

INFORME MENSUAL DICIEMBRE



PERSPECTIVAS

-

LA DESCONFIANZA DE LOS INVERSORES SE MANTIENE INTACTA

A nivel global, la calma post reunión presidencial del G20 duró poco. Los temores acerca de la guerra comercial, sumado a una desaceleración económica que se está observando en distintas partes del planeta, terminó generando una toma de ganancias en los activos de riesgo durante principio de diciembre (que se encuentran en una tendencia horizontal pero volátil desde hace un par de meses).

Nuevamente, pareciera que es la Reserva Federal quien puede poner paños fríos a la situación. Varios funcionarios de dicha entidad están comentando que la tasa de referencia se encuentra cerca de un nivel “neutral”, y si dieran a entender que las subas de tasa para el año que viene serían menores a las proyectadas hasta ahora, podrían llevar algo de calma a inversores que se ven atrapados entre un menor crecimiento y una Fed que hasta ahora parecía intransigente.

Por lo pronto, la curva de bonos del Tesoro de EUA ajustó en pocos días sus tasas de largo plazo (-30 bp la tasa a 10 años) pasando a descontar una recesión en los próximos meses.

Por el momento consideramos que el mundo se desacelera pero no entra en recesión (habrá que monitorear principalmente la guerra comercial global, el menor crecimiento chino, y la política restrictiva de la Fed vis a vis el alto endeudamiento global). En el mercado de acciones, el S&P devolvió en los últimos dos meses toda la ganancia anual, por lo que estaría cotizando actualmente a 15x ganancias 2019 (estimadas por el consenso), levemente por debajo de su promedio de los últimos cinco años.

En la Argentina, las acciones han tenido en los últimos meses un comportamiento relativo mejor al de los bonos soberanos. Las tasas de los títulos públicos en dólares se acercan a los máximos observados meses atrás, rindiendo nuevamente más que la deuda croata (país en guerra con Rusia).

Las causas de corrupción continúan avanzando con indagatorias a cada vez más empresarios y funcionarios del gobierno anterior. El gobierno actual ha dejado en claro que su intención es que las compañías investigadas sobrevivan, y que sean los dueños de las empresas quienes den un paso al costado y respondan ante los jueces.

El BCRA pudo bajar levemente la tasa de referencia (a niveles del 60% anual) mientras mantiene su plan de crecimiento nulo de la base monetaria. La menor disponibilidad de pesos en la calle, sumado a la estabilidad del dólar y la recesión, permitiría observar un sendero decreciente en la inflación (esperamos entre 25% y 30% para 2019). La contracara obviamente sigue siendo la recesión económica, en donde estimamos estar atravesando actualmente los peores meses (esperamos una caída de 1,8% en el PBI de 2019, por el elevado arrastre estadístico del 2018).

A pesar del actual panorama económico, la imagen positiva del presidente Macri (30%), se mantiene en niveles similares a la de la principal figura de la oposición (la expresidente Fernandez de Kirchner). Mientras tanto, en el peronismo sigue sin verse alguna figura que logre aglutinar a dicho partido político.

En renta fija argentina seguimos recomendando exposición a la curva soberana en dólares con una duration muy acotada. La diferencia de tasa entre un bono que vence en 2020 y otro que vence en 2019 es de aproximadamente 6 puntos porcentuales, por lo que incluso en el tramo corto existe un elevado potencial de ganancia en caso de descomprimirse la incertidumbre política. Para plazos más largos preferimos deuda

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.

(las empresas tienen en general un perfil de vencimientos mucho más despejado que el soberano, además de tener un bajo apalancamiento).

En renta variable, las empresas del grupo Techint se han visto afectadas por la indagatoria de su principal accionista, Rocca, en relación a los casos de corrupción conocidos como “de los cuadernos”. De esta manera, Ternium Argentina cotiza a menos de 3x las ganancias estimadas para 2019.

Preferimos en servicios públicos: TGS, TGN, Transener y Pampa; en bancos: Macro (el accionista Brito, que renunció a la conducción del banco, fue procesado recientemente en el caso Ciccone) y Supervielle; en media a Cablevisión Holding; en alimentos a San Miguel; en materiales a Ternium Argentina y su controlante Ternium.

Durante 2018, la bolsa argentina tuvo la peor performance de la región (-54% en dólares), luego de liderar la suba durante 2017. El índice Merval Argentina se encuentra actualmente al mismo valor en dólares de principios de 2015.

Argentina está cotizando según nuestras estimaciones a 9x ganancias 2019 en dólares (7,8x ganancias proyectadas en pesos), un descuento de aproximadamente 40% respecto a otros mercados de la región. Para 2019, obtenemos un potencial de suba de 49% en dólares para el índice Merval Argentina (+98% en pesos). Al ser un año con elecciones presidenciales, la política será nuevamente la que defina el devenir de los activos financieros.

ARGENTINA: PROYECCIONES MACRO

	dic-2015	dic-2016	dic-2017	dic-2018	dic-2019
Actividad					
PIB Nominal (USD mln)	559,6	473,4	557,8	379,2	387,4
Crecimiento real PIB (YoY)	2,7%	-1,8%	2,9%	-3,0%	-1,8%
Consumo Privado (YoY)	3,7%	-1,0%	3,5%	-4,0%	-4,0%
Consumo Público (YoY)	6,9%	0,3%	2,2%	-1,0%	-2,0%
Inversión (YoY)	3,5%	-4,9%	11,0%	-2,0%	-5,0%
Exportaciones (YoY)	-2,8%	5,3%	0,4%	2,6%	5,0%
Importaciones (YoY)	4,7%	5,7%	15,0%	0,3%	-5,0%
Datos Fiscales					
Resultado Primario últimos 12 meses (% del PIB)	-3,8%	-4,2%	-3,8%	-2,1%	0,0%
Intereses últimos 12 meses (% PIB)	-1,3%	-1,6%	-2,1%	-2,8%	-3,6%
Resultado Financiero últimos 12 meses (% PIB)	-5,1%	-5,8%	-6,0%	-4,9%	-3,6%
Deuda Pública Total (% PIB)	43%	58%	58%	88%	93%
Deuda Pública con terceros (neta de FGS y BCRA) (% PIB)	18%	28%	30%	57%	63%
Sector Externo					
Exportaciones últimos 12 meses (USD mln)	56,8	57,9	58,6	61,7	70,2
Exportaciones (YoY)	-17%	2%	1%	5%	14%
Importaciones últimos 12 meses (USD mln)	59,8	55,9	66,9	67,3	60,5
Importaciones (YoY)	-8%	-6%	20%	1%	-10%
Balanza Comercial, últimos 12 meses (USD mln)	-3,0	2,0	-8,3	-5,6	9,6
Balanza Comercial, últimos 12 meses (% PIB)	-0,5%	0,4%	-1,5%	-1,5%	2,5%
Cuenta Corriente (USD mln)	-17,6	-14,7	-31,3	-16,6	-1,4
Cuenta Corriente (% del PIB)	-3,1%	-3,1%	-5,6%	-4,4%	-0,4%
Reservas Internacionales (USD mln)	25,4	39,3	55,1	54,9	59,5
Reservas Internacionales (% del PIB)	5%	8%	10%	14%	15%
Sector Monetario					
Inflación Minorista (IPC Nac. YoY (Fin. Per.))	28%	37%	25%	48%	30%
Tasa de Referencia (Fin. Per.)	27%	26%	26%	56%	30%
Tasa Badlar Bancos Priv. (Fin. Per.)	29%	20%	23%	44%	25%
Tipo de Cambio mayorista (ARS/USD, fin. Per.)	13,0	15,9	18,7	40,0	50,0
Tipo de Cambio mayorista (YoY, fin. Per.)	52%	22%	17%	114%	25%
Tipo de Cambio Real Multilateral (fin. Per.)	95	90	90	131	126

TIPO DE CAMBIO Y POLÍTICA MONETARIA

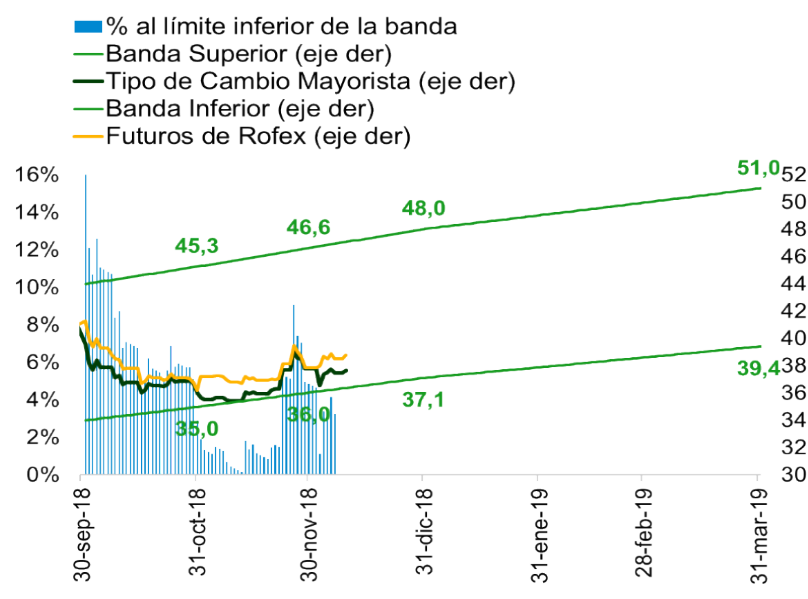
A principios de diciembre, el Banco Central definió la política monetaria para los próximos meses. Respecto de la expansión de base monetaria durante dic-18 será como máximo de 6,3%. La cautela del Banco Central se debe a que el tipo de cambio cotiza muy correlacionado con la base monetaria. Entre el 20-23 nov expandieron la base monetaria \$ 198.000 mln (17%), y el tipo de cambio subió 9% WoW. Y por el contrario, en los últimos 15 días absorbieron \$187.000 mln, y el tipo de cambio bajó 5%.

Respecto a los límites de la zona de no intervención, redujo la tasa diaria de actualización al 2% durante el 1q19 (desde 3% MoM en 4Q18). Al 31 de marzo los límites serían de \$37,4 y \$51.

Respecto a las intervenciones, la autoridad monetaria explicó que en ningún caso esteriliza los pesos. Y si el tipo de cambio cruza el piso de la banda, podrá hacer compras por medio de licitaciones diarias de hasta U\$S 50 mln, con un límite acumulado para todo el mes de U\$S 685 mln para diciembre. Si en cambio, cruza el techo de la banda, podrá vender por licitación hasta U\$S 150 mln diarios.

ACTIVIDAD ECONÓMICA

BANDAS CAMBIARIAS



Hay tres problemas relacionados al balance de pagos, la demanda de bienes (balance comercial dentro de la cuenta corriente), los intereses de la deuda pública (dentro de la cuenta corriente) y el ahorro de los privados (cuenta financiera). El nivel actual del índice de Tipo de Cambio Real multilateral (ITCRM) resuelve el primer problema, ya que reduce el consumo de bienes importados.

Durante octubre, la cuenta corriente arrojó un déficit de -U\$S 374 mln, explicado principalmente por los intereses de la deuda pública de U\$S 980 mln, que fue parcialmente compensado por el aumento en el superávit comercial hasta U\$S 1.098 mln.

El primer problema que no resuelve el nivel actual del ITCRM, es la necesidad de dólares para cubrir los intereses. Es decir, aun cuando el Tesoro consiguiera un superávit fiscal primario (en pesos) de 3% del PIB, debería comprar los dólares al mercado cambiario para cumplir con los intereses de la deuda, presionando al alza al tipo de cambio. Para lograr que la cuenta corriente tenga un superávit de 3% del PIB desde 0% en la actualidad, habría que subir el ITCRM generando una recesión importante.

El segundo problema que no resuelve el actual nivel de ITCRM, es la persistencia de la demanda de dólares para atesoramiento, lo que algunos economistas llaman una economía bimonetaria. Con un pasado inflacionario y un futuro cercano con precios creciendo a dos dígitos anuales, parece difícil bajar los niveles de demanda de moneda por parte de residentes (en torno a los U\$S 15.000 mln anuales). Adicionalmente, la demanda de “dólares” es creciente con la volatilidad del tipo de cambio. Sin embargo, después de un salto del tipo de cambio nominal de 103%, que dejó una mejora en el ITCRM de solo 38%, por el efecto de la inflación, no es esperable que el Gobierno vuelva a “soltar” el tipo de cambio nominal hasta que encuentre su nivel, al menos no mientras el FMI financie al Tesoro.

Este índice mide el precio relativo de los bienes y servicios de la economía argentina con respecto al de los de los principales 12 socios comerciales del país, en función del flujo de comercio de manufacturas.

Se obtiene a partir de un promedio ponderado de los tipos de cambio reales bilaterales de los principales socios comerciales del país. Se considera la evolución de los precios de las canastas de consumo representativas de los socios comerciales expresados en moneda local en relación con el valor de la canasta de consumo local, constituyéndose como una de las medidas amplias de competitividad (de tipo precio).

http://www.bcra.gov.ar/PublicacionesEstadisticas/Indices_tipo_cambio_multilateral.asp

Durante octubre, la cuenta financiera del sector privado (puntos uno y dos del siguiente cuadro) mostró una menor demanda del sector privado no financiero de U\$S 1.281 mln (-63% MoM) y un aumento en la dolarización de portafolios de bancos a U\$S 961 mln (+159% MoM).

CUENTA CORRIENTE Y FORMACIÓN DE ACTIVOS EXTERNOS (FAE)

En U\$S mln	Mensual			Oct18 vs Sep18	
	oct-17	sep-18	oct-18	U\$S mln	MoM
Cuenta Corriente	-2.258	106	-374	-479	-454%
Balanza comercial (expo - impo)	-132	891	1.098	207	23%
Exportación de Bienes	4.774	3.684	4.015	331	9%
Importación de Bienes	5.017	2.878	3.019	142	5%
Turismo	-823	-317	-300	18	-6%
Intereses	-997	-390	-980	-590	151%
Utilidades	-175	-50	-44	7	-13%
Otros	-130	-27	-148	-121	444%
Cuenta Financiera (1+2+3+4)	3.331	-4.124	5.013	9.136	-222%
1) FAE Sector privado no financiero	-566	-3.441	-1.281	2.160	-63%
Transferencias o divisas mayoristas (netas)	-639	-784	-689	95	-12%
Ahorro de billetes o minoristas (netas)	-1.311	-1.195	-475	720	-60%
Inversión de portafolio	824	-1.285	-831	454	-35%
Otros	561	-178	713	891	-501%
IED	120	200	539	340	170%
2) FAE Sector privado financiero	306	-372	-961	-589	159%
Formación de activos externos del sector financiero (PGC)	289	-325	-540	-215	66%
suscripción primaria de títulos en moned. Extr.	-249	-288	-485	-197	69%
Otros	265	240	63	-177	-74%
3) FAE Sector público	2.664	-31	6.608	6.639	-21664%
4) Otros	927	-280	646	927	-331%
Demanda de Privados (cta cte sin intereses + 1+2)	-1.520	-3.317	-1.635	1.682	-51%
Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral Promedio mensual (a valores del Tipo de cambio de hoy)	28	42	40		

Un “doble tres” (superávit primario y de cuenta corriente), el cual le daría los recursos al Tesoro sin alterar el nivel de reservas, requiere un nivel de ITCRM 15% superior al actual, más en línea con lo registrado en 2008. Teniendo en cuenta la mejora en los términos de intercambio respecto a aquel año, superior al 10%, consideramos que sería suficiente. Sin embargo, queda por resolver la persistencia de la demanda por atesoramiento la cual depende de la consolidación de un régimen de baja inflación lo cual, sabemos por experiencia propia, no es algo que se consiga en 2 años.

El Banco Central se mostró satisfecho con los actuales niveles de ITCRM. Es más, en sus presentaciones sugiere que, si el mercado de cambios se moviera dentro de las bandas, los niveles de competitividad serían similares a los registrados entre 2008 y 2010 (antes del efecto de los términos de intercambio); lo que augura que la cuenta corriente se mantendría superavitaria de sostenerse el régimen. Hacia el futuro, de observarse correcciones en los términos de intercambio y teniendo en cuenta la naturaleza transitoria de las retenciones, podríamos observar un ajuste de las bandas. Por ahora, lucen adecuadas para las autoridades.

La balanza comercial de la balanza de pagos (exportaciones - importaciones) correspondiente al mes de octubre, registró su segundo superávit consecutivo y alcanzó los U\$S 277 mln (habían sido U\$S 314 mln en septiembre).

Las exportaciones crecieron +1,4% YoY (aunque las cantidades exportadas de productos primarios continúan cayendo, -5,8% YoY en octubre) y alcanzaron los U\$S 5.354 mln.

Las importaciones sufrieron una significativa contracción y cayeron -18,2% YoY a U\$S 5.077 mln (los rubros más afectados fueron vehículos automotores de pasajeros -48,2% YoY y bienes de capital -36,6% YoY).

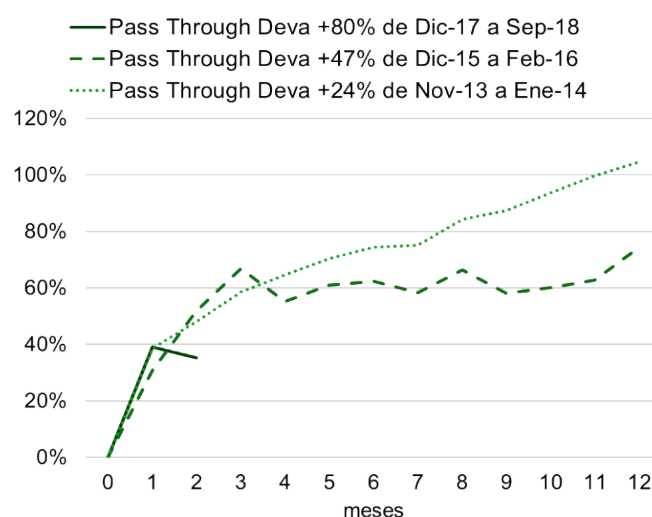
BALANZA COMERCIAL (EXPORTACIONES – IMPORTACIONES)

Rubros/ usos	Octubre de 2018			Diez meses de 2018		
	Valor	Precio	Cantidad	Valor	Precio	Cantidad
%						
Exportación	1,4	0,2	1,2	3,3	7,3	-3,8
Productos primarios	-3,2	2,8	-5,8	-11,3	7,3	-17,3
Manufacturas de origen agropecuario (MOA)	4,4	0,9	3,5	0,6	8,4	-7,2
Manufacturas de origen industrial (MOI)	-3,4	-6,9	3,6	9,3	2,3	6,8
Combustibles y energía	31,0	25,8	4,0	82,6	25,8	45,2
Importación	-18,2	8,1	-24,3	3,2	4,8	-1,5
Bienes de capital	-36,6	-11,6	-28,2	-12,9	-6,0	-7,3
Bienes intermedios	11,6	15,0	-3,1	17,3	10,4	6,3
Combustibles y lubricantes	-17,3	26,3	-34,3	21,5	28,1	-5,2
Piezas y accesorios para bienes de capital	-27,2	17,9	-38,3	-0,2	2,6	-2,7
Bienes de consumo	-16,2	-4,0	-12,8	1,2	-1,4	2,7
Vehículos automotores de pasajeros	-48,2	-2,4	-46,9	-6,5	1,3	-7,7
Resto	-11,5	.	.	-2,0	.	.

PRECIOS

El comportamiento del traslado a precios de la suba del tipo de cambio (pass through), refleja en nuestra opinión, el escenario macro para 2019 y el compromiso de un Banco Central “intervenido” por el FMI. En concreto, teniendo en cuenta los episodios de 2014, 2016, May-18 y Ago-18, el traslado a precios bajó 10/15 puntos porcentuales consecutivamente en todos los eventos (si se tiene en cuenta los precios núcleo sin regulados). Desde 60% en 2014 hasta 35% en Ago-18. El guarismo surge de tomar el tipo de cambio real bilateral desde el máximo y ver mensualmente cuanto valor real pierde.

PASS THROUGH DEVALUACIONES



Podemos atribuir este comportamiento a la caída en la emisión monetaria para financiar al Tesoro que fue reduciéndose entre 2014 y el segundo semestre de 2018, para llegar a cero. Esto reduce las expectativas de inflación futura y genera una menor necesidad de recomposición de precios relativos por parte de las firmas. Por otra parte, la demanda más débil por parte de las familias (caída en los salarios respecto de la inflación) y la necesidad de evitar que los ingresos corrientes desciendan por debajo de cierto umbral de los formadores de precios, reducen el traslado de la devaluación, resignando rentabilidad corriente. Ambos factores sumados a un escenario sin una recuperación de la actividad en el corto plazo podrían dar cuenta de que el actual nivel de traslado a precios haya caído.

Hacia adelante, si no observamos un cambio de régimen, estos niveles de traslado (25% sin aumento de precios regulados) lucen sostenibles, aunque se ubican por arriba del promedio de la región.

Para los próximos 2 meses esperamos una inflación de 4% (nov-18) y 2,7% (dic-18) desde 5,4% en oct-18. El dato de noviembre está un poco por encima del consenso de mercado (3,1%) debido al efecto de los precios regulados. En noviembre hubo subas del transporte público (micros de corta distancia, subte), prepagas, peajes y gas las cuales explican la discrepancia.

Respecto a la evolución de la inflación núcleo (sin bienes regulados ni estacionales), esperamos una marcada desaceleración. A los datos de 7,6% en sep-18 y 4,5% en octubre creemos que la medición neta de regulados y estacionales se ubicará en la zona del 3% (3,2% en nov-18 y 3,0% en dic-18). Esto es así debido a 3 factores puntuales:

- i) La inercia de la inflación núcleo,
- ii) Las expectativas respecto al nivel de actividad,
- iii) El compromiso del Banco Central.

