

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.
Lic. Surt Matías
Bustamante Rodrigo



Dolar
\$ 13,31



Euro
\$ 15,57



Reservas
24.396



Merval
12.040,85

Resumen semanal

Semana corta como consecuencia de la inmediatez de la Navidad pero no por ello con poca información y acontecimientos importantes en el plano económico y financiero.

Siguiendo con la noticia del levantamiento del cepo y la normalización del mercado cambiario, hay algunos economistas que ya están hablando del fuerte proceso de apreciación del peso como consecuencia del regreso de la confianza al levantar las restricciones cambiarias. Bajo esta óptica, el tipo de cambio habría pasado de algo más de 15 pesos a algo menos de 13,50 pesos. Para ello se toma como referencia la cotización del dólar en el mercado paralelo en los días previos a la unificación cambiaria por considerarse que era el único mercado verdaderamente libre, a diferencia del oficial en el cuál cada vez se hacía más difícil adquirir moneda extranjera.

Por el lado de los anuncios relacionado a las políticas de ingresos sobresale el otorgamiento de un bono único de fin de año a todos aquellos beneficiarios de la Asignación Universal por Hijo y los jubilados que cobran la mínima. La transferencia de \$400 se justifica por los “deslizamientos de precios” que se han detectado en las últimas semanas, especialmente en productos que constituyen la canasta básica alimentaria. Con esto, las erogaciones fiscales tendrán un incremento de aproximadamente 3.300 millones de pesos por única vez y se verían beneficiadas unas 8 millones de personas.

Acerca de los reclamos sindicales que apuntan en la misma dirección, el gobierno se ha planteado no intervenir y dejó clara su posición respecto a que cada sindicato deberá negociar con la patronal el otorgamiento de bonos de fin de año. De hecho, algunos sindicatos ya lo están consiguiendo. La dureza por parte del gobierno seguramente tenga como objetivo mostrar fortaleza de cara al sindicalismo para sentarse a negociar en pocas semanas las paritarias del 2016.

Con respecto a la negociación con los holdouts, el Ministro de Finanzas Caputo está en permanente contacto con el mediador Pollack y aparentemente estaría previsto un encuentro directo con los representantes de los ganadores del juicio para la segunda quincena de enero. El objetivo sería comenzar a delinear alguna solución al problema que enfrenta Argentina y que la aleja del mercado internacional de crédito, tan necesario para llevar a cabo un plan de ajuste fiscal gradualista como aparentemente es en lo que se estaría pensando.

En el plano internacional nuevamente las novedades vienen de Brasil y no son alentadoras. El Ministro de Hacienda Joaquim Levy fue reemplazado por su colega Nelson Barbosa, quien no es visto con tan buenos ojos por los hombres de negocios ya que a diferencia de Levy tiene una visión más heterodoxa de la economía. Más allá de las diferencias ideológicas, lo cierto es que el país vecino no se encuentra en un momento propicio para generar mayor desconfianza en el mercado. La crisis política que enfrenta el PT obstaculiza la toma de decisiones parlamentarias para resolver los graves problemas de la economía brasilera, concentrados fundamentalmente en el plano fiscal, inflacionario y de crecimiento. Si bien el nuevo Ministro se comprometió a cumplir con las metas fiscales estipuladas con anterioridad, la confianza es escasa. Si no pudo hacerlo Joaquim Levy, ¿por qué lo lograría un Ministro con un perfil más heterodoxo?

