

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.

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

Lic. Domecq Esteban O.  
[estebandomecq@invecq.com](mailto:estebandomecq@invecq.com)

Lic. Nigra Alessandro J.  
[alessandronigra@invecq.com](mailto:alessandronigra@invecq.com)

Matías Surt  
[matiassurt@invecq.com](mailto:matiassurt@invecq.com)

### Resumen y Ranking de noticias

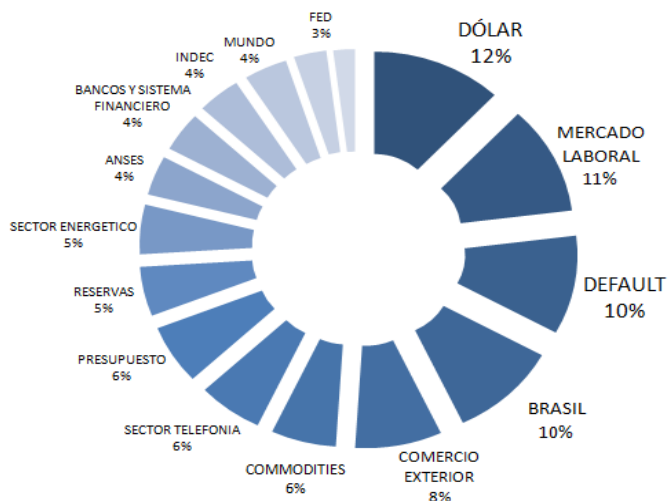
El mercado cambiario sigue operando con mucha cautela y escaso volumen. Los bonos usados para operar el dólar contado con liquidación, que hace un mes cotizaba \$ 15,2 y ahora \$ 13,17, disminuyeron radicalmente el monto operado durante todo octubre: el Boden15, uno de los más usados, operó solo 331 mil dólares, cuando en septiembre había operado 9,5 millones. El dólar marginal por su parte bajó hasta \$ 14,15 mientras que el oficial aprovecha a subir un centavo a \$ 8,52.

El BCRA continúa con su política de esterilización para absorber pesos, pero en el mes solo logró quitar de la economía 2.000 millones de pesos, considerablemente menos que en los meses anteriores, a medida que hacerlo se vuelve más dificultoso debido a los crecientes vencimientos del Central. La posición de Reservas Internacionales mejoró gracias a la activación del Swap con China, por el que 5.000 millones de yuanes, equivalente a u\$s 814 millones, se sumaron al stock.

El viento de cola del precio de los commodities sigue extinguiéndose; aunque la soja recuperó el 30 % del valor que perdió en el año durante octubre, el petróleo perforó el piso de u\$s 80. Las negociaciones entre exportadores y el gobierno para adelantar ventas del 2015 por 1.500 millones de dólares aliviarán el nivel de reservas, pero no afectarán las cotizaciones de la divisa directamente ya que serán integrados como depósitos privados en su mayoría.

En terreno político, fue aprobada en el Congreso la nueva Ley de Hidrocarburos entre críticas de la oposición. Se dio impulso también a una nueva Ley de Telecomunicaciones, y se realizó la subasta para la licitación de las frecuencias 4G de telefonía. En el INDEC, Norberto Itzcovich fue nombrado director en reemplazo de Ana María Edwin, ambos morenistas desde la intervención del instituto.

En el ambiente internacional, la Fed de EEUU comenzó a dar por finalizada su política de estímulos, aunque aún conserva bajas las tasas de interés. El Banco Central Europeo, por su parte, amaga con comenzar su propia QE para estimular la economía del viejo continente. En Brasil, después de su victoria, Dilma Rousseff mostró señales amistosas al mercado, incrementando levemente la tasa de interés.