Respecto al primero, la inercia de la serie implica simplemente un efecto estadístico, que es más fácil bajar desde niveles elevados. La relación histórica entre meses consecutivos de la inflación núcleo es 60%-70%. Esto es, el nivel del mes de oct-18 se ubica entre el 60 y el 70% del nivel observado en sep-18, en ausencia de nuevas perturbaciones. Por lo tanto, es razonable esperar que la inflación baje más de 3 puntos porcentuales cuando alcanza niveles elevados, desde 7,6% a 4,5% por ejemplo, pero no sería esperable que la misma lógica se traslade a nov-18 ya que el 70% del nivel registrado en octubre (4,5%) la ubica en 3,2%, una reducción de 1,3 puntos porcentuales.

Respecto al segundo punto, el nivel de actividad en 2019 volvería a caer. Desde 2001 no se observan 2 años consecutivos con bajas en el PBI. Esto implica un cambio de régimen para los formadores de precios, acostumbrados a una recesión en “V” debido al estímulo permanente de la política fiscal y monetaria durante la gestión anterior. Esto podría implicar que algunos sectores estén considerando trabajar con márgenes más acotados o que no los recompongan tan rápidamente como solían hacerlo. A su vez, los gremios comenzarían a negociar “empleo en lugar de salario”, lo que implica que las remuneraciones reales no recuperen plenamente el nivel de 2017 o de principios de 2018. Ambos factores generan un descenso más acelerado de los niveles de inflación, si los comparamos con episodios similares en un pasado reciente.

El tercer punto es la aparición en escena del FMI en el tercer piso del Banco Central, mediante un “enviado permanente”, garantiza la independencia de la institución para cumplir con el programa monetario – cambiario. Teniendo en cuenta el episodio de fines del 2017, en el que Jefatura de Gabinete decidió cambiar la postura de la política monetaria sin el acuerdo del directorio del Banco Central, esta “pérdida de autonomía” tiene un efecto no menor en las expectativas de inflación, las cuales dependen en gran medida del compromiso de la autoridad monetaria para con el régimen acordado en el memorando de entendimiento.

TASAS

El Banco Central fija la base monetaria en términos nominales. En particular, se proyecta un crecimiento “cero” hasta Jun-19, con algún desliz asociado a aumentos estacionales en la demanda de dinero (diciembre y junio). Sin embargo, la autoridad monetaria dejó varias cláusulas de escape asociadas a los niveles de requisitos de liquidez, los cuales afectan la relación entre la tasa de política monetaria y la tasa Badlar de bancos privados.

En particular, la tasa de interés del mercado depende de la demanda de pesos. Esta puede ser entendida de varias maneras (billetes y monedas, depósitos a la vista, a plazo, etc.). Según nuestras estimaciones, la demanda de billetes y monedas tiene una sensibilidad superior a la unidad respecto a la tasa Badlar Privada (por cada punto que cae la tasa de interés, la tasa de crecimiento de la demanda de pesos sube 1,2 puntos). Con este comportamiento en mente es posible pensar en un escenario decreciente de la tasa Badlar incluso en un marco de crecimiento cero de la base monetaria.

¿Cómo es posible?. La base monetaria se compone de depósitos de los bancos en el Banco Central y billetes y monedas en poder del público. Aunque la base se mantenga constante, una reducción paulatina de los encajes podría dar lugar a un aumento de la demanda de dinero, medida está última como billetes y monedas en términos reales (saldos reales), lo que a su vez estaría asociado a una reducción de la tasa de interés. Por ejemplo, para fines de 2019, una baja de 10 puntos de los encajes, una inflación del 30% YoY y un objetivo de base monetaria similar al implementado hasta jun-19 (con incrementos estacionales) permitiría que la Badlar se ubique en 25%, 24 puntos porcentuales por debajo de nov-18.

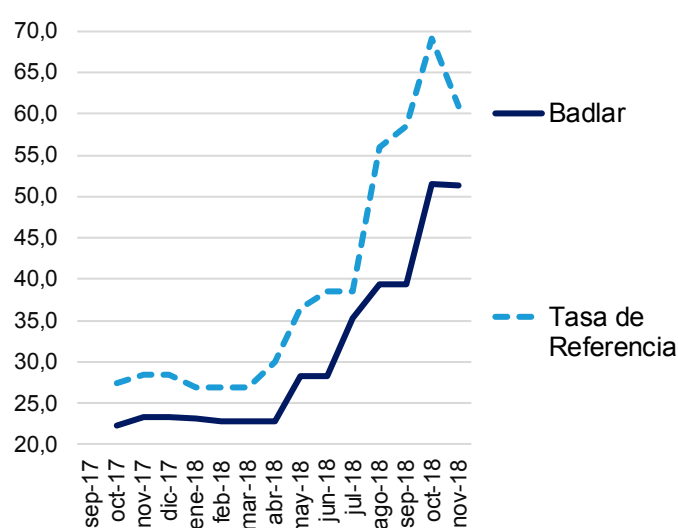
Los movimientos en los encajes, por su parte, afectan el nivel de la tasa Badlar respecto a la tasa de política monetaria. El spread entre ambas se ubica en torno a 1,45 (Leliq/Badlar). Esto puede explicarse por:

- i) la existencia de costos operativos por parte de los bancos,
- ii) la presencia de encajes remunerados y no remunerados.

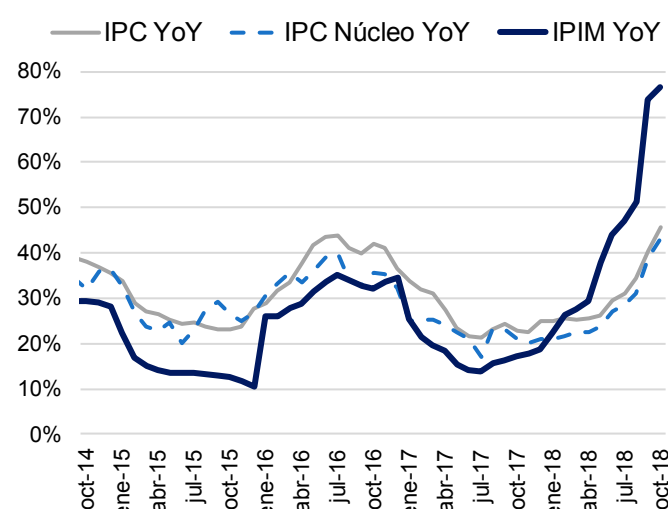
Mientras el primer punto obliga a los bancos a colocar la Badlar por debajo de la tasa de política para mantener los niveles de rentabilidad, el efecto del segundo ítem es ambiguo. Los encajes no remunerados aumentan el spread ya que por cada peso que toman los bancos pueden destinar una menor fracción a sus inversiones (créditos, Leliqs, etc.), lo que los obliga a aumentar la rentabilidad por peso invertido (aumentar el spread). Por otra parte, los encajes remunerados permiten pagar mejores tasas pasivas para la misma tasa de política ya que se reduce el costo de inmovilizar fondos.

En el corto plazo, teniendo en cuenta la elevada estacionalidad de la demanda de dinero, el spread entre la tasa de política y la Badlar se comprime (pasó de 1,45 a 1,25). Esto es así ya que los bancos privados necesitan liquidez y el mercado interbancario está muy influido por la postura agresiva del Banco Central. Esperamos que la tasa se “desplome” en 1Q19, subiría en 2Q y 3Q en línea con el aumento en la demanda de divisas para atesoramiento para luego converger al mencionado 25% en 4Q19.

TASA DE REFERENCIA Y TASA BADLAR



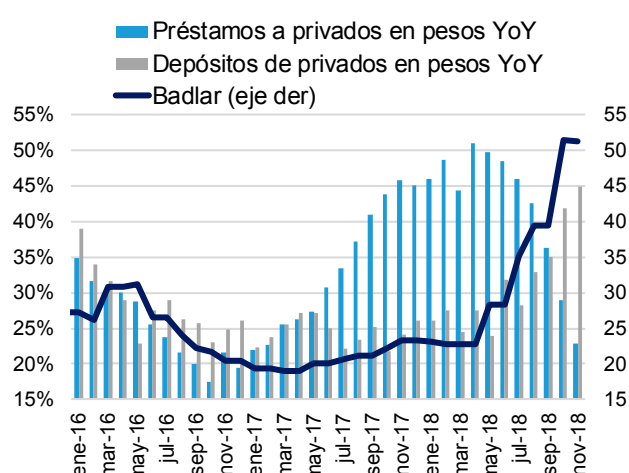
INFLACIÓN MINORISTA, NÚCLEO Y MAYORISTA



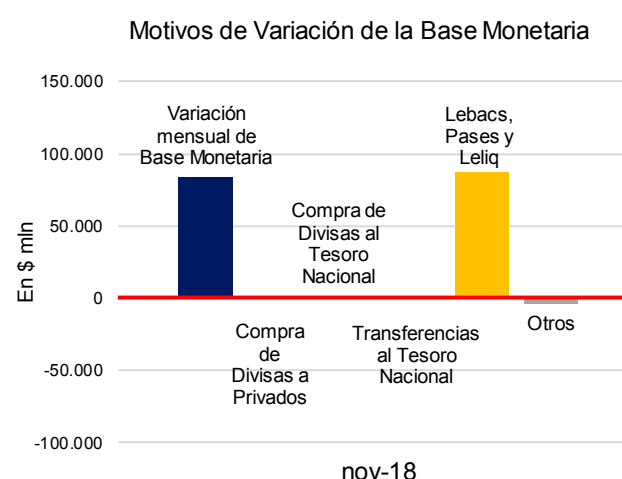
Durante noviembre, la base monetaria se expandió \$84.000 mln y creció interanualmente a un ritmo del 38%. La expansión se explica por el desarme de Lebacs por \$122.000 mln y operaciones de Pases por \$65.000 mln, compensadas parcialmente por las compras de Leliqs de los bancos por \$133.000 mln.

Desde el punto de vista privado, en noviembre los préstamos en pesos no crecieron respecto de octubre, mientras los depósitos en pesos a plazo fijo crecieron +4,7% MoM. La tasa Badlar cayó -25 p.b. a 51,3%, al igual que la TM20 que bajó -188 p.b. a 54,7%.

PRÉSTAMOS Y DEPÓSITOS



BASE MONETARIA



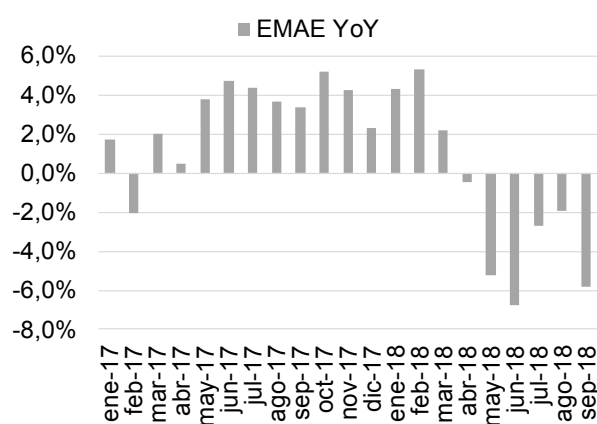
ACTIVIDAD ECONÓMICA

Durante septiembre, la actividad económica (EMAE) cayó -5,8% YoY (desde -1,9% YoY en agosto). Los sectores que lideraron la caída fueron comercio (-12,8% YoY) e industria manufacturera (-10,8% YoY). De esta manera, el EMAE acumula en lo que va del año una caída de -1,5% con respecto al mismo período del año anterior.

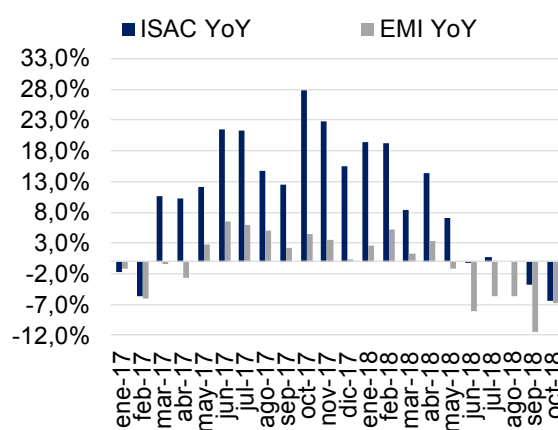
En octubre, la industria (EMI) registró su sexta caída interanual consecutiva y se contrajo -6,8% YoY (desde -11,5% YoY en septiembre). En lo que va del año, acumula una caída de -2,5% YoY.

Por otro lado, la construcción (ISAC) cayó -6,4% YoY (desde -3,8% YoY en septiembre) por segundo mes consecutivo, sin embargo, acumula en el año un crecimiento de +4,9% respecto del mismo período del año anterior.

ESTIMADOR DE ACTIVIDAD ECONÓMICA (EMAE)



INDUSTRIA (EMI) Y CONSTRUCCIÓN (ISAC)



Para imaginar el impacto de la suba del tipo de cambio en la actividad, y la duración de la recesión analizamos la evolución de las últimas 3 recesiones 2008, 2014 y 2016. La primera de ellas estuvo impulsada por una sequía y un shock internacional. Duró 3 trimestres y su orden de magnitud y velocidad de reversión no es comparable con las otras 2 ya que, descontando el efecto de la cosecha, la recesión estuvo liderada por la caída de la inversión privada del 30% en 4 trimestres, un comportamiento que no volvió a repetirse hasta hoy. En su propia naturaleza pueden encontrarse los motivos detrás de la abrupta caída en la actividad (7% acumulado en 3 trimestres, neto del efecto de la cosecha), y su rápida reversión.

Las otras 2 recesiones son típicas crisis del balance de pagos, las cuales generaron una corrección del tipo de cambio. Aunque la recesión de 2016 implicó un cambio de régimen, el “canal de transmisión” y la “anatomía de la recesión” son similares: salto del tipo de cambio real (20% en 2014 y 35% en 2016, aunque este último dato está sucio ya que parte de la economía ya funcionaba al tipo de cambio libre), contracción del salario real / en dólares, lo que reduce el consumo y, por ende, las decisiones de inversión ligadas al mercado interno.

La recesión de 2014 duró 4 trimestres (entre 4Q13 y 3Q14) e implicó una caída acumulada del producto de casi 4%. El episodio de 2016 generó 3 trimestres consecutivos de caídas (4Q15 a 2Q16) y una contracción del orden del 3% del producto. En ambas ocasiones la política fiscal era marcadamente expansiva, lo que atemperó la recesión.

Teniendo en cuenta que la corrección del tipo de cambio real este año fue del 50% (en el mejor momento) y la postura de la política económica es contractiva, podemos suponer que la actual recesión durará 4 trimestres, comenzando en 2Q18 y terminando en 1Q19. Descontando el efecto de la cosecha, el producto en 2Q18 cayó casi -1%. Si asumimos una recesión acumulada de -7% en 4 trimestres, un supuesto conservador teniendo en cuenta la magnitud relativa de la depreciación (20% en 2014 vs 50% en 2018), el producto caería -3,0% en 2018, dejando un arrastre de -3,9% para 2019. Si a eso le agregamos una contracción en 1Q19, para completar los 4 trimestres mencionados, el producto caería -10% YoY en 1Q19. Todo esto surge sin tener en cuenta los efectos de la política fiscal y la cosecha en 2019.

La caída de los principales cultivos fue del 35% en 2018. Asumiendo una reversión a los niveles de 2017 y la ponderación del agro en los segundos trimestres, la cosecha implica en términos directo una expansión de 3,5% i.a. en el producto en 2Q19, ubicándolo por encima de los niveles de 2018. En concreto, la cosecha permitiría compensar el arrastre que deja la recesión de fines de 2018. Si mantenemos el producto en los niveles alcanzados en 2Q19, la economía crecería 1,1%. Esto es, sin tener en cuenta el efecto de la política fiscal y monetaria, el producto en 2019 crecería por el efecto combinado de la reducción de la inflación y la cosecha.

Sin embargo, todavía falta considerar el efecto de la política económica sobre la actividad. El ajuste fiscal comprometido para 2019 es de 2,0% del PBI (asumiendo que 2018 el déficit primario termina en -2% y no en -2,7%). Si tomamos como punto de partida el producto creciendo al 1,1% en 2019 con una inflación del 30%, el ajuste fiscal implica que el producto en 2019 pasaría de crecer 1,1% a caer -1,8%.

En resumen, aunque la cosecha permite recuperar el arrastre estadístico dejado para 2019, la política fiscal implicaría una contracción de 2% del PBI que se acumula sobre una caída similar en 2018. A esto hay que sumar el efecto de la política monetaria. En el escenario trazado, el pico de la tasa real se supone diluye los efectos de segunda vuelta de la buena cosecha. Sin embargo, cualquier turbulencia adicional, típica en época de elecciones, implica un pico del tipo de cambio y, en este régimen monetario – cambiario, un rebote de la tasa real de interés. A su vez, la economía Argentina no atraviesa dos años consecutivos de caída en el producto desde la crisis de 2001. A los efectos de la política monetaria y fiscal, hay que sumar complicaciones en los niveles de empleo. Por lo tanto, una caída del producto de 1,9% en 2019 constituye el escenario base para la economía Argentina.

El mayor desafío ante un año electoral, es que el Gobierno solo cuenta con la política de ingresos para tratar de morigerar esta caída:

- Sector público, el recorte del gasto fiscal compromete las compensaciones a los perceptores de ingresos a través del sector público (salarios públicos, AUH, jubilaciones).
- Sector privado registrado, puede homologar paritarias libres, de manera de permitir la rápida recuperación de los salarios reales.
- Sector privado no registrado. Sin embargo, aquí se tropieza con un 35/40% de economía informal, la cual limita el alcance de la política de ingresos ya que estos trabajadores no cuentan con representación sindical.

A modo de ejemplo, recientemente el sindicato de empleados de comercio negoció con la cámara del sector una adenda de la paritaria, llevándola al 45% entre puntas. Automáticamente, dentro del propio sector, varios grupos de empresas (supermercados, centros de compra, etc.) se manifestaron en contra del acuerdo, pidiendo que el Ministerio del trabajo no homologue el acuerdo. En estas condiciones, no parece posible implementar una rápida recuperación de los ingresos reales de las familias (AUH, jubilaciones y salarios) lo que se suma a un contexto de racionamiento crediticio. Por lo tanto, la coyuntura no augura un buen desempeño del consumo en 2019. Teniendo en cuenta que este representa casi el 70% del producto, una caída del 2% del producto luce razonable.

POLÍTICA FISCAL

Del total de la recaudación, en promedio el 80% son impuestos internos (IVA DGI, Ganancias DGI etc), y el 20% son impuestos externos (IVA DGA, Ganancias DGA, Derechos de exportaciones e importaciones).

En noviembre la recaudación fue -15% YoY menor a la inflación, esto implica un fuerte empeoramiento respecto de octubre. Los impuestos internos cayeron -16% en términos reales, similar a la caída que tuvieron en mayo de 2016 que anticipó la caída del EMAE de -5% YoY en dicho mes. Los impuestos externos cayeron -10% YoY en términos reales, por un cambio en la percepción del IVA para algunas importaciones.

RECAUDACIÓN TRIBUTARIA

	En \$ mln			Real (YoY menos inflación)	
	nov-18	nov-17	YoY	nov-18	oct-18
Recursos Tributarios	300.119	224.464	33,7%	-15%	-4%
IVA neto	96.792	74.274	30%	-18%	14%
IVA DGI	73.188	51.821	41%	-7%	11%
IVA DGA	26.104	24.543	6%	-42%	18%
Ganancias	65.415	47.424	38%	-10%	-15%
Ganancia DGI	60.922	44.049	38%	-10%	-17%
Ganancia DGA	4.493	3.375	33%	-15%	13%
Derechos de Expo	14.715	4.479	229%	180%	220%
Derechos de Impo	9.020	6.845	32%	-17%	19%
Deb y Créd	23.562	16.211	45%	-3%	6%
Seguridad Social	74.592	60.849	23%	-26%	-21%
Otros	15.594	13.462	16%	-33%	-38%
Internos	245.788	185.222	33%	-16%	-12%
Externos	54.331	39.242	38%	-10%	38%

El déficit fiscal primario de septiembre cayó 49% YoY y fue de \$16.854 mln. En particular, los ingresos totales crecieron a un ritmo de +46% YoY, por encima de los gastos que aumentaron a un ritmo del +30% YoY.

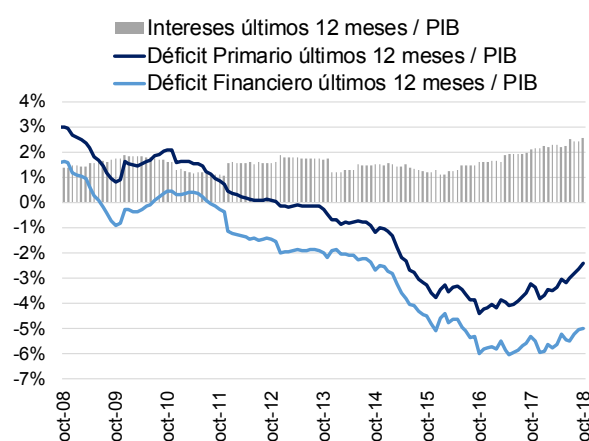
Los intereses de la deuda pública aumentaron +110% YoY a \$61.741 mln, por lo que el resultado financiero fue de \$ -78.327 mln (+26% YoY).

El déficit primario acumulado entre enero y octubre representa un 1,2% del PIB, registrando una mejora de un punto porcentual en comparación con el mismo período de 2017.