Habló el Central

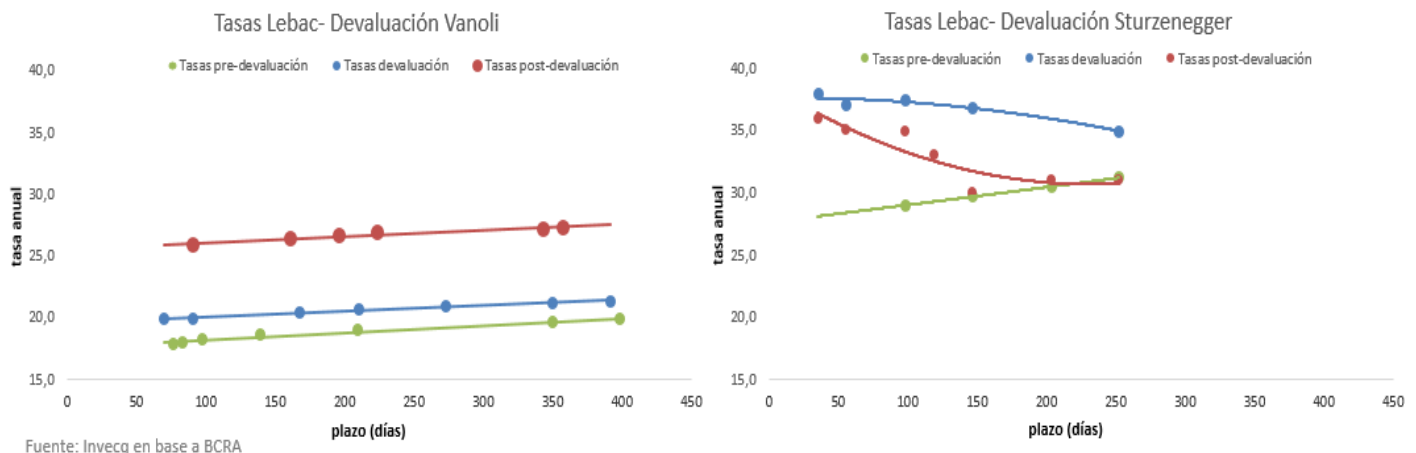
Si se pretendiera hacer una comparación entre la devaluación de enero de 2014 y la de estos días sin dudas serían mayores las diferencias que las similitudes que se podrían enumerar entre ambos fenómenos. En los últimos días del primer mes del año pasado, sin previo anuncio ni explicaciones, el tipo de cambio que venía moviéndose a un ritmo del orden del 2,5% mensual, saltó de los 6,50 pesos por dólar a los 8 pesos en dos ruedas cambiarias convalidando una devaluación del tipo de cambio del 23% mensual.

Por su parte, la depreciación del peso que tuvo lugar la semana pasada como consecuencia del salto discreto en el tipo de cambio fue del orden del 35%, al comienzo superó el 40% pero con un tipo de cambio por debajo de los 13,50 pesos por dólar, la depreciación se ubica aproximadamente en el 35%.

La principal diferencia entre ambos acontecimientos fue que en esta oportunidad el salto cambiario se dio en conjunto con la eliminación casi total de las restricciones en el mercado cambiario (sólo quedaron restringidos los stocks acumulados), dejando actuar libremente a la oferta (aunque comprometida de antemano) y demanda de divisas hasta encontrar el precio de equilibrio. Por el contrario, la devaluación que se dio bajo el comando de Kicillof en el Ministerio de Economía y Vanoli en el BCRA tuvo lugar mientras todas las restricciones a la operación de divisas se mantenían, y sólo después de anunciar que “la nueva tasa de cambio de \$8 era el precio de equilibrio” y que no había que esperar más saltos se llevó a cabo una mínima apertura con la habilitación del “dólar ahorro”. Es decir que en un caso se anunció el fin de las restricciones y el regreso a un libre juego de oferta y demanda y en el otro se continuó con las restricciones a pesar de que teóricamente el precio estaba equilibrado.

