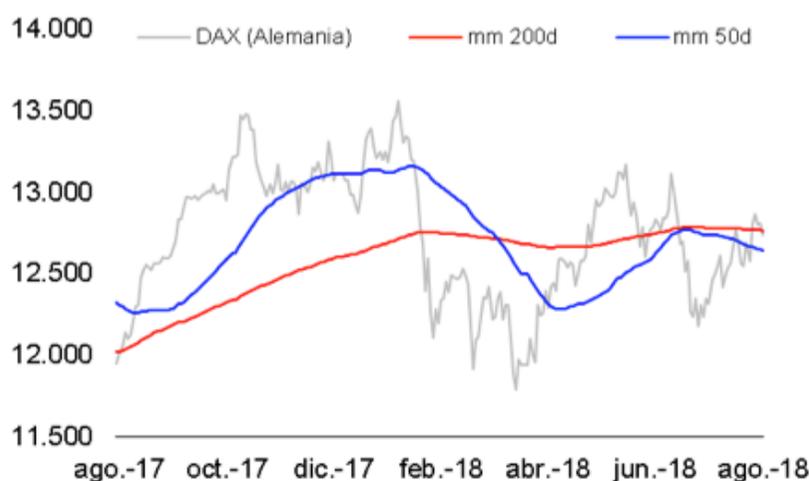
STOXX 600: CRECIMIENTO DE EPS DEL 2Q18. VAR YOY, POR SECTORES.



Fuente: JPMorgan

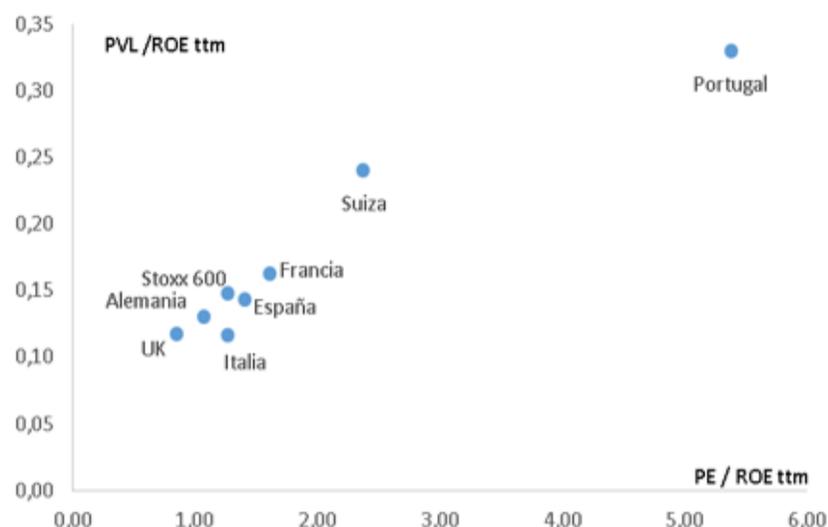
A inicios del mes de agosto, el índice DAX de Alemania ofrece una señal bajista a los inversores tras ubicarse por debajo de su media móvil de 200 días. La última vez que sucedió esto, en inicio de junio, el benchmark retrocedió más de 5% en menos de un mes.

ALEMANIA: EVOLUCIÓN DE ÍNDICE Y MEDIAS MÓVILES



A pesar de las subas en julio, las debilidades a inicios de agosto llevan a que el benchmark de Alemania muestre los menores niveles de P/E y P/ML en relación a la rentabilidad medida por el ROE, junto con Inglaterra e Italia.

RATIOS FUNDAMENTALS, PRINCIPALES ÍNDICES DE EUROPA.



• El consenso tiene un target en dólares para el Stoxx 600 de 498,21 para los próximos doce meses, lo que implica un upside del 11,0%.

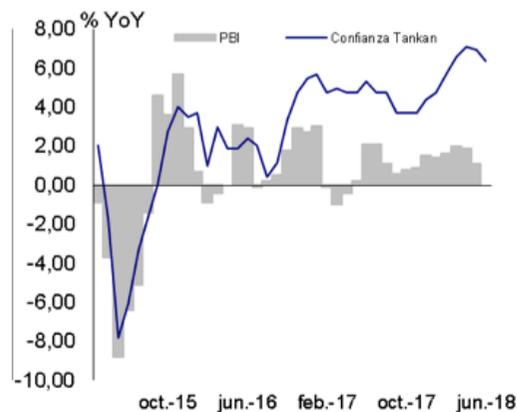
Asia

Japón: El Banco de Japón (BoJ) mantuvo su política monetaria estable al dejar la tasa de referencia en -0,1%, pero por primera vez adoptó una guía a futuro sobre el costo del dinero al decir que permanecerían en niveles “muy bajos” por un “periodo extendido de tiempo”.

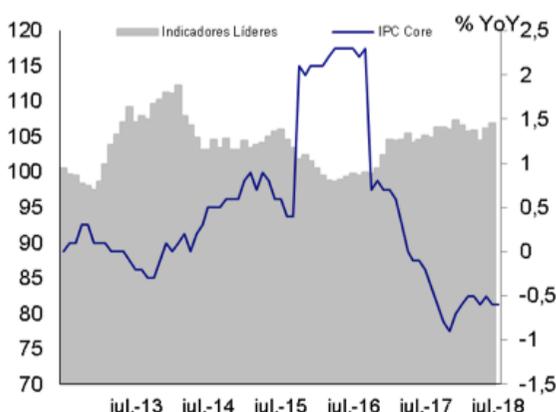
- De acuerdo con el gobernador del BoJ, el BoJ ahora toleraría que los rendimientos de la deuda japonesa a 10 años suban a alrededor de 0,20%, desde el límite previo cercano a 0,10%.
- El BoJ proyecta que en el año fiscal Japón tendrá un crecimiento del PBI entre 1,3%-1,5% (vs. estimación en abril de 1,4%-1,7%). En cuanto a la inflación, la entidad espera un IPC de entre 1,0%-1,2% por debajo de lo que había calculado anteriormente (entre 1,2%-1,3%).

La economía japonesa creció 1,1% durante el 1q18. La inflación subyacente minorista se aceleró levemente en junio a 0,8% YoY desde 0,7% en mayo. La medición de la inflación que excluye a los precios de la energía y los alimentos avanzó 0,2% en junio desde 0,3% previo. El índice PMI del sector manufacturero creció en julio a 51,6, su ritmo más lento en más de un año y medio desde un nivel final de 53,0 en junio. La tasa de desempleo se situó en 2,4% en junio, lo que supone un avance de 0,2 décimas respecto al mes anterior.

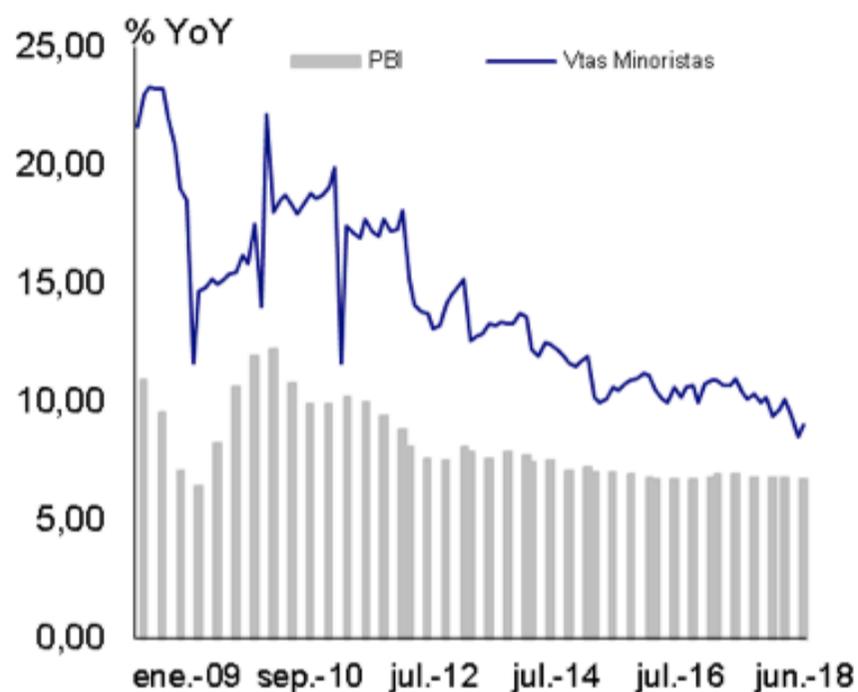
JAPÓN: PBI VS. CONFIANZA TANKAN.