### Fin del estímulo

Finalmente, y como se esperaba en base a anuncios previos, este miércoles se confirmó la decisión de la Reserva Federal de dar por finalizado el programa de estímulos monetarios “QuantitativeEasing 3”, más conocido como QE3. El QuantitativeEasing fue una herramienta de política monetaria utilizada en tres oportunidades para reactivar la economía depresiva de los Estados Unidos. Lo que se buscó fue aumentar la oferta de dinero cuando los tipos de interés ya estaban en niveles cercanos a cero y por ende no era posible actuar sobre ellos. En septiembre de 2008, en pleno estallido de la crisis subprime, se dio comienzo a la “relajación cuantitativa” sin saber, en un primer momento, que esta política sería retomada en dos oportunidades más estirándose en el tiempo. **El QE se basó principalmente en un programa de compras por parte de la Reserva Federal de un determinado volumen de activos financieros a bancos u otras instituciones financieras privadas y bonos públicos. A la inversa de lo que sucede con la política monetaria tradicional, ésta herramienta tuvo como principal objetivo influir sobre la oferta monetaria (aumentándola) y no sobre los tipos de interés (ya que no se pueden seguir reduciendo).** A diferencia de la primer etapa de intervención monetaria de la Fed, con los programas QE la autoridad no intercambiaba activos de su balance sino que pasó directamente a una estrategia conocida como “expansión de hojas de balance”, comprando títulos del gobierno y los activos tóxicos de las instituciones privadas con la emisión de moneda (aumentando su pasivo): **la Fed se embarcó en una expansión de su balance como nunca antes en la historia y se pasó de 800 mil millones de dólares antes de que colapsara el Lehman Brothers a 4,5 billones de dólares.**

Desde noviembre de 2008 hasta Marzo de 2010, la Fed realizó la primera ronda de inyección de liquidez conocida como QE1, mediante la cual inyectó 600 mil millones de dólares. Finalizada la primera tanda, el S&P500, uno de los principales índices de referencia de USA y que incorpora las cotizaciones de las 500 empresas más importantes que cotizan en la bolsa de Nueva York, sufrió una brusca caída. Entre noviembre de 2010 y Junio de 2011, la Fed llevó a cabo la segunda ronda de inyección de liquidez conocida como QE2, volviendo a inyectar 600 mil millones de dólares y donde al finalizar, el S&P500 volvió a caer. En septiembre de 2012, la Fed inició la tercera ronda de inyección de liquidez conocida como QE3 o también como QE infinita. **A diferencia de las anteriores, el QE3 no tenía una fecha de caducidad y por lo tanto el importe de la inyección era ilimitado. Comenzó siendo una inyección de U\$S 85.000 millones mensuales pero con el paso del tiempo y el inicio del tapering la cifra fue reduciéndose en cada inyección.**

En mayo de 2013, ante los primeros signos de recuperación económica, Bernanke anunció que se comenzaría con el relajamiento en las políticas monetarias expansivas que venían siendo llevadas a cabo desde la implementación del QE3 pero sin dar especificaciones del momento específico en que comenzaría la retirada ni del ritmo. En diciembre 2013 se anunció el primer recorte efectivo donde a partir de enero de 2014, la inyección mensual se reduciría en U\$S 10.000 millones, hasta los U\$S 75.000 millones por mes. En la reunión de Enero de este año, la última presidida por Ben Bernanke, se decidió profundizar el camino del tapering y se anunció un segundo recorte: de ahí en más la inyección de dólares sería de U\$S 65.000 millones por mes.

**Con la llegada a la Fed de Janet Yellen se decidió profundizar el tapering recortando en 4 oportunidades más la inyección hasta la finalización total, este miércoles.** Las metas para avanzar en la finalización del QE3 y comenzar con el proceso de reajuste de tasas eran 6,5 % de desempleo y entre 2 y 2,5 % de inflación. **Con una tasa de desempleo cercana al 6 % se decidió dar por finalizado el QE3 mientras que sobre el aumento de tasas no se dieron especificaciones pero hay indicios de que podría comenzar a mediados de 2015.**

Como habitualmente se dice, “toda crisis es a su vez una oportunidad” y esto es lo que ocurrió durante todo este período con los países en desarrollo. **El exceso de liquidez y las tasas de interés de corto y largo plazo en niveles excepcionalmente bajos sumado a un contexto de saneamiento fiscal y de fuerte y sostenido crecimiento en la mayoría de los países en desarrollo, gracias a un ciclo alcista en sus productos exportados, configuraron el escenario ideal para una avalancha de flujos de capitales hacia estas economías en vías de desarrollo.** Mientras el primer mundo tambaleaba y recurría a todo el arsenal de políticas expansivas (tanto monetarias como fiscales) para atenuar los efectos devastadores de la crisis y poder salir de ella cuánto antes, **las economías emergentes crecían a tasas récord, acumulaban reservas y asistían a una mejora en los ingresos de toda la sociedad, algo totalmente sin precedentes.**