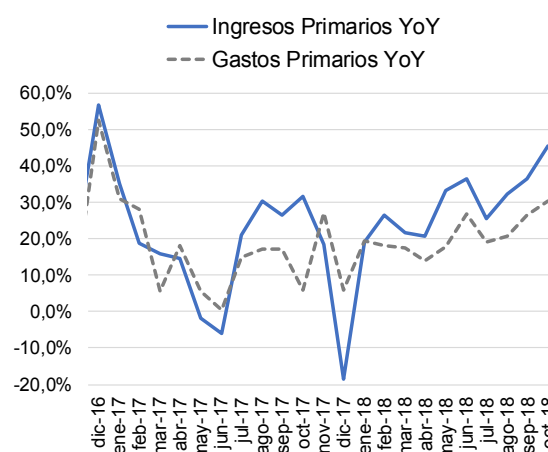
DÉFICIT FISCAL

	Mes en \$ mln				Acumulado sobre PIB	
	oct-18	oct-17	oct-18 vs 17		oct-18	oct-17
INGRESOS TOTALES	245.779	168.754	77.025	46%	15,0%	14,1%
Tributarios	215.748	155.756	59.992	39%	13,4%	13,1%
Rentas de la propiedad Netas	17.325	5.354	11.971	224%	1,0%	0,4%
FGS cobradas al sector privado y público financiero	5.000	2.849	2.152	76%	0,3%	0,2%
Resto rentas de la propiedad	12.324	2.505	9.820	392%	0,6%	0,3%
Otros ingresos corrientes	9.829	6.636	3.193	48%	0,5%	0,5%
Ingresos de capital	2.877	1.009	1.868	185%	0,1%	0,0%
GASTOS PRIMARIOS	262.365	201.249	61.116	30%	16,2%	16,3%
Gastos corrientes primarios	238.604	184.529	54.075	29%	15,0%	14,8%
Prestaciones sociales	140.267	113.942	26.325	23%	9,3%	8,9%
Subsidios económicos	28.945	16.649	12.296	74%	1,5%	1,3%
Gastos de funcionamiento (sueldos y otros)	47.769	36.013	11.756	33%	2,9%	2,9%
Transferencias corrientes a provincias	7.196	5.507	1.689	31%	0,4%	0,4%
Otros gastos corrientes	14.427	12.418	2.009	16%	0,9%	0,9%
Gastos de capital	23.762	16.720	7.041	42%	1,2%	1,5%
RESULTADO PRIMARIO	-16.586	-32.495	15.909	-49%	-1,2%	-2,2%
Intereses Netos del Sector Público	61.741	29.437	32.304	110%	2,1%	1,5%
RESULTADO FINANCIERO	-78.327	-61.932	-16.395	26%	-3,3%	-3,7%

DÉFICIT FISCAL PRIMARIO Y FINANCIERO



INGRESOS Y GASTOS



El Relevamiento de Expectativas de Mercado, realizado entre los días 27 y 29 de noviembre por el Banco Central, proyecta para las principales variables económicas:

- Inflación para los próximos 12 meses de 28,6% (desde 31,9% en septiembre).
- Inflación para dic-18 de 47,5% y para dic-19 de 27,5%.
- Caída del PBI de -2,4% para 2018 y de -1,2% para 2019.
- Tipo de cambio en \$39 para dic-18 y \$48,5 para dic-19.
- Tasa de referencia en 60% para dic-18 y 35% para dic-19.

Nuestras proyecciones para 2019 se encuentran en línea con lo proyectado en el R.E.M.

RELEVAMIENTO DE EXPECTATIVAS DE MERCADO DEL BANCO CENTRAL

REM	Tipo de Cambio Proyectado a:			Inflación (IPC GBA hasta feb-17 y luego Nacional)			Tasa de política monetaria (Leliq 7 días)		PIB a precios constantes	
Encuesta de:	Próx. 12 meses	dic-18	dic-19	Próx. 12 meses	dic-18	dic-19	dic-18	dic-19	2018	2019
sep-17	19,9	20,6		16,9	15,8	11,0	19,5		3,0	
oct-17	20,1	20,5		17,3	16,0	11,0	21,0		3,1	
nov-17	20,2	20,3		17,5	16,6	11,3	22,0		3,1	
dic-17	20,4	20,4	22,6	17,4	17,4	11,6	22,3	15,7	3,2	3,3
ene-18	22,2	21,9	24,5	18,6	19,4	13,5	21,8	16,0	3,0	3,1
feb-18	22,6	22,0	24,6	17,6	19,9	14,0	22,0	17,0	2,7	3,0
mar-18	23,2	22,5	25,1	17,8	20,3	14,3	22,5	17,1	2,5	3,1
abr-18	23,4	22,6	25,4	18,2	22,0	15,0	24,5	18,7	2,5	3,2
may-18	29,2	27,4	31,8	22,2	27,1	19,0	30,0	23,3	1,3	2,2
jun-18	32,9	30,3	36,0	24,2	30,0	20,2	33,0	24,9	0,5	1,6
jul-18	33,5	30,5	36,0	23,7	31,8	20,6	35,0	25,5	-0,3	1,5
ago-18	46,7	41,9	50,0	31,5	40,3	25,3	60,0	32,0	-1,9	0,5
sep-18	48,2	43,0	50,4	31,9	44,8	27,0	60,0	35,0	-2,5	-0,5
oct-18	47,2	39,3	48,9	30,6	47,5	27,8	65,0	35,0	-2,4	-1,0
nov-18	47,7	39,0	48,5	28,6	47,5	27,5	60,0	35,0	-2,4	-1,2
Var	0,5	-0,3	-0,4	-2,0	0,0	-0,3	-5,0	0,0	0,0	-0,2

COYUNTURA INTERNACIONAL

PROYECCIONES ECONÓMICAS

· La expansión sostenida que comenzó a mediados de 2016 sigue su curso y, según las proyecciones del FMI, se espera que el crecimiento mundial de 2018–19 se mantenga al nivel de 2017. Sin embargo, la expansión es menos equilibrada y es posible que en algunas grandes economías grandes ya haya tocado máximos. Los riesgos para el crecimiento mundial han aumentado en los últimos seis meses y la posibilidad de sorpresas positivas se ha disipado. El organismo proyecta un crecimiento mundial de 3,7% para 2018–19 y que se moderará a mediano plazo.

CRECIMIENTO PBI. MUNDO Y PRINCIPALES PAISES. ESTIMACIONES DEL FMI Y CEPAL

		Perspectivas	Crecimiento Real del PBI		
			2017	2018 (e)	2019 (e)
		Mundo	3,7%	3,7%	3,7%
FMI	Economías Avanzadas	EUA	2,2%	2,9%	2,5%
		Euro Zona*	2,4%	2,0%	1,9%
		Inglaterra	1,7%	1,4%	1,5%
		Japón	1,7%	1,1%	0,9%
	BRICS	Brasil	1,0%	1,4%	2,4%
		Rusia	1,5%	1,7%	1,8%
		India	6,7%	7,3%	7,4%
		China	6,9%	6,6%	6,2%
		Sudáfrica	1,3%	0,8%	1,4%
	CEPAL	América del Sur	1,2%	1,3%	1,8%
		Brasil	1,0%	1,4%	2,1%
		México	2,0%	2,2%	2,3%
		Argentina	2,9%	-2,8%	-1,8%

*12 Países (como Alemania, Francia, Italia y España). Excluye Reino Unido

· De acuerdo con el FMI, las condiciones financieras mundiales serán más restrictivas a medida que la política monetaria se normalice; las medidas comerciales implementadas desde abril afectarán la actividad a partir de 2019; la política fiscal norteamericana perderá ímpetu a partir de 2020; y China se desacelerará como consecuencia del debilitamiento de la expansión crediticia y las crecientes barreras comerciales.

· En las economías de mercados emergentes y en desarrollo, las perspectivas a mediano plazo son mixtas. Según las proyecciones, en 2018–23 alrededor de 45 economías de mercados emergentes y en desarrollo—que generan 10% del PBI mundial medido en función de la paridad del poder adquisitivo— crecerán menos que las economías avanzadas en términos per cápita, y en consecuencia quedarán aún más rezagadas desde el punto de vista de los niveles de vida.

· Los riesgos para el pronóstico de crecimiento mundial se inclinan a la baja, tanto a corto plazo como en el período posterior. Debido a la pérdida de ímpetu del crecimiento y el endurecimiento de las condiciones financieras para las economías de mercados emergentes y en desarrollo, la posibilidad de sorpresas positivas ha disminuido. Al mismo tiempo, varios de los riesgos a la baja que puso de relieve en abril pasado se han pronunciado o en parte materializado, como las crecientes barreras comerciales y la reversión de los flujos de capital destinados a economías de mercados emergentes con posiciones externas más débiles, como Argentina y Turquía.

· La intensificación de las tensiones comerciales y el consiguiente recrudecimiento de la incertidumbre en torno a las políticas podrían empañar el optimismo de las empresas y los mercados financieros, desencadenar volatilidad en los mercados financieros y desacelerar la inversión y el comercio internacional. Las condiciones financieras mundiales, que aún son favorables, podrían desmejorar drásticamente como consecuencia de un endurecimiento más firme de la política monetaria de las economías avanzadas o la materialización de otros riesgos que desanimen a los mercados.

ÍNDICE DE INCERTIDUMBRE EN TORNO A LA POLÍTICA ECONÓMICA.



Estados Unidos

· El FMI prevé que la economía norteamericana continúe creciendo por encima del potencial hasta 2020, respaldada por un importante estímulo fiscal. La organización estima que posteriormente el ritmo de expansión caiga por debajo de la tasa de crecimiento potencial de la economía, a medida que se repliegue el estímulo y se intensifiquen los efectos de la contracción monetaria en curso. El FMI espera un crecimiento de 2,9% en 2018 y 2,5% en 2019. En relación a la política monetaria de la Fed, el FMI estima que la tasa fed funds aumentará a alrededor de 2,5% para el final de 2018 y alrededor de 3,5% para el final de 2019 (el pronóstico supone un total de ocho aumentos de la tasa durante el período 2018–19). Se prevé que la tasa de política monetaria fijada como meta baje a 2,9% en 2022.

· La Reserva Federal, en sus previsiones trimestrales de septiembre pasado, no dio señales de que se tendría que actuar más agresivamente para frenar los precios mientras que la estimación de la inflación de 2019 fue levemente menor a la hecha en junio, cuando las tasas se mantuvieron estables. Además, su proyección de PBI para este año es de 3,0%-3,2% YoY y para 2019 marca una desaceleración a un rango de 2,4%-2,7% YoY.

Europa

· Según el FMI, en 2018 el crecimiento económico de la Euro Zona sería de hasta 2%, debido a una desaceleración de las exportaciones, menor demanda por la suba de los precios del petróleo y la persistente incertidumbre respecto al "brexit". El 2019 continuaría la desaceleración al proyectar un crecimiento de 1,9% YoY. En relación a la política monetaria del BCE, el FMI proyecta que las tasas de referencia sigan siendo negativas hasta mediados de 2019 y que aumenten gradualmente a partir de entonces pero que sigan siendo muy bajas.

· Por su parte, el Banco Central Europeo (BCE) redujo sus estimaciones de crecimiento de la Euro Zona para este año a 2% (vs. 2,1% previsto antes) y para 2019 a 1,8% (vs. 1,9% anterior) por la menor contribución de la demanda externa. El incremento de la incertidumbre por el aumento del proteccionismo, las vulnerabilidades de las economías emergentes y la volatilidad en los mercados financieros explicaron estas revisiones.

Asia

- De acuerdo con el FMI, prevé que el crecimiento de Japón se modere a 1,1% en 2018 (tras el sólido resultado de 1,7% en 2017, por encima de la tendencia) antes de disminuir hasta 0,9% en 2019. La revisión a la baja para este año con respecto a lo esperado a inicios de año se debe en gran medida a la contracción observada durante el 1q18. Para el FMI, dado el repunte del crecimiento y la demanda interna registrados en el 2q18, es probable que se trate de una caída temporal y no del inicio de un cambio de ciclo. Las perspectivas de Japón a mediano plazo se ven obstaculizadas por una demografía desfavorable y la reducción tendencial de la fuerza laboral.
- En China, el Fondo Monetario Internacional espera que las medidas comerciales anunciadas recientemente, lleven a que su economía experimente un crecimiento algo más débil en 2019. El organismo proyecta que el PBI baje de 6,9% en 2017 a 6,6% en 2018 y disminuya a 6,2% en 2019 como consecuencia del debilitamiento de la expansión crediticia y las crecientes barreras comerciales.

Latam

- La CEPAL, revisó a la baja la proyección de crecimiento para 2018 a una expansión promedio de 1,3% para la región completa (vs. 1,5% pronosticado en agosto). Para 2019 se prevé una tasa de crecimiento del 1,8%. Las economías de América del Sur crecerían 0,7% en 2018 este año, y tendrían una recuperación a 1,6% en promedio en 2019. Por su parte, las economías de Centroamérica crecerían 3,2% en 2018 y 3,3% en 2019.
- Las proyecciones para el próximo año se dan en un contexto de incertidumbre y riesgos en el mediano plazo, como el deterioro del ambiente financiero internacional. Luego de varios años de condiciones financieras globales laxas, la CEPAL espera una degeneración a mayores necesidades de financiamiento externo, mayor proporción de la deuda en moneda extranjera, mayor proporción de deuda de corto plazo, etc.
- Las progresivas tensiones comerciales también constituyen un riesgo para la actividad económica regional, no sólo en cuanto al volumen de comercio global, sino también en los precios de los commodities. Ante este escenario, la demanda interna jugaría un rol clave para el crecimiento de la región durante 2019. Se espera un mayor aporte de la inversión y también que el consumo privado siga siendo un motor relevante de la absorción interna.

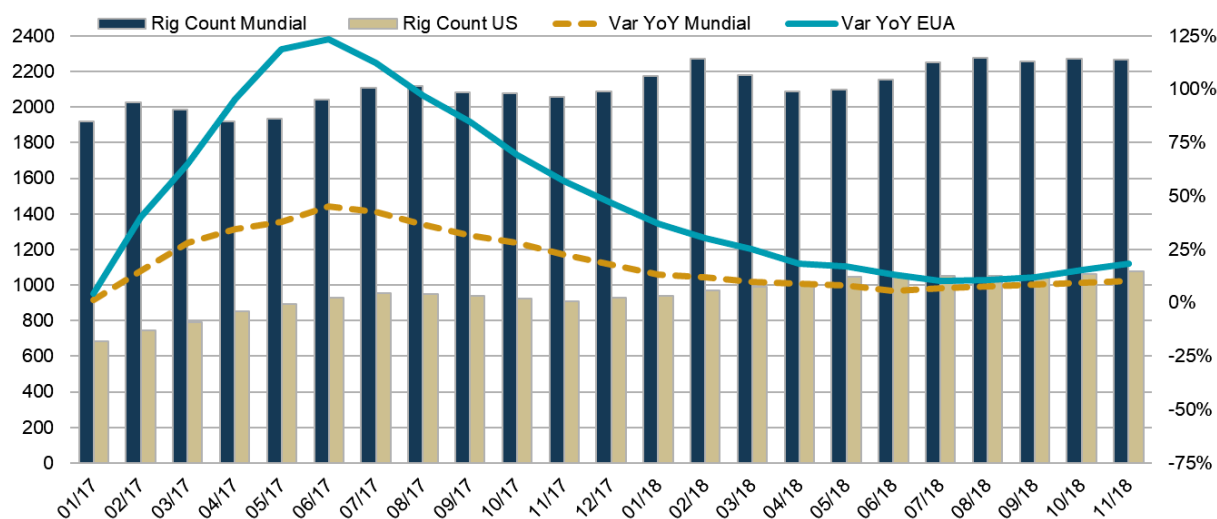
COMMODITIES

Commodities	Fecha	Últ Precio	Var 1 Sem	Var 1 M	Var 3 M	YTD	Var Yr
CRB Index	10/12/2018	2.781,2	-1,8%	-5,4%	-6,0%	-11,3%	-5,2%
Baltic Index	7/12/2018	1.372,0	11,5%	-1,6%	-7,9%	11,5%	-20,6%
METALES PRECIOSOS							
Oro	10/12/2018	1.246,7	2,3%	4,0%	4,4%	-2,7%	0,1%
Plata	10/12/2018	14,5	6,1%	0,8%	3,3%	-0,9%	4,4%
Platino	7/12/2018	788,6	-3,7%	-7,5%	1,2%	-18,4%	-14,5%
METALES INDUSTRIALES							
USA HRC	7/12/2018	760,0	-1,4%	-6,9%	-12,1%	15,2%	20,6%
China HRC	10/12/2018	535,4	1,8%	-4,8%	-16,0%	-16,6%	-14,2%
Mineral de Hierro	7/12/2018	66,8	-7,6%	-11,7%	-1,9%	-9,7%	-1,0%
Aluminio	10/12/2018	1955,00	-1,0%	0,1%	-6,7%	-13,7%	-2,8%
Cobre	10/12/2018	6.162,5	-2,0%	1,5%	5,0%	-14,7%	-6,3%
ENERGÉTICOS							
Petróleo	10/12/2018	51,8	-2,3%	-13,3%	-23,2%	-14,1%	-9,6%
Carbón	7/12/2018	222,00	0,9%	1,4%	16,8%	-16,2%	-3,1%
Gas	10/12/2018	4,51	4,0%	21,3%	51,4%	45,3%	45,8%
AGRÍCOLAS							
Trigo	10/12/2018	193,8	1,5%	1,1%	1,7%	18,1%	20,9%
Maiz	10/12/2018	146,9	0,8%	-0,1%	7,2%	5,7%	7,5%
Soja	10/12/2018	335,3	1,0%	7,0%	12,8%	-4,5%	-5,4%

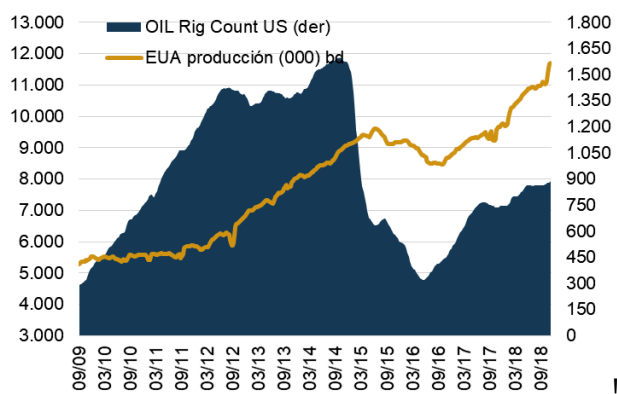
PETRÓLEO

- El precio del WTI promedió los \$ 66 por barril, subiendo 29% comparado con el promedio del año anterior. Sin embargo, actualmente el petróleo se encuentra 10% abajo comparado con un año atrás. Si bien hace un par de meses el crudo observó una fuerte recuperación, llegando a tocar los \$ 76 por barril, el precio fue muy golpeado por los datos de producción y stocks en EUA. En respuesta a la abrupta caída de precio, la OPEP anunció un renovado esfuerzo para disminuir la producción.
- Acuerdo de la OPEP: En diciembre, la OPEP se reunió con países no miembros y acordaron un nuevo recorte de producción que tendrá vigencia hasta abril de 2019. El recorte, que se haría sobre la base de la producción de octubre, llegaría hasta los 1,2 millones de barriles diarios, de los cuales 800.000 corresponden a la OPEP y el resto a los socios.
- EUA: En el caso del conteo de perforadoras activas, se puede apreciar que la actividad permaneció relativamente estable a lo largo de todo el año, con un promedio de 839 perforadoras activas vs 703 el año pasado. Este incremento en la actividad promedio, tuvo su consecuencia directa en el aumento de la producción, que semana a semana reporta nuevos récords, encontrándose actualmente en 11,7 mln de barriles diarios, representando un incremento de 20% YoY o 1,9 mln (58% más de lo que piensa recortar la OPEP).

