

*En un mundo desbordado por la información y deslucido por la subjetividad de los análisis hoy nos encontramos desinformados.*

*Este boletín busca brindar con objetividad y de manera clara y resumida, la información económica y financiera más relevante de la semana.*

## Resumen y ranking de noticias

La semana se vio inundada mayormente de novedades en torno a las negociaciones salariales de los principales gremios. Desde las agrupaciones de trabajadores se busca alcanzar cifras del 30% o más, para contrarrestar la caída en el salario real que se ha producido desde 2014. Desde las empresas, la cifra se busca más cercana al 20-25%. El gobierno nacional, en miras de no foguear una inercia inflacionaria, busca cerrar los acuerdos por debajo del año previo, cerca del 25%. Sindicatos más afines al gobierno, como la UOM dirigida por Antonio Caló, tampoco han cerrado negociaciones, afirmando que el 27% no es suficiente para recuperar el poder de compra, relanzando un paro para el jueves 21. Centrales menos afines al gobierno, como la transportista, reclaman un aumento del 35%, y llaman a un paro entre el 10 y el 12 de junio. Lo cierto es que el aumento, sin importar la cifra, sea trasladado eventualmente a precios. No coordinar las expectativas de la sociedad en torno a valores reales (lo que requeriría mayor confianza en las estadísticas públicas), genera fricciones distributivas que son más proclives a acelerar que a disminuir la inflación.

Por el lado financiero, la colocación del Bonar 24 despertó nuevas reacciones de los holdouts y del juez norteamericano Thomas Griesa. Sin evidencias de que hayan existido instituciones como mediadores de la colocación, el bono permanecería fuera del alcance de posibles embargos, sin embargo, el precio del bono ha caído significativamente desde su colocación a mediados de abril. El proceso judicial parece asegurar en su tardanza que el pago del Boden 15 en octubre próximo tampoco será un problema.

En el ámbito internacional, destacaron las señales de desaceleración de la economía brasilera. El consumo se encuentra en caída, así como sus importaciones, y las perspectivas de crecimiento del PIB son nulas. La desaceleración se produce en parte como producto de las políticas de ajuste fiscal y antiinflacionario puestas en marcha por el ministro Joaquim Levy en el segundo mandato de Dilma Rousseff.

El dólar, mientras tanto, cierra con un ritmo devaluatorio estable, en 8,96 pesos, mientras la cotización informal sufre una pequeña suba a \$12,65.

### CONTACTO

*Invecq Consulting SA*  
[info@invecq.com](mailto:info@invecq.com)

*Lic. Domecq Esteban O.*  
*Lic. Nigra Alessandro J.*  
*Surt Matías*  
*Bustamante Rodrigo*



**Dolar**  
**\$ 8,96**



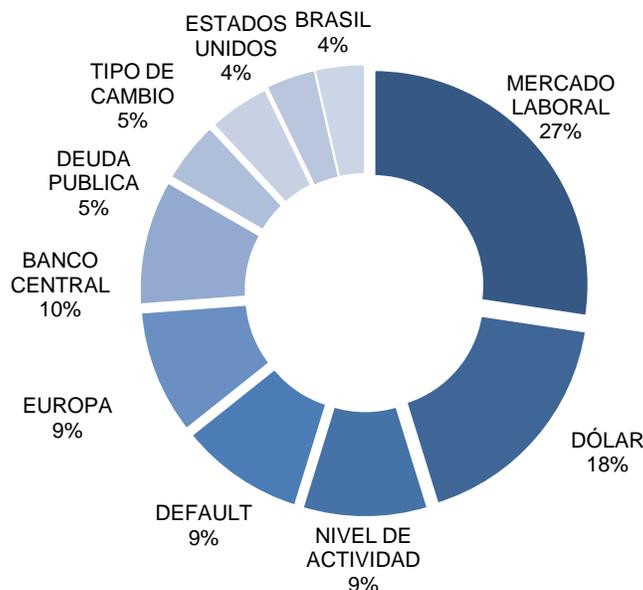
**Euro**  
**\$ 10,43**



**Reservas**  
**33.856**



**Merval**  
**12.304,7**



## Más soja, menos dólares

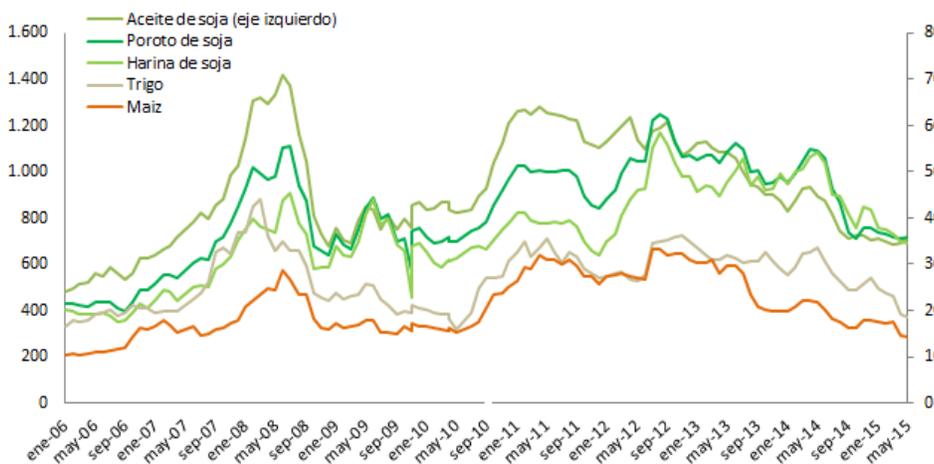
Ya adentrados en la “temporada verde”, el período del año comprendido entre abril y agosto que se caracteriza por una fuerte entrada de dólares provenientes de la balanza comercial como consecuencia de la liquidación de la cosecha especialmente de soja, los resultados para este año no son bueno, como ya se venía adelantando desde el año pasado. Es

que parte del viento de cola que sopló sobre el país durante los últimos doce años se ha detenido, y decimos parte porque las tasas internacionales siguen en niveles históricamente bajos y en vista de la última reunión de la Fed se podría pronosticar que el ajuste llegaría recién en 2016. Los que sí ya no son históricos son los precios de los bienes exportados por nuestro país, en gran medida debido a una estrategia del propio mercado de “descontar” y adelantarse al ajuste de tasas.

Lo cierto es que en los primeros cuatro meses del año y primera semana de mayo, la liquidación de los “agrodólares” ha dejado un saldo de 6.218 millones de dólares, un 29 % menos que lo que había sido el saldo del mismo período en 2014 y la menor cantidad de dólares desde el año 2007. Es decir que hace 8 años, cuando la mayoría de los problemas que presenta la economía argentina aún no existían, que “el campo” no aportaba tan pocos dólares a la economía argentina en los primeros meses del año. Es que a pesar de estar levantando una cosecha récord, que en el caso de la soja llega las 58,5 millones de toneladas, el efecto precios internacionales ha tenido mayor fuerza y, con caídas para los tres principales cultivos que van desde el 24 al 30 % interanual en promedio para los primeros cuatro meses del año, ha logrado deprimir el saldo comercial de la liquidación de los exportadores. En el gráfico además de mostrar los dólares de la liquidación informados por las cámaras de exportadores e industriales de cereales y oleaginosas se presenta un índice de precios de las exportaciones de soja elaborado en base a los precios internacionales y las ponderaciones (peso sobre el total exportado del complejo) de las distintas formas de exportación del cultivo: porotos, harina y aceite. Queda muy clara la fuerte vinculación que existe entre las variaciones en los precios del principal cultivo (25/28 % del total de las exportaciones argentinas) y el ingreso de divisas por parte del sector.



## Precios internacionales



Fuente: Inveccq en base a Ministerio de Economía

pasado dicho índice muestra una caída del 28%, arrastrado principalmente por las caídas en la cotización del poroto y las harinas (aceite cae al 22 %). En el presente gráfico se observa que, de todos modos, el shock negativo de precios es más fuerte aún en los casos del trigo y el maíz mientras que el complejo sojero si bien no está en récords, sigue en valores superiores a los registrados en 2007 o 2010.

Planteado el escenario, lo importante es analizar cuáles son las opciones que tiene el gobierno para abastecerse de más dólares en un año electoral en el que, para minimizar los costos del paro de la actividad económica, estaría analizando flexibilizar el cepo importador (80 % de las importaciones son insumos para la producción) a la vez que cuidar el nivel de reservas “aceptable” que han logrado acumular. ¿Se recurrirá nuevamente a los mercados de crédito aunque el costo del financiamiento sea elevado como en la última emisión de deuda pública? ¿Se activarán más tramos del swap con China? ¿Se recurrirá a mayores restricciones para el acceso al dólar ahorro? No son muchas más que estas las opciones que tiene a mano el actual equipo económico para transitar los últimos meses de gestión hasta diciembre.

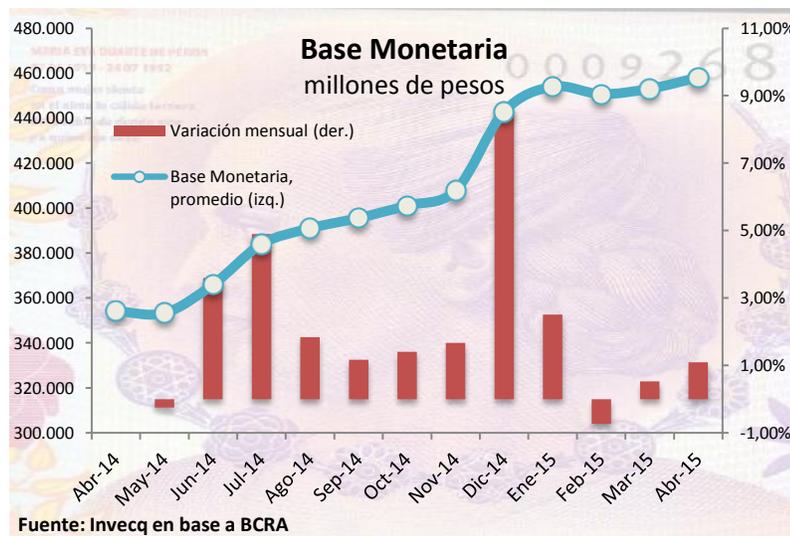
## El Número



El número de la semana es la evolución que han tenido los términos de intercambio en el primer trimestre del presente año con respecto al año previo. La caída es de 2,5%, y continúa una tendencia decreciente de más de 2 años. El precio de los productos importados ha caído en este primer trimestre un 10,2%, mientras los precios de las exportaciones argentinas lo hicieron en un 12,4%. En valores, la retracción en las importaciones es levemente más fuerte, debido a un derrumbe de las cantidades importadas que es el doble de la caída en cantidades vendidas al exterior (-6,3% contra -3,7%). Por un lado, la caída en

los términos de intercambio pondrá presión sobre el frente externo nacional, de continuar con esta tendencia. Las exportaciones tienen una fuerte correlación con el precio que pueden conseguir en el exterior, y un descenso de este como el producido en varios productos primarios durante 2014 es nocivo en este sentido. La leve mejora reciente en el saldo comercial, que parece contradecir esto, es en cambio resultado de una caída aun más intensa de las importaciones, producto de la recesión argentina y de las restricciones impuestas para controlar el frente cambiario.

## El Gráfico que habla



El gráfico muestra la evolución de la base monetaria en los últimos 12 meses, como promedio mensual de saldos diarios, junto a la variación mensual en ese promedio. Desde principios de año se observa una variación interanual de más de 30% en la base monetaria (billetes y monedas en poder del público y cuenta corriente en el BCRA), lo que podría interpretarse como una luz roja en cuanto al aumento de precios. En mayor o menor medida y con diferentes rezagos, el aumento de la circulación se refleja en el nivel de precios. La última década no es excepción, y también en este período se observa esta correlación entre circulante y nivel de precios. Lo particular que resalta en la evolución reciente de la base monetaria es que el aumento interanual elevado que se observa se debe fundamentalmente a una tendencia creciente que

tuvo durante la segunda mitad del año pasado. Desde junio del 2014 hasta enero del 2015 la variación mensual fue de entre 5% y 1,5%, desacelerándose después de julio, para volver a acelerarse (como lo hace cíclicamente), hacia fin de año. Desde principios de este año sin embargo, la política monetaria funciona con un poco más de prudencia. Las variaciones mensuales fueron inferiores al 1%, e incluso negativa en febrero (-0,7%). Por supuesto, el principal factor que explica el aumento son los adelantos al sector público, que tuvieron una muy fuerte aceleración hacia fin del año pasado. Los títulos de deuda del BCRA funcionan como la contrapartida predilecta, y contrarrestan este aumento. Recientemente, la baja expansión del sector público ha permitido al Central moderar esta política y comprar divisas para hacer crecer el stock de reservas internacionales. Si esta menor expansión de base se mantuviera, permitiría estructurar una política antiinflacionaria más amplia. Es de esperar, sin embargo, que se vuelva a observar una tendencia ascendente hacia mediados de año, elecciones y fin de año de por medio.

## ***Síntesis económica***

### **Lunes**

#### **Plazos fijos**

El stock de plazos fijos del sector privado se incrementó en \$ 30.000 millones durante abril, subiendo hasta los \$ 356.000 millones. Se trata de un incremento del 9% en el mes y de casi el 26% en los primeros cuatro meses de 2015. La expansión del circulante, dada las tasas de interés, incentiva este resultado.

### **BCRA**

La política de fuerte esterilización continuada hace crecer el pago de intereses por Lebacs. El próximo Gobierno deberá hacer frente a un costo anual de aproximadamente \$ 70.000 millones.

### **Martes**

#### **YPF**

La compañía paga ya más de \$ 2.000 millones por trimestre en intereses de la deuda que tomó desde que fue expropiada. La cifra equivale hoy a las ganancias que obtiene la empresa en el mismo período: unos \$ 2.127 millones en el primer trimestre del año, según su último balance.

### **Europa**

La zona euro parece salir del letargo lentamente, tardando más que otras grandes economías en activar su recuperación, y crece un 0,4% en el primer trimestre de 2015. El trimestre pasado el crecimiento fue de 0,3%.

### **Miércoles**

#### **Finanzas provinciales**

La presidente selló ayer con 16 gobernadores una nueva tregua hasta fines de junio en el pago de los vencimientos de deuda que las provincias tienen con la Nación. Les representará un ahorro temporal durante este segundo trimestre de \$ 1.812 millones.

### **Expectativas**

Los futuros del dólar en el Rofex mantienen una devaluación implícita del 17%. La tendencia se acelera para el año que viene, pero solo al 20%, ambas cifras menores a los rendimientos en pesos.

### **Jueves**

#### **Industria**

La producción industrial cayó 2,2% en el primer trimestre del año, según un informe de la Unión Industrial Argentina. En marzo un 42% de los sectores presentaron caídas, las más fuertes son del sector automotor (-10,3%) y de industrias metálicas básicas (-7,6%).

### **Estados Unidos**

El empleo de la economía norteamericana sigue recuperándose. La medición de la semana pasada de las solicitudes por desempleo cayó a mínimos de 15 años.

### **Viernes**

#### **Brasil**

Las ventas minoristas del principal socio comercial de Argentina cayeron en marzo por segundo mes consecutivo. Según el IBGE, la caída fue del 0,9% con respecto a febrero. Los rubros más afectados fueron las ventas en supermercados y de productos para el hogar, con un -2% y -3% respectivamente.

### **Inflación**

La inflación en la Ciudad de Buenos Aires durante abril fue de 2,4%. Aunque se aceleró con respecto al mes pasado, interanualmente el aumento de precios sigue mostrando una desaceleración.

**Mercado de cambios**

(últimos datos 15:00hs)

PRINCIPALES MONEDAS DE REFERENCIA				
RESPECTO AL DÓLAR	Cierre	Var. Semanal	Var. Anual	
Euro (Union Europea)	0,87	↓ -1,63%	↑ 5,84%	
Real (Brasil)	2,99	↓ -0,46%	↑ 12,30%	
Peso Mexicano	15,03	↓ -0,97%	↑ 1,90%	
Peso Chileno	596,60	↓ -1,40%	↓ -1,78%	
Yen (Japon)	119,41	↓ -0,25%	↓ -0,35%	
Libra (Inglaterra)	0,63	↓ -2,13%	↓ -1,16%	
Franco (Suiza)	0,92	↓ -0,64%	↓ -7,64%	

Una semana monopolizada por los movimientos apreciativos en las principales monedas del mundo. Las que más recuperan valor frente al dólar son el euro (1,63%) y la libra (2,13%). En lo que va del año sin embargo la moneda de la Comunidad Europea se deprecia en un 5,84 % acompañada por el real y el peso mexicano

EVOLUCION DEL DOLAR CONTRA EL PESO				
TIPO	Pta. Venta	Var. Semanal	Var. Anual	
Oficial	\$ 8,9600	↑ 0,22%	↑ 4,61%	
Mayorista (Siopel)	\$ 8,9500	↑ 0,25%	↑ 4,62%	
Banco Nacion	\$ 8,9440	↑ 0,22%	↑ 4,60%	
Dolar Informal	\$ 12,6500	↑ 0,48%	↓ -8,33%	

Continúa el proceso de continua pero lenta depreciación del peso que avanza un 0,22 % en la semana y acumula en lo que va del año apenas un 4,61 %.

El dólar informal, rompió la racha bajista y aumentó medio punto porcentual hasta los \$ 12,65. La brecha: 41 %.

**Tasas de interés locales e internacionales y otros activos financieros**

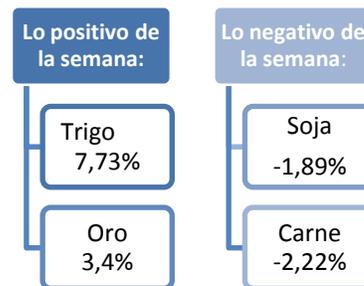
Se detallan los valores promedio de la semana de las principales tasas de interés de la economía locales e internacionales.

En el plano internacional las principales tasas de referencia tuvieron mínimas variaciones, operando al alza. Las subas más significativas fueron para la tasa de bonos americanos a 30 y 10 años (0,14 y 0,05 p.p. respectivamente) En el plano local se destacan la suba de 10,5 pp en la tasa Call y las caídas de 0,13 y 0,25 en la tasa Badlar y Lebac respectivamente.

PRINCIPALES TASAS DE INTERES		
LOCALES		
Caja de Ahorr	% mensual	0,4000
Plazo Fijo	% 30 días	22,8300
Badlar	% \$ Bcos Priva	20,1800
Lebac	% (+100 d.) ult	26,3800
Call	% anual a 1 di	28,5000
INTERNACIONALES		
Libor	% a 180 d.	0,4127
Prime	%	3,2500
Federal Fund	%	0,1600
Bonos	% 30 años	3,0500
Tasa EEUU	% a 10 años	2,2300

Se detallan a continuación los valores de cierre de los precios de los principales activos de referencia:

OTROS ACTIVOS FINANCIEROS				
ACTIVO	CLASE	CIERRE	Var. Semanal	Var. Anual
ORO	Onza N. York U	1223,90	↑ 3,40%	↑ 3,66%
PETROLEO	Barriil WTI US\$	59,88	↑ 1,59%	↑ 12,41%
Carne	Novillo Liniers	16,28	↓ -2,22%	↑ 2,08%
Trigo	Ton. Chicago	184,37	↑ 7,73%	↓ -14,92%
Maiz	Ton. Chicago	142,12	↑ 0,91%	↓ -9,07%
Soja	Ton. Chicago	353,85	↓ -1,89%	↓ -5,52%

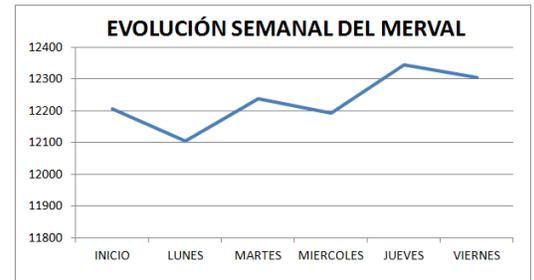


Semana positiva para los activos. Sólo la carne y la soja vieron disminuir sus cotizaciones entre un 1,9 y un 2,2 %. En el terreno positivo se destaca el alza del 7,7 % en el trigo que recupera parte de la pérdida que acumula en lo que va del año. En los primeros cuatro meses se acumulan pérdidas para los tres commodities agrícolas y ganancias para el oro, petróleo y carne.

**Mercado de capitales**

(últimos datos 15:00hs)

PRINCIPALES INDICES BURSATILES / VARIACION SEMANAL					
INDICE	PAIS	CIERRE	VAR. % Sem.	VAR. % Anual	
MERVAL	ARGENTINA	12366,42	↑ 1,24%	↑ 44,15%	
BOVESPA	BRASIL	57039,65	↓ -0,11%	↑ 14,06%	
MEXBOL	MEXICO	45223,89	↑ 0,50%	↑ 4,82%	
IPSA	CHILE	4106,52	↑ 0,02%	↑ 6,64%	
DOW JONES	EEUU	18239,55	↑ 0,28%	↑ 2,34%	
NIKKEI	JAPON	19732,92	↑ 1,83%	↑ 13,08%	
FTSE 100	INGLATERRA	6961,80	↓ -1,23%	↑ 6,03%	
CAC 40	FRANCIA	4993,80	↓ -1,88%	↑ 16,88%	
MADRID G.	ESPAÑA	1147,26	↓ -0,96%	↑ 10,05%	
SHANGAI	CHINA	4308,69	↑ 2,44%	↑ 33,23%	