*Pero justamente el desafío de estos países era el de no dejarse cegar por el éxito temporario y aprovechar una oportunidad única para encarar reformas estructurales que en otro contexto no eran posible. Esto sería lo que diferenciaría luego a este conglomerado de países. Cuando la liquidez comience a ser menor, las tasas vuelvan a sus niveles de pre-crisis y los flujos quieran volver a mercados más seguros, se notaría la diferencia entre quienes aprovecharon la oportunidad y quienes sólo “asistieron a una fiesta de liquidez” por algunos años. Y ese momento llegó. Desde el anuncio de Bernanke en mayo de 2013 sobre el comienzo de la reducción de la inyección de dólares, aunque recién comenzara a hacerse efectivo en enero de este año (tras el anuncio de diciembre último), los mercados emergentes comenzaron a sufrir las consecuencias. Por un lado los países que más se vieron beneficiados en estos años por los flujos de inversión extranjera directa son los que más van a sufrir las consecuencias, pero si fueron inteligentes y estratégicos y supieron aprovechar la oportunidad también serán los que contarán con más herramientas para hacer frente a la transición.*

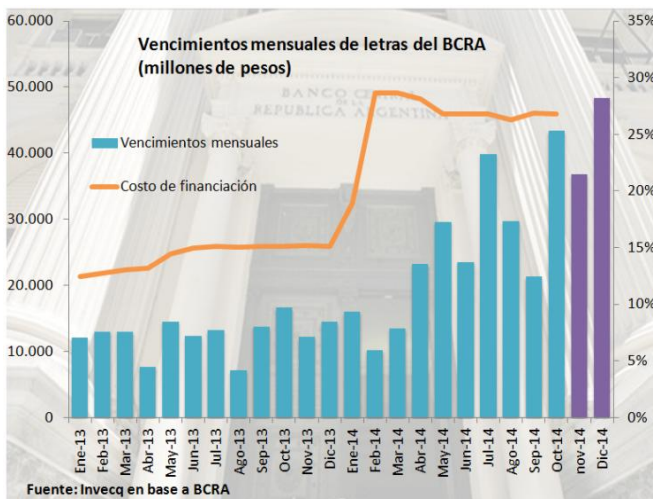
**El Número**



**12% es la caída a la que llega el salario real para empleados que están sujetos al impuesto a las ganancias,** según un estudio del Instituto Argentino de Análisis Fiscal. Solo teniendo en consideración una inflación que se acerca al 40% según mediciones privadas, el aumento de salarios nominales negociado en las ultimas paritarias, en promedio 29%, deja algo así como entre un 6 y un 9 por ciento de pérdida del poder de compra. **Ahora, considerando que el gobierno ha tenido una política estricta en cuanto a no mover las alícuotas**

**mínimas del impuesto en cuestión, dicha reducción puede alcanzar entre 8 y 13 por ciento, comprendiendo un rango de salarios entre 16.000 y 25.000 pesos. Esto se debe a que el impuesto se calcula a partir de alícuotas nominales, y no reales.** Más allá de los individuos alcanzados por el impuesto, las familias de menor adquisitivo son las que en definitiva ven como se erosionan sus ingresos de forma contundente. Según la medición de la Canasta Básica Alimentaria y la Canasta Básica Total, medidas por FIEL, el costo de éstas habría subido aún más que la inflación alcanzando un 45%. Por supuesto que ante la incertidumbre en cuanto a la metodología de medición oficial, surgen clásicas contradicciones. Según los últimos datos del Índice de Salarios del Instituto Nacional de Estadísticas y Censos, el salario nominal en agosto habría aumentado con respecto a diciembre pasado un 26%, frente a una inflación en el mismo periodo del 19% (INDEC).

**El Gráfico que habla**



El gráfico muestra los vencimientos mensuales que debe enfrentar el Banco Central, producto de la subasta de letras que realiza cada semana para esterilizar parte de la emisión monetaria. **Desde comienzos del año la política oficial para acompañar la devaluación y sus efectos inflacionarios fue realizar una contracción monetaria moderada.** Por un lado se subieron más de diez puntos las tasas que se pagan por estos títulos, lo que por supuesto se contagia al resto de las tasas de la economía. El resultado de esta medida se ve claramente no solo en la desaceleración de la inflación, sino en la contracción del crédito también experimentada actualmente. Por otro lado, se inició un agresivo proceso de esterilización, por el que el Banco Central otorga letras de deuda, quitando pesos de la economía.. Sin embargo, la política monetaria enfrenta dos problemas más que significativos: **en una situación de déficit fiscal la esterilización tiene un efecto limitado para reducir la base**