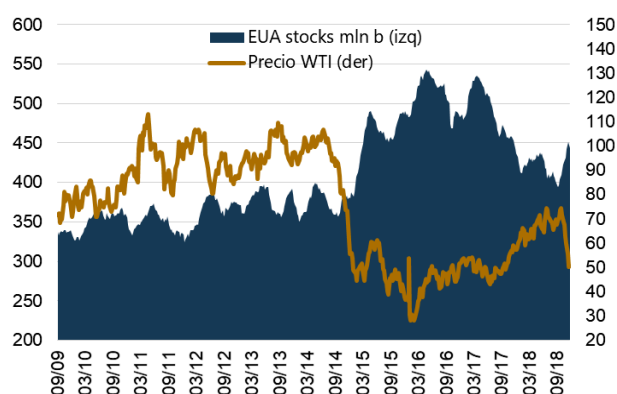
RIG COUNT EUA Y MUNDIAL - VARIACIÓN YOY (LÍNEA – DERECHA)



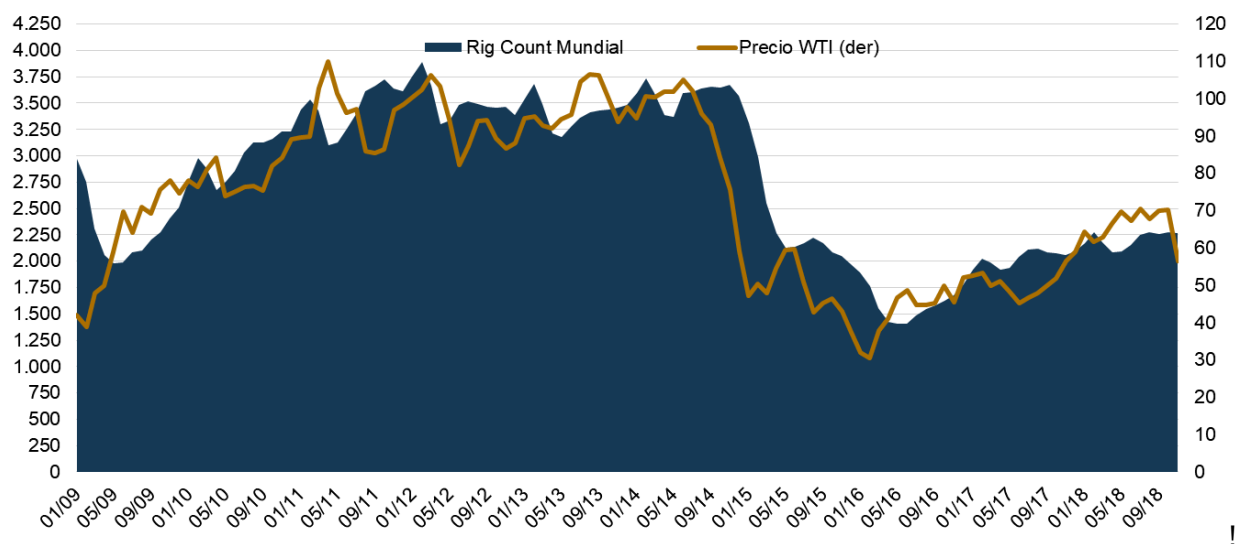
EUA RIG COUNT (DER) – PRODUCCIÓN (LÍNEA)



STOCKS DE PETRÓLEO – PRECIO WTI



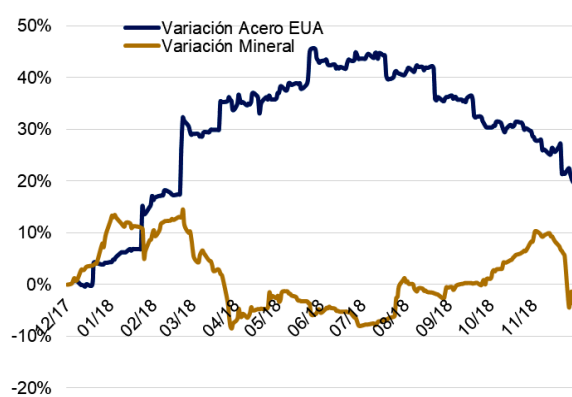
RIG COUNT MUNDIAL MENSUAL (IZQ) – PRECIO WTI PROMEDIO MENSUAL (LÍNEA)



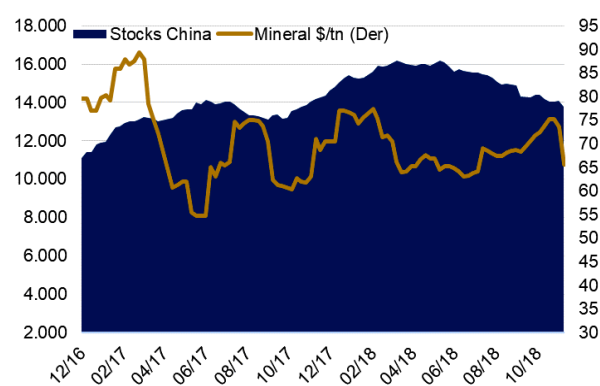
ACERO Y MINERAL

· El precio del mineral de hierro cayó 10% en lo que va del año. El motivo principal se debe a la incertidumbre que generó la guerra comercial entre EUA y China que generó efectos y distorsiones en los distintos precios. De esta manera, el precio del acero en EUA subió 15% en lo que va del año, mientras que el Acero de China cayó 14%.

VARIACIÓN EN EL PRECIO ACERO Y MINERAL



PRODUCCIÓN DE ACERO MUNDIAL



COMMODITIES AGRÍCOLAS

ARGENTINA: Campaña 2017/18

La superficie implantada de soja totalizó 17,2 mln hectáreas, subiendo 2,4% YoY, con una producción estimada de 37,78 mln tn (-31% YoY).

En cuanto al trigo, la superficie implantada fue 5,93 mln hectáreas, cayendo 6,7% YoY. La producción finalizaría con estable con respecto al año anterior en 18,5 mln tn.

Finalmente, el maíz registró una suba en el área implantada de 7% a 9,1 mln has. El volumen de producción se ubicaría en 43,3 mln tn (-13% YoY).

ARGENTINA: CAMPAÑA ACTUAL Y ESTIMACIONES USDA

Argentina	2016/2017	2017/2018	2018/2019	Var. YoY
Soy (mln tn)				
Initial Stock	33,65	35,46	34,24	-3%
Production	55	37,8	55,5	47%
Imports	1,67	4,77	4,2	-12%
Offer	88,65	73,26	89,74	22%
Exports	7,03	2,11	8	279%
Corn (mln tn)				
Initial Stock	1,45	5,27	2,38	-55%
Production	41	32	42,5	33%
Imports	0,01	0,01	0,01	
Offer	42,45	37,27	44,88	20%
Exports	25,99	23	28	22%
Wheat (mln tn)				
		72%	66%	
Initial Stock	0,82	0,25	1	300%
Production	18,4	18,5	19,5	5%
Imports	0	0,01	0,01	0%
Offer	19,22	18,75	20,5	9%
Exports	13,83	12	14,2	18%

MUNDO: CAMPAÑA ACTUAL Y ESTIMACIONES USDA

World	2016/2017	2017/2018	2018/2019	Var. YoY
Soy (mln tn)				
Initial Stock	80,86	97,39	96,65	-1%
Production	348,95	338,57	369,48	9%
Corn (mln tn)				
Initial Stock	311,42	350,27	340,92	-3%
Production	1122,45	1076,23	1098,95	2%
Wheat (mln tn)				
Initial Stock	244,36	261,04	279	7%
Production	756,51	763,06	733,51	-4%

SOJA

Se estima para la Argentina una superficie sembrada mayor para la campaña 2018/19, de 17,5 mln hectáreas. (+1,7% YoY). USDA estima una producción de 55,5 mln de tn (+47% YoY).

La producción mundial se estima en torno a 369,5 mln tn, de los cuales la producción argentina representaría alrededor del 15% (desde 11% en la campaña anterior).

MAIZ

La intención de siembra para la campaña argentina 2018/19 es de 9,35 mln has, implicando una suba de 2,7% YoY. En cuanto a la producción, USDA proyecta un total de 42,5 mln tn, desde 32 mln tn de la campaña previa (+33% YoY).

Las exportaciones alcanzarían 28 mln tn en la campaña representado el 65% de la producción local.

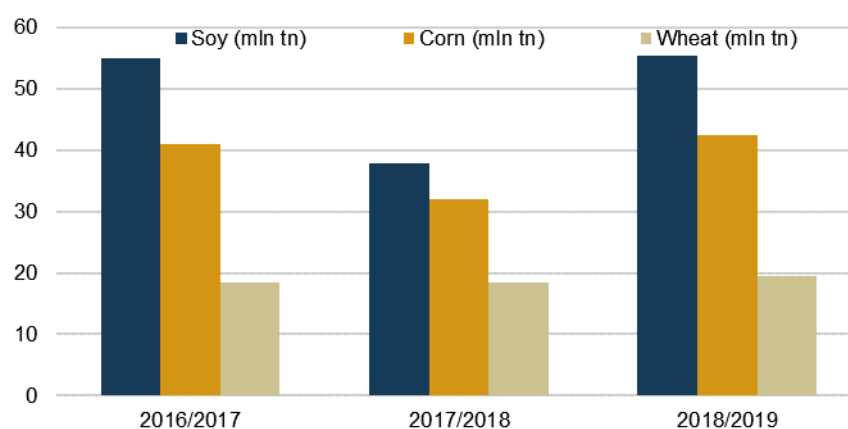
En cuanto a la producción mundial, la USDA estima se ubicaría en torno a los 1099 mln, un 2% mayor a lo producido durante la campaña anterior.

TRIGO

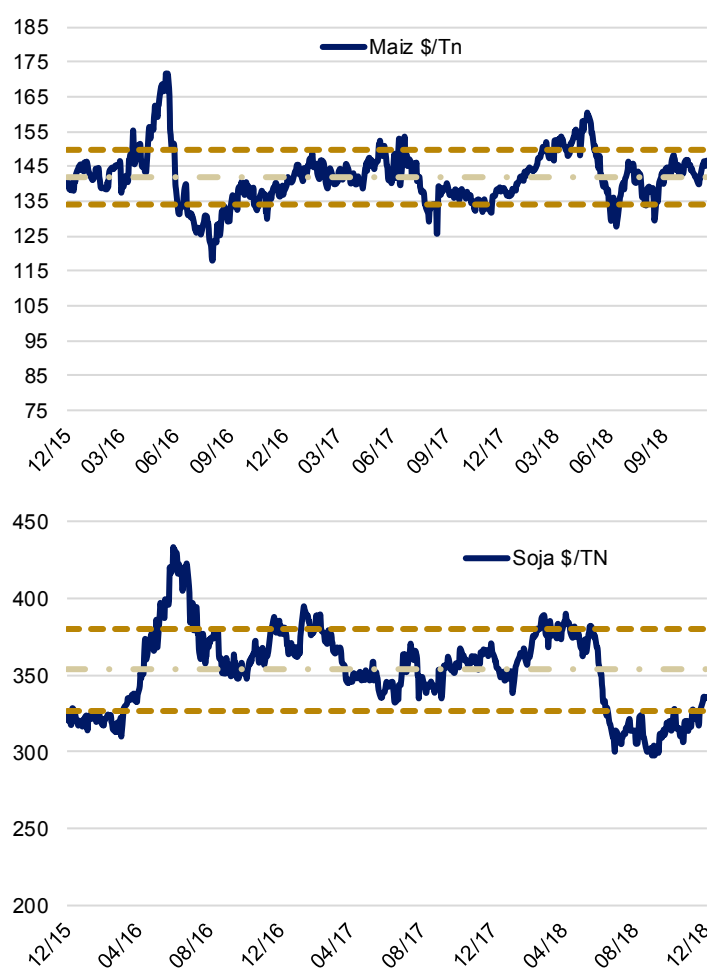
De acuerdo a los datos informados por el Ministerio de Agricultura, Ganadería y Pesca, se estima que la superficie implantada de trigo se ubique en 6,2 mln has subiendo 4,6% YoY. Las estimaciones arrojarían una producción de 19,7 mln tn, subiendo 8% YoY.

A nivel mundial, el USDA estima una producción de 734 mln tn vs 763 mln de la campaña anterior.

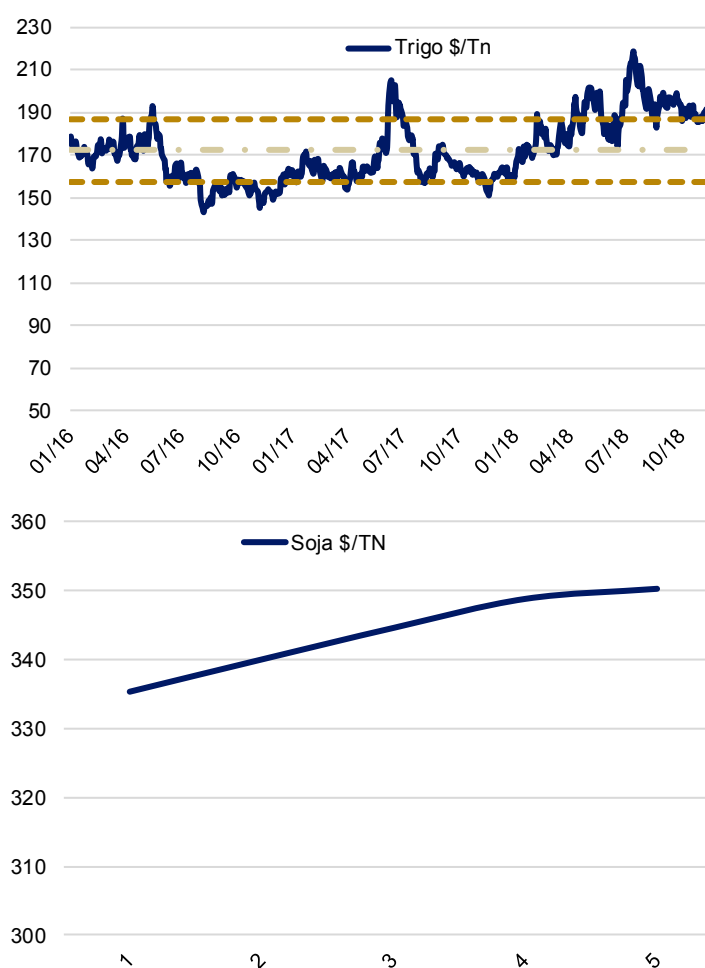
COSECHA ARGENTINA DE SOJA, MAÍZ Y TRIGO: 2016/17 -2018/19E (MLN TN)



CURVA DE FUTUROS DE SOJA CBOT (US\$/TN)



SOJA: SPOT (US\$/TN)



RENTA FIJA

Principales eventos durante el año 2018

- Diciembre de 2017. El Gobierno Nacional ganó las elecciones de medio término, la economía crecía al +2,9% YoY (recuperando la caída de 2016 -1,8% YoY), los salarios en términos reales crecían 3% YoY (desde una caída de -3% en 2016), la inflación corría a un ritmo de 25% YoY (desde 37% en 2016). Sin embargo, la contracara de estos buenos datos macroeconómicos fueron el aumento del déficit de cuenta corriente que alcanzó 6% del PIB en 2017 (desde 3% del PIB en 2016), un aumento del endeudamiento externo neto de U\$S 43.000 mln y un déficit financiero que se mantuvo en 6% del PIB (gradualismo que se convirtió en inacción). Es decir, el crecimiento económico se financió con endeudamiento y atraso cambiario.
- Conferencia de prensa 28-dic-17. Uno de los eventos que marcaron el comienzo del año 2018, fue una conferencia de prensa dada en conjunto por el poder ejecutivo y el Banco Central (Sturzenegger, Dujovne y Peña) en dic-17. En la misma aumentaron la meta de inflación para 2018 (desde 10% hasta 15%), y dieron inicio a un fuerte recorte de la tasa de referencia (-245 p.b. entre dic-17 y abr-18). El hecho de abandonar la meta, y al mismo tiempo bajar las tasas, fueron leídas por el mercado como el fin de la independencia del Banco Central. En ese momento las lebacs alcanzaban 11% del PIB.
- Contexto internacional durante 2018. La FED subió su tasa de referencia 100 p.b. entre dic-17 y dic-18 hasta 2,0-2,25% actualmente (y la subiría +25 p.b. más el 19-dic-18). El rendimiento de un bono americano a diez años subió +45 p.b. hasta 2,85% en el mismo período, aplanándose la curva. En el mismo período, los bonos a diez años con igual calificación crediticia que Argentina (B) subieron de rendimiento 172 p.b. mientras un bono argentino a ese plazo subió su rendimiento 482 p.b.
- Impuesto sobre las lebacs a no residentes. El 26 de abril comenzó a regir el impuesto que grava los intereses de lebacs en poder de no residentes. El día previo los no residentes cerraron parte de su posición en carry trade (vendiendo lebacs en pesos y comprando dólares), que el Banco Central buscó contener vendiendo U\$S 12.029 mln, y dejando que el tipo de cambio suba solamente 24% entre abril y mayo.
- Primer acuerdo con el FMI. El 8 de mayo el presidente Macri anunció que empezó a negociar con el FMI. El 7 de junio anunciaron el acuerdo, que buscaba para 2019 un déficit primario de -1,3% del PIB, una inflación de 17% (el fin de la emisión monetaria para financiar al Tesoro) y una acumulación de reservas netas de U\$S 7.500 mln para jun-19. El 14 de junio renunció Sturzenegger al Banco Central, siendo remplazado por Luis Caputo (ex ministro de finanzas). El 22 de junio llegó el primer desembolso del FMI por U\$S 15.000 mln.
- El tipo de cambio terminó subiendo +103% entre finales de marzo y septiembre, con ventas de dólares del Banco Central y del Tesoro por U\$S 28.500 mln en dicho período. El 25 de septiembre renunció Luis Caputo al Banco Central y toma la responsabilidad Guido Sandleris.
- Se duplicaron los ratios de endeudamiento. El salto del tipo de cambio (+103%), sumado al aumento del endeudamiento en moneda extranjera, duplicó la deuda pública en términos del PIB (neto de tenencias de bonos en manos del sector público - ANSES, BCRA y BNA) desde 30% en dic-17 a 57% estimado para dic-18. Además, aumentó la carga de los intereses de deuda pública en términos del PIB (neto de tenencias de bonos en manos del ANSES, BCRA y BNA) desde 2,1% en 2017 hasta un estimado de 3,6% del PIB en 2019.

· Segundo acuerdo con el FMI. El 26 de septiembre se llega a un segundo acuerdo con el FMI que entre otras cosas definió:

- Que se aceleren los desembolsos programados. De esta forma entre jun-18 y dic-19 se desembolsarían U\$S 50.700 mln.
- No vender más dólares por mercado, mientras el tipo de cambio se mantenga dentro de la banda de flotación (que se actualizan según la inflación).
- Aumentar las reservas netas (según la medición del FMI) en U\$S 12.500 mln para mar-19.
- Bajar el déficit fiscal primario para 2019 a 0% (desde -1,3% del acuerdo anterior).
- El 30 de octubre llegó el segundo desembolso por U\$S 5.619 mln.

· Cambio de metas de inflación por metas de agregados. Debido a que las metas de inflación (donde la tasa de interés de referencia la define el Banco Central) ya no tenían credibilidad (porque se incumplió la meta de inflación dos años seguidos). El FMI solicitó que se adopten metas de agregados monetarios (donde la tasa de interés la define el mercado). Las metas de agregados son simples de seguir (tienen un target de emisión monetaria transparente), y en los primeros meses de su implementación (oct-nov de 2018) lograron bajar la volatilidad del tipo de cambio, y la inflación que sería menor a 3% MoM en dic-18 desde +6,5% MoM en septiembre.

· Baja de calificación crediticia. La calificadora S&P decidió bajar la calificación crediticia para bonos en dólares de largo plazo desde B+ hasta B, porque la crisis de balanza de pagos, y el salto del tipo de cambio, sumado a la política económica contractiva (en lo monetario y en lo fiscal) empeoraron las proyecciones de crecimiento para 2018, 2019 y 2020, lo que aumenta el superávit/PIB necesario para dejar el ratio deuda/PIB sin aumentar.

· Cierre de año 2018. En septiembre, el Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE) marcó una caída de -5,8% YoY (con salarios cayendo -17% YoY en términos reales). Para 2018 el PIB caería -3,0% en promedio, y la inflación subiría hasta 48% YoY. Para 2019 esperamos que el PIB vuelva a caer en torno a 2%, y la inflación se des-acelere hasta 30%.

NECESIDADES DE FINANCIAMIENTO

Proyectamos las necesidades financieras del Tesoro Nacional hasta el año 2022, tomando el supuesto de déficit primario cero para 2019 y un superávit para 2020 en línea con el acuerdo del FMI.

Los vencimientos de deuda se estimaron en base a la deuda pública al 30-06-2018 (último dato publicado), y las estimaciones sobre servicios de deuda de nuevos compromisos posteriores a esa fecha.

De los U\$S 3.600 mln de REPOs que vencen en diciembre, el Gobierno sólo pudo renovar U\$S 1.250 mln, y asumimos que el resto de los REPOs no se renuevan. Pero el Gobierno consiguió financiamiento de China mediante un Swap por U\$S 8.700 mln, que estimamos se desembolsen en tres meses, como sucedió en 2014 .

Nuestra conclusión indica, que hasta el año 2020 las necesidades de financiamiento en dólares lucen manejables (hasta U\$S 11.000 mln por año), si el FMI cumple con el calendario de desembolsos pactado.

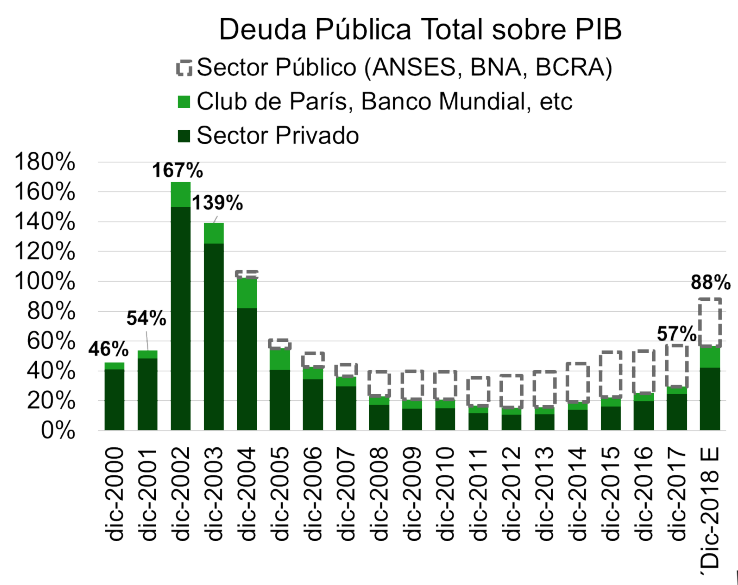
Sin embargo, para los años 2021/2022 las necesidades crecen con fuerza (se observa un cuello de botella), y creemos que solo se podría financiar si se retoma el acceso al mercado internacional de crédito, y el FMI refinancia sus vencimientos. Para lo cual creemos que es fundamental que en 2020 el superávit primario alcance para cubrir todos los intereses de la deuda, y el tipo de cambio real genere un superávit de cuenta corriente en torno a 3% del PIB (desde 0% esperado para 2019).