Complementariamente a la regulación o desregulación del mercado cambiario también fueron distintas las estrategias por parte de la política monetaria que se implementó. En los gráficos presentados a continuación se puede apreciar claramente las distintas señales que envió el Banco Central a través de la licitación de letras con las que regula la base monetaria y mediante la cual se coordina todo el esquema de tasas de interés del sistema financiero. La política monetaria llevada a cabo por Vanoli en su momento consistió en elevar casi imperceptiblemente las tasas de interés que pagaban las Lebac en la licitación de la semana en que se llevó a cabo la devaluación cambiaria respecto de la inmediatamente anterior. A la semana siguiente, las tasas post-devaluación sufrieron un nuevo y mayor aumento que las colocó entre los 26 y 28 puntos porcentuales al año dependiendo de la duración de las letras. Lo que se estaba indicando claramente era que se temía un mayor deslizamiento del tipo de cambio.

En el segundo gráfico se presenta el esquema de curvas de tasas de interés derivado de las licitaciones de Lebac llevadas a cabo por el BCRA bajo la conducción de Sturzenegger. El fenómeno relevante es el fuerte aumento de las tasas de interés entre la última licitación de Vanoli (línea verde pre-devaluación) y la primera de Sturzenegger (línea azul) que se llevó a cabo en la misma semana en que se liberó el tipo de cambio. Además de haber aumentado el rendimiento de las Lebac hasta en 800 puntos básicos, la forma de la curva cambió de una recta ascendente a una curva convexa, indicando que los mayores ajustes de tasas eran necesarios en el corto plazo por el salto inicial del tipo de cambio pero no en el mediano plazo. El segundo fenómeno y de mayor relevancia es que en la licitación de esta semana (línea roja), es decir, luego del levantamiento del cepo y el aumento de la tasa de cambio, se convalidaron



tasas inferiores a la de la semana pasada. Esto estaría indicando que el tipo de cambio tocó un piso que el BCRA no está dispuesto a convalidar. Es decir que sin necesidad de intervenir directamente comprando divisas en el mercado cambiario el BCRA ha indicado su banda inferior de flotación, en el esquema de flotación administrada que anunció el Ministro Prat Gay en la conferencia de prensa del levantamiento del cepo. Al incrementar fuertemente las tasas en la semana de la devaluación lo que se buscaba era apuntalar la demanda por pesos para evitar un salto repentino y desordenado del tipo de cambio. Al relajar esos incrementos, el BCRA estaría diciéndole al mercado que no sería malo que aumente algo la demanda de divisas y de esta manera, se incremente su precio.

Se levantan los controles cuantitativos y se reducen las tasas luego de haberlas subido fuertemente: dos señales claras que estarían indicando que por primera vez en mucho tiempo el BCRA no tiene miedo a una suba del tipo de cambio.

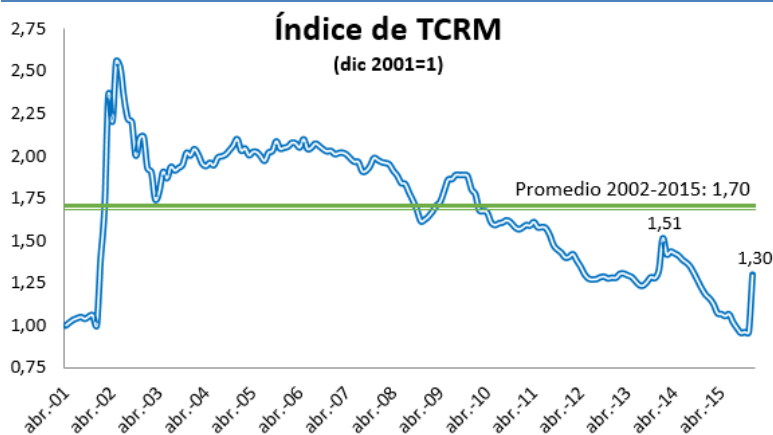
El Número



Era el ritmo de expansión de la base monetaria al momento del traspaso de mando en el BCRA. La creación primaria de dinero, controlada por el BCRA, arrojaba una cantidad de emisión que era un 41,9% mayor al momento que Vanoli dejó la institución a cargo de Federico Sturzenegger que al 11 de diciembre de 2014. En un año, la base monetaria se expandió en 182.231 millones de pesos y alcanzó un stock superior a los