**monetaria ya que aunque el Central logre absorber pesos, debe seguir emitiendo para financiar al Estado; y el otro se refiere a el banco tiene que seguir colocando pesos para pagar los vencimientos de las Lebac que emite para esterilizar.** Así es que bajo esta situación, absorber pesos hoy es simplemente emisión futura a una tasa considerablemente alta cercana al 26% y en donde se espera que en noviembre y diciembre, se emitan casi 100 mil millones de pesos. **Controlar el circulante de la economía a través de este proceso se volverá cada vez más costoso, eventualmente la política monetaria deberá tomar otra dirección si quiere tener efectos significativos y cuidar la solvencia del BCRA.**

---

**Síntesis Económica**

---

LUNES

**EXPECTATIVAS DE DEVALUACION**

Los futuros del dólar cayeron a \$ 8,76 para diciembre, y a \$ 9,39 para el próximo marzo. Las expectativas de devaluación del mercado de acá a fin de año se ubican entonces en un 17 %, confiando en que Alejandro Vanoli deje apreciar el peso.

**ADRs**

*Los mercados internacionales cuentan con que el conflicto con los holdouts se encamine hacia una negociación en enero y las acciones argentinas en Wall St. repuntan ya hasta un 25 % en dos semanas, desde su mínimo a mediados del mes.*

MARTES

**BANCO CENTRAL**

La entidad enfrentó vencimientos de Lebac por 9.978 millones de pesos, y logró absorber \$ 13.617 millones. La contracción monetaria neta es entonces de \$ 1.800 millones, con tasas de entre 26 % y 29 %.

**EXPORTACIONES**

Según las estadísticas oficiales de cada país de la región, Argentina sufrió en los primeros 9 meses del año una caída de las exportaciones mayores a la de sus pares latinoamericanos representado en un 10%. Brasil, Colombia y Perú también disminuyeron sus ventas externas, mientras que Bolivia, Paraguay, Uruguay y Chile lograron aumentarlas.

MIERCOLES

**BRASIL**

*El banco central de Brasil decidió dar muestra de un giro en la política económica después de la reelección de Dilma Rousseff, subiendo la tasa de interés de referencia 25 puntos básicos a 11,25 %. La bolsa de comercio respondió positivamente y el Bovespa subió 2,5 %.*

**COMMODITIES**

La soja viene recuperando terreno en octubre. Los futuros mas cercanos se encuentran cerca de u\$s 370, un 11 % más que a principio de mes, aunque todavía 90 dólares menos que en enero de 2014.

JUEVES

**FED**

*A pesar del crecimiento nulo de Europa y de la desaceleración de China, la Reserva Federal norteamericana anunció que ve suficiente fortaleza en la economía como para abandonar su programa de estímulo a través de la compra de bonos.*

**DEFAULT**

Se cumplen 30 días desde que el gobierno depositó en Nación Fideicomisos 161 millones de dólares en pago de los bonos Par. Con los acreedores sin cobrar aún, el bono entró en default técnico.

VIERNES

**ESTADOS UNIDOS**

La economía norteamericana da buenas señales de crecimiento. En el tercer trimestre el PIB creció 3,5 %, impulsada principalmente por un crecimiento del 16 % en el gasto en defensa.

**EMPLEO**

Según últimos datos del INDEC, el empleo en shoppings de la CABA y el Gran Buenos Aires disminuyó 3 % en julio respecto al mismo mes del año anterior.

**Mercado de cambios**

(últimos datos 15:00 hs)

PRINCIPALES MONEDAS DE REFERENCIA				
RESPECTO AL DÓLAR	Cierre	Var. Semanal	Var. Anual	
Euro (Union Europea)	0,80	↑ 1,11%	↑ 9,76%	
Real (Brasil)	2,46	↓ -0,19%	↑ 4,27%	
Peso Mexicano	13,47	↓ -0,73%	↑ 3,16%	
Peso Chileno	576,02	↓ -1,43%	↑ 9,59%	
Yen (Japon)	112,10	↑ 3,67%	↑ 6,40%	
Libra (Inglaterra)	0,63	↑ 0,62%	↑ 3,61%	
Franco (Suiza)	0,96	↑ 1,10%	↑ 7,82%	

Semana totalmente quebrada por continente se podría decir, en donde la zona euro y el yen japonés devaluaron respecto del dólar, destacándose el casi 4 % de la moneda japonesa, inmersa en esta nueva política impulsada desde el ejecutivo nipón. En contraparte, las monedas latinoamericanas se vieron apreciadas con el peso chileno a la cabeza (-1,43%). Igualmente en el acumulado del año, las monedas aquí analizadas se devaluaron frente a la divisa estadounidense.