PROGRAMA FINANCIERO

En U\$S MM	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
1) Necesidades de financiamiento en pesos	-25	-30	-18	-10	-5	1	5
Resultado Primario (+ es déficit - es superavit)	-23	-24	-10	0	3	5	7
Vencimientos de deuda en pesos (Sec. Priv)	-2	-6	-9	-10	-8	-4	-2
2) Financiamiento en pesos	19	11	30	0	0	0	0
Financiamiento del Banco Central	11	9	0	0	0	0	0
Financiamiento con bonos domésticos	8	2	16				
Financiamiento con letras (suscriptos en pesos)			13				
3) Gap a financiar en pesos (1+2)	-6	-19	11	-10	-5	1	5
4) Vencimientos de deuda en USD o Euros (Sec. Priv)	-10	-29	-36	-32	-15	-20	-42
Bonos Internacionales	0	-3	-4	-8	-5	-9	-9
Bonos domésticos	-4	-6	-3	-6	-6	-3	-7
REPOs	0	0	-4	-3	-1	0	0
Letes	-3	-18	-22	-10			
Club de París	-2	-2	-3	-4	0	0	0
FMI	0	0	0	-1	-2	-7	-25
5) Financiamiento en USD o Euros	35	49	61	28	4	2	0
Financiamiento de Letes en dólares	10	28	15				
Financiamiento del FMI	0	0	28	23	4	2	
Swap Chino			3	6			
Bonos Internacionales	25	22	14				
6) Gap a financiar en dólares (4+5)	25	20	25	-3	-11	-18	-42

Estimamos que la deuda pública, sin contar las tenencias intra sector público (ANSES, Banco Central, BNA), alcanzaría 57% del PIB en dic-18 (desde 30% en dic-17).

STOCK DE DEUDA PÚBLICA

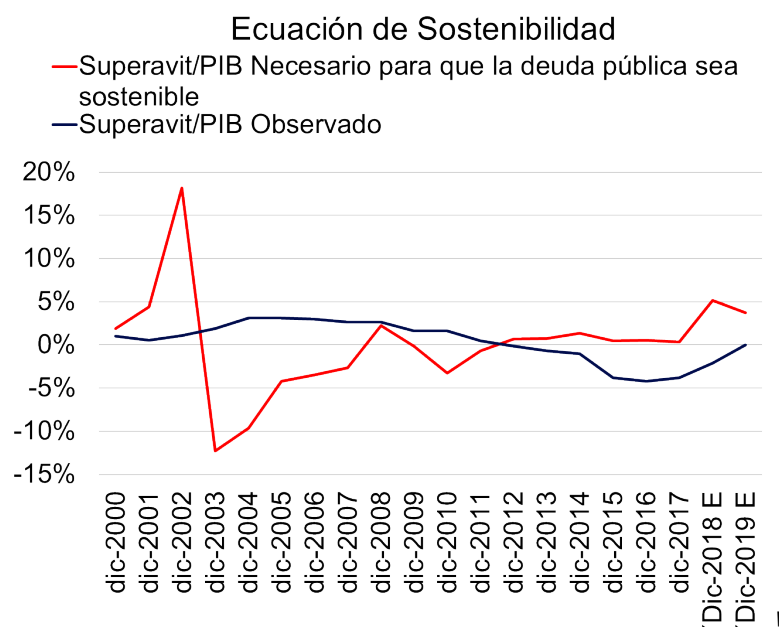


La ecuación de sostenibilidad de la deuda:

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

Sugiere que se necesita un superávit primario de 3,7% del PIB, para mantener la deuda estable en 2019. El Gobierno aprobó un presupuesto con 0% del PIB para dicho año. Esto sugiere que el ajuste fiscal es menor al que espera el mercado y las calificadoras de riesgo.

ECUACIÓN DE SOSTENIBILIDAD



SECTOR EXTERNO Y MERCADO CAMBIARIO

Si no se consigue nuevo financiamiento, en mar-19 no se cumpliría con el target de incremento en las reservas netas acordado con el FMI para dicha fecha, y seguramente el FMI pida un nuevo recorte del déficit a cambio de “hacer la vista gorda con este objetivo”.

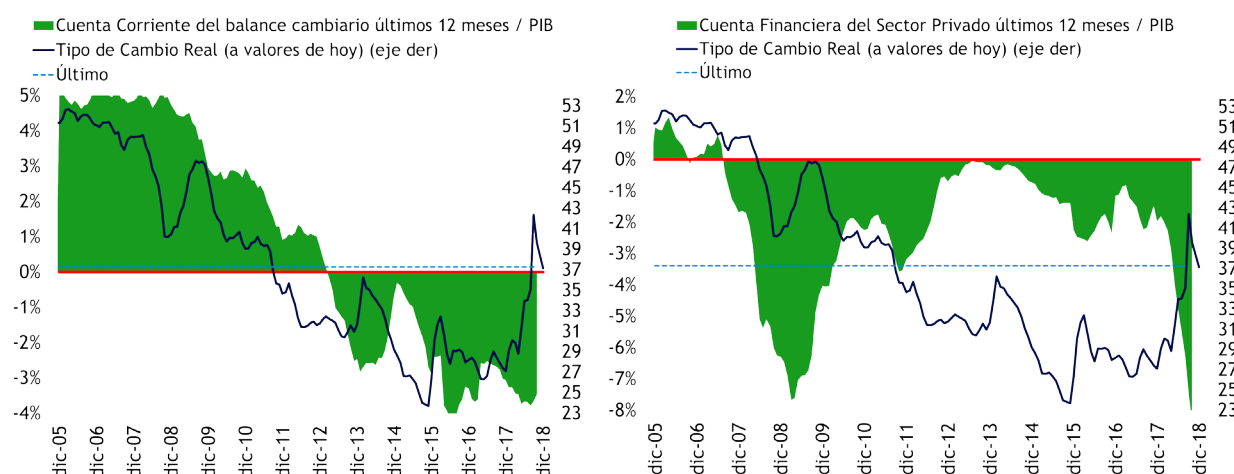
Sin embargo, si se cumple con los desembolsos del FMI, en dic-19 las reservas netas reales alcanzarían U\$S 39.000 mln, más que suficientes para pagar los vencimientos de 2020 por U\$S 11.000 mln.

OBJETIVO DE RESERVAS NETAS

En U\$S MM	Jun 2018	Jul-Sep 2018	Oct 2018	Nov-Dic 2018	Ene-Mar 2019	Abr-Jun 2019	Jul-Sep 2019	Oct-Dic 2019	Jun 2018 - Dic-2019
1) Vencimientos de Deuda (excluye sector públic	-4	-6	-3	-13	-10	-15	-3	-3	-56
Bonos Internacionales	-1	-1	-1	-1	-1	-4	-1	-1	-11
Bonos domesticos	-1	0	0	-4	-2	-2	0	-1	-11
Club de Paris	0	0	0	0	0	-4	0	0	-4
Letes	-2	-6	-2	-4	-5	-4	-1	0	-23
REPOS	0	0	0	-4	-2	-1	-1	0	-7
2) Fuga de Capitales	-1	-11	1						-11
3) Roll Over de vencimientos	1	4	1	8	4	4	1	1	24
4) Desembolsos del FMI	15	0	6	8	11	5	5	1	51
5) Desembolsos de China				4	4				9
6) Movimientos netos	11	-13	5	6	10	-6	3	-1	16
Reservas Internacionales del Banco Central	62	49	54	60	70	64	68	66	
Menos Swap Chinos	-11	-11	-11	-15	-20	-20	-20	-20	
Menos encajes de depósitos en dólares	-8	-8	-8	-8	-8	-8	-8	-8	
Menos futuros de USD	-3	-4	-4	-2	-2	-2	-2	-2	
Menos fondos usados del préstamo FMI	-15	-11	-12	-14	-19	-30	-32	-34	
Reservas Internacionales netas (medición FMI)	26	16	19	21	22	4	5	2	
Target de Reservas netas (FMI)	29	16	19	21	28				
Reservas Internacionales netas (reales)	43	30	35	37	42	37	40	39	

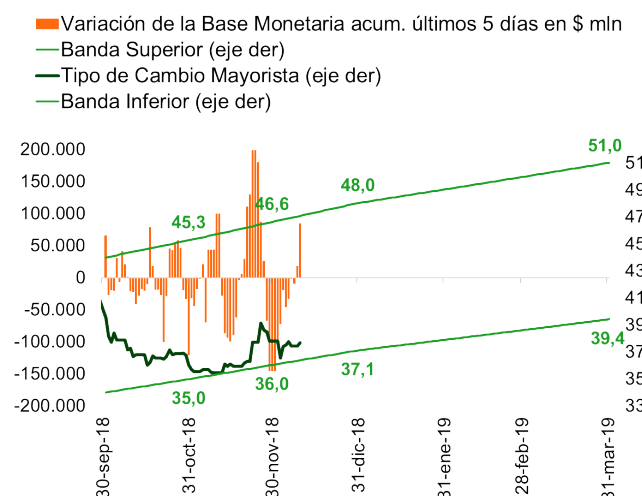
Las bandas del tipo de cambio están definidas para que el piso brinde un equilibrio en la cuenta corriente, y el techo un equilibrio en la cuenta financiera. De esta forma, bajo el mismo esquema de política monetaria el Banco Central puede administrar situaciones de mayor estrés (típico en un año electoral).

SECTOR EXTERNO



En 2019 esperamos que el Banco Central cumpla con la no intervención del tipo de cambio dentro de la zona, y que el tipo de cambio se mueva afectado por la expansión de base monetaria (como viene sucediendo) y el resultado de las encuestas (que podrían generar cambios de portafolio).

BANDAS CAMBIARIAS Y BASE MONETARIA



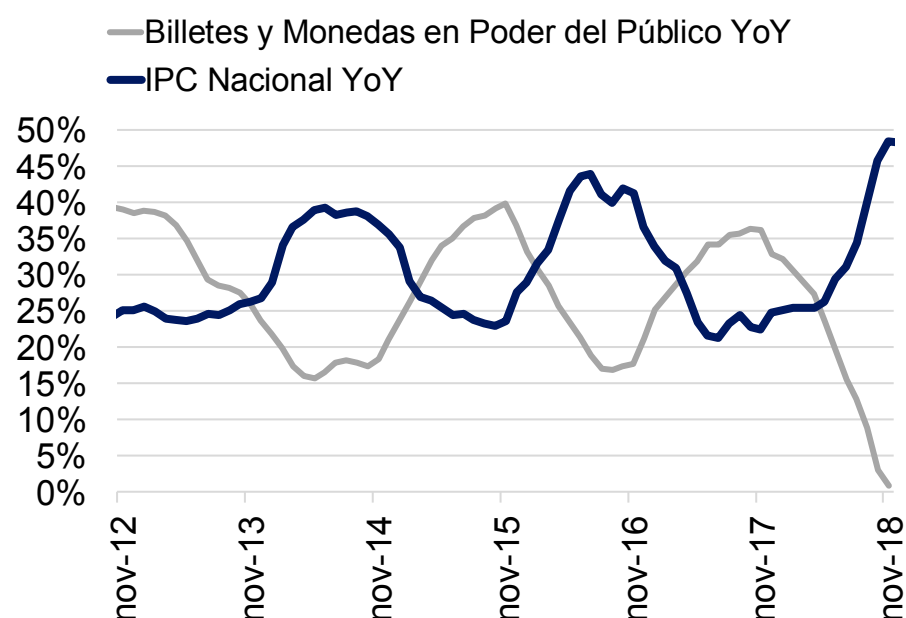
TASAS DE INTERÉS E INFLACIÓN

Hay una fuerte relación entre la inflación anual actual, y la velocidad que crecía el circulante 14 meses antes.

Esto sugiere que a finales de 2019 la inflación anual podría estar en torno al 20% (si el Gobierno se mantiene sin emitir), ya que el crecimiento del circulante en poder del público se redujo desde 36% YoY en nov-17, hasta 1% YoY en la actualidad. Aún así en nuestro escenario base utilizamos una inflación en torno a 30%, pensando que difícilmente sostengan este nivel de desaceleración de base monetaria en un año electoral.

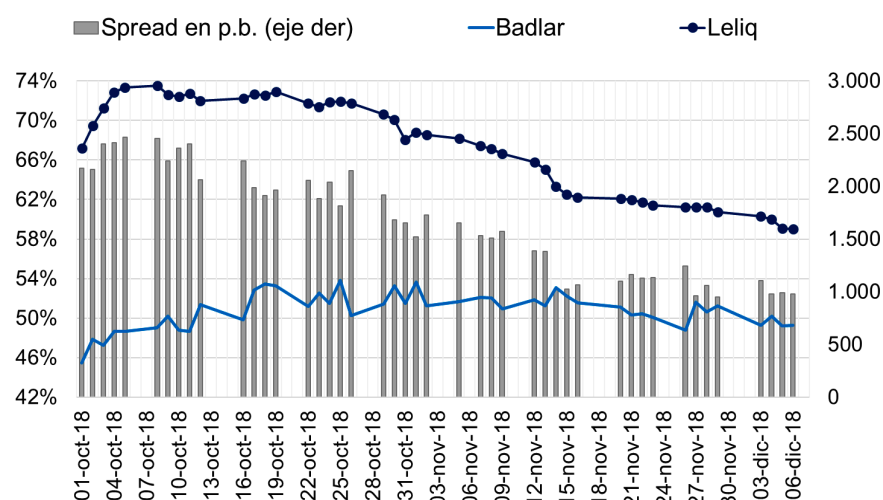
CIRCULANTE E INFLACIÓN

	Observado					
	ene-13	may-14	oct-15	jul-16	nov-17	nov-18
Billetes YoY	39%	16%	39%	19%	36%	1%
IPC	26%	39%	23%	44%	22%	48%



La inflación mensual llegó a su máximo en septiembre (+6,5% MoM) y como en diciembre sería menor al 3% MoM, esperamos una fuerte baja de tasas en pesos para los próximos meses, que ya se empezó a ver. La tasa de referencia (Leliq) bajó desde el pico de 73,5% hasta 59,23% en la actualidad. A medida que la tasa de Leliq baje, esto debería empezar a trasladarse a la tasa Badlar, lo cual hasta ahora no viene ocurriendo.

LELIQ VS BADLAR



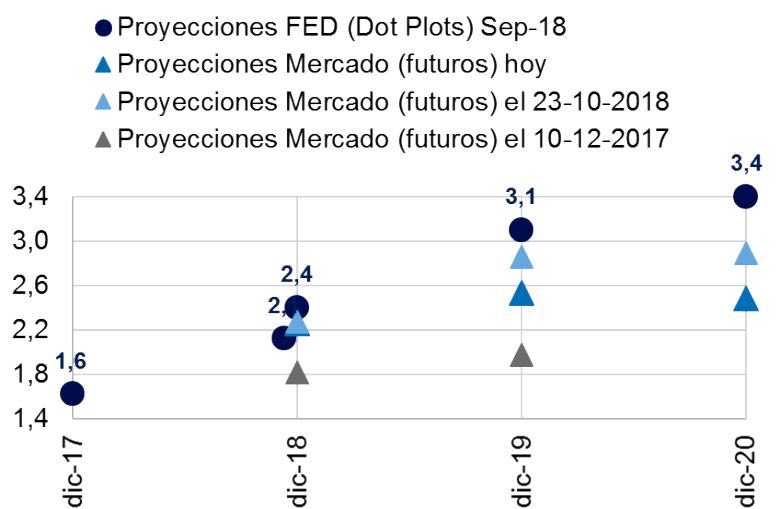
PRINCIPALES EVENTOS INTERNACIONALES

En 2018 la FED continuó con su normalización de política monetaria, que implica ir reduciendo su hoja de balance, absorbiendo la base monetaria que expandió durante los tres QE (Q1:dic-08/mar-10 Q2:nov-10/jun-11 Q3:sep-12/dic-13). Y por otro lado, ir aumentando la tasa de interés de referencia (Fed Funds).

Durante 2018 la FED subió su tasa 3 veces en +25 p.b. cada una, hasta alcanzar 2,0-2,25% (sin contar la suba de dic-18 que al momento de este informe no había sucedido), en línea con lo proyectado por la propia FED en dic-17. Esto sorprendió al mercado que en dic-17 esperaba menos subas.

Para 2019, la FED proyecta hacer 3 subas de +25 p.b. cada una hasta 3,0-3,25% en dic19, mientras los futuros proyectan nuevamente una sola suba.

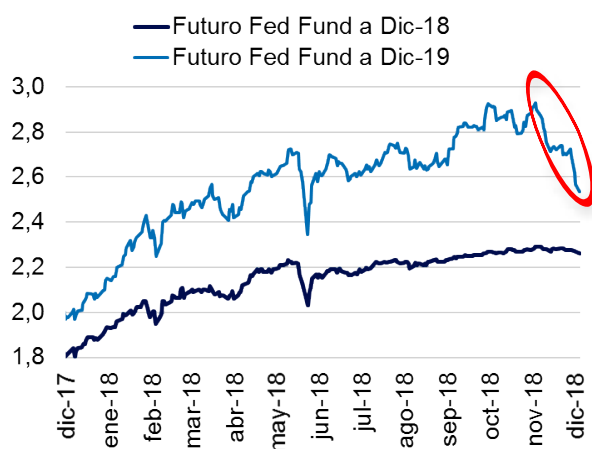
TASA DE REFERENCIA DE EUA Y FUTUROS



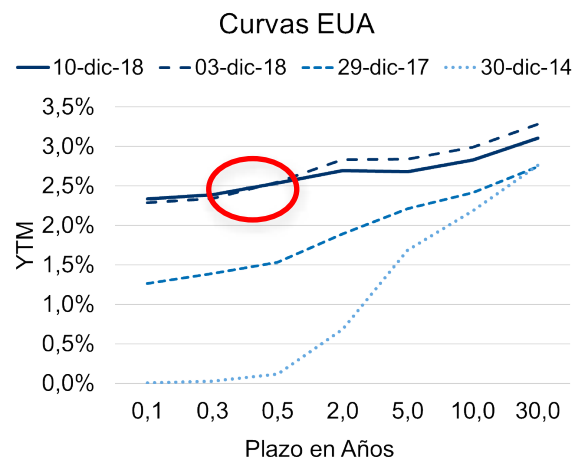
Sin embargo, la curva de EUA no sube de forma pareja. En el último año, mientras la tasa de referencia subió 75 p.b. el rendimiento de un bono a diez años subió +45 p.b.. Esto hizo que se aplane la curva.

En dic-18, por primera vez desde el año 2005, se invirtió una parte de la curva. Es decir, el bono a 2 años (2,73%) rinde más que el bono a 5 años (2,71%).

FUTUROS DE FED FUNDS



CURVA EUA



¿Qué significa la inversión de la curva? Tomando en cuenta las últimas 4 inversiones de curvas (en los años 1978, 1988, 1998 y 2005), en promedio 12 meses después de que se invierte la curva (UST2Y vs UST5Y), aumenta el desempleo en EUA. Esto hace que los empleados americanos sepan que el próximo año pueden perder su trabajo y bajan el consumo (el 69% del PIB americano es consumo de los hogares).

Por otro lado, el aumento de las tasas encarece el financiamiento para empresas, esto hace que algunos proyectos que a tasa 0% (de la FED) eran rentables, a una tasa de 2,25% ya no lo son, y esto reduce la inversión.

Finalmente, en promedio a los 23 meses de la inversión de la curva, el menor consumo de los hogares y la menor inversión, impacta en las valuaciones de las empresas y el S&P deja de crecer.

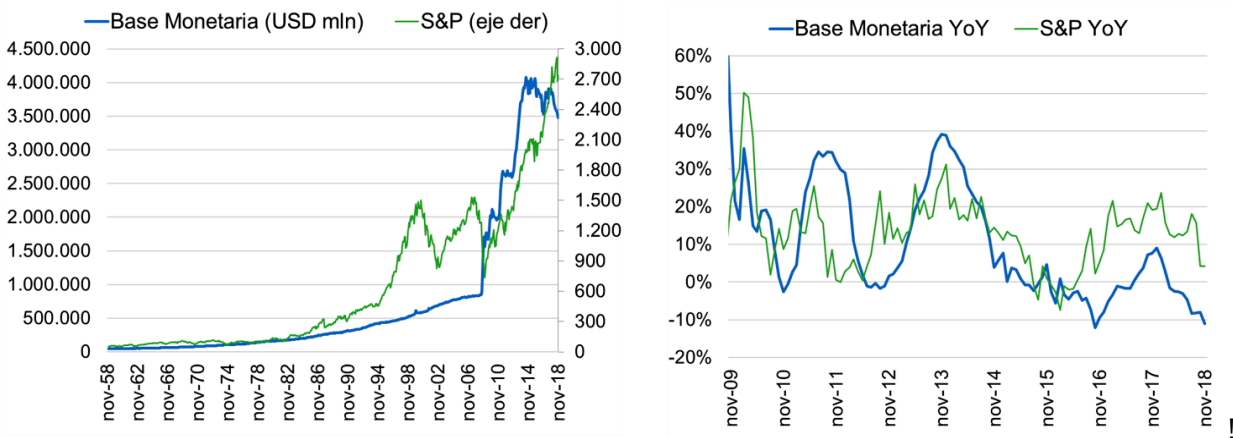
ÚLTIMAS CUATRO INVERSIONES DE BONOS (UST2Y VS UST5Y)

UST5Y vs UST2Y										
Fecha de Inversión	Fecha Máxima S&P después de inversión	Meses hasta el máximo S&P después de inversión	Máximo valor del S&P después de inversión	Var S&P entre el máx post inversión y mínimo pre inversión	Fecha del Mínimo Valor del S&P	Mínimo Valor del S&P	Caída máxima	Meses desde máximo al mínimo	Mínima Tasa de desocupación	Meses hasta mínima tasa de desocup.
jul-78	nov-80	29	141	41%	ago-82	103	-27%	21	may-79	10
dic-88	jul-90	20	368	31%	oct-90	295	-20%	3	mar-89	4
jun-98	abr-00	22	1516	35%	oct-02	777	-49%	31	abr-00	23
nov-05	oct-07	23	1562	28%	mar-09	677	-57%	17	dic-06	12
dic-18					nov-18	2.633				
Promedios		23		34%			-38%	18		12

Sin embargo, esta vez la inversión de la curva podría no traer un nuevo rally del S&P que dure 23 meses. Nótese la correlación entre la expansión monetaria y el crecimiento sin precedentes del índice S&P (gráfico izquierdo). Por otro lado, la variación de la base monetaria que decide la FED (contrae la base monetaria cuando deja de renovar cupones de títulos en su cartera), pareciera afectar a las variaciones del índice S&P en forma directa (ver gráfico de la derecha).

Siendo que el S&P subió 330% en 9 años, y que es la primera vez en la historia que la FED debe reducir una hoja de balance de semejante tamaño, nos preguntamos si los inversores se quedarán comprados a la espera de una suba adicional o no. La respuesta la podríamos encontrar en la próxima reunión de la FED del 19-dic-18, en la cual además de volver a subir la tasa de referencia, publicarán las proyecciones para los próximos años, mostrando qué piensan hacer tanto con la tasa, como con la base monetaria.

EUA: BASE MONETARIA VS S&P

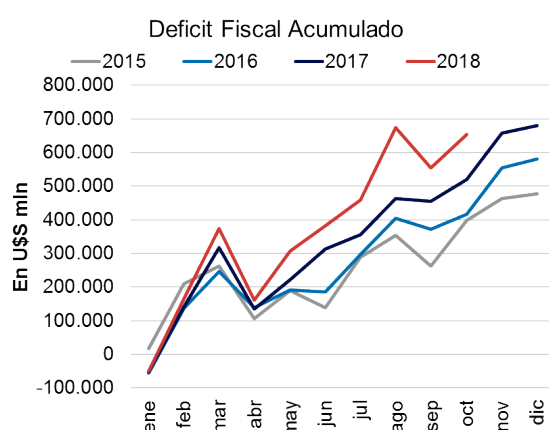


DÉFICIT Y DEUDA EN EUA

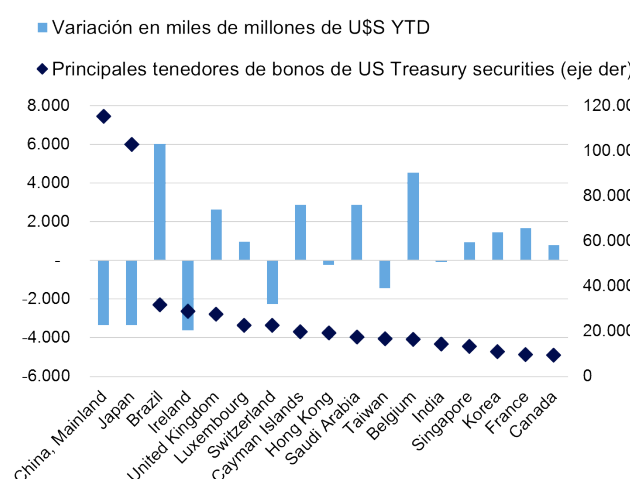
El déficit fiscal acumulado entre enero y octubre aumentó 26% YoY en 2018 y 57% respecto del mismo período de 2016.

Los dos principales tenedores de bonos americanos (18% China y 17% Japón), y gran parte de Europa redujeron su tenencia de bonos entre enero y septiembre de este año.

ÍNDICES DE PRECIOS Y DESEMPLEO



CRECIMIENTO DEL PIB Y DESEMPLEO



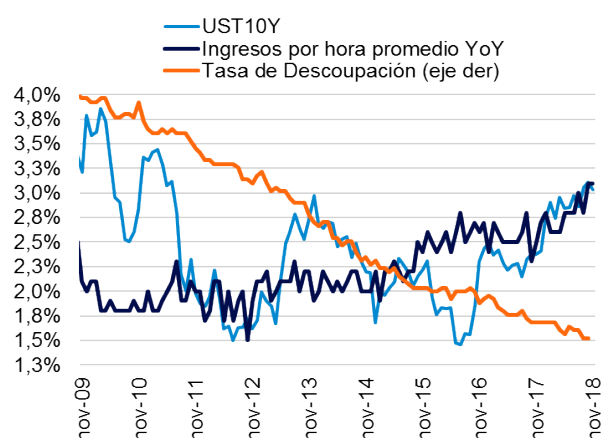
INFLACIÓN Y CRECIMIENTO EN EUA

En la reunión de política monetaria de septiembre de 2018, la FED actualizó las proyecciones macroeconómicas para 2019:

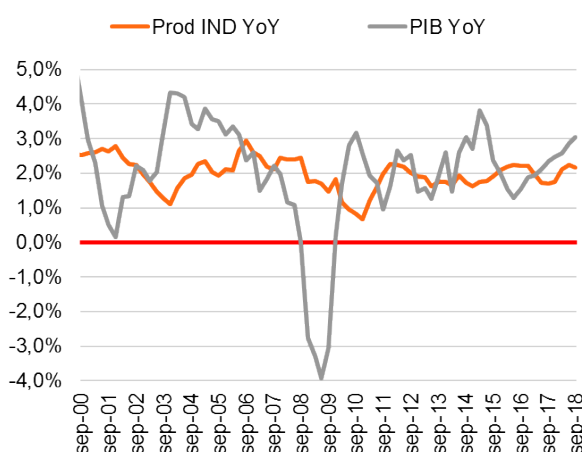
- Crecimiento del PIB, lo aumentó a 2,5% (desde 2,4%).
- Inflación, lo bajó a 2,0% (desde 2,1%).
- Tasa de desempleo, la mantuvo en 3,5%.

Sin embargo, desde la reunión de septiembre hubo dos meses en los cuales el salario promedio por hora subió +3,1% YoY (octubre y noviembre), esto es el mayor ritmo de suba desde 2009.

ÍNDICES DE PRECIOS Y DESEMPLEO



CRECIMIENTO DEL PIB E INDUSTRIA



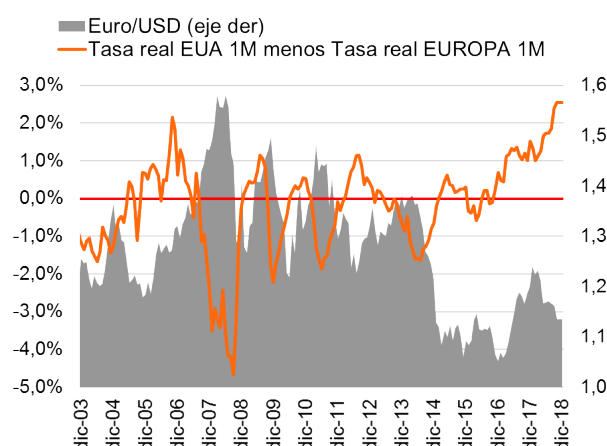
DIFERENCIAL DE TASA EUA VS ALEMANA

Durante 2018, el spread de tasas reales entre EUA y Alemania subió 122 p.b. (a favor de EUA) hasta 2,54 p.b., y el dólar se depreció 4% frente al Euro.

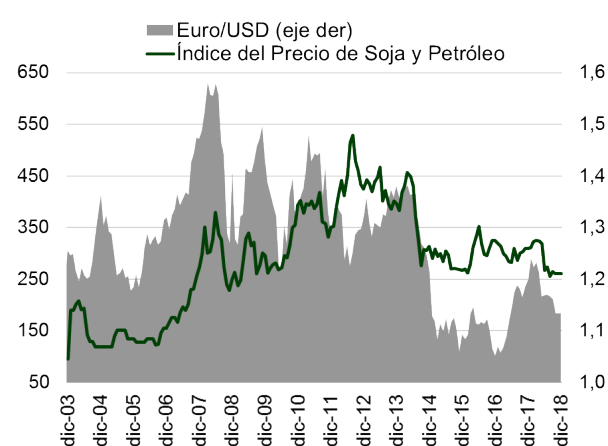
Creemos que el diferencial de tasas a favor de EUA, incentiva a los capitales a buscar rendimientos en EUA, y esto podría mantener la relación entre el dólar y el Euro. Sin embargo, el diferencial de tasas reales entre EUA y Europa podría reducirse el año próximo (por una caída de la inflación de Europa atada a la menor actividad) y volverse un buen punto de ingreso para el Euro y las materias primas.

Hay que recordar, que normalmente las monedas emergentes y los precios de las materias primas actúan en espejo con el dólar.

TASAS Y TIPO DE CAMBIO EUR/USD



SOJA Y TIPO DE CAMBIO EUR/USD



TASAS EUA 2019

Por todo lo anterior, para diciembre de 2019 esperamos que la tasa de Fed Funds, hoy en 2,0%-2,25% (alcanzaría 2,25-2,50% en dic-18), durante 2019 suba +50 p.b. hasta 2,75%-3,00%, una suba menos de lo que proyecta la FED.

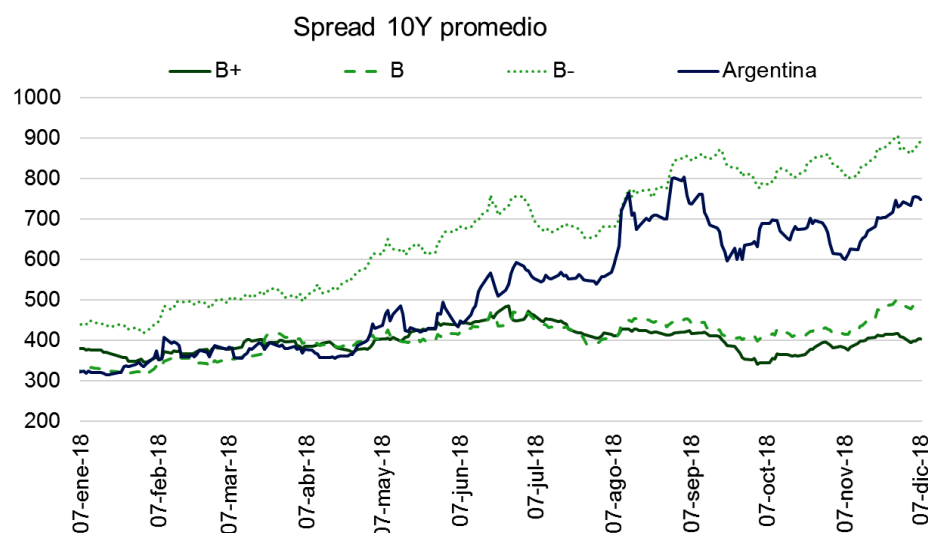
Esperamos también, que la tasa nominal a 10 años que hoy se encuentra en 2,86%, suba +15 p.b. hasta 3,00%, reduciendo la pendiente de la curva americana a cero. Este es nuestro escenario base.

ESCENARIO DE TASAS ARGENTINA

En el último año, los rendimientos de los bonos del Gobierno Nacional tuvieron tres momentos destacados:

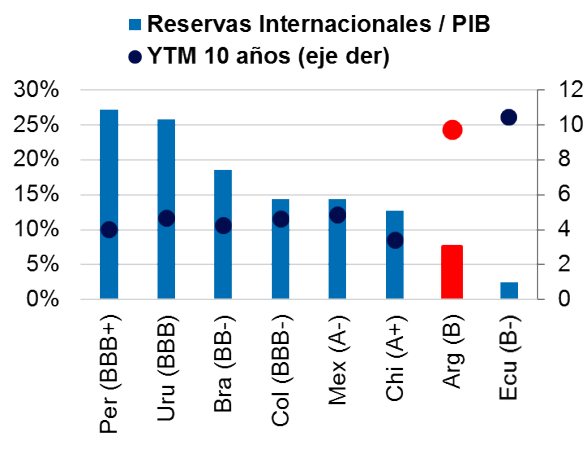
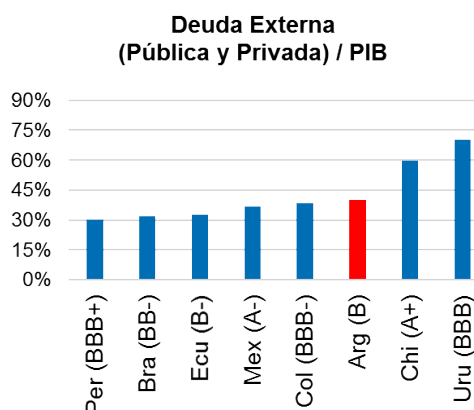
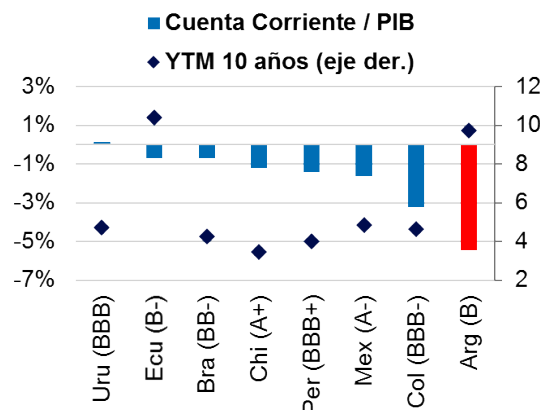
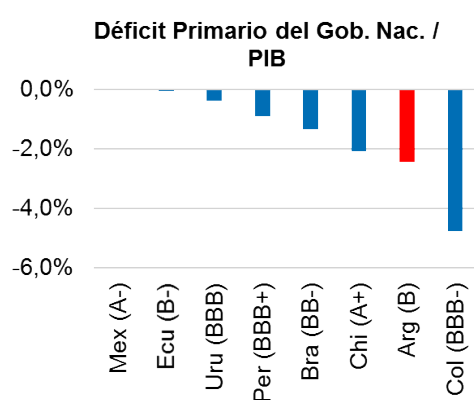
- Entre enero y mayo, los bonos locales (línea azul) operaban en línea con la calificación crediticia que tenía el Gobierno Nacional (B+).
- En medio del salto del tipo de cambio (agosto), los bonos en dólares operaron con un escalón menor (B-) a la calificación actual.
- En los últimos tres meses, operan en el medio entre la calificación actual (B) y una menor (B-).

SPREADS



Creemos que el peor desempeño relativo de los activos locales, se debió a las bajas reservas internacionales y los grandes déficits (fiscal y externo) financiados con endeudamiento externo (creciente). Tres de estos cuatro problemas se están corrigiendo, la pregunta que resta es si la velocidad de corrección es suficiente.

COMPARABLES



Finalmente, consideramos que la valuación de los bonos locales, con un horizonte de un año, se encuentra fuertemente condicionado a tres eventos:

1. El resultado de las elecciones presidenciales. En la medida que lidere las encuestas un candidato pro mercado, que prometa continuar con los ajustes iniciados y con el FMI (escenario base) los bonos en dólares podrían mejorar sus rendimientos marginalmente porque los ajustes seguirán. En sentido contrario, si empieza a liderar las encuestas un candidato que sea anti mercado, los activos aumentarán sus rendimientos.
2. La velocidad de las correcciones de desequilibrios durante 2019. Tomando en cuenta el déficit primario, la inflación, y el déficit externo (cuenta corriente y cuenta financiera). Si el gobierno toma la postura de ganar las elecciones, y vuelve a emitir, o ralentiza el ajuste fiscal, o busca atrasar el tipo de cambio aumentando el déficit externo, los inversores internacionales seguirán saliendo de bonos locales aumentando sus rendimientos. Es decir, 2019 es un año electoral sin margen para atajos.
3. La aversión al riesgo global. Como explicamos anteriormente, en la medida que la inflación de EUA se mantenga en torno al 2,0% (medida por el PCE), continuará la suba gradual de tasas y la absorción de base monetaria (escenario base). El escenario alternativo, es que se aceleren los precios, por un mayor crecimiento salarial, vinculado a la dificultad para encontrar empleados (consistente con la tasa de desocupación en mínimos). Esto podría subir las tasas de EUA a mayor velocidad, y afectaría a los bonos emergentes.

Escenarios que vemos para 2019:

- **Escenario Base (70%):** La inflación en EUA se mantiene en torno al 2% anual, permitiendo a la FED la suba gradual de tasas, y continúa la absorción de base monetaria sin dejar espacio al S&P para una fuerte suba. En las elecciones argentinas gana un candidato pro mercado. El gobierno argentino consigue hacer el ajuste fiscal, consigue reducir la inflación y deja que ajuste el tipo de cambio dentro de las bandas sin vender reservas. Bajo este escenario, los bonos en dólares podrían reducir spreads con EUA.
- **Escenario Negativo (20%):** La inflación de EUA se acelera, y la FED sube las tasas de interés por arriba de sus proyecciones, y acelera la absorción de base monetaria generando nuevas caídas del S&P. A nivel local las elecciones las gana un gobierno anti mercado, y el ajuste que realiza la presente administración es menor a lo que esperaba el mercado. Esto complicaría el acceso al financiamiento internacional del próximo gobierno, por lo que los bonos en dólares aumentarían los spreads contra EUA.
- **Escenario Positivo (10%):** La inflación de EUA y el PIB se desaceleran, y la FED frena la suba de tasas y la absorción de base monetaria. En las elecciones argentinas gana un candidato pro mercado. El gobierno argentino consigue hacer un ajuste fiscal mayor al que espera el mercado, consigue reducir la inflación y deja que ajuste el tipo de cambio dentro de las bandas sin vender reservas. Bajo este escenario, los bonos en dólares podrían reducir con fuerza spreads con EUA.

ARGENTINA: RETORNOS ESPERADOS PARA FIN 2019 – TÍTULOS PÚBLICOS

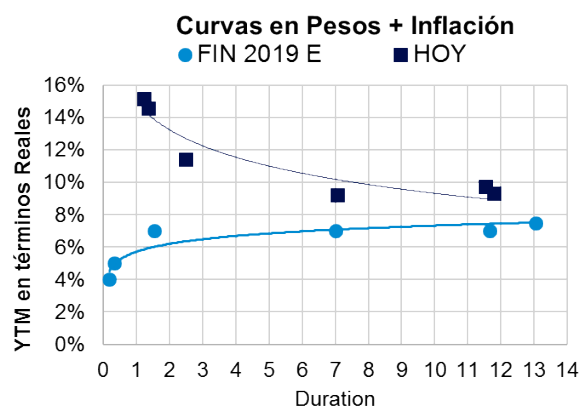
	Último Precio			Fin 2019 E			Variación de tasas (p.b.)	Cupones Proyectados en 2019 ²	Retorno Total Fin 19 ³	
	Precio ¹	Duration	TIR Hoy	Precio ¹	Duration	TIR E			c/TIR Hoy	c/TIR Est.
Títulos en Pesos a Badlar										
Bocon Pr15	169,5	1,2	76,2%	143,6	1,0	31,9%	(4434)	34,1%	-2,7%	18,8%
Bonar AA22	107,0	1,6	65,3%	91,4	1,4	32,9%	(3240)	45,1%	20,4%	30,4%
PMJ21 (Prov. Mendoza)	89,4	1,4	81,2%	98,9	1,1	33,1%	(4810)	54,4%	60,6%	65,0%
BDC22 (CABA)	100,3	1,5	74,7%	93,6	1,4	31,5%	(4322)	37,0%	41,1%	30,4%
PBY22 (Prov. Bs. As)	92,1	1,6	75,5%	98,3	1,6	31,7%	(4380)	52,1%	56,4%	58,8%
BDC24 (CABA)	102,9	1,7	71,6%	91,6	2,3	30,7%	(4091)	41,0%	31,3%	30,1%
PBA25 (Prov. Bs. As)	96,6	1,7	76,8%	97,8	2,4	32,0%	(4475)	37,1%	40,4%	38,4%
BDC28 (CABA)	91,7	1,8	75,4%	93,7	3,0	31,7%	(4370)	46,7%	49,7%	48,9%
Títulos en pesos a la tasa de referencia										
Bono TJ20	116,6	1,0	68,2%	100	0,4	32,9%	(3531)	49,9%	33,2%	35,9%
Títulos en Pesos ajustables por inflación (CER)										
Bono CER A2M2	124,2	1,2	15,1%	159	0,2	4,0%	(1111)	13,0%	79,6%	41,4%
BONCER 2020 TC20	154,0	1,4	14,6%	196	0,3	5,0%	(956)	3,3%	63,8%	30,3%
BONCER 2021 TC21	156,2	2,5	11,4%	198	1,5	7,0%	(442)	3,6%	68,0%	30,3%
Disc ArgL DICP	840,1	7,1	9,2%	1044	7,0	7,0%	(221)	13,2%	73,0%	37,4%
Par ArgL PARP	335,0	11,8	9,3%	496	11,7	7,0%	(229)	4,5%	95,8%	52,4%
Cuasipar ArgL CUAP	503,0	11,6	9,7%	699	13,0	7,5%	(221)	13,7%	92,6%	52,7%
Títulos en pesos a tasa fija										
Bono TO21	82,0	2,2	32,1%	103,2	1,5	19,9%	(1227)	22,2%	23,7%	48,0%
Bono TO23	84,1	3,4	23,6%	97,7	2,9	18,9%	(471)	19,0%	20,2%	35,2%
Bono TO26	79,0	4,3	23,0%	96,6	4,2	17,9%	(512)	19,6%	20,8%	42,0%
Letras del Tesoro capitalizables										
			TNA				TNA			
Promedio 1 y 2 meses			46,2%			24,9%	50,9%			
Títulos en dólares del Gobierno Nacional										
Bonar 20 AO20	100,1	1,7	9,0%	105	0,8	4,0%	(495)	8,0%	16,0%	50,7%
Global 21 AA21	95,8	2,2	9,6%	101	1,3	7,0%	(256)	7,2%	15,2%	51,0%
Bonar 24 AY24	95,0	2,4	11,6%	84	2,1	9,0%	(261)	26,0%	35,4%	53,5%
Global 22 A2E2	89,2	2,8	10,8%	96	1,9	9,0%	(182)	6,3%	14,3%	52,9%
Global 26 AA26	85,2	5,6	10,9%	91	5,0	10,0%	(93)	8,8%	17,0%	54,4%
Global 28 A2E8	76,8	6,6	10,5%	81	6,1	10,0%	(53)	7,6%	15,7%	51,9%
Disc ArgL DICA	115,3	6,1	12,4%	124	6,2	10,5%	(193)	15,1%	18,4%	64,5%
Par ArgL PARA	52,6	10,0	10,5%	60	9,7	9,5%	(101)	5,9%	13,9%	61,1%
Global 46 AA46	78,0	9,9	10,4%	81	10,1	10,0%	(37)	9,8%	18,0%	52,3%
Global 2117 AC17	76,0	10,3	10,0%	73	10,7	10,0%	(2)	14,1%	17,5%	47,2%
Títulos en dólares de Gobiernos Provinciales										
Córdoba (CO26)	79,8	2,9	15,6%	77	2,8	12,6%	(302)	24,2%	33,6%	62,1%
Mendoza (PMY24)	84,5	3,4	13,8%	90	3,0	13,1%	(69)	9,9%	18,3%	55,2%
La Rioja (RIF25)	84,2	3,3	16,2%	93	3,0	14,0%	(218)	11,6%	20,2%	63,0%
Entre Ríos (ERF25)	78,9	3,6	16,4%	89	3,3	14,0%	(240)	11,1%	19,7%	65,3%
Río Negro (RND25)	73,1	4,3	15,3%	80	4,1	14,0%	(125)	10,6%	19,1%	60,9%
Cupones PBI										
Ar\$ Arg.Law (TVPP)	2,2			2,0			0,0%		-8,4%	
US\$ Arg. Law (TVPA)	3,8			4,3			0,0%		22,6%	

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

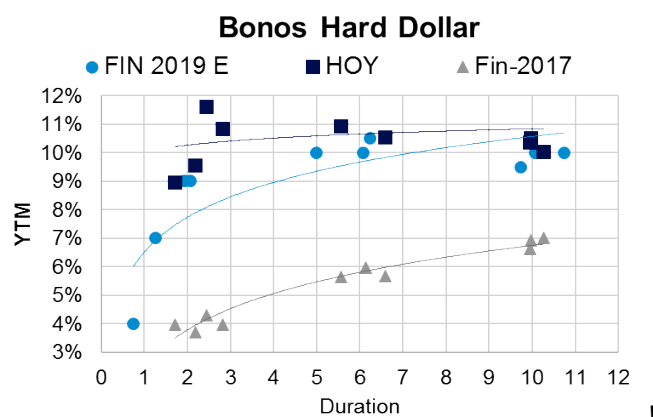
2 Devolución Cash hasta Dic-19: Incluye pagos futuros de intereses, amortizaciones y el CER en caso de corresponder (en % sobre Precio Hoy), en moneda original de emisión.