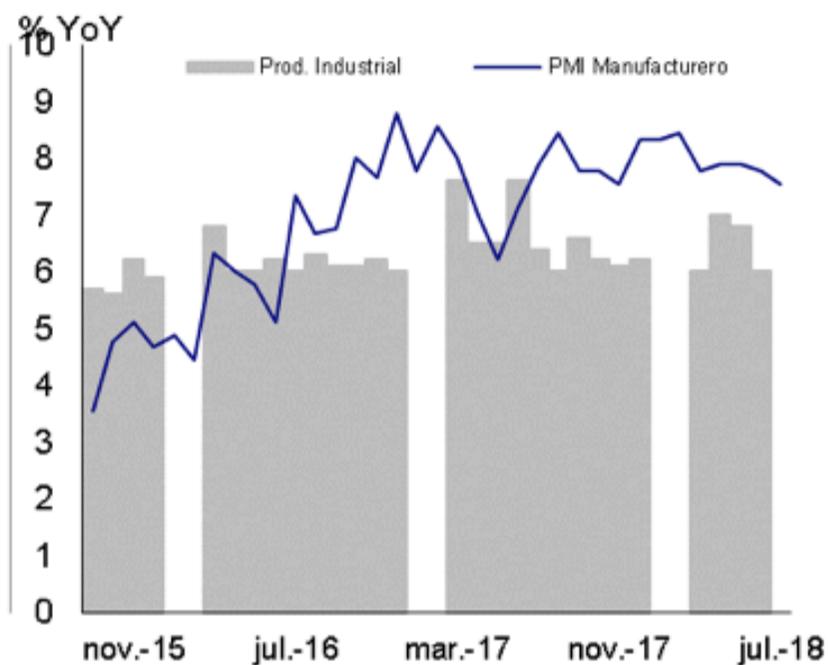
JAPÓN: INDICADORES LÍDERES VS. IPC CORE.



CHINA: PBI VS. VTAS MINORISTAS.



CHINA: PROD. INDUSTRIAL VS. PMI MANUFACTURERO.



Fuente: Bloomberg

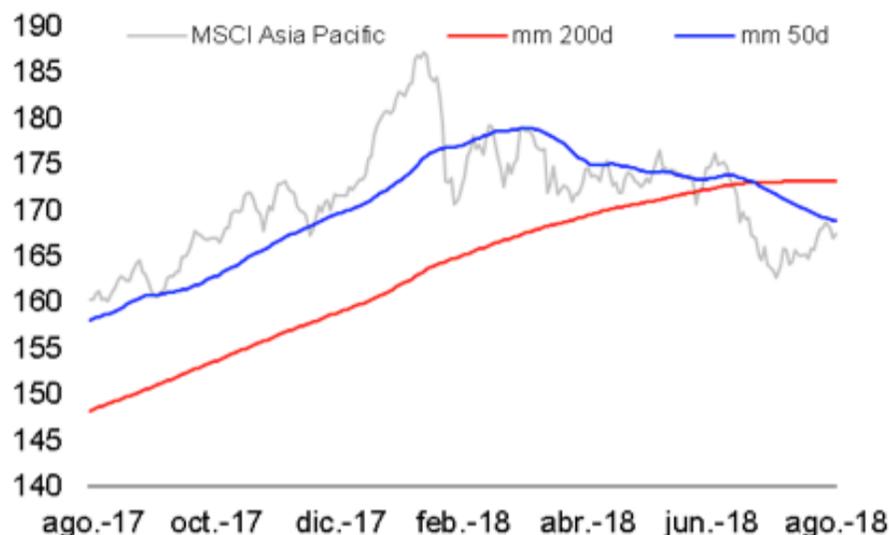
China: La economía se expandió a un ritmo más lento en 2q18, ya que los esfuerzos del gobierno por contener el endeudamiento impactaron la actividad. El PBI avanzó 6,7% YoY en el trimestre desde 6,8% en el 1q18, aunque se encamina a cumplir con su meta oficial de expansión en 2018 de alrededor de 6,5%. El PMI del sector manufacturero tuvo una desaceleración de su crecimiento en julio, con el PMI cayendo a 51,2 desde 51,5 en junio. La inflación anual minorista se aceleró a 1,9% en junio, lo que representa un alza desde 1,8% registrado en mayo. El índice subyacente, que no considera los precios de los alimentos y la energía, subió 1,9% YoY en junio, sin variación respecto a mayo.

EQUITY

- El índice MSCI Asia Pacific tuvo una suba de 1,65% en dólares durante el mes de julio, a pesar de las caídas en Chinam Corea del Sur y Hong Kong. De hecho, el equity de Corea del Sur y Hong Kong muestran 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.

El MSCI Asia Pacific, si bien logró revertir las caídas del mes anterior, encontró en su media móvil de 50 días una resistencia. Esto coincidió con noticias de que la administración del presidente Donald Trump planea proponer aranceles de 25% en lugar de 10% propuesto inicialmente sobre productos chinos importados, que inyectó incertidumbre en los mercados y significó un retroceso en la región a inicios de agosto.

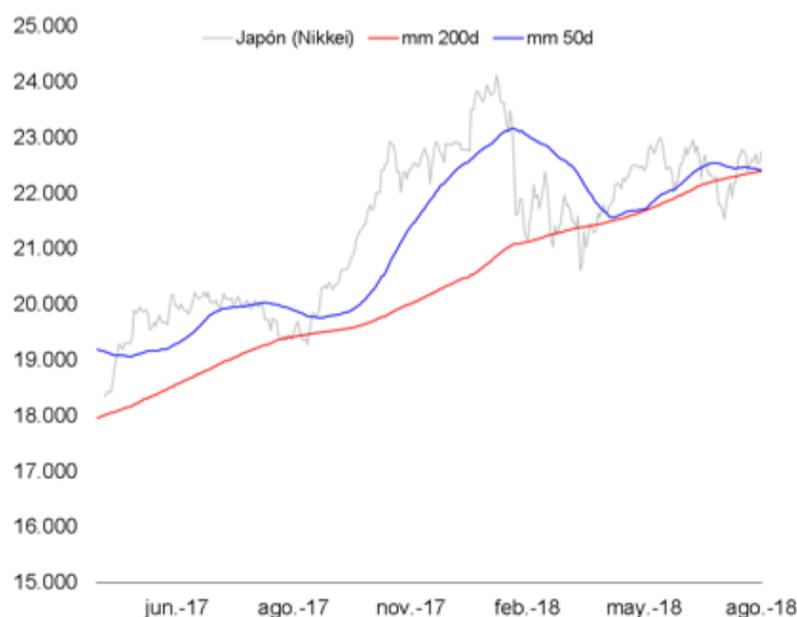
MSCI ASIA-PACIFIC: EVOLUCIÓN DE ÍNDICE Y MEDIAS MÓVILES.



A pesar de la sólida performance de los mercados globales, el índice Nikkei se mantuvo estable en el mes de julio. La reacción positiva a la decisión del Banco de Japón de mantener su política monetaria ultra fácil, además de la depreciación del yen frente al dólar, no fueron suficientes para dar mayor impulso al mercado.

Asimismo, a comienzos de agosto los inversores se muestran enfocados en sus medias móviles, ya que la de 50 días está sobre la de 200 días. De cortarla a la baja, podría esperarse retrocesos en el índice en el corto plazo.

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



En lo que va de la temporada de resultados del 1q19 para las empresas que componen el índice Topix del país, al menos el 58% presentaron ganancias por encima de lo esperado, una proporción que está por debajo del promedio histórico.

Las ganancias de empresas energéticas, a diferencia de EUA y Europa donde tienen los mayores crecimientos entre todos los sectores, se encuentran con caídas YoY en Japón. Por otro lado, las empresas tecnológicas, registran el mayor crecimiento de ganancias (+15% YoY), haciendo que sea éste el sector con mejor performance por utilidades.

TOPIX: CRECIMIENTO DE EPS DEL 1FQ19. VAR YOY, POR SECTORES.



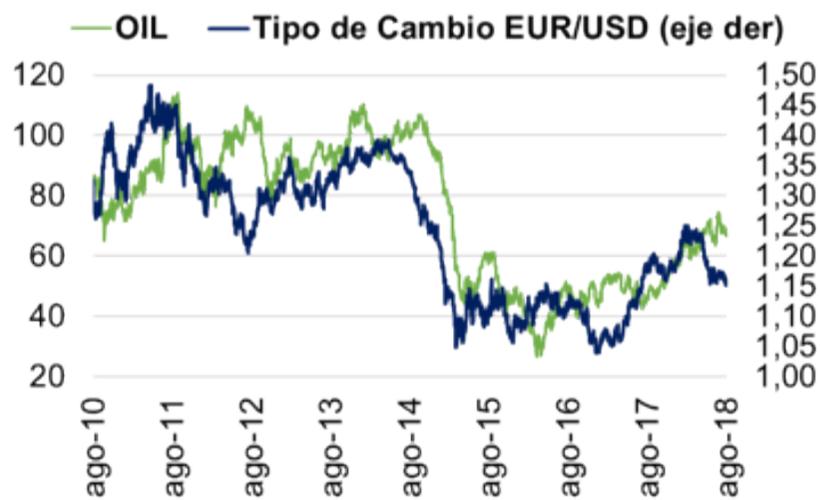
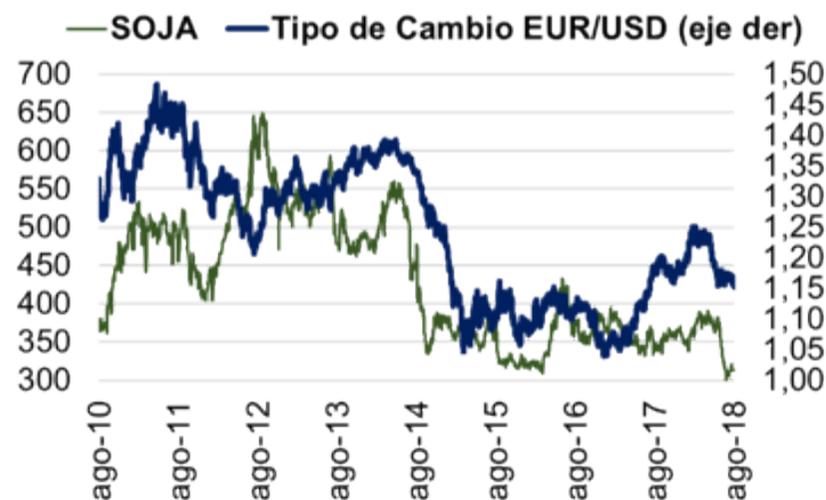
Fuente: Bloomberg

· Para los próximos doce meses el consenso anticipa un target de 196,32 para el índice MSCI Asia Pacific, un 18,8% por encima del actual nivel.