**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.

Las tasas internacionales no presentaron variaciones en la semana, a excepción de la Libor a 180 días, que aumentó 0,00495%, y la tasa de bonos norteamericanos a 10 años, que aumentó 4 puntos básicos. En terreno local, la tasa de plazos fijos cayó 0,25% y el Call 4 puntos porcentuales. Las tasas de caja de ahorro y de letras del BCRA no mostraron variación

PRINCIPALES TASAS DE INTERES		
LOCALES		
Caja de Ahorro	% mensual	0,4000
Plazo Fijo	% 30 días	20,2500
Badlar	% \$ Bcos Privac	19,8750
Lebac	% (+100 d.) ult	27,6900
Call	% anual a 1 di.	14,0000
INTERNACIONALES		
Libor	% a 180 d.	0,3287
Prime	%	3,0000
Federal Fund	%	0,1500
Bonos	% 30 años	3,0400
Tasa EEUU	% a 10 años	2,3100

EVOLUCION DEL DOLAR CONTRA EL PESO				
TIPO	Pta. Venta	Var. Semanal	Var. Anual	
Oficial	\$ 8,5150	↑ 0,12%	↑ 30,50%	
Mayorista (Siopel)	\$ 8,5050	↑ 0,12%	↑ 30,38%	
Banco Nacion	\$ 8,4950	↑ 0,04%	↑ 30,79%	
Dolar Informal	\$ 14,2200	↓ -2,94%	↑ 42,20%	

Continuando con los pequeños movimientos devaluatorios la cotización oficial ya cotiza por encima de los \$8,51. Por su parte con un nuevo endurecimiento de los controles en la city el dólar informal retrocedió fuertemente hasta \$14,22 reduciendo llevando la brecha por debajo del 70 %.

El Euro operó sin variaciones respecto de la semana anterior y cierra la semana en \$10,77 para la compra y \$11,29 para la venta.

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	1200,70	↓ -2,52%	↓ -0,16%
PETROLEO	Barriil WTI US\$	81,12	↑ 0,14%	↓ -17,58%
Carne	Novillo Liniers	15,12	↑ 0,25%	↑ 24,15%
Trigo	Ton. Chicago	196,95	↑ 3,53%	↓ -11,44%
Maiz	Ton. Chicago	147,24	↑ 5,95%	↓ -11,38%
Soja	Ton. Chicago	376,36	↑ 4,78%	↓ -21,96%



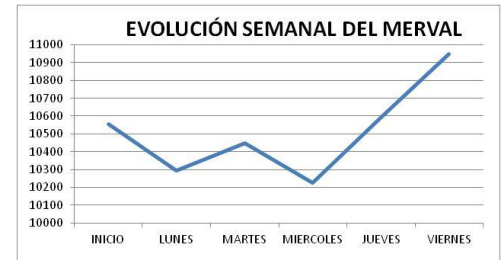
A pesar de acumular pérdidas significativas en el año, los productos de exportación argentinos experimentaron una semana al alza, principalmente el maíz (5,95%) y la soja (4,78%). El petróleo continuó girando en torno a los 80 dólares con variaciones muy leves y cierra la semana perforando la barrera de los USD 80. También el trigo tuvo una suba significativa (3,53%), mientras que la pérdida más importante de la semana la evidenció oro (-2,52%) registrando su valor más bajo en 4 años.

**Mercado de capitales**

(últimos datos 15:00 hs)

PRINCIPALES INDICES BURSATILES / VARIACION SEMANAL					
INDICE	PAIS	CIERRE	VAR. % Sem.	VAR. % Anual	
MERVAL	ARGENTINA	10949,07	↑ 3,72%	↑ 103,10%	
BOVESPA	BRASIL	53906,41	↑ 3,78%	↑ 4,66%	
MEXBOL	MEXICO	45027,22	↑ 3,12%	↑ 5,38%	
IPSA	CHILE	3850,97	↑ 0,74%	↑ 4,10%	
DOW JONES	EEUU	17368,59	↑ 3,35%	↑ 4,78%	
NIKKEI	JAPON	16413,76	↑ 7,34%	↑ 0,75%	
FTSE 100	INGLATERRA	6463,55	↑ 1,17%	↓ -4,23%	
CAC 40	FRANCIA	4233,09	↑ 2,52%	↓ -1,46%	
MADRID G.	ESPAÑA	1062,15	↑ 0,82%	↑ 4,96%	
SHANGAI	CHINA	2420,18	↑ 5,12%	↑ 14,38%	

Índice Merval, día a día:



Riesgo País:

RIESGO PAIS EN PUNTO BASICOS				
RIESGO PAIS	CIERRE	Var. % Sem.	Var. % Anual	
EMBI +	328	↓ -3,81%	↓ -1,80%	
ARGENTINA	713	↓ -4,30%	↓ -11,76%	
BRASIL	233	↓ -4,12%	↑ 4,02%	
MEXICO	168	↑ 1,20%	↑ 8,39%	
URUGUAY	194	↓ -0,51%	0,00%	

Continuando con la tendencia iniciada la semana anterior, la totalidad de los índices aquí analizados operaron al alza y en algunos casos con importantes aumentos. El índice argentino sigue con una importante volatilidad en los movimientos entre semana, pero pareciera perfilarse hacia una nueva corriente ascendente. El Bovespa brasilero tuvo una importante mejora tras las elecciones del pasado fin de semana y del giro promovido por Dilma de incrementar la tasa de referencia. El Dow Jones por su parte, en medio de muy buenos datos de empleo y actividad cierra la semana con una suba de casi el 3,5 %. El destacado de la semana corresponde sin dudas al índice japonés, el cual registró una suba mayor al 7 %, impulsado por el anuncio de una fuerte política monetaria expansiva, el cual terminó empujando a su par chino

LAS 13 DEL MERVAL							
ACCION	PRECIO	Var. Sem.	Var. Anual	ACCION	PRECIO	Var. Sem.	Var. Anual
Aluar	9,16	↑ 1,22%	↑ 143,62%	Grupo Galicia	19,65	↑ 8,56%	↑ 110,61%
Petrobras Brasil	78,40	↓ -9,89%	↑ 27,48%	Pampa Holding	5,86	↑ 5,40%	↑ 210,05%
Bco. Macro	54,50	↑ 9,55%	↑ 162,02%	Pesa	8,65	↑ 6,27%	↑ 66,35%
Comercial	1,87	↑ 4,47%	↑ 104,37%	Telecom	61,50	↑ 8,27%	↑ 98,39%
Edenor	8,00	↑ 4,85%	↑ 265,30%	Tenaris SA	259,50	↑ 0,86%	↑ 34,11%
Siderar	6,76	↓ -0,29%	↑ 121,64%	YPF	449,00	↑ 4,91%	↑ 52,72%
Bco. Frances	57,20	↑ 8,95%	↑ 181,08%	Transener	4,80	↑ 2,13%	↑ 318,48%

Después de las elecciones en Brasil, el riesgo país disminuyó un 4,12 % hasta 233 puntos básicos. En general solo México tuvo un aumento de la prima que debe pagar por deuda, de 1,2 %. El riesgo país argentino por su parte, mejoró 4,3 % cayendo hasta los 713 puntos básicos y acumula en el año una reducción de más del 11 %.

Tras un inicio de semana con ambivalente, el Merval termina la semana con un muy buen rendimiento, lo que le permite volver a superar el 100 % de ganancia acumulada en lo que va de este 2014. Con la gran excepción del papel de Petrobras, el cual sufrió de sobremanera las elecciones presidenciales del país vecino, el resto de las acciones líderes cierran una muy buena semana. Donde son para destacar los aumentos de los papeles bancarios: Macro (9,55 %), Francés (8,95 %) y Galicia (8,56 %). Cabe destacar también el excelente rendimiento del papel de Telecom que con un 8,27 % se acerca al 100 % de ganancias en este 2014.

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	239	↑ 1,06%	BONAR X 2017	\$ 87,93	↑ 1,07%
BODEN 2015	93,5	↓ -2,35%	CUPON PBI Loc.	\$ 95,60	↓ -2,05%
CUPON PBI	6,28	↓ -2,64%	CUPON PBI Extr.	\$ 98,00	↓ -1,11%
BONAR 24 Ext.	92,67	↓ -0,58%			

Fuertes caídas en los títulos atados al PBI valuados en dólares, continuando con la tendencia iniciada la semana pasada. Importantes pérdidas para los bonos de largo plazo: un 3 % para el BONAR 24 y casi un 7 % para el BONAR X 2017, en una semana donde el desconocimiento parece haber sido protagonista.