615.000 millones de pesos. Sin ningún tipo de sorpresa, se identifica como el principal factor explicativo de esta dinámica a las necesidades de financiamiento del Sector Público. El creciente déficit fiscal financiado con emisión monetaria (dominancia fiscal) resultó en una expansión de la base superior a los 204.000 millones de pesos que se vio contrarrestada básicamente por la compra de dólares por parte de los agentes privados. Como contracara de la pérdida de reservas del BCRA, la fuga de divisas de las arcas de la entidad financiera tuvo un efecto sino contractivo al menos de moderación de la expansión. Por su parte el Sector Financiero, que en otros momentos cumplió el mismo rol mediante la licitación de Letras, también ayudó a hacer crecer la cantidad de dinero en circulación. El gran desafío de la nueva conducción del Central será romper con la dominancia fiscal, para lo cual se deberá trabajar en conjunto con el Ministerio de Hacienda y Finanzas Públicas en pos de reducir el déficit fiscal y/o conseguir fuentes genuinas de financiamiento.

El gráfico que habla



Fuente: Invecq

Muestra la evolución del índice de tipo de cambio real multilateral para los últimos 15 años, a partir de la salida de la Convertibilidad. Más allá de la dinámica de todos estos años, que se caracteriza por una un período de overshooting, otro de relativa estabilidad con un ITCRM alto en torno a 2, y el último caracterizado por una persistente caída del tipo de cambio real como consecuencia de un proceso inflacionario que no era acompañado por una corrección cambiaria del mismo orden, lo interesante es observar el último salto que se da como consecuencia del fin del cepo y la consecuente unificación cambiaria y

depreciación del peso. Con este hecho, el ITCRM se ubicó en 1,30, es decir que es un tipo de cambio que arroja una competitividad del 30% superior a la que rigió en promedio durante los años de la Convertibilidad. De todos modos queda por debajo de, por ejemplo, el índice que se había alcanzado con la devaluación de Vanoli y Kicillof en enero de 2014 (ITCRM=1,51). Si bien el salto en el tipo de cambio nominal fue superior que en aquel momento, el punto de partida era más bajo (ITCRM=0,96) como consecuencia de la persistencia de una inflación elevada y del fortalecimiento del dólar a nivel global. Si bien que la cotización del dólar esté en torno a los 13 pesos pareciera indicar que la salida del cepo fue más exitosa que lo que se esperaba, lo que queda por resolver es si bajo estas condiciones un dólar a ese valor le devuelve la competitividad perdida que necesita el sector transable para reactivarse.

Mercado de cambios

PRINCIPALES MONEDAS DE REFERENCIA				
RESPECTO AL DÓLAR	Cierre	Var. Semanal	Var. Anual	
Euro (Union Europea)	0,92	↓ -0,45%	↑ 10,87%	
Real (Brasil)	3,94	↓ -0,13%	↑ 48,16%	
Peso Mexicano	17,25	↑ 0,64%	↑ 16,97%	
Peso Chileno	699,40	↓ -0,02%	↑ 15,15%	
Yen (Japon)	120,90	↓ -0,32%	↑ 0,89%	
Libra (Inglaterra)	0,67	↑ 0,37%	↑ 4,78%	
Franco (Suiza)	0,99	↓ -0,21%	↓ -0,33%	

Se observa un incipiente retroceso en el fenómeno de fortalecimiento del dólar a nivel global como consecuencia de la "recuperación de terreno" por parte de la mayoría de las monedas aquí analizadas. Sólo el peso mexicano y la libra se depreciaron en esta semana. Sin embargo, en el acumulado anual se observa una fuerte pérdida de valor de todas las monedas a excepción del franco suizo que permanece casi estable.

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.