TÍTULOS PÚBLICOS

Durante julio, los planetas se alinearon para darle un respiro al mercado cambiario local. A nivel internacional, la tasa UST10Y se mantuvo gran parte del mes en 2,85%, y esto hizo que el dólar se mantuviera quieto durante el mes, lo que mantuvo las monedas de la región sin presión.

DÓLAR VS COMMODITIES



A nivel local, el Banco Central aplicó una batería de medidas que ayudó a estabilizar el tipo de cambio, la más importante es la venta diaria de U\$S 100 mln (U\$S 2.100 mln durante julio), y el aumento de los encajes de depósitos en pesos (desde 20% en junio hasta 28% en agosto).

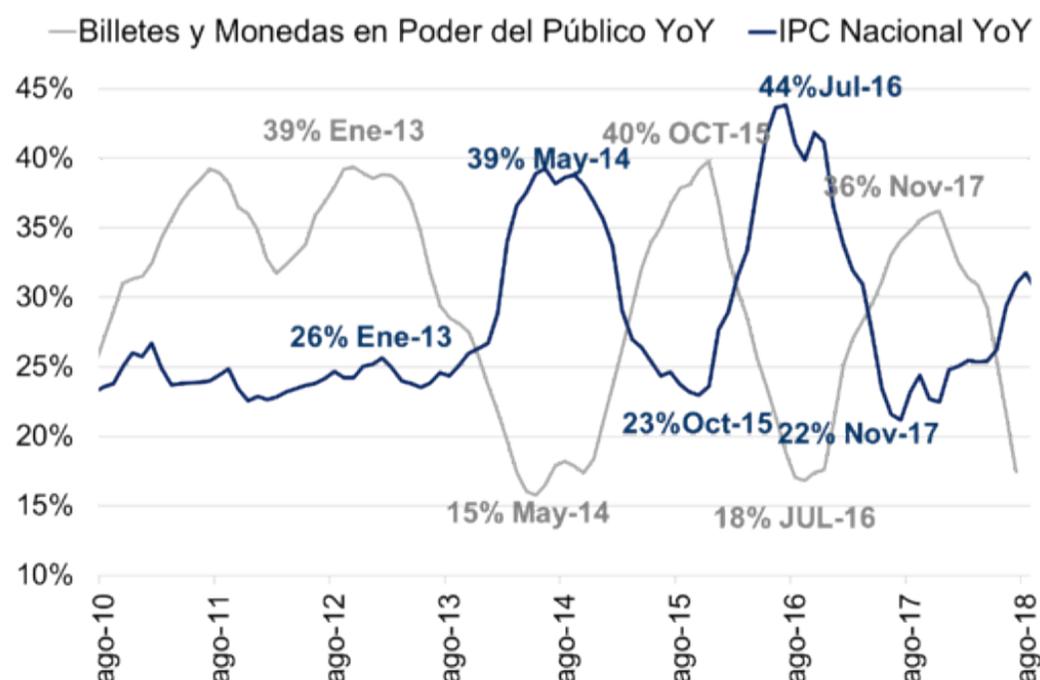
ENCAJES BANCARIOS

Categoria I	Fecha Com Com A N° A partir del	18/06/2018	18/06/2018	02/07/2018	11/07/2018	02/08/2018
		6526	6526	6532	6537	6545
		21/06/2018	18/07/2018	18/07/2018	18/07/2018	02/08/2018
Cta cte	Pesos	23,00%	25,00%	23,00%	26,00%	28,00%
Cta Cte (inst no bancarias)			100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Caja de Ahorro	pesos	20,00%	20,00%	23,00%	26,00%	28,00%
Caja de Ahorro	USD	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%
A la vista	pesos	20,00%	20,00%	23,00%	26,00%	28,00%
A la vista	USD	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%
Plazo Fijo	pesos 29 días	14,00%	14,00%	17,00%	20,00%	22,00%
Plazo Fijo	USD 29 días	23,00%	23,00%	23,00%	23,00%	23,00%
Plazo Fijo	pesos 30 a 59 días	10,00%	10,00%	17,00%	16,00%	18,00%
Titulos de Deuda	pesos 29 días	19,00%	19,00%	17,00%	20,00%	22,00%
Titulos de Deuda	USD 29 días	23,00%	23,00%	23,00%	23,00%	23,00%

La importancia en el aumento de los encajes, es que ayuda a que los bancos absorban liquidez de la economía (paga mayores tasas para que los inversores hagan plazos fijos), y la menor velocidad de crecimiento del circulante, afecta a la inflación aproximadamente a los 9 meses. Es decir, para que la devaluación que empezó en nov-17 sea eficiente, no debe trasladarse la devaluación a precios (se debe reducir el pass through al mínimo posible), y para esto es fundamental reducir la velocidad de crecimiento del circulante, nótese que en nov-17 cuando comenzó crecía al 36%, y nueve meses después tenemos una inflación de 31%.

CIRCULANTE E INFLACIÓN

	Observado					Estimado	
	ene-13	may-14	oct-15	jul-16	nov-17	ago-18	may-19
Billetes YoY	39%	15%	40%	18%	36%	17%	
IPC	26%	39%	23%	44%	22%	32%	17%

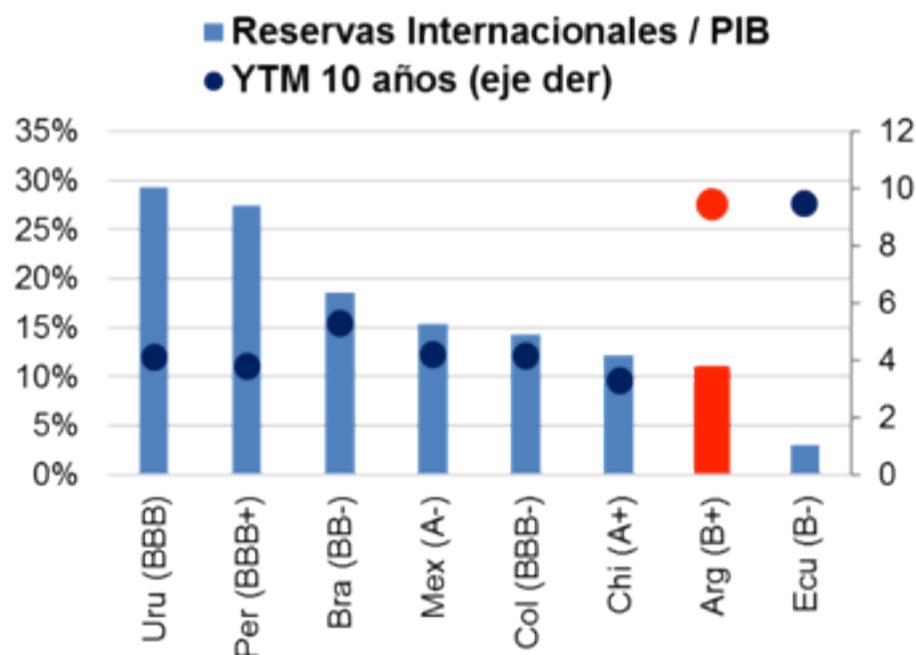


Teniendo en cuenta la fuerte desaceleración del crecimiento del circulante (desde 36% YoY en nov-17 hasta 17% YoY en la actualidad) que consiguió el gobierno, es razonable la decisión de ir bajando las intervenciones cambiarias, para que el tipo de cambio real encuentre su equilibrio. De hecho, la decisión de ir bajando las intervenciones cambiarias, desde U\$S 100 mln diarios hasta U\$S 50 mln, la mantuvieron pese a la depreciación del tipo de cambio de 3% en los primeros nueve días de agosto.

Hay que tener en cuenta, que desde el ingreso de U\$S 15.000 mln (préstamo del FMI) el 22 de junio, las reservas internacionales del Banco Central cayeron U\$S 5.750 mln (U\$S 3.550 mln por ventas de dólares por mercado, U\$S 1.700 mln por vencimientos de intereses de bonos, U\$S 900 mln por la no renovación de letras, hubo un ingreso de U\$S 1.400 mln por encajes de nuevos depósitos en dólares y estimamos en U\$S 1.000 mln las ventas de bancos comerciales públicos), y sin acceso a nuevo financiamiento, es probable que el FMI este presionando al Gobierno para que disminuyan las intervenciones, mucho más cuando el traslado a precios sería bajo por la caída del circulante, y la recesión que se inició en mayo (el EMAE cayó -5,8% YoY) y continuará hasta el 1Q19.

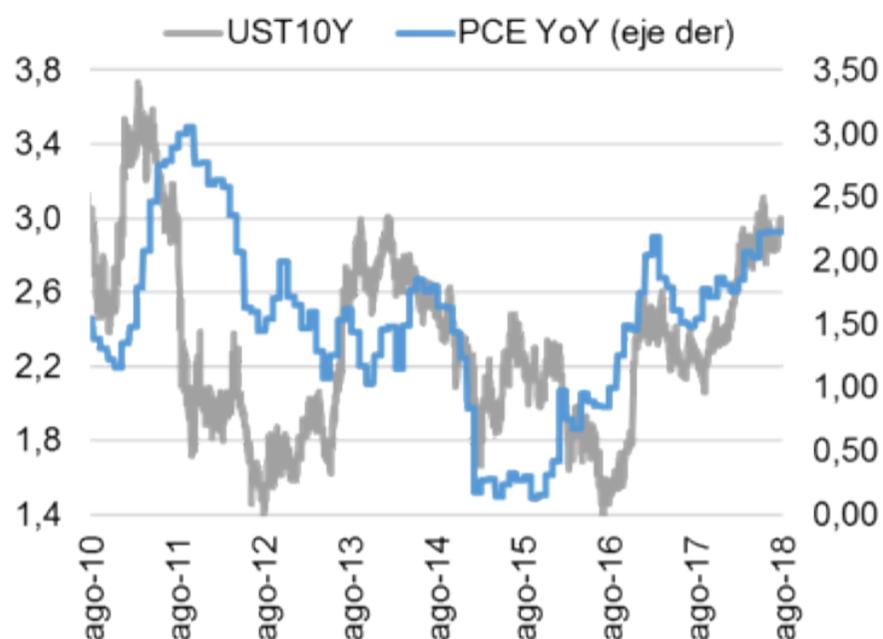
Además, hay que tener en cuenta que cuando un gobierno no ostenta acceso al mercado internacional de crédito, los inversores empiezan a mirar el nivel de reservas internacionales, y en ese sentido, la caída antes mencionada genera mayor incertidumbre entre los inversores, esto explicaría en parte el aumento en el rendimiento de los bonos soberanos, aunque luce exagerado que un bono a diez años argentino rinda igual que uno de Ecuador, que tiene un tercio de las reservas

RESERVAS INTERNACIONALES VS YTM10Y



Adicionalmente, a nivel internacional se conoció el dato de inflación PCE (el indicador que sigue la FED para determinar la velocidad de suba de tasas) de junio que dio +2,2% YoY (arriba del target de la FED por cuarto mes seguido), y la noticia de que Rusia había vendido bonos del Tesoro americano, generaron un aumento en la tasa de interés UST10Y (+15 p.b. hasta 3,0% a finales de julio). Esto renovó el interés de los inversores en bonos de EUA y el flujo de las carteras hizo apreciar el dólar 1,5%, lo que generó depreciaciones en muchas monedas emergentes, y el peso no fue la excepción (se depreció 3% en los primeros días de agosto).

INFLACIÓN Y TASA DE INTERÉS

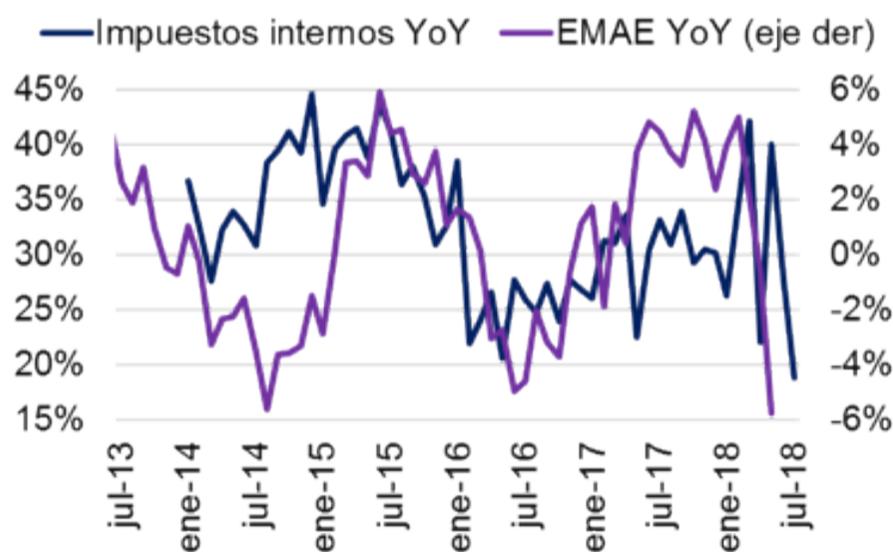


TASA DE INTERÉS Y DÓLAR

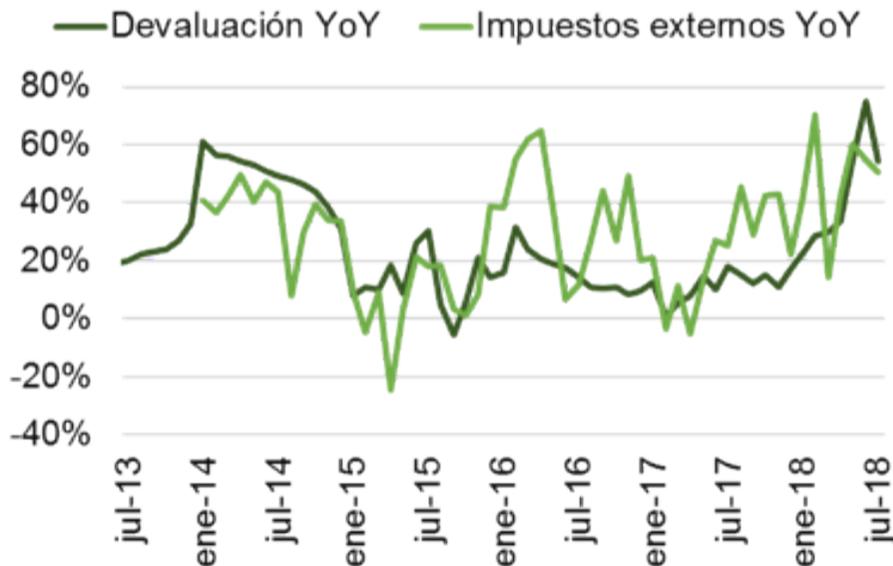


Para los próximos meses, hay que tener en cuenta que la recaudación tributaria (el mayor ingreso del Gobierno) está ligada a la actividad (sobre todo los impuestos internos que representan el 81% del total). Y dado que esperamos que la actividad siga cayendo hasta el 1Q19, es esperable que se reduzca la velocidad de mejora de las cuentas fiscales, ya que el Gobierno obtendrá menores recursos. En particular, el dato de recaudación tributaria de julio, mostró un crecimiento de 24% YoY, muy por debajo de la inflación (30% YoY).

IMPUESTOS INTERNOS VS ACTIVIDAD



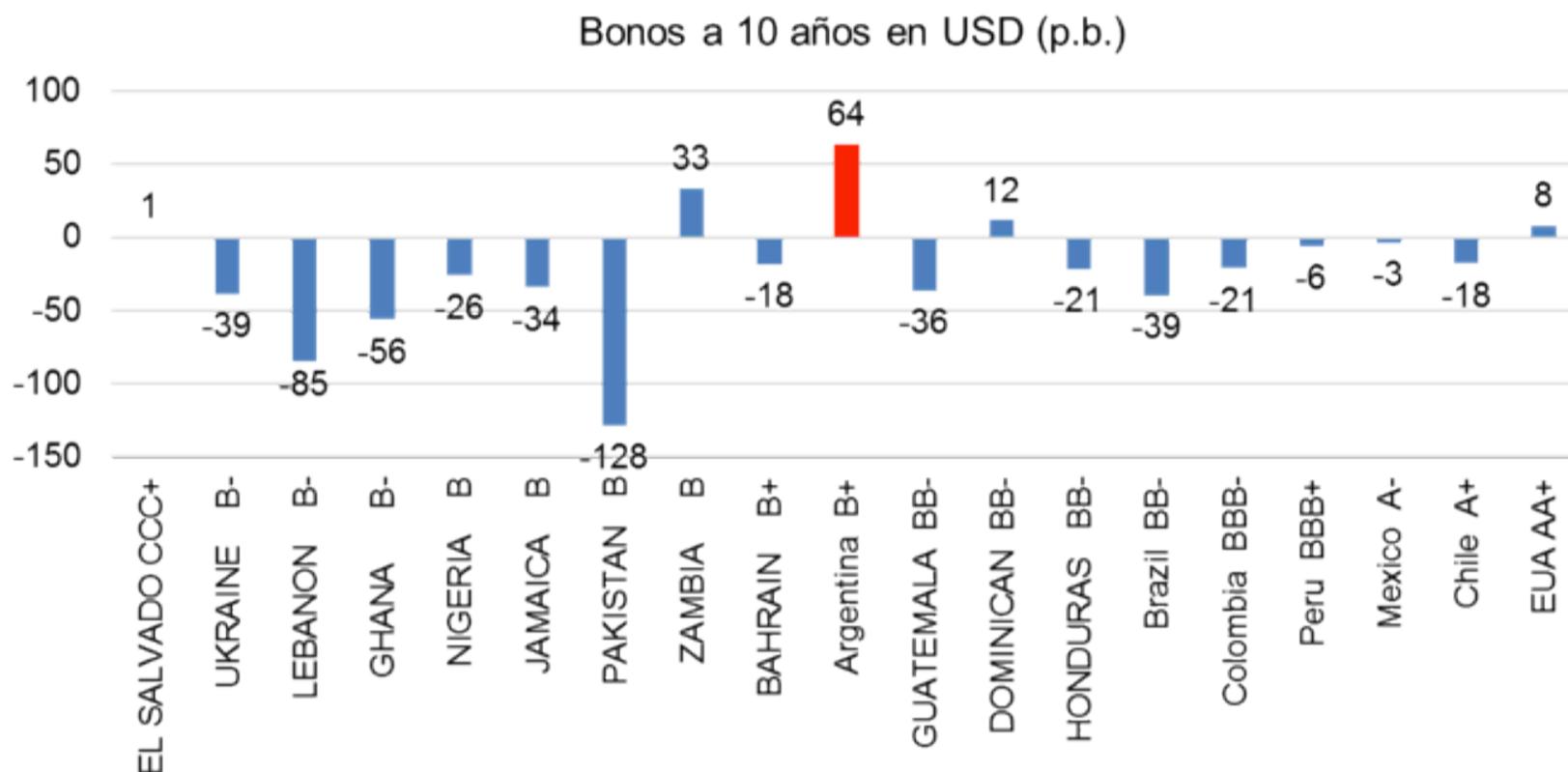
IMPUESTOS EXTERNOS VS DEVALUACIÓN



Por otro lado, el resultado de la licitación de letras en dólares del 8 de agosto arrojó magros resultados. Aún cuando el Gobierno aumentó la tasa de corte 124 p.b. a 4,99%, no logró renovar el 47% de los vencimientos. Pensando que esta licitación fue de una letra con vencimiento dentro del actual gobierno (20-feb-19), creemos que genera incertidumbre respecto a qué sucederá en los próximos meses cuando haya que renovar letras con vencimiento en el próximo gobierno. Siendo que el stock actual es de U\$S 13.776 mln y todo vence dentro del gobierno actual, es razonable pensar que si se siguen cancelando vencimientos con las reservas internacionales, la TIR de los bonos seguirá subiendo.

Todo esto se vio reflejado en julio y agosto, que mientras casi todo el resto de los países redujeron sus rendimientos, los bonos locales aumentaron +65 p.b..

VARIACIÓN DE TIR DE BONOS A 10 AÑOS DURANTE JULIO Y PRINCIPIOS DE AGOSTO



Programa Financiero del Tesoro Nacional 2018-2019

Sin embargo, aun asumiendo el peor escenario (en el cual el mercado no renueva nada de las letras en dólares), nuestra estimación del programa financiero no luce preocupante.

Mirando el próximo cuadro, hay necesidades de financiamiento (déficit fiscal y vencimientos de deuda en poder de privados) por U\$S 28.000 mln, de estos U\$S 16.000 mln serían en pesos, lo cual luce posible de obtener en el mercado local dado que este año (en medio de una corrida cambiaria) se tomaron U\$S 18.000 mln.

Por el lado de las necesidades de financiamiento en dólares, aún asumiendo el peor escenario (incluso peor que el actual), que no se renuevan los vencimientos de deuda (ni bonos, ni letras), el monto a financiar en dólares (después del préstamo del FMI) es de U\$S 12.000 mln. Un monto que luce razonable afrontándolo con préstamos de otros organismos internacionales, alguna renovación mínima de letras y bonos o/y reservas (en el peor caso).

PROGRAMA FINANCIERO DEL TESORO NACIONAL

En U\$S MM	2016	2017	2018	2019
Déficit Primario	23	24	15	8
Vencimientos de deuda denominada en pesos, en poder del sector privado	2	6	6	8
1) Necesidades de financiamiento en pesos	25	31	21	16
Financiamiento del Banco Central	11	9	3	0
Financiamiento con bonos domésticos (suscriptos en pesos)	8	2	18	16
2) Financiamiento con fuentes domésticas	19	11	21	16
3) Gap a financiar en pesos (1-2)	6	20	0	0
4) Vencimientos de deuda denominada en dólares o Euros, en poder del sector privado	22	7	13	19
5) Financiación (Vencimientos) netos de Letras en dólares			-12	-5
6) Financiamiento del FMI			21	12
7) Financiamiento con bonos internacionales (suscriptos en dólares) (3+4-5-6)	28	27	4	12

Despejada la duda respecto del financiamiento del programa financiero para 2018 y 2019, resta entender el impacto de ese programa en la cotización del tipo de cambio, lo analizamos a continuación.

Demanda de dólares de privados (base caja)

Según el balance cambiario (en base caja) que publica el Banco Central en forma mensual. Durante el mes de junio, la demanda de divisas neta de privados alcanzó U\$S 4.293 mln, una importante reducción desde los U\$S 6.541 mln demandados en mayo, pero aún un monto muy alto.

La demanda de divisas de privados se puede desagregar en:

- Compras de dólares de minoristas: U\$S -2.224 mln.
- Compras de dólares de mayoristas: U\$S -851 mln.
- Inversión de portafolio en pesos (Carry Trade): U\$S -1.077 mln.
- Turismo: U\$S -588 mln.
- Utilidades: U\$S -132 mln.
- Balance Comercial: + U\$S 1.280 mln.
- Otros – U\$S 701 mln.

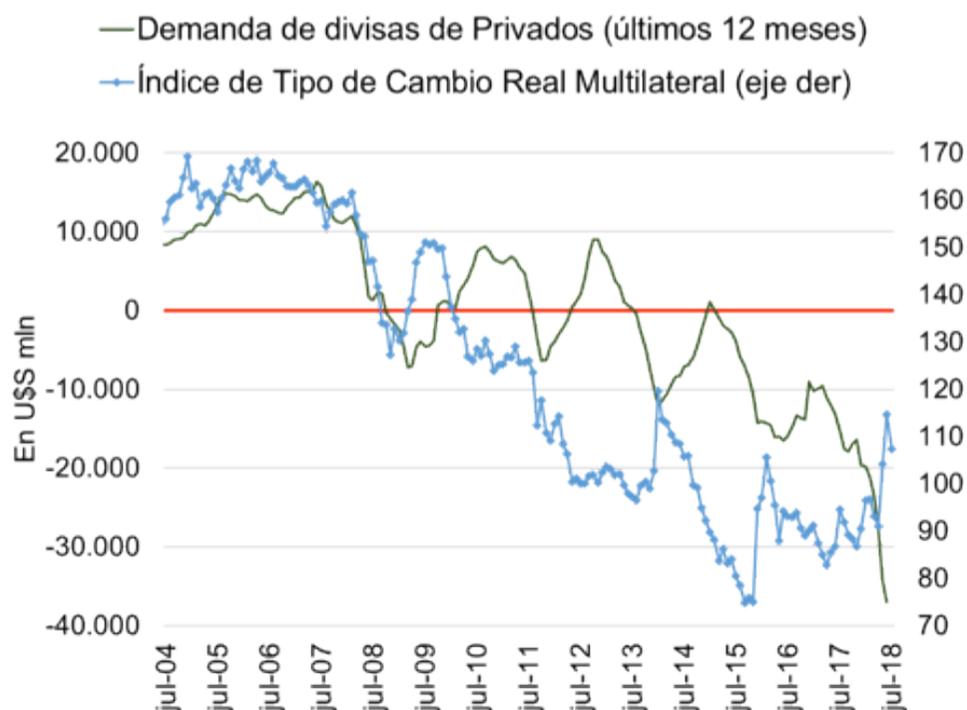
El Balance Cambiario lo realiza el Banco Central en base a las operaciones que movieron fondos dentro del Mercado Único y Libre de Pagos (MULC), este balance se realiza en “base caja”. A diferencia de este balance externo, desde el INDEC, la Balanza de Pagos estima las cuentas externas tomando todas las operaciones (incluyendo las operaciones a crédito), por esta razón, la medición es en “base devengado”. Debido a que desde el año 2017 se les permitió a los bancos brindar préstamo en divisas para exportadores, las ventas y compras a crédito aumentaron notablemente, lo cual explica la diferencia entre el resultado superavitario del balance comercial (en base caja) y el déficit del balance comercial (en base devengado).

DEMANDA DE DIVISAS DE PRIVADOS (BALANCE CAMBIARIO BASE CAJA)

En U\$S mln	Mensual			Acum 12 meses		
	may-18	jun-18	Jun-18 vs may-18	Jul-16 / Jun-17	Jul-17 / Jun-18	YoY
Cuenta Corriente	-2.151	-387	1.765	-13.143	-19.498	-6.355
Balanza comercial (expo - impo)	467	1.280	813	6.234	2.902	-3.332
Exportación de Bienes	4.577	4.925	348	57.968	55.510	-2.458
Importación de Bienes	4.218	3.730	-487	52.690	53.860	1.170
Turismo	-862	-588	273	-9.900	-10.599	-699
Intereses	-1.331	-801	530	-7.883	-8.541	-657
Utilidades	-324	-132	191	-2.640	-1.999	641
Otros	-103	-145	-43	1.046	-1.262	-2.307
Cuenta Capital (1+2+3+4)	-4.663	12.134	16.797	30.969	25.949	-5.020
1) FAE Sector privado no financiero	-6.213	-5.083	1.130	-4.510	-24.272	-19.762
FAE transferencias o divisas mayoristas (netas)	-1.176	-851	326	2.124	-8.928	-11.052
FAE billetes o minoristas (netas)	-3.439	-2.224	1.216	-13.761	-22.214	-8.453
Inversión de portafolio	-1.363	-848	515	4.856	4.343	-514
En pesos	-1.344	-1.077	267	640	799	159
En divisas	-19	229	248	-4.216	-918	3.298
Otros	-234	-1.161	-926	2.271	2.527	257
2) FAE Sector privado financiero	169	377	208	-3.338	-1.733	1.605
3) FAE Sector público	3.949	16.060	12.111	25.145	49.040	23.895
4) Otros	-2.568	780	3.348	13.672	2.915	-10.757
Demanda de Privados (cta cte + 1+2)	-6.865	-4.293	2.572	-13.107	-36.963	-23.856
Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral	104	115		89	95	

Dicho de otro modo, el tipo de cambio real se depreció solamente 14% YoY en los últimos 12 meses, porque el Gobierno ingreso U\$S 49.040 mln al país (U\$S 15.000 mln del FMI y el resto en colocaciones de bonos y REPOs). Sin embargo, hasta el 2Q19, esperamos que el acceso al financiamiento internacional sea mucho menor, y por lo tanto, esperamos un tipo de cambio real en un nivel más depreciado.

DEMANDA DE DIVISAS DE PRIVADOS VS TIPO DE CAMBIO REAL



Escenarios del FMI

Siguiendo la discusión del nivel del tipo de cambio real, el FMI tiene dos escenarios:

- El base, según el cual se restablece la confianza del inversor. En este escenario se reducen los déficits (fiscal y externo) de forma moderada, porque retorna el financiamiento del mercado internacional. En este escenario el tipo de cambio real termina estando 4% más depreciado que en la actualidad.
- El escenario adverso, según el cual, un cambio en las condiciones financieras mundiales interrumpe el retorno esperado de la confianza del mercado. Este escenario implica una reducción de los déficits (fiscal y externo) mucho más rápida, porque no retorna el financiamiento del mercado internacional durante los próximos meses. En este escenario el tipo de cambio real, termina estando 10% más depreciado que en la actualidad.

ESCENARIO BASE Y ADVERSO

	FMI Escenarios			
	Programa Base		Escenario Adverso	
	2018	2019	2018	2019
Crecimiento del PIB	0,4%	1,5%	-1,3%	0,0%
Inflación IPC (final del período)	27,0%	17,0%	31,7%	20,8%
Resultado Primario (sobre PIB)	-2,70%	-1,30%	-2,00%	-0,9%
Deuda del Gobierno Nacional (sobre PIB)	64,5%	60,9%	68,6%	65,4%
Reservas Internacionales Brutas (U\$S bln)	65,4	69,0	54,3	53,6
Tasa de política Monetaria (final del período)	37,2%	22,5%	43,0%	26,8%
Cambio en el Tipo de cambio real (YoY, final del período, += apreciación)	-18,1%	3,9%	-24,0%	2,2%
Cuenta corriente (sobre PIB)	-3,6%	-3,2%	-3,0%	-1,2%

Años Pares e Impares

Pensando en el próximo año, observamos que se vuelve a cumplir la regla de años impares (electorales) con crecimiento, y años pares de ajuste. Es decir, este año es un año de ajuste. En general, cuando hay recesión el gobierno realiza algún tipo de política expansiva (aumento del gasto público real y tasa de interés negativa), como ocurrió en 2012 y 2014. Sin embargo, desde 2016 la actual administración viene haciendo un recorte del gasto público en términos reales y en 2018 por primera vez en años la tasa de política monetaria es mayor a la inflación (positiva en términos reales). Es decir, este año la política monetaria es sumamente contractiva (el gasto público real cae 14% y la tasa de interés real es positiva), esto agudizará la recesión iniciada con la devaluación y potenciada con la sequía. Por lo tanto, si bien nuestro escenario base es una caída del PIB de 0,5%, no descartamos que alcance una caída del 2%. Y desde ya, el crecimiento del próximo año estará en línea con la caída de este año.

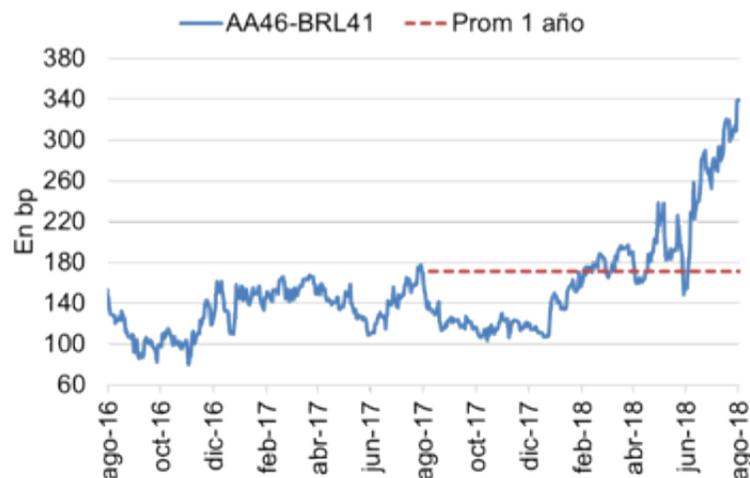
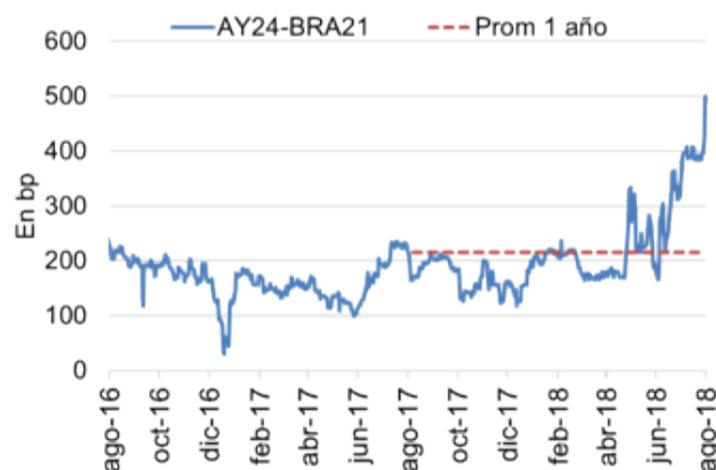
AÑOS PARES

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Ene-Jul 2018
Var. PIB real YoY	6%	-1%	2%	-3%	3%	-2%	3%	-0,5%
Pol. Fiscal:								
Gasto Público real YoY	8%	4%	8%	9%	7%	-9%	-7%	-14%
Pol. Monetaria:								
Tasa de Interés promedio Real	-11%	-13%	-12%	-9%	-1%	-6%	0%	3%
Variación del Tipo de cambio real promedio YoY	-6%	-14%	-4%	6%	-22%	14%	-6%	14%

BONOS EN DÓLARES

El spread entre los bonos argentinos y los brasileros se amplió a principios de agosto, y si bien el contexto internacional de suba de tasas sugiere mantenerse en el tramo corto y medio de la curva, el aumento del spread empieza a lucir exagerado dadas las correcciones que el Gobierno está implementando.

SPREAD ARG-BRA



Variación Títulos Públicos por Tramo

Durante el último mes se destacó la suba de los bonos en dólares medidos en pesos, y la fuerte caída de bonos en pesos ajustables por inflación en línea con el aumento de la tasa de lebacks.

	Indice(*)	1w-ch	1m-ch	YTM(**)	Spread vs. T.Medio(bp)	Dur
\$Ar (Badlar)						
Tramo Medio (TM)	92,3	-0,72%	-2,2%	51,4%		1,2
\$Ar (CER)						
Tramo Medio (TM)	109,4	-2,86%	-1,4%	8,3%		2,6
Tramo Largo (TL)	87,3	-1,28%	6,9%	9,3%	103	7,9
US Dollar						
Tr.Medio Dólar (TM)	140,8	-0,3%	-3,9%	7,8%		2,7
Tr.Largo Dólar (TL)	132,1	-2,9%	-5,5%	9,4%	164	7,9

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= ago-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 Projectados 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	103,3	0,5	51,28%	101,5	0,2	21,0%	(3028)	12,9%	7,1%	11,2%
Bonar AM20	103,0	1,1	49,13%	102,3	1,0	22,0%	(2713)	12,9%	-6,4%	12,3%
Bocon Pr15	154,2	1,6	54,21%	170,1	1,6	23,0%	(3121)	4,0%	-22,3%	14,4%
Bonar AA22	93,2	2,0	49,98%	104,5	2,1	23,0%	(2698)	6,6%	-20,5%	18,8%
Títulos en pesos a la tasa de referencia										
Bono TJ20	105,9	1,3	46,15%	112	1,2	23,0%	(2315)	17,3%	2,4%	22,6%
Títulos en Pesos ajustables por inflación (CER)										
Bono CER AF19	115,1	0,5	9,68%	124	0,1	4,0%	(568)	0,0%	7,5%	7,9%
Bono CER A2M2	107,7	1,6	9,56%	122	1,2	4,0%	(556)	0,0%	13,6%	13,7%
BONCER 2020 TC20	136,0	1,7	9,18%	152	1,3	5,0%	(418)	1,3%	7,6%	13,2%
BONCER 2021 TC21	137,9	2,8	8,18%	157	2,5	5,7%	(248)	0,0%	7,3%	13,6%
Disc ArgL DICP	692,7	7,4	9,07%	768	7,4	8,1%	(97)	3,8%	7,5%	14,6%
Par ArgL PARP	280,0	12,0	9,21%	328	12,0	8,3%	(91)	1,5%	7,5%	18,6%
Cuasipar ArgL CUAP	425,0	12,1	9,39%	500	12,8	8,3%	(109)	3,8%	7,6%	21,4%
Títulos en pesos a tasa fija										
Bono TO21	88,2	2,3	29,05%	100,6	2,2	21,0%	(805)	10,3%	9,6%	24,4%
Bono TO23	93,1	3,5	20,77%	93,7	3,3	20,0%	(77)	8,6%	7,2%	9,3%
Bono TO26	91,4	4,4	19,68%	92,1	4,4	19,0%	(68)	8,5%	6,8%	9,3%
Lebac en pesos a un mes										
A un mes										20,3%
Títulos en dólares del Gobierno Nacional										
Global 19 AA19	101,8	0,7	6,52%	102	0,3	4,0%	(252)	3,1%	14,8%	15,6%
Bonar 20 AO20	102,5	2,0	8,28%	107	1,6	5,0%	(328)	3,9%	15,5%	21,3%
Global 21 AA21	101,0	2,5	7,48%	104	2,1	5,6%	(188)	3,4%	15,2%	19,5%
Bonar 24 AY24	102,5	2,7	8,86%	109	2,4	5,7%	(316)	4,3%	15,8%	24,3%
Bonar 25 AA25	87,7	4,7	9,19%	98	4,4	6,5%	(269)	3,3%	15,9%	29,3%
Global 26 AA26	93,1	5,7	9,40%	103	5,5	7,4%	(200)	4,0%	16,0%	28,2%
Global 27 A2E7	85,4	6,3	9,70%	99	6,1	7,7%	(200)	0,0%	16,2%	29,8%
Global 28 A2E8	80,2	7,0	9,33%	90	6,8	8,0%	(133)	0,0%	16,0%	26,0%
Global 28 AL28	86,2	7,1	9,03%	95	6,9	8,0%	(103)	0,0%	15,9%	23,6%
Disc ArgL DICA	126,3	6,8	10,24%	143	6,7	8,1%	(214)	4,6%	16,4%	32,4%
Bonar 37 AA37	83,8	8,9	10,11%	97	9,2	8,3%	(181)	4,6%	16,2%	34,6%
Global 36 AL36	80,5	9,4	9,72%	94	9,5	8,3%	(142)	0,0%	16,2%	31,0%
Par ArgL PARA	56,1	10,3	9,72%	65	10,4	8,3%	(142)	2,2%	16,1%	32,6%
Global 46 AA46	82,9	10,1	9,88%	96	10,9	8,3%	(158)	4,6%	16,1%	34,8%
Global 2117 AC17	75,7	10,9	9,75%	88	12,3	8,3%	(145)	4,7%	16,2%	35,1%
Títulos en dólares de Gobiernos Provinciales										
Córdoba (CO26)	85,9	3,3	12,18%	102	3,3	7,2%	(498)	2,1%	17,1%	34,9%
Mendoza (PMY24)	91,0	3,6	11,75%	104	3,7	7,6%	(415)	4,6%	16,9%	33,6%
La Rioja (RIF25)	94,1	3,6	13,06%	102	3,7	10,3%	(276)	5,2%	17,2%	27,7%
Entre Ríos (ERF25)	82,2	4,0	13,95%	103	4,1	9,0%	(495)	0,0%	17,8%	40,7%
Cupones PBI										
Ar\$ Arg.Law (TVPP)	2,8	1,5		4,1				0,0%		46,9%
US\$ Arg. Law (TVPA)	4,9	9,9		10,3				0,0%		137,2%

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

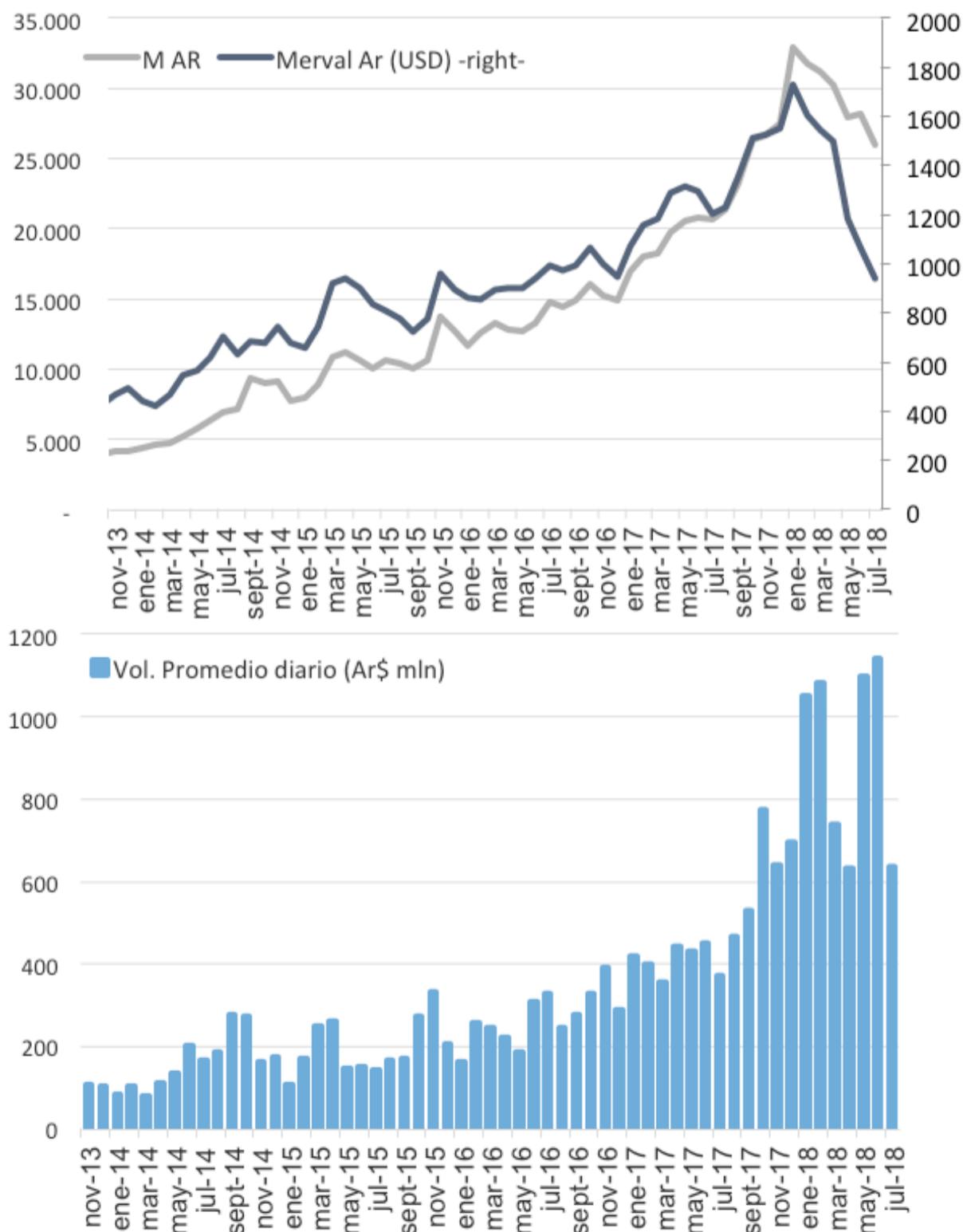
2 Devolución Cash hasta Dic-18: Incluye pagos futuros de intereses, amortizaciones y el CER en caso de corresponder (en % sobre Precio Hoy), en moneda original de emisión.

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

ACCIONES

El Índice Merval Argentina subió 13,0% en el mes de julio, acumulado una caída de 7,5% en lo que va del año. Medido en dólares el índice ganó 19,1% MoM, acumulando una caída de 37,2% en el año. Por su parte el volumen diario promedio negociado en acciones cayó 44,2% MoM a \$ 637 mln, desde un máximo histórico el mes previo. En los primeros días de agosto, el índice devolvió prácticamente todo lo ganado en julio, ante una investigación de supuestos sobornos al gobierno anterior por parte de empresas que hacían obra pública.

Dentro de las acciones más negociadas se destacó la suba de: TGNO4 (+41,5%), TGSU2 (+33,5%), TRAN (+28,2%) y COME (+26,9%), mientras que las principales bajas fueron en ALUA (-4,6%) y TS (-3,3%).