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

CURVA DE RENDIMIENTOS EN PESOS



CURVA DE RENDIMIENTOS EN DÓLARES



Respecto a los bonos en pesos ajustables por inflación, aún cuando tuvieran un recorte importante de rendimientos en el tramo corto tienen poco momentum porque está bajando la inflación.

Respecto a los bonos en dólares, creemos que difícilmente se regrese a los rendimientos de dic-17, debido a que:

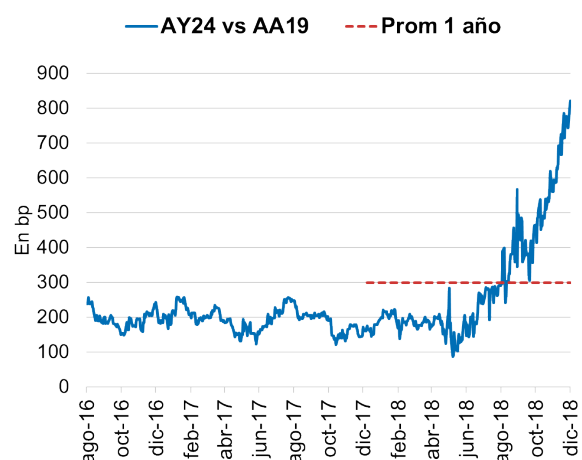
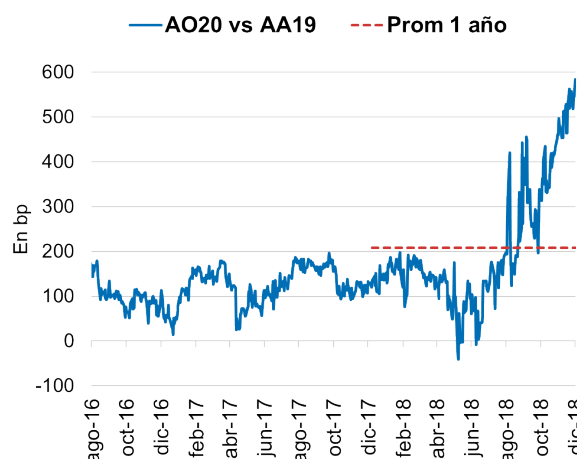
- EUA subió su tasa de referencia 75 p.b. este año (y falta la suba de dic-18).
- Localmente el ratio de deuda pública con terceros sobre PIB se duplicó.
- Para 2019 se precisa 3% de superávit primario para mantener la deuda estable, y el Gobierno lograría 0%.
- Los préstamos del FMI normalmente traen menos crecimiento del PIB, lo que aumenta la necesidad de superávit para mantener la deuda estable.
- Durante 2019 las elecciones traerán incertidumbre política.

Sin embargo, desde junio viene aumentando el spread entre el Bonar 20 (AO20) y el Global 2019 (AA19), Porque los desembolsos del FMI aumentan la liquidez de corto plazo y baja la probabilidad de default para los vencimientos más cercanos.

En diciembre de 2019, con independencia del resultado electoral, las reservas líquidas que quedan deberían alcanzar para pagar el AO20 sin acceso al mercado.

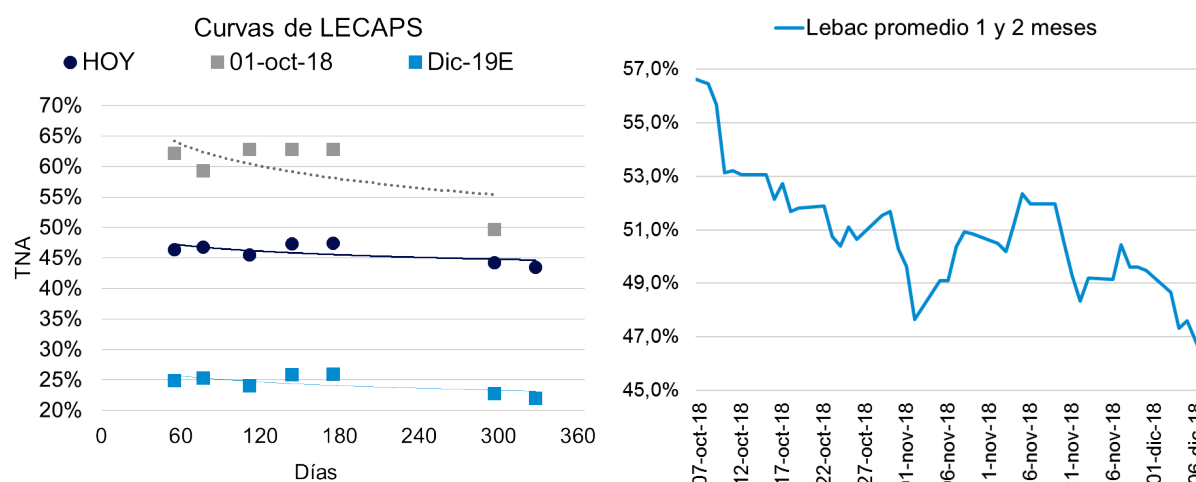
Esto podría generar una ganancia de capital de 5% en el AO20, que sumado al cupón arrojaría un retorno total de 13% en dólares durante el próximo año.

SPREADS



En la curva de rendimientos en pesos, vemos potencial en las letras a tasa fija, que dan un importante rendimiento por encima de la inflación.

LECAPS



CARTERA RECOMENDADA ARGENTINA

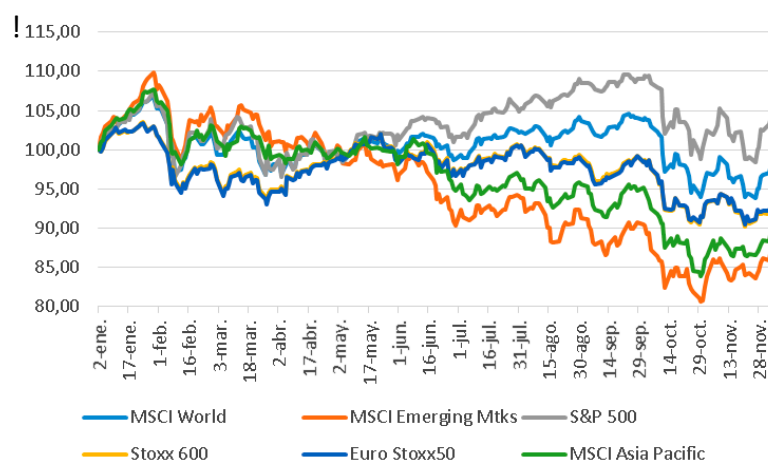
- En dólares, preferimos las letras y el tramo corto de bonos soberanos.
- En pesos, preferimos la curva de Lecaps con cobertura cambiaria ocasional.

RENTA VARIABLE GLOBAL

El mercado alcista de acciones en EUA parece tener menos fundamentos para continuar con esa tendencia, incluso si China y EUA alcanzan un acuerdo real en relación a las relaciones comerciales. Además de que los problemas comerciales no resueltos siguen siendo una incertidumbre, se espera que el crecimiento de las ganancias del S&P 500 disminuya a menos del 10% en 2019 (desde una tasa superior a 20% que ha ayudado a impulsar el mercado en 2018). La serie de subas en las tasas de interés de la Reserva Federal también podría comenzar a desacelerar la economía, especialmente a medida que el efecto estimulante de los recortes fiscales comienza a desvanecerse y ello explica porque un gran aumento en las ganancias de este año podría ser insostenible.

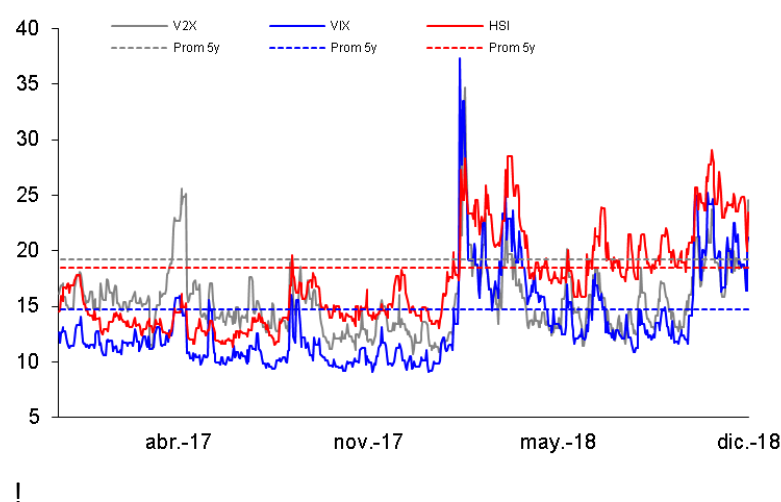
Cada uno de estos factores sugiere que la volatilidad del mercado de este año continuará en 2019. De todas formas, el mercado ya tuvo en los últimos meses una baja por las preocupaciones de una desaceleración global. Eso podría ser una señal de que 2019 no será tan malo como se temía. Los inversores ya han vendido acciones por temores sobre el futuro.

PERFORMANCE YTD DE PRICIPALES ÍNDICES.



Los indicadores de volatilidad del mercado se dispararon en los últimos meses. Tal como señalamos anteriormente, son muchas las incógnitas y frentes abiertos que pueden condicionar al mercado de equity el próximo año. Por ello, es de esperarse que el 2019 esté acompañado por un mercado con acentuada volatilidad a medida que se vayan conociendo eventos tan importantes como el Brexit o la guerra comercial entre EUA y China donde aparentemente, si no se llega a un acuerdo antes del 1º de marzo, los aranceles de más de \$200.000 mln que impone EUA a productos chinos pasarán del 10% al 25%.

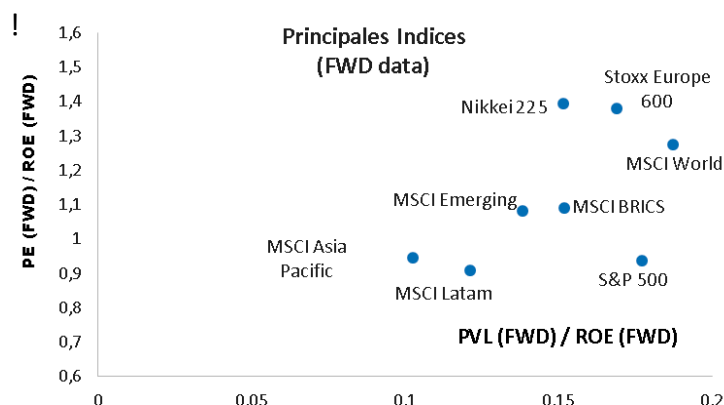
VOLATILIDAD DE MERCADOS DE ACCIONES: 2017 - ACTUAL.



El consenso espera que el MSCI World avance un 18,5% en dólares durante el 2019. Para los mercados emergentes, proyecta un crecimiento de 20% en dólares y para las economías desarrolladas, el consenso anticipa una suba de sus mercados de algo más de 18%.

Por fundamentals, el S&P 500 cotiza actualmente a un P/E 19E de 15,1x vs. 12,3x del Stoxx Europe 600 vs. 13,9x del Nikkei. El MSCI Asia Pacific (ex. Japón) cotiza a 11,6x earnings vs. 10,5x del MSCI Emerging. Considerando los ratios forward P/E y forward P/VL en relación con cada punto de ROE 18E, se observa que el mercado más subvaluado es el MSCI Asia Pacific y MSCI Latam.

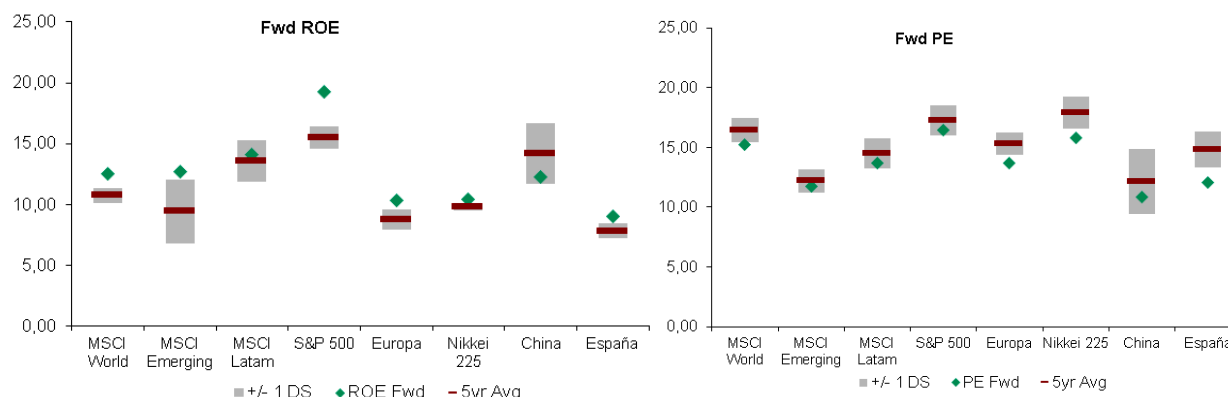
RATIOS DE FUNDAMENTALS. PRINCIPALES MERCADOS.



Actualmente, la mayoría de las regiones cotizan con un forward ROE por encima de su promedio histórico. Sólo China está por debajo del promedio, por lo que se espera que rinda menos que lo histórico. En tanto, el forward PE de la mayoría de los índices luce atractivo respecto a la propia evolución histórica.

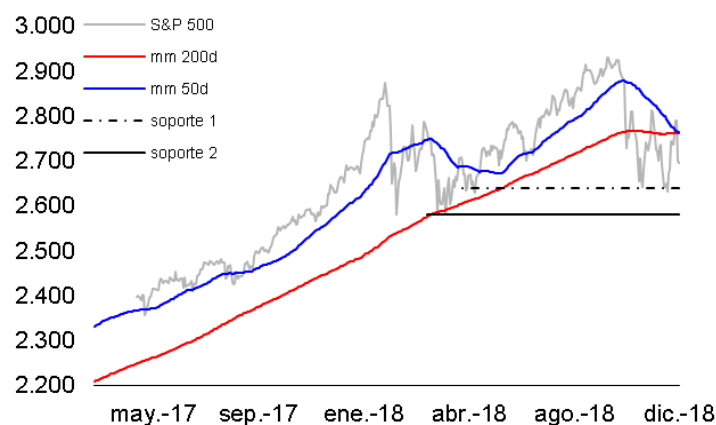
FUNDAMENTALS: FORWARD ROE, PROMEDIO 5 AÑOS

FORWARD PE Y PROMEDIO 5 AÑOS



El S&P 500 actualmente ingresó a un “death cross” una señal técnica pesimista que sucede cuando la media móvil de 50 días se ubica por debajo de la media móvil de 200 días, mientras acumula una caída en lo que va del 2018. En general, es un indicador convincente, pero no siempre es el que da inicio a una caída. En 2016, cuando llegó el “death cross”, el mercado tuvo una leve caída a inicios de ese año. Sin embargo, en 2011 la señal de “death cross” fue inmediatamente acompañada por una fuerte suba de 7%-8%. Quizás ahora sea un indicador de una posible baja más adelante, al menos hasta que llegue el año nuevo. La señal técnica sobre el S&P 500 que quizás los inversores están viendo ahora es el nivel de soporte del índice entorno a los 2.640 puntos, próximo a los mínimos de octubre y noviembre, cercanos al rango de 2.580-2.600 puntos, los mínimos de febrero y abril pasado, así como el mínimo intradiario de octubre.

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



!

Viendo la performance del mercado de equity luego de que la tasa del bono del Tesoro de mediano plazo cae por debajo de la de corto plazo, tal como sucede actualmente, se observa que la inversión de la curva ha ocurrido siete veces desde inicios de los años 50s y todas excepto una han tenido ganancias en el equity. Especialmente, el S&P 500 subió una media de 19 meses antes de tocar máximos tras una inversión de la curva, con retornos de 21%.

SPREAD DE TASAS: 10 AÑOS VS. 2 AÑOS DE BONOS DEL TESORO; Y EVOLUCIÓN DEL S&P 500.



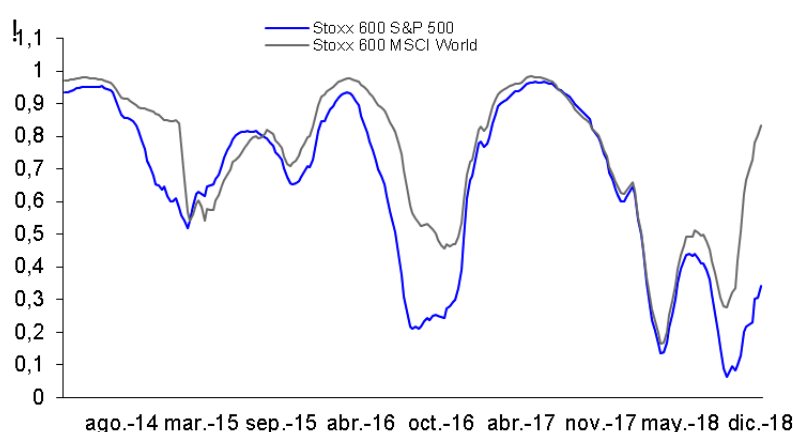
!

Esto iría en sentido contrario a la reacción del mercado recientemente, con ventas en el equity luego de que la diferencia entre la tasa a 3 y 5 años cayera por debajo de cero, por primera vez desde 2007. Una explicación de las bajas en el S&P 500 es que los inversores pesimistas apuntan al mercado de bonos como una señal sobre la economía del país. Siguiendo el spread entre la tasa a 10 y 2 años (comúnmente vista como potencial indicador de posibles recesiones futuras), éste se encuentra en 12pb, muy cerca de su nivel más bajo desde 2007. Sin embargo, el S&P 500 ha mostrado una buena performance en las inversiones iniciales de la curva ya que continúa la expansión económica, aunque a una tasa más lenta, y ello ha sido bueno para el equity. Esto no significa que no hay posibilidades de una recesión. Significa que, aún con probabilidad de entrar en una recesión todavía hay espacio para nuevas subas en el equity antes de que se vea el impacto de entrar en ese nuevo ciclo económico.

En el caso del Stoxx Europe 600, el índice acumula una pérdida de hasta \$2,5 bln en capitalización de mercado en lo que va de 2018. El consenso espera una suba de 18% en dólares durante el próximo año. Sin embargo, un crecimiento económico más lento junto con una política monetaria más estricta por parte del Banco Central Europeo podrán ser los principales factores que pondrán un techo a esos avances.

En la primera mitad de 2019, podría esperarse un repunte en la región, especialmente si el Reino Unido logra aprobar un acuerdo Brexit que elimine la incertidumbre en las acciones europeas. No obstante, con la expectativa de que EUA entre en recesión a mediados de 2020, podría esperarse que los mercados de equity empiecen a descontar este escenario en la segunda mitad del próximo año.