**Índice Merval, día a día:**

**Riesgo País:**

RIESGO PAIS EN PUNTO BASICOS				
RIESGO PAIS	CIERRE	Var. % Sem.	Var. % Anual	
EMBI +	369	↓ -0,54%	↓ -3,91%	
ARGENTINA	615	↑ 2,33%	↓ -14,46%	
BRASIL	282	↑ 0,36%	↑ 7,63%	
MEXICO	180	↓ -2,70%	↓ -2,17%	
URUGUAY	195	↓ -3,94%	↓ -5,80%	

Una semana positiva para las bolsas de todo el mundo con las excepciones de Brasil, perjudicado por varios datos negativos de la economía que se dieron a conocer en la semana, Inglaterra, Francia y España. La bolsa de Chile, si bien cerró en terreno positivo no lo hizo en la magnitud que se esperaba luego de la renovación del gabinete. Las ganancias más significativas fueron para las bolsas asiáticas (Japón y China).

LAS 11 DEL MERVAL							
ACCION	PRECIO	Var. Sem.	Var. Anual	ACCION	PRECIO	Var. Sem.	Var. Anual
Aluar	10,65	↑ 0,47%	↑ 26,04%	Grupo Galicia	26,40	↑ 3,12%	↑ 42,70%
Petrobras Brasil	60,00	↑ 2,92%	↑ 36,05%	Pampa Holding	7,89	↓ -0,13%	↑ 78,91%
Bco. Macro	64,50	↓ -1,15%	↑ 30,30%	Tenaris SA	187,00	↑ 2,38%	↑ 2,75%
Comercial	3,52	↑ 1,15%	↑ 91,30%	YPF	359,75	↓ -1,17%	↑ 14,21%
Edenor	9,56	↑ 6,34%	↑ 75,41%				
Siderar	7,20	↓ -2,17%	↑ 19,40%				
Bco. Frances	74,70	↑ 0,27%	↑ 40,41%				

Luego de una semana positiva en que Argentina quedó a un paso de quebrar la barrera de los 600 puntos, volvió a sufrir un aumento del riesgo del 2,33 %. En terreno positivo quedaron México y Uruguay con 180 y 195 puntos cada uno. De todos modos en lo que va del año el mejor desempeño es para Argentina con una reducción del 14,5 %.

El panel líder del Merval dejó atrás dos semanas negativas y registró ganancias contundentes para casos como Edenor (6,34 %) y Grupo Galicia (3,12 %). En terreno negativo y con pérdidas de entre el 0,13 y 2,17 % quedaron las acciones del Banco Macro, Siderar, Pampa Holding e YPF.

TITULOS DE DEUDA (Precios del MAE)					
EN PESOS			EN DOLARES		
TITULO	VALOR	Var. Sem.	TITULO	VALOR	Var. Sem.
BOCON PRO 15	270	↓ -1,46%	BONAR X 2017	\$ 97,38	↑ 0,65%
BODEN 2015	99,25	→ 0,00%	CUPON PBI Loc.	\$ 105,25	↓ -6,03%
CUPON PBI	7,2	↑ 1,41%	CUPON PBI Extr.	\$ 108,50	↓ -3,98%
BONAR 24 Ext.	98,38	↓ -1,72%			

Cierra una semana con resultados negativos para los rendimientos de la mayoría de los títulos públicos aquí analizados. Sólo el cupón PBI en pesos (1,41 %) y el BONAR X 2017 (0,65 %) cerraron al alza. Por su parte el Bodén 2015 no registró variación. Con una caída del 6 %, el Cupón PBI en dólares con ley local fue el título más perjudicado de la semana.

**Lo mejor y lo peor de la semana:**

Edenor	• 6,34%
Grupo Galicia	• 3,12%
Boden 15	• 0%
Siderar	• -2,17%
Cupón PBI extr.	• -3,98%