RATIOS DE VALUACIÓN ÍNDICES LATAM

Country	Index	ROE ttm	P/E ttm	P/E fwd
Argentina*	MAR Index	44%	14,1	9,4
Brasil	IBOV Index	9%	20,0	12,0
México	MEXBOL Index	12%	21,5	17,5
Chile	IPSA Index	9%	19,7	16,0

NOTICIAS RELEVANTES

-

Petróleo:

YPF (YPFD) subió el precio de los combustibles a nivel nacional un promedio de 6% en el mes de julio y un adicional 5% al inicio de agosto. Aún estiman que falta un 10% de suba para los combustibles Super mientras que en los Premium bastante menos para cerrar la brecha que se generó con la devaluación y suba del crudo.

Luego de reportar el 2q18, el management reiteró el Guidance para 2018 y el Plan 2018-2022. De esta forma, para este año esperan un +10% de crecimiento en EBITDA en dólares con una Producción de Hidrocarburos cayendo -2% YoY. Sin embargo, redujeron el nivel de CAPEX para 2018 de U\$S 4.000 mln a U\$S 3.500 mln.

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 seguirá asegurando la disponibilidad de los volúmenes de gas requeridos para ser utilizados en la generación de electricidad dentro de esos parámetros. Recordamos que hasta ahora el precio vigente había sido de U\$S 5,20 el mln BTU. En particular, desde YPF estiman un menor precio promedio para el gas vendido al que antes se esperaba pero mantienen su escenario base de entre U\$S 4,50 a U\$S 5,00 el mln de BTU para verano e invierno.

Servicios Públicos:

Pampa Energía (PAMP) suscribió un Acta Acuerdo de Inversión por U\$S 520 mln durante 5 años con la Provincia del Neuquén por una nueva concesión de explotación no convencional de hidrocarburos en el área Sierra Chata por 35 años, en las formaciones Vaca Muerta y Mulichinco. Actualmente, el Área produce gas natural desde la formación Mulichinco, con 69 pozos productivos y 1,3 millones de m3 diarios, netos. Pampa es la operadora del Área y posee una participación del 45,6%, conjuntamente con Exxon Mobil Argentina y Total Austral, que tienen el 51,0% y el 3,4%, respectivamente. Asimismo, el consorcio abonó un bono de explotación y un aporte a la responsabilidad social empresarial de U\$S 30 mln.

El Directorio de Edenor (EDN) resolvió finalizar anticipadamente el plazo para adquirir acciones propias habiéndose comprado con el Programa de Recompra un total de 645.891 ADR por U\$S 28,37 mln. Es decir un promedio de U\$S 43,90 por ADR.

El ENRE, mediante la Resolución 208/2018, resolvió aplicar a partir del 1° de agosto de 2018 el mecanismo de actualización del Costo Propio de Distribución (CPD) para Edenor por 15,85%.

Sin embargo, se acordó que esta actualización se realizará en dos etapas: 50% ahora y 50% a partir del 1° de febrero de 2019, junto con la diferencia del CPD que se genere en el período agosto 2019/enero 2019, en 6 cuotas que serán además ajustadas por el mecanismo de inflación a dicha fecha.

Por otra parte, el Ministerio 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.

Asimismo, se establecieron los nuevos Precios de Referencia de la Potencia, los Precios Estabilizados de la Energía y los Precios Estabilizados del Transporte que entran en vigencia desde el 1° de agosto de 2018.

El Directorio de Transportadora de Gas del Sur (TGSU2) resolvió pagar el próximo 22 de agosto un dividendo en efectivo de \$ 1.220 mln por el ejercicio 2017, equivalente a \$ 1,5356 por acción (Div Yield: 1,84%). Recordamos que el 17 de Julio pasado había distribuido \$ 912 mln correspondientes al ejercicio 2016. De esta manera, desafectó \$ 2.132 mln de los \$ 3.705 mln que habían sido autorizados y destinados a la Reserva para Futuros Dividendos por la Asamblea de Accionistas. La menor distribución total obedece al nuevo contexto económico así como la utilización de fondos para nuevas inversiones de CAPEX y la recompra de acciones propias.

Por otra parte, desde el 11 de mayo y hasta el 7 de agosto de 2018, TGS utilizó \$ 701 mln de los \$ 1700 mln destinados al Programa de Recompra de Acciones propias con un valor máximo a pagar de \$ 95 en BYMA y de U\$S 20 en NYSE. Lleva así recomprados 1,72 mln de ADR que representan el 1,08% del capital social.

Bancos:

Banco Macro (BMA) lanzó el 9 de agosto un nuevo Programa de Recompra de Acciones Propias por hasta \$ 5.000 mln con un precio máximo a pagar de \$ 158 por acción y que durará 30 días calendarios. Recordamos que los términos son similares al Programa lanzado meses atrás y que nunca llegó a ejecutar porque la acción no había caído a \$ 158 en BYMA y terminó venciendo el plazo de duración.

Según Bloomberg, Banco Macro estaría en negociaciones para adquirir la cartera minorista de Banco de Servicios y Transacciones (BST) y sus 24 sucursales con 150 empleados. Al 31.03.18 BST tenía una cartera de préstamos por \$ 2.900 mln, de los cuales 33% son de consumo y 67% cartera comercial; y Depósitos por \$ 3.400 mln, de los cuales el 58% son Plazo Fijos. Ambas representan el 2% de la cartera total de BMA.

Alimentos:

Morixe Hermanos Sociedad Anónima (MORI) presentó un prospecto de emisión de acciones. La compañía ofrecerá hasta 175 mln de acciones ordinarias, clase B, de VN \$ 1 para su suscripción por los titulares del derecho de preferencia. El precio de suscripción de las nuevas acciones será de \$1,65. Luego de la emisión (asumiendo la suscripción de la totalidad de las acciones) el capital social de MORI se elevará a \$ 221.902.018, con las nuevas acciones representando el 78,9% del capital social. Los fondos recibidos serán destinados a financiar proyectos de inversión, activos fijos, capital de trabajo y/o a cancelar deuda financiera. Ignacio Noel, el presidente de la compañía con una participación del 73,5%, posee \$ 267,7 mln en aportes irrevocables y pasivos financieros susceptibles de integración y ha manifestado su intención de capitalizar la totalidad.

Molinos Agro (MOLA) la Asamblea de Accionistas resolvió distribuir dividendos en efectivo por la suma de \$ 440 mln, equivalentes a \$ 8,96 por acción (div yield de 3,53%). Asimismo, delegó en el Directorio la determinación del modo y plazo para su pago.

Telecomunicaciones:

Telecom Argentina (TECO), Cablevisión Holding SA (CVH): El Senado de la Nación dio media sanción al proyecto de ley de tecnologías de información y las comunicaciones (“Ley Corta”) que prorroga hasta el 1 de enero de 2020 la posibilidad de que las operadoras telefónicas puedan ofrecer servicios de radiodifusión y TV satelital en Buenos Aires, Córdoba y Rosario, hasta el 1 de enero de 2021 en las ciudades de más de cien mil habitantes y hasta el 1 de enero de 2022 en localidades más pequeñas. La ley también busca promover el uso compartido de infraestructura, con el objetivo de acelerar el despliegue de redes y disminuir costos. El proyecto de ley fue girado a la Cámara de Diputados. Recordamos que, según la aprobación de la fusión por parte de Defensa de la Competencia, TECO ya se había comprometido a no brindar cuádruple play en una única factura hasta el 1 de enero de 2019 o hasta tanto se habilite a las operadoras de servicios TIC a hacerlo.

Por su parte, Telefónica solicitó el 23 de julio a la Secretaría de Comercio la impugnación de la fusión de Telecom Argentina SA con Cablevisión SA, aprobada el 29 de junio. La operadora de origen español argumenta que la fusión pone en peligro las inversiones que requiere el sector y pone obstáculos a la competencia, destacando también que con la fusión TECO concentra el 60% del mercado de banda ancha y hasta el 90% en determinadas ciudades.

RANKING MENSUAL AGENTES

-

Renta Variable			Renta Fija		
Agente	Rank.	Part.	Agente	Rank.	Part.
Allaria Ledesma & Cía. S.A.	1	10,0	Banco de Galicia y Buenos Aires S.A.	1	10,2
Santander Río Valores S.A.	2	5,3	Balanz Capital Valores S.A.	2	10,1
Balanz Capital Valores S.A.	3	4,7	Allaria Ledesma & Cía. S.A.	3	9,9
Invertir en Bolsa S.A.	4	4,7	Banco Patagonia S.A.	4	4,6
Noreste Bursátil S.A.	5	4,6	Banco Mariva S.A.	5	4,1
SBS Trading S.A.	6	4,5	ICBC Argentina	6	3,5
AR Partners S.A.	7	4,1	Neix S.A.	7	3,2
Buenos Aires Valores S.A.	8	3,8	SBS Trading S.A.	8	3,0
Invertir Online S.A.	9	3,3	Global Agro Brokers S.A.	9	2,7
Cohen S.A.	10	2,7	Puente Hnos. S.A.	10	2,52

GRACIAS!

 **WINA**TM Fondos Comunes
de Inversión

 **Allaria
Ledesma & Cia**