La variación más significativa registrada desde el viernes último para las tasas locales es el alza de algo más de 200 puntos básicos de la tasa Badlar, para los grandes depósitos.

En lo internacional, se vio un aumento generalizado de todas las tasas aquí analizadas. El más significativo fue el incremento de la tasa Prime de 0,25 puntos.

PRINCIPALES TASAS DE INTERES		
LOCALES		
Caja de Ahorr	% mensual	0,5000
Plazo Fijo	% 30 días	27,0000
Badlar	% \$ Bcos Priva	29,5625
Lebac	% (+100 d.) ult	29,7536
Call	% anual a 1 di	24,0000
INTERNACIONALES		
Libor	% a 180 d.	0,8195
Prime	%	3,5000
Federal Fund	%	0,4000
Bonos	% 30 años	2,9600
Tasa EEUU	% a 10 años	2,2400

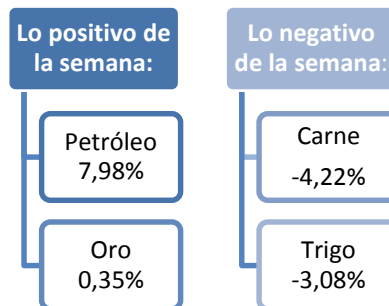
EVOLUCION DEL DOLAR CONTRA EL PESO				
TIPO	Pta. Venta	Var. Semanal	Var. Anual	
Oficial	\$ 13,3100	↓ -2,13%	↑ 55,40%	
Mayorista (Siopel)	\$ 13,0100	↓ -2,11%	↑ 52,07%	
Banco Nacion	\$ 13,0200	↓ -1,74%	↑ 52,26%	
Dolar Informal	\$ 14,1000	↓ -0,70%	↑ 2,17%	

Luego de la liberalización del mercado cambiario y a contramano de muchas proyecciones que hablaban de una inminente disparada del dólar si se lo dejaba interactuar libremente (el BCRA aún no intervino), el tipo de cambio oficial tuvo una apreciación superior al 2% en la semana al ubicarse en los \$13,31. De todos modos, la disminución de las tasas por parte del BCRA puede ser entendida como una señal de que no se quiere convalidar un dólar tan barato.

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	1069,30	↑ 0,35%	↓ -9,44%
PETROLEO	Barril WTI US\$	37,50	↑ 7,98%	↓ -29,60%
Carne	Novillo Liniers	22,14	↓ -4,22%	↑ 38,80%
Trigo	Ton. Chicago	173,34	↓ -3,08%	↓ -20,01%
Maiz	Ton. Chicago	144,19	↓ -2,20%	↓ -7,74%
Soja	Ton. Chicago	325,28	↓ -0,78%	↓ -13,15%

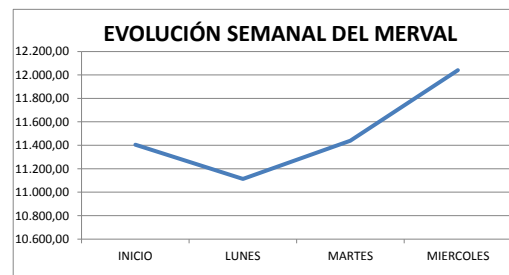
A pocos días de cerrar el año, el único activo que acumula ganancias es la carne. Con un índice de Novillo Liniers que aumenta un 38,8% desde comienzos del año, la ganadería muestra señales de mejora luego de años de decadencia. Por su parte, las mayores pérdidas se las lleva el petróleo (que en la semana registra una ganancia del 8% y logra descontar algo) y el maíz.



