

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)

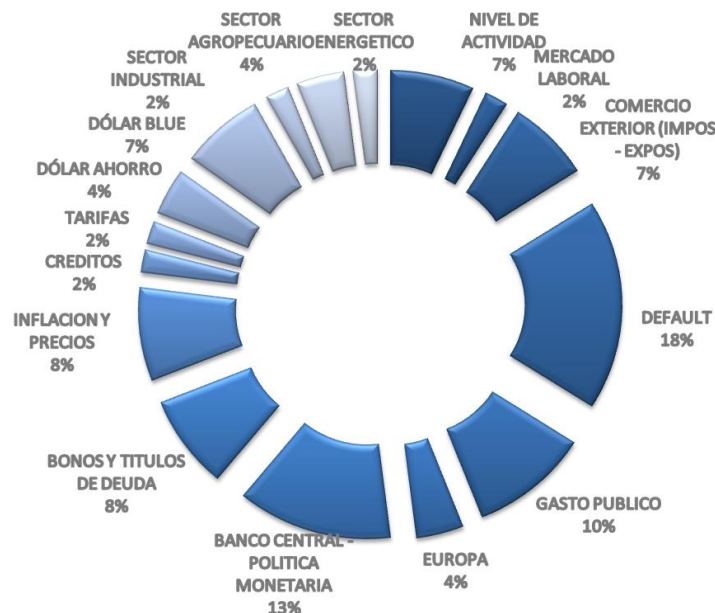
Matías Surt  
[matiassurt@invecq.com](mailto:matiassurt@invecq.com)

### Resumen y Ranking de noticias

La saga de los holdouts y el default argentino tuvo tres nuevo episodios esta semana. El miércoles llegó la noticia de que un Juez de Nevada, Estados Unidos, estaba investigando empresas ubicadas en Estados Unidos y que presuntamente pertenecerían al empresario argentino Iázaró Báez. Bajo el pretexto de que estas sociedades habrían sido instaladas con fondos provenientes de un fraude al Estado argentino, el Juez podría habilitar a los fondos buitres a embargar depósitos por unos 65 millones de dólares. Por otra parte, en esta semana se dieron por terminadas las negociaciones entre los bancos extranjeros y los fondos buitres para comprarles el juicio y sacar al país del default. Con esta última opción ya descartada, quedan sólo unos días para que se defina el pago de los seguros contra default.

En el ámbito puramente local las noticias estuvieron concentradas en el resultado fiscal del mes de junio que ratificó el deterioro de las cuentas públicas con un déficit que casi triplicó al del mismo mes del año pasado y la política monetaria del Banco Central que volvió a relajarse con un recorte adicional del 1 %. El Congreso de la Nación informó un nuevo dato de inflación: 2,47 % para el mes de junio y un acumulado mayor al 39 %. El mercado cambiario estuvo muy movido: el dólar blue tocó un nuevo máximo histórico al superar los \$ 13,20, las compras de dólar ahorro acumularon en los primeros 15 días del mes un stock superior a lo que fue todo el mes de junio y seguramente supere en las próximas semanas a lo demandado en julio que fue el mes de mayor demanda desde que se flexibilizó el cepo cambiario. Todas estas variables afectan negativamente el nivel de actividad de la economía en general y las previsiones del PBI no tienden a mejorar. El mercado laboral continúa sufriendo las consecuencias con un aumento de suspensiones y despidos.

En el plano internacional las noticias más relevantes vinieron desde Europa. El PBI de la zona euro está estancado como consecuencia del poco dinamismo de los principales motores del bloque: Alemania y Francia.

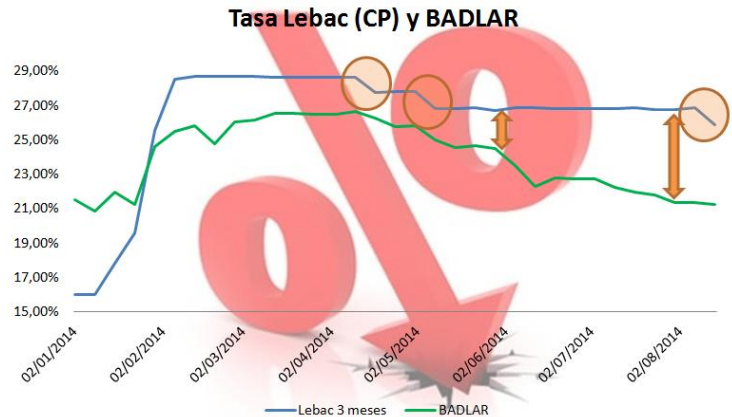


**Sin un rumbo claro**

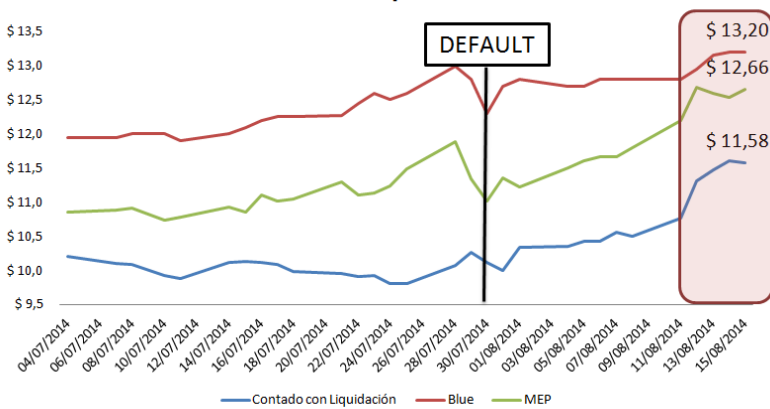
La licitación de Letras y Notas que llevó a cabo el Banco Central esta semana tuvo por sorpresa una nueva reducción en el rendimiento de las mismas. El recorte de 100 puntos básicos afectó a las Lebac a tres y cuatro meses que pasaron de una tasa del 26,8 % y 27 % al 25,86 % y 26 % respectivamente. La medida implica un retroceso más en la política monetaria restrictiva que había impuesto Fábrega a comienzos de año cuando, con el objetivo de detener la corrida cambiaria, llevó la tasa de la Lebac al 28,8 %. Con este nuevo nivel de tasas la entidad central logró esterilizar \$ 450 millones, un monto considerablemente menor que el que estaba absorbiendo en las últimas semanas (entre 2.500 y 4.500 millones de pesos).

Los motivos que llevaron al BCRA a tomar esta medida no están del todo claros pero lo que es innegable es que consiste en una conquista más por parte del Ministro de Economía, Axel Kicillof, en su avance sobre la entidad monetaria. Según el ministro, los bancos estaban haciendo un gran negocio en base al diferencial de tasas existente entre el rendimiento que pagan a sus clientes por los depósitos y el que reciben por parte del BCRA. Desde los primeros días de Abril, luego de que la tasa BADLAR que pagan los bancos por los depósitos mayores a 1 millón de pesos llegó a un máximo de 26,63 %, las entidades financieras comenzaron a hacer recortes y los rendimientos cayeron hasta el 21 %.

Lo mismo ocurrió con los plