

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.

CONTACTO

Invecq Consulting SA
info@invecq.com

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

Resumen y ranking de noticias

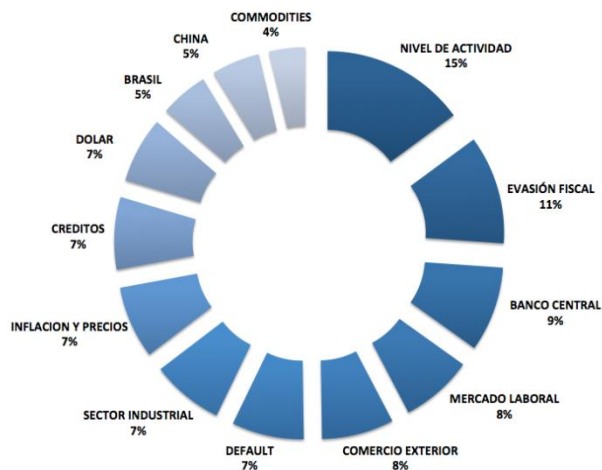
El gobierno abrió esta corta semana con un plan considerablemente agresivo de recompra o canje del BODEN 2015. El plan contempla el pago en efectivo a los tenedores del bono, a 97 dólares por cada 100, así como el canje por BONAR 2024, a 99,7 dólares por cada 100, más un pago de cupón en efectivo. Desde el Ministerio de Economía se busca así no solo aliviar los mayores vencimientos del año entrante, sino también dar una señal a los mercados internacionales en cuanto a la capacidad y voluntad de pago del país. Si el plan es exitoso, como se conocerá el día de hoy a última hora, se podría negociar frente a los holdouts en una posición más ventajosa, o incluso evadir un arreglo, contando con las divisas que dejarían los próximos pagos del swap con China y otros arreglos internacionales.

A pesar de estas noticias, la semana estuvo teñida de rojo para los mercados bursátiles, hundidos de la mano del precio del petróleo, que perforó los 60 dólares el barril. En Brasil, el Bovespa cae por debajo de los 50.000 puntos, mientras en la plaza nacional el Merval toca los 8.500 puntos.

Un precio tan bajo le "ahorra" al gobierno 2.000 millones de dólares del pago por importaciones energéticas. Esto entre otras cosas, permite reducir las necesidades de dólares y aplacar las expectativas de devaluación. El Central logra así controlar al dólar informal por debajo de los \$ 13, aunque el costo de mantener la divisa oficial fija, con un nivel moderado-alto de inflación, no es menor en términos de atraso cambiario. El BCRA ha podido, gracias a esta calma en el mercado cambiario, salir a comprar divisas, incrementando las reservas hasta más de 30.000 millones de dólares.

En la semana también se dieron a conocer datos de la EPH para el tercer trimestre, que dan cuenta de la desaceleración de la creación de empleo, con un aumento de la desocupación al 7,5% y de la subocupación al 9,2%.

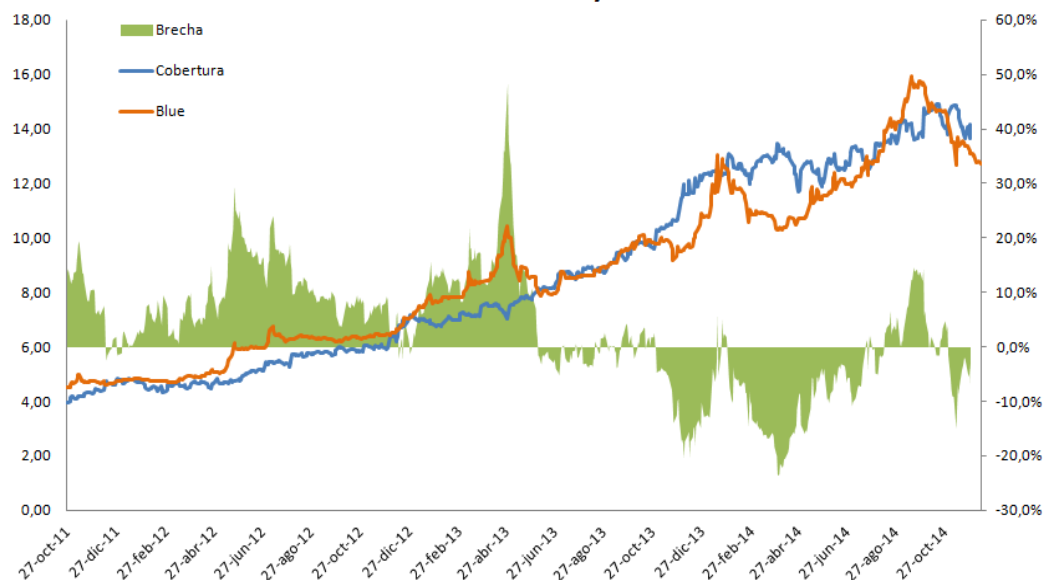
En el escenario internacional, el real brasileño se deprecia hasta los 2,65 reales por dólar. Es su nivel más bajo desde 2005, y presiona sobre el peso argentino que desde la devaluación de enero solo se movió un 7%, mientras la moneda del país vecino avanzó 17%, el peso mexicano un 12%, y el peso chileno un 11%. China, mientras tanto, ve su nivel de actividad reducido, así como los volúmenes operados en comercio internacional, con importaciones 6,7 % menores a un año atrás.



Una relación persistente

Si bien existe un consenso casi absoluto en que la relación entre los pesos en circulación y las reservas del BCRA es un indicador técnico que no dice nada fuera de un sistema de convertibilidad, la diferencia radica entre quienes de todos modos lo consideran importante para analizar el comportamiento real del mercado y entre quienes niegan, o al menos lo hacían hasta hace poco, cualquier tipo de consecuencia fáctica de la evolución del ratio de cobertura. **La clave está en la demanda de dinero: en un contexto de desconfianza en la moneda, es decir de caída de la demanda, debido a inconsistencias macroeconómicas, expectativas de devaluación, debilidad institucional, excesivas regulaciones u otros factores, los datos de la realidad parecen indicar que los agentes económicos razonan y se comportan siguiendo atentamente este indicador, o en otras palabras, como si estuvieran efectivamente en un sistema cambiario de convertibilidad.** En el gráfico se puede apreciar de qué manera se ha dado la relación entre el dólar cobertura (el que resulta de la división de la base monetaria sobre las reservas internacionales que tiene en stock el Banco central) y el dólar informal desde la imposición del cepo. A grandes rasgos se pueden identificar tres períodos. El primero y más largo comienza a fines de octubre de 2011 cuando se decide intervenir y restringir el mercado cambiario y llega hasta mediados del año 2013. En este primer período el dólar blue se mantuvo casi ininterrumpidamente por encima del dólar cobertura; si se calcula la “brecha” promedio se obtiene que en general el dólar paralelo se ubicó un 10 % por encima del ratio de cobertura (con picos del 40 y 50 %). El segundo período, el más corto, se da entre los meses de junio y noviembre de 2013 y está caracterizado por una coincidencia casi perfecta entre ambas cotizaciones (aquí la brecha promedio fue de tan sólo -0,5 %) alternando momentos de cotización levemente inferior y otros momentos de cotización levemente superior. Por último, **el tercer período comienza en noviembre del año pasado y llega hasta el presente con un dólar paralelo casi constantemente por debajo del ratio de cobertura, con una excepción considerable durante el mes de septiembre donde el dólar paralelo casi llega a los \$ 16 mostrando una sobrecotización importante con respecto al ratio de cobertura.** Aun considerando este segmento de tiempo, en promedio, el dólar paralelo se ubicó un 6 % por debajo del coeficiente técnico (con picos de - 25 %). Analizando todo el período en conjunto, desde el cambio de régimen cambiario luego de las elecciones presidenciales de 2011, los datos muestran una correlación muy fuerte entre ambos valores y, en promedio, el dólar paralelo se ubicó un 3 % por encima del “dólar convertibilidad”.

Relación dólar informal y cobertura



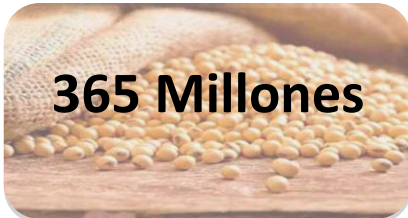
Fuente: Invecoq en base a BCRA y Ambito Financiero

Aunque no se admita públicamente todo parece indicar que el equipo económico ha aceptado finalmente la influencia de esta variable sobre las expectativas y el comportamiento de los agentes económicos fundamentalmente en el mercado de divisas paralelo. Desde comienzos de año la conducción del Banco Central se ha concentrado en reducir la tasa de crecimiento de la base monetaria y desde la llegada de Vanoli, a este objetivo se ha sumado la recuperación del nivel de reservas. Esto se observa claramente en la evolución de la serie del dólar cobertura, que comienza a crecer a un menor ritmo hasta fines de agosto y a descender a partir de allí. **La reducción del crecimiento de la base monetaria demanda un esfuerzo muy grande por parte de las autoridades del BCRA que deben esterilizar la mayor parte de la emisión necesaria para financiar el déficit fiscal.** Por su parte, la acumulación de reservas internacionales responde básicamente a la activación de parte del swap con China (en el día de ayer se activaron en yuanes el equivalente a US\$ 1.000 millones más), acuerdos con las cerealeras para adelantar exportaciones y una nueva emisión de Bonar 2024 por 3.000 millones de dólares. **Con estas nuevas herramientas ya se ha**

logrado volver a un stock de U\$S 30.000 millones de dólares y, de esta manera, recuperar toda la pérdida sufrida en el año.

Si bien la mayor parte de la caída en el precio del dólar blue parecería ser consecuencia de un endurecimiento de los controles y las sanciones en la city, **los actuales niveles por debajo de los \$ 13 son consecuentes con la caída del ratio de cobertura. De esta manera, la relación entre ambas variables continúa mostrándose vigente aunque no se esté bajo un sistema de convertibilidad como en los años '90.**

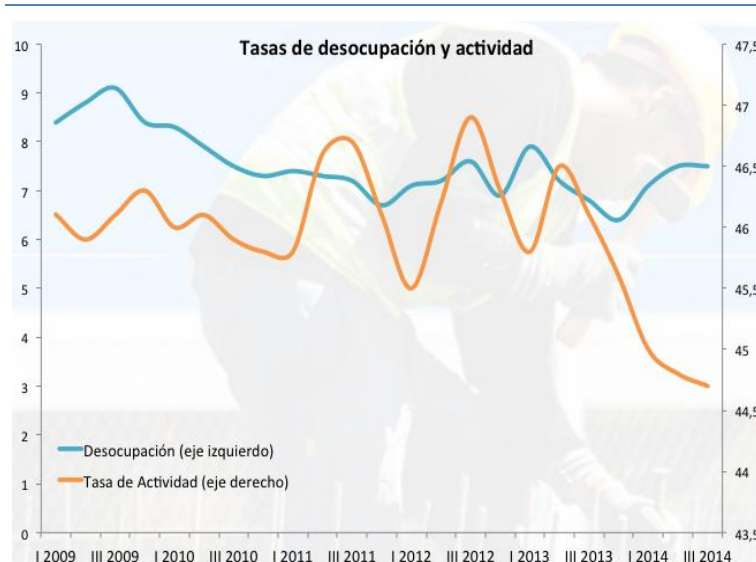
El Número



Es la liquidación de divisas realizada por los exportadores de oleaginosas y cereales para la semana del 1 al 5 de diciembre, según datos recopilados por la Cámara de la Industria Aceitera y su Centro de Exportadores de Cereales. Representa **45 % más que la misma semana del año pasado**, y continúa la tendencia de las últimas semanas a liquidar montos mucho mayores que en 2013. La liquidación de las exportaciones, sin embargo, suele tener un comportamiento volátil durante el año. Vienen, por caso, de realizar liquidaciones considerablemente menores durante agosto

y septiembre. **Tanto la presión del gobierno contra el acopio de granos, a través de la Ley de Abastecimiento, como subsiguientes negociaciones más amistosas, lograron finalmente despertar la actividad.** Con todo esto, los dólares que entraron a la economía por este sector desde principios de año alcanzan los 22.718 millones, 500 millones más que lo que se había acumulado en el mismo periodo del 2013. Así, **este año podría cerrar superando levemente la liquidación total del año pasado, pero estaría aun lejos de alcanzar los 25 mil millones de dólares record del 2011.** Distintos factores se conjugan para explicar el comportamiento exportador, impulsado en parte por la devaluación de enero y por la producción record de soja (53 millones de toneladas), pero desincentivado por la brecha cambiaria, las expectativas de devaluación, y la caída en el precio de las commodities.

El Gráfico que habla



El gráfico muestra las tasas de actividad y desocupación según las últimas estadísticas del INDEC, correspondientes al tercer trimestre. **Según la Encuesta Permanente de Hogares, el total de población ocupada que tiene ingresos, al segundo trimestre del año alcanza los 10.679.000 de personas.** Los hogares que obtienen algún tipo de ingreso, por otro lado, serían 8.148.000. La tasa de desempleo (la población desempleada que busca trabajar más, como proporción de la población económicamente activa) fue del 7,5 %, señalando que 1,4 millones de personas habrían buscado trabajo en el tercer trimestre, sin encontrarlo. La tasa de actividad (la población económicamente activa como proporción de la población total), por otro lado disminuyó hasta 44,7. La dinámica del empleo se explica por la desaceleración que sufrió la

economía durante todo el año, particularmente en sectores que son demandantes intensivos de empleo, como la construcción y algunas industrias, como la automotriz. También es interesante ver la dinámica conjunta de los dos indicadores en el gráfico. Que la tasa de actividad disminuya significa que menos población del total está en condiciones de trabajar, esto resultaría en un aumento de la tasa de desocupación. Esto es efectivamente lo que pasa entre el 2013 y 2014, pero lo interesante es la volatilidad con la que se mueve la tasa de actividad, que disminuyó desde 46 a 44 en solo un año. Es factible que este fenómeno refleje el "efecto desaliento", de aquellas personas que no encontrando trabajo, se retiran de la población activa.

Síntesis económica

MARTES

COMMODITIES

El raid bajista de los precios de commodities continúa con el petróleo hundiéndose hasta los 60 dólares el barril WTI, con una reducción de cerca del 40% en un año. La soja mientras tanto, continúa girando en torno a los 380 dólares en Chicago, muy por debajo de los 550 dólares que cotizó a mediados de año.

INDUSTRIA AUTOMOTRIZ

Según ACARA en noviembre se vendieron 38.573 automóviles, representando una caída del 27% a octubre, y de 37% comparado a noviembre del 2013. A su vez, ADEGA informó que la producción también disminuyó contra el año previo, en un 12,3% en noviembre.

MIERCOLES

LIQUIDACION DE DIVISAS

Según la Cámara de la Industria Aceitera, la liquidación de divisas de las firmas agroexportadoras fue de 365 millones de dólares en la última semana. Desde comienzos de año se liquidaron 22.700 millones, muy cerca de los 23.200 millones que recibió la economía en todo el 2013.

CHINA

Las importaciones del país asiático descendieron 6,7 % interanual. Las exportaciones, por su parte, crecieron solo 4,7 %, lejos de septiembre (15,3 %) y octubre (11,6 %). La desaceleración del comercio se relaciona con un crecimiento más moderado, del orden del 7 %.

JUEVES

MERCADO DE CAPITALES

El mercado de valores acumula varias ruedas negativas que han hecho descender al Merval por debajo de los 8.500 puntos, lejos de los 12.000 que llegó a tocar en septiembre. El desempeño de las petroleras es fundamentalmente el que ha arrastrado a la baja al mercado, producto de la caída en el precio del crudo.

INFLACIÓN

Se dio a conocer el Índice de Precios del Congreso Nacional, promedio del medido por varias consultoras privadas. Alcanza una suba en noviembre con respecto a octubre del 1,89%. Las mediciones privadas de la inflación acumuladas en los últimos doce meses varían entre poco más de 40 %, y 34 %. Las cifras del INDEC la ubican más cerca del 24 %.

VIERNES

MERCADO LABORAL

Según los nuevos datos de la EPH del INDEC, la tasa de informalidad es del 33,6%, bajando un punto con respecto al año pasado. 4 millones de trabajadores de los poco más de 12 millones totales se encuentran así trabajando sin aportes a la seguridad social.

RESERVAS INTERNACIONALES

La activación del tercer tramo del swap con el Banco Popular de China incrementa las reservas a más de 30.000 millones de dólares, cerca del nivel en que cerraron el 2013. Sumado a esto, hay expectativas de sumar aun más, con la licitación de la red 4G de comunicaciones y con la nueva emisión de BONAR 2024.

FINANZAS PÚBLICAS

Una nueva ampliación del gasto, por 69 millones de pesos, tuvo lugar por disposición de la Jefatura de Gabinete.

Mercado de cambios

(últimos datos 15:00hs)

| PRINCIPALES MONEDAS DE REFERENCIA | | | | |
|-----------------------------------|--------|--------------|------------|--|
| RESPECTO AL DÓLAR | Cierre | Var. Semanal | Var. Anual | |
| Euro (Union Europea) | 0,80 | ↓ -1,37% | ↑ 10,41% | |
| Real (Brasil) | 2,66 | ↑ 2,53% | ↑ 12,63% | |
| Peso Mexicano | 14,68 | ↑ 2,02% | ↑ 12,46% | |
| Peso Chileno | 619,25 | ↑ 1,11% | ↑ 17,82% | |
| Yen (Japon) | 118,48 | ↓ -2,43% | ↑ 12,45% | |
| Libra (Inglaterra) | 0,64 | ↓ -0,87% | ↑ 5,42% | |
| Franco (Suiza) | 0,96 | ↓ -1,50% | ↑ 7,99% | |

Una semana variada en lo que respecta al movimiento de las monedas del mundo. Mientras que las monedas de América continúan perdiendo terreno frente al dólar, las europeas y la japonesa tuvieron una semana de fortalecimiento. De todos modos en el acumulado anual todas se muestran depreciadas.

| EVOLUCION DEL DOLAR CONTRA EL PESO | | | | |
|------------------------------------|------------|--------------|------------|--|
| TIPO | Pta. Venta | Var. Semanal | Var. Anual | |
| Oficial | \$ 8,5650 | ↑ 0,06% | ↑ 31,26% | |
| Mayorista (Siopel) | \$ 8,5550 | ↑ 0,03% | ↑ 31,15% | |
| Banco Nacion | \$ 8,5510 | ↓ -0,07% | ↑ 31,66% | |
| Dolar Informal | \$ 12,8400 | ↑ 0,47% | ↑ 28,40% | |

Luego de algunas semanas de caída en la cotización paralela, vuelve a cotizar levemente al alza (0,47 %). Por su parte el dólar oficial continúa avanzando y ya acumula un alza superior al 31 % en lo que va del año. La brecha cambiaría se ubica por debajo del 50 %.

El Euro cierra la semana estable a \$10,72 para la punta compradora y \$11,27 para la vendedora

Tasas de interés locales e internacionales y otros activos financieros

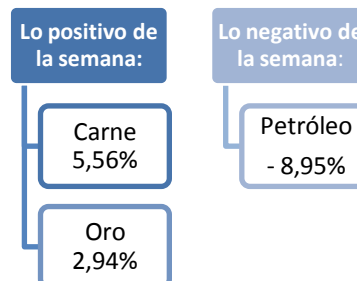
Se detallan los valores promedio de la semana de las principales tasas de interés de la economía locales e internacionales.

En el plano internacional las principales tasas de referencia continuaron en su marcha descendente y cierran sin variaciones o con leves bajas entre las cuales la más significativa es la tasa de EEUU a 10 y 30 años con una caída de 0,07 y 0,13 puntos porcentuales. En el ámbito local las tasas se mantuvieron sin variaciones a excepción de la Call que registró un alza de 4,50 pp y de la Badlar que retrocedió 0,31 pp.

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 | 1226,60 | ↑ 2,94% | ↑ 2,00% |
| PETROLEO | Baril WTI US\$ | 59,95 | ↓ -8,95% | ↓ -39,09% |
| Carne | Novillo Liniers | 15,13 | ↑ 5,56% | ↑ 24,28% |
| Trigo | Ton. Chicago | 224,23 | ↑ 0,21% | ↑ 0,82% |
| Maiz | Ton. Chicago | 153,54 | ↑ 2,23% | ↓ -7,58% |
| Soja | Ton. Chicago | 382,97 | ↑ 0,60% | ↓ -20,59% |

| PRINCIPALES TASAS DE INTERES | | |
|------------------------------|------------------|---------|
| LOCALES | | |
| Caja de Ahorro | % mensual | 0,4000 |
| Plazo Fijo | % 30 dias | 23,3200 |
| Badlar | % \$ Bcos Privac | 19,9375 |
| Lebac | % (+100 d.) ult | 27,6900 |
| Call | % anual a 1 di | 23,5000 |
| INTERNACIONALES | | |
| Libor | % a 180 d. | 0,3384 |
| Prime | % | 3,0000 |
| Federal Fund | % | 0,1500 |
| Bonos | % 30 años | 2,8000 |
| Tasa EEUU | % a 10 años | 2,1600 |



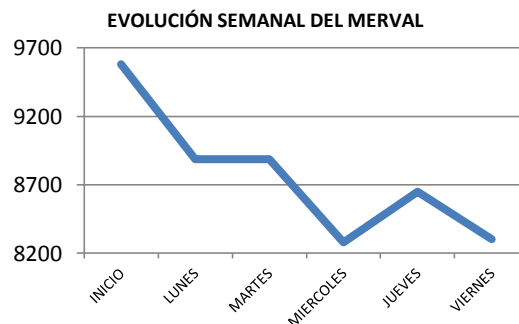
Una semana muy positiva en lo que respecta a las cotizaciones de los activos financieros aquí analizados. La suba del oro beneficia al nivel de reservas del BCRA y es positiva la recuperación parcial de maíz, soja y trigo. La suba más significativa fue nuevamente para la carne (5,56 %) y la única caída fue para el petróleo que ya quebró la barrera de los 60 dólares y pierde un 40 % de su valor en lo que va del año.

Mercado de capitales

(últimos datos 15:00hs)

| PRINCIPALES INDICES BURSATILES / VARIACION SEMANAL | | | | | |
|--|------------|----------|-------------|--------------|--|
| INDICE | PAIS | CIERRE | VAR. % Sem. | VAR. % Anual | |
| MERVAL | ARGENTINA | 8301,04 | ↓ -13,36% | ↑ 53,98% | |
| BOVESPA | BRASIL | 48567,93 | ↓ -6,59% | ↓ -5,71% | |
| MEXBOL | MEXICO | 41714,57 | ↓ -3,51% | ↓ -2,37% | |
| IPSA | CHILE | 3814,46 | ↓ -3,87% | ↑ 3,12% | |
| DOW JONES | EEUU | 17399,35 | ↓ -3,12% | ↑ 4,96% | |
| NIKKEI | JAPON | 17371,58 | ↓ -3,06% | ↑ 6,63% | |
| FTSE 100 | INGLATERRA | 6361,67 | ↓ -5,65% | ↓ -5,74% | |
| CAC 40 | FRANCIA | 4142,46 | ↓ -6,27% | ↓ -3,57% | |
| MADRID G. | ESPAÑA | 1037,52 | ↓ -6,04% | ↑ 2,52% | |
| SHANGAI | CHINA | 2938,17 | ↓ -0,02% | ↑ 38,85% | |

Índice Merval, día a día:



Una semana corta pero intensamente bajista en todos los mercados bursátiles internacionales. El Merval en particular perdió 13%, cayendo muy lejos de los 12.000 que alcanzó en un momento. Las petroleras arrastraron también a Brasil más de 6%, mientras las plazas europeas perdieron similarmente. El derrumbamiento del precio del crudo generó una así una venta masiva de activos en todo el mundo. La menor caída la presentó el índice de Shanghai, con solo -0,02%.

Riesgo País:

| LAS 14 DEL MERVAL | | | | | | | |
|-------------------|--------|-----------|------------|---------------|--------|-----------|------------|
| ACCION | PRECIO | Var. Sem. | Var. Anual | ACCION | PRECIO | Var. Sem. | Var. Anual |
| Aluar | 7,65 | ↓ -8,71% | ↑ 103,46% | Grupo Galicia | 17,25 | ↓ -11,54% | ↑ 84,89% |
| Petrobras Brasil | 41,50 | ↓ -20,95% | ↓ -32,52% | Pampa Holding | 4,80 | ↓ -11,76% | ↑ 153,97% |
| Bco. Macro | 46,45 | ↓ -12,77% | ↑ 123,32% | Pesa | 5,63 | ↓ -15,97% | ↑ 8,27% |
| Comercial | 1,45 | ↓ -15,20% | ↑ 58,47% | Telecom | 46,00 | ↓ -12,21% | ↑ 48,39% |
| Edenor | 6,83 | ↓ -8,93% | ↑ 211,87% | Tenaris SA | 167,00 | ↓ -11,17% | ↓ -13,70% |
| Siderar | 5,60 | ↓ -14,76% | ↑ 83,61% | YPF | 292,00 | ↓ -18,66% | ↓ -0,68% |
| Bco. Frances | 50,75 | ↓ -16,12% | ↑ 149,39% | Transener | 3,44 | ↓ -16,10% | ↑ 199,91% |

| RIESGO PAIS EN PUNTO BASICOS | | | | |
|------------------------------|--------|-------------|--------------|--|
| RIESGO PAIS | CIERRE | Var. % Sem. | Var. % Anual | |
| EMBI + | 394 | ↓ 12,89% | ↓ 17,96% | |
| ARGENTINA | 756 | ↓ 8,31% | ↓ -6,44% | |
| BRASIL | 277 | ↓ 15,90% | ↓ 23,66% | |
| MEXICO | 199 | ↓ 17,06% | ↓ 28,39% | |
| URUGUAY | 224 | ↓ 16,06% | ↓ 15,46% | |

Una semana muy negativa en lo que respecta al riesgo país. Los más perjudicados fueron México y Uruguay. En lo que va del año sólo Argentina registra una reducción en el riesgo (-6,5 %) y México muestra el alza más significativa (28,5 %).

Algunos activos entre los principales del Merval sufrieron pérdidas de hasta 20%, como Petrobras e YPF, el desempeño de estas arrastró a todo el mercado, con las financieras como Banco Frances cayendo 16% y Grupo Galicia casi 12%. También las energéticas cayeron, Transener un 16%, y Edenor un 8,93%. Si bien algunas de las acciones aun presentan variaciones anuales muy positivas, como Aluar, Macro y Pampa, otras han retrocedido al mismo valor que tenían en ese momento, particularmente YPF.

Lo mejor y lo peor de la semana:



| TITULOS DE DEUDA (Precios del MAE) | | | | | |
|------------------------------------|--------|-----------|-----------------|----------|-----------|
| EN PESOS | | | EN DOLARES | | |
| TITULO | VALOR | Var. Sem. | TITULO | VALOR | Var. Sem. |
| BOCON PRO 13 | 246,75 | ↓ -2,70% | BONAR X 2017 | \$ 93,75 | ↓ -1,06% |
| BODEN 2015 | 97,63 | ↓ -0,51% | CUPON PBI Loc. | \$ 83,00 | ↓ -10,75% |
| CUPON PBI | 5,7 | ↓ -9,52% | CUPON PBI Extr. | \$ 91,00 | ↓ -6,76% |
| BONAR 24 Ext. | 95,21 | ↓ -0,61% | | | |

Todos los títulos de deuda acompañaron a la caída del mercado, a pesar de la recompra del BODEN15 y el canje por BONAR24. El cupon PBI sufrió particularmente, con una caída de más del 10%.