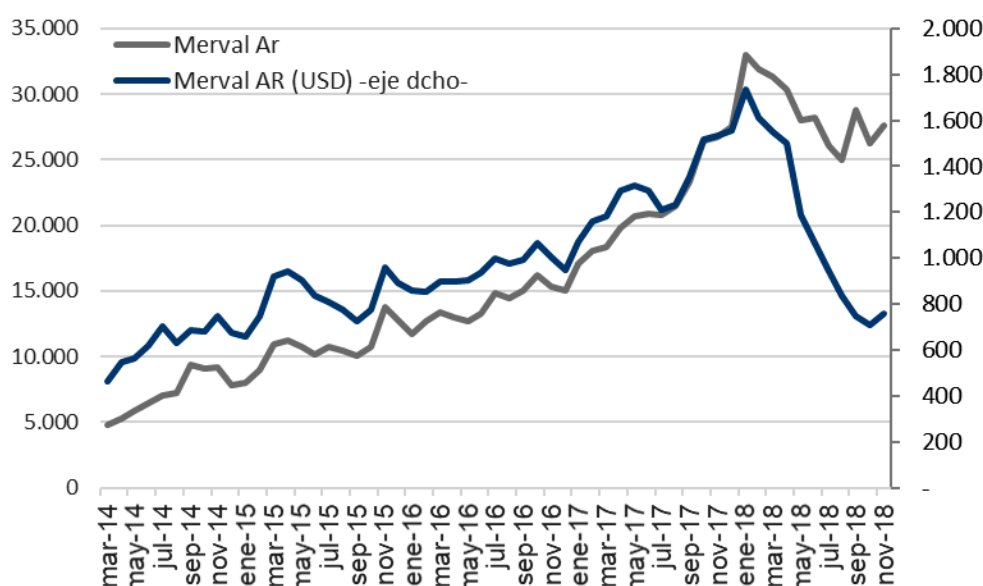
CORRELACIÓN STOXX 600 S&P 500, STOXX 600 MSCI WORLD.

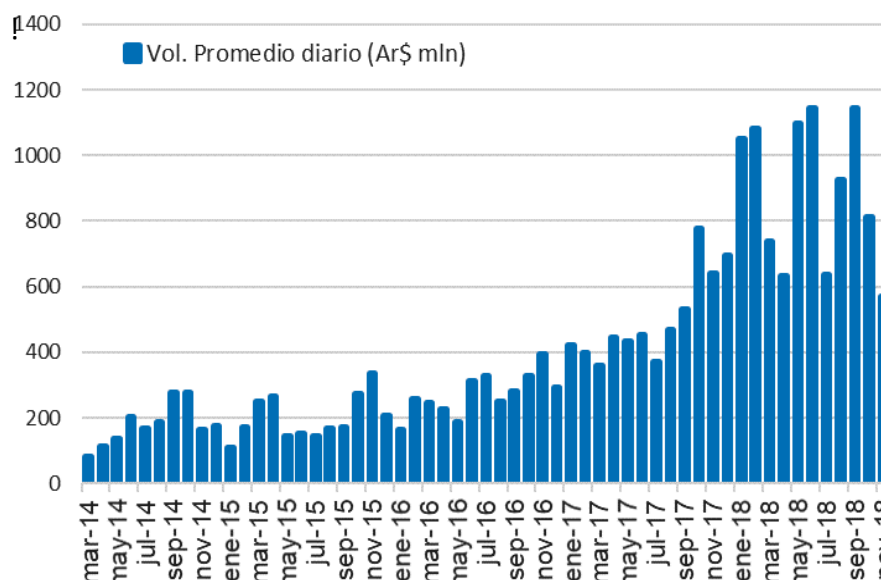


RENTA VARIABLE ARGENTINA

El Índice Merval Argentina subió 9,4% en el mes de noviembre, acumulando una caída de 4,2% en lo que va del año. Medido en dólares el índice ganó 4,2% MoM, acumulando una caída de 52,8% en el año. Por su parte el volumen diario promedio negociado en acciones cedió 11% MoM a \$ 570 mln, cayendo por segundo mes consecutivo a un mínimo de 14 meses.

EVOLUCIÓN DEL VOLUMEN NEGOCIADO (BARRAS EN \$ MLN) E INDICE Merval Y Merval ARGENTINA





RESUMEN VALUACION EMPRESAS

A continuación detallamos los precios estimados para 2019 de las principales compañías argentinas, y el retorno total proyectado en cada acción, que incluye la apreciación del capital más el cobro de dividendos proyectado.

PRECIOS Y RETORNOS ESPERADOS PARA FIN DE 2019

Sector / Comp.	Ticker	Recom.	Last Price	Target End 2019	Pending Div Yield 19E	Total Return	FV / EBITDA		P / E	
							2019E	2020E	2019E	2020E
Steel										
Ternium Argentina	TXAR	Buy	13,40	39,0	5,3%	196%	1,83	1,73	2,76	2,43
Ternium (U\$S)	TXAdr	Buy	28,20	55,0	3,9%	99%	3,12	3,35	4,09	4,51
Aluminium										
Aluar	ALUA	Buy	18,05	34,0	4,0%	92%	4,04	3,88	6,68	5,72
Cement										
Loma Negra	LOMA	Hold	74	118,0	0,0%	59%	5,86	4,25	8,77	6,31
Oil Services										
Tenaris	TS	Hold	429,45	875,0	4,5%	108%	6,39	5,86	12,80	11,17
Tenaris (ADR / U\$S)	TS	Hold	22,71	35,0	4,5%	59%				
Oil										
YPF	YPFD	Buy	551,75	1160,0	0,7%	111%	3,22	2,37	10,77	5,40
Utilities										
Pampa Energia	PAMP	Buy	51,30	122,0	0,0%	138%	3,19	2,40	11,67	5,76
Transp Gas Sur	TGSU	Buy	117,90	253,0	2,1%	117%	4,03	2,87	6,03	4,25
Transp Gas Norte	TGNO	Buy	55,00	166,0	1,7%	203%	2,49	1,91	4,54	3,17
Edenor	EDN	Buy	49,15	82,0	0,0%	67%	3,64	2,74	6,79	4,80
Transener	TRAN	Buy	44,90	114,0	7,9%	162%	2,61	2,01	4,42	3,40
Telecom										
Telecom Argentina	TECO	Hold	123,95	175,0	4,5%	46%	5,14	4,04	12,38	8,62
Cablevisión Holding	CVH	Buy	254,60	600,0	0,0%	136%	4,39	3,44	91,34	5,80
Grupo Clarín	GCLA	Hold	55,00	Under revision			3,72	3,40	9,40	8,11
Food										
Molinos	MOLI	Sell	40,40	Under revision			9,35	7,81	10,00	7,18
Molinos Agro	MOLA	Buy	248	425,0	3,3%	75%	8,19	4,98	10,40	6,57
San Miguel	SAMI	Buy	99,20	210,0	0,0%	112%	6,81	5,23	12,52	6,50
Consumer Discretionary										
Arcos Dorados (U\$S)	ARCOadr	Buy	8,06	9,5	1,2%	19%	6,73	6,04	17,27	15,83
Mirgor	MIRG	Buy	341,80	655,0	0,0%	92%	2,54	1,61	3,70	2,29
Real Estate										
IRCP	IRCP	Hold	183,80	260,0	2,2%	44%	8,41	5,82		
IRSA	IRSA	Hold	49,00	71,0	2,5%	47%				
Cresud	CRES	Buy	44,50	70,0	0,0%	57%				
E-Commerce										
Mercado Libre (U\$S)	MELI	Hold	353,52	395,0	0,0%	12%	98,32	29,51	284,83	54,17
Holding										
Comercial del Plata	COME	Buy	3,57	8,3	0,0%	132%	1,04	0,89	5,40	4,60
Banks										
							P / BV			
Banco Macro	BMA	Buy	156,20	348,0	1,9%	125%	1,42	na	5,86	na
Banco Francés	FRAN	Buy	145,60	220,0	1,1%	52%	1,83	na	8,60	na
G.F. Galicia	GGAL	Buy	101,15	161,0	0,9%	60%	1,99	na	8,16	na
Grupo Supervielle	SUPV	Buy	65,50	109,0	2,5%	69%	1,49	na	7,79	na
Banco Hipotecario	BHIP	Hold	12,35	14,8	0,0%	20%	1,50	na	8,37	na

PROYECCIONES DE RESULTADOS POR SECTOR Y PROYECCIÓN DE RESULTADOS EMPRESAS DEL Merval AR (EN PESOS)

	Crecimiento EBITDA (*)		Crecim. Rdos		P/E	FV/EBITDA	Total Return
	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2019E	2019E
Acero	19,8%	6,1%	78,8%	13,7%	2,8	1,8	196,3%
Aluminio	98,6%	4,2%	107,7%	16,9%	6,7	4,0	92,3%
Servicios Publicos	52,7%	34,9%	171,5%	63,6%	8,0	3,4	127,2%
Telecomunicaciones / Media	35,7%	27,0%	244,7%	249,7%	10,5	5,0	58,4%
Alimentos	69,0%	42,3%	162,0%	61,5%	10,8	8,2	62,1%
Petroleo y Serv. Petroleros	31,5%	36,4%	-20,9%	99,5%	10,8	3,2	111,0%
Holdings	30,0%	17,7%	-68,6%	17,4%	5,4	1,0	132,5%
Consumo discrecional	2448,8%	57,6%	521,7%	61,3%	3,7	2,5	91,6%
Bancos (*)	N/A	N/A	21,2%	N/A	7,6	N/A	74,5%
Merval AR	136,9%	31,5%	61,9%	120,2%	7,8	3,4	98,4%

Composicion: Acero (Txar); Aluminio (Alua); Cemento (Loma), Servicios P ublicos (Tgs, E dn, T ran, P amp, T gn); Alimentos (Sami, Moli, Mola); Telco/media (Teco, Gcla, Cvh); Petroleo (YPF); Holding (COME); Consumo discrecional (Mirg), Bancos (Ggal, Bma, Fran, Bhip, Supv)

CARTERA RECOMENDADA

■

Merval ARGENTINA – RECOMENDACIÓN POR SECTOR

Sector	% del Merval	Recomendación	Destacadas
Bancos	41%	Marketweight	Bma, Supv
Serv. Públicos y Gener.	30%	Overweight	Tgsu2, Tgno4, Pamp, Tran
Petróleo y Serv. Petr.	7%	Marketweight	Ypf, Capx
Siderurgia	3%	Overweight	Txar, TX
Aluminio	3%	Marketweight	Alua
Telecom/ Media	2%	Marketweight	Cvh
Holdings	2%	Marketweight	Come
Consumo Discrecional	2%	Underweight	
Cemento	2%	Underweight	
Otros	7%	Underweight	Sami
	100,0%		

TARGET Merval

-

ANÁLISIS BOTTOM UP: Merval estimado por valuación de empresas

De acuerdo a la última proyección realizada por el IAMC para el Merval Argentina del 1q19, ingresaría al mismo CRES y saldrían METR y LOMA, llevando el total de compañías incluidas a 19.

Tomamos la composición estimada del Merval Argentina en 1q19 para determinar el target a fin de 2019 considerando los precios objetivos de las compañías.

ESTRUCTURA PROYECTADA Merval AR 1°TRIM 2019

COMPOSICIÓN POR SECTORES

Ticker	4Q18	1Q19E	Var. Participación
YPFD	7,3%	8,3%	1,0%
GGAL	16,6%	19,5%	2,9%
PAMP	9,4%	7,9%	-1,5%
EDN	2,8%	2,5%	-0,4%
TXAR	3,3%	3,7%	0,4%
BMA	8,3%	9,1%	0,8%
COME	1,9%	1,9%	0,0%
ALUA	3,4%	4,1%	0,7%
FRAN	2,5%	2,9%	0,4%
TRAN	4,5%	3,9%	-0,6%
MIRG	2,1%	2,1%	-0,1%
CEPU	5,3%	5,4%	0,1%
TGSU	3,4%	4,1%	0,7%
TGNO	2,2%	2,4%	0,3%
METR	2,1%	0,0%	-2,1%
SUPV	8,6%	9,9%	1,2%
BYMA	7,1%	4,9%	-2,2%
VALO	4,6%	3,4%	-1,2%
CVH	2,2%	2,2%	0,1%
LOMA	2,3%	0,0%	-2,3%
CRES	0,0%	1,8%	1,8%

Sector	4Q18	1Q19E	Var
Bancos	40,7%	44,8%	4,1%
Serv. Públicos	29,7%	26,3%	-3,4%
Petróleo y Serv. Petr.	7,3%	8,3%	1,0%
Holdings	1,9%	1,9%	0,0%
Acero	3,3%	3,7%	0,4%
Aluminio	3,4%	4,1%	0,7%
Telecom	2,2%	2,2%	0,1%
Consumo Disc.	2,1%	2,1%	-0,1%
Bolsas y Mercados	7,1%	4,9%	-2,2%
Construcción	2,3%	0,0%	-2,3%
Otros	0,0%	1,8%	1,8%

Nuestro target del Índice Merval Argentina para fin de 2019 es de 55.600 puntos (potencial de apreciación de 98% en pesos), lo que equivale a 49% en dólares.

De esta manera el Merval estaría cotizando con un descuento de casi 50% en términos de FWD P/E respecto de sus pares latinoamericanos

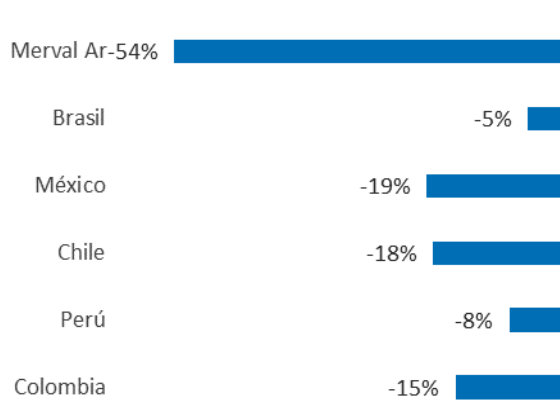
RATIOS DE VALUACIÓN ÍNDICES LATAM

País	Índice	P/E ttm	P/E fwd
Argentina*	MAR Index	15,7	7,8
Brasil	IBOV Index	19,8	13,3
México	MEXBOL Index	18,4	14,4
Chile	IPSA Index	17,4	16,2

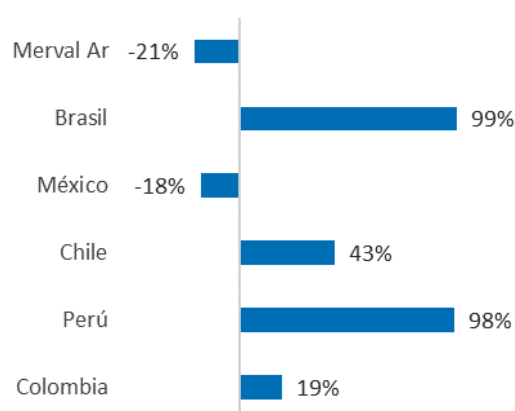
Es relevante mencionar que en lo que va del año el Índice Merval Ar cedió 54% en dólares, sustancialmente peor a la performance de México (-19%), Chile (-18%) y Brasil (-5%).

En los últimos tres años, el índice argentino ha tenido una de las mayores caídas de la región

PERFORMANCE BOLSAS LATAM YTD (EN USD)



PERFORMANCE BOLSAS LATAM ACUM. 3 AÑOS (EN USD)



Principales eventos sectoriales

PETRÓLEO & GAS

El 2018 fue el primer año luego de mucho tiempo en volver a precios de mercado para el barril de crudo y continuar con la desregulación en el valor del gas. Sin embargo, la fuerte depreciación de la moneda local generó nuevas distorsiones y desafíos para las compañías. En particular, la suba del crudo y la devaluación fueron lentamente trasladadas al precio de los combustibles que subieron hasta 75% en el año.

En lo que respecta al gas, el Gobierno impulsó nuevas quitas en subsidios que, sumado a la mayor oferta de fluido de la cuenca neuquina, bajó el precio estimado en boca de pozo para el 2019 de U\$S 5 a U\$S 4 MM BTU. Finalmente, destacamos también los movimientos de activos que se dieron durante el 2018, en especial del segmento de refinación de Pampa Energía (ex-PESA) a Trafigura, de Oil & Gas a Vista Oil y su participación en Oldeval a Exxon Argentina. Por otra parte, YPF vendió el 25% de YPF Luz a GE y adquirió junto con Dapsa los activos en liquidación de Oil Combustibles.

El 2019 luce como un año de transición, donde YPF recientemente sentó las bases para apuntar a crecer fuertemente en producción de crudo y gas a partir de 2020, con una campaña de recuperación de los yacimientos convencionales y un aporte extraordinario de los no convencionales donde sigue reduciendo los costos por mayor eficiencia y aprendizaje. Será crucial también que se sigan desarrollando las obras de evacuación para el nuevo gas proveniente de la cuenca neuquina, donde los principales proyectos son los nuevos gasoductos de TGS y aún debe definirse la construcción de un nuevo gasoducto troncal desde Vaca Muerta hasta Rosario.

SERVICIOS PÚBLICOS

Si bien durante el 2018 ya regían los nuevos cuadros tarifarios de las RTI para las empresas de energía eléctrica y gas, la fuerte devaluación de la moneda y la inflación generó situaciones especiales e inesperadas.

De esta manera, los ajustes semestrales de costos establecidos por RTI tuvieron que ser aprobados en cuotas para morigerar el impacto a los usuarios, y/o calculados con un mix de índices además del Índice de Precios Mayoristas para atenuar la suba. Por otro lado, las empresas endeudadas en dólares y sin cobertura cambiaria tuvieron un impacto financiero muy elevado en los resultados y en su patrimonio.

Las generadoras de energía, en cambio, mejoraron su rentabilidad producto de sus tarifas en dólares, además de una reciente baja en el precio del gas destinado a la energía. Por otra parte, el gobierno ya permitió a las generadoras a abastecerse con sus propios combustibles sin tener que depender de CAMMESA, aunque solo CAPEX y PAMP aceptaron hacerlo por ahora. El próximo paso sería un nuevo cambio en los precios de generación de la vieja estructura con el fin de reducir aún más los subsidios del Estado y volver al sistema inicial de formación de precios. En lo que respecta a los subsidios, el Gobierno había iniciado con un plan para reducirlos fuertemente hacia 2019, pero como consecuencia de la devaluación e inflación no pudo concretarlo y finaliza el 2018 con un 50% de subsidios a la energía.

Finalmente, con la recesión del segundo semestre de 2018 comenzó a observarse una caída en la demanda industrial y comercial de energía eléctrica que esperamos continúe durante gran parte del primer semestre de 2019. Por otra parte, las pérdidas de energía no lograron aún reducirse sino que inclusive se elevaron producto de las condiciones climáticas que generaron mayores robos en los barrios carenciados.

TELECOMUNICACIONES Y MEDIA

En 2018 se aprobó la fusión entre Telecom Argentina y Cablevisión, creándose así la primera compañía operativamente capaz de proveer servicios de internet, telefonía móvil y fija y Tv por cable. Sin embargo, la compañía se comprometió a limitar la comercialización integrada de dichos servicios hasta el 1 de enero de 2019 (ampliable hasta mediados de año) o hasta que la ley permita a las operadoras de servicios TICs a brindar TV satelital. Al momento no se ha sancionado una ley al respecto. De esta manera, esperamos que el 2019 pueda presentar una mayor competencia entre operadoras, si bien TECO cuenta con la ventaja de tener la capacidad técnica para ofrecer servicios 4-play sin la necesidad de realizar inversiones como sus competidores. Esperamos que las sinergias de la fusión comiencen a verse a partir del 2019.

Por otro lado, CVH está en proceso legal para resolver el precio de la OPA de Telecom Argentina, luego de convertirse en su controlante.

BANCOS

El sector bancario tuvo que acomodarse al nuevo escenario al cual la economía viró a partir del mes de mayo 2018, incumpliendo con todas las estimaciones esperadas para el año, ante el fuerte freno de la actividad que se dio con la devaluación, la suba de tasas activas y pasivas y la mayor inflación.

Pese a ello, los niveles de irregularidad no son importantes ni se espera un escenario negativo en cuanto a calidad de la cartera durante el 2019. Para ello los bancos tenían además un colchón de provisiones que fueron utilizando. Si bien la devaluación del Peso tuvo diferentes efectos en cada banco según la estrategia que habían asumido, el 2018 finaliza con un nivel de encajes elevado para el sistema bancario y con una fuerte posición en letras del BCRA (ahora LELIQ en vez de LEBAC) a tasas que deberán ir bajando para que se reactive el crédito y la economía local. Nuestras estimaciones están en línea con las del consenso de los bancos, con un crecimiento en préstamos y depósitos de entre 30% y 35%.

RANKING DE AGENTES

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

Renta Variable			Renta Fija		
Agente	Rank.	Part.	Agente	Rank.	Part.
Allaria Ledesma & Cía. S.A.	1	11,79%	Allaria Ledesma & Cía. S.A.	1	16,11%
SBS Trading S.A.	2	7,55%	Balanx Capital Valores S.A.	2	9,22%
AR Partners S.A.	3	5,88%	Banco de Galicia y Buenos Aires S.A.	3	7,09%
Balanx Capital Valores S.A.	4	5,67%	ICBC Argentina	4	5,90%
Invertir en Bolsa S.A.	5	4,04%	Neix S.A.	5	4,24%
Santander Río Valores S.A.	6	3,73%	Banco Mariva S.A.	6	4,01%
Buenos Aires Valores S.A.	7	3,39%	SBS Trading S.A.	7	3,21%
Invertir Online S.A.	8	3,23%	Puente Hnos. S.A.	8	3,14%
Banco Santander Río S.A.	9	3,19%	PP Inversiones S.A.	9	2,60%
Capital Markets Argentina SA.	10	2,67%	Global Agro Brokers S.A.	10	2,16%

GRACIAS!