Mercado de capitales

PRINCIPALES INDICES BURSATILES / VARIACION SEMANAL					
INDICE	PAIS	CIERRE	VAR. % Sem.	VAR. % Anual	
MERVAL	ARGENTINA	12040,85	↑ 5,58%	↑ 40,35%	
BOVESPA	BRASIL	49338,41	↑ 12,36%	↓ -1,34%	
MEXBOL	MEXICO	43504,23	↑ 1,32%	↑ 0,83%	
IPSA	CHILE	3661,24	↑ 0,96%	↓ -4,93%	
DOW JONES	EEUU	17601,27	↑ 2,76%	↓ -1,24%	
NIKKEI	JAPON	18883,42	↓ -0,54%	↑ 8,21%	
FTSE 100	INGLATERRA	6240,98	↑ 3,12%	↓ -4,95%	
CAC 40	FRANCIA	4674,53	↑ 1,07%	↑ 9,40%	
MADRID G.	ESPAÑA	974,51	↓ -0,72%	↓ -6,52%	
SHANGAI	CHINA	3637,28	↑ 1,61%	↑ 12,47%	

Índice Merval, día a día:



Riesgo País:

RIESGO PAIS EN PUNTOS BASICOS				
RIESGO PAIS	CIERRE	Var. % Sem.	Var. % Anual	
EMBI +	418	↑ 1,70%	↑ 8,85%	
ARGENTINA	475	↓ -2,06%	↓ -33,94%	
BRASIL	521	↓ -0,57%	↑ 98,85%	
MEXICO	235	↓ -1,26%	↑ 27,72%	
URUGUAY	282	↓ -1,74%	↑ 36,23%	

En estos tres días el Merval acumuló una ganancia del 5,6% y sólo las bolsas de Japón y España arrojaron pérdidas. El mayor repunte semanal fue para el Bovespa, con un aumento del 12,36% logró descontar las pérdidas anuales hasta el 1,34%. Si bien el Merval acumula un alza superior al 40%, en dólares sufre una importante pérdida.

LAS 10 DEL MERVAL							
ACCION	PRECIO	Var. Sem.	Var. Anual	ACCION	PRECIO	Var. Sem.	Var. Anual
Aluar	11,85	↑ 3,49%	↑ 40,24%	Grupo Galicia	36,70	↑ 7,00%	↑ 98,38%
Petrobras Brasil	31,55	↑ 4,13%	↓ -28,46%	Pampa Holding	12,30	↑ 4,68%	↑ 178,91%
Bco. Macro	80,70	↑ 5,49%	↑ 63,03%	Tenaris SA	175,00	↑ 9,03%	↓ -3,85%
Comercial	3,49	↑ 8,39%	↑ 89,67%	YPF	231,50	↑ 6,19%	↓ -26,51%
Siderar	8,77	↑ 3,79%	↑ 45,44%				
Bco. Frances	91,90	↑ 1,21%	↑ 72,74%				

El repunte semanal estuvo liderado por el alza del 9% de Tenaris y del 8,4% de Comercial del Plata. Más allá de estos casos sobresalientes, en términos generales todas las acciones líderes mostraron ganancias en la semana.

TITULOS DE DEUDA (Precios del MAE)					
EN PESOS			EN DOLARES		
TITULO	VALOR	Var. Sem.	TITULO	VALOR	Var. Sem.
BOCON PRO 1E	350	↑ 2,94%	BONAR X 2017	\$ 100,50	→ 0,00%
BONAR 24 Ext.	103,75	→ 0,00%	CUPON PBI Loc.	\$ 139,50	↑ 3,33%
CUPON PBI	10,33	↑ 3,30%	CUPON PBI Extr.	\$ 146,50	↑ 7,72%

El Cupón PBI vuelve a sobresalir, en esta oportunidad mediante el alza del 7,7% de la versión en dólares bajo ley extranjera. Mientras tanto el Bonar 24 Ext. y el Bonar X 2017 se mantuvieron sin variación

Lo mejor y lo peor de la semana:

Tenaris SA	• 9,03%
Comercial	• 8,39%
Bonar 24 Ext.	• 0,00%
Bonar X 2017	• 0,00%
	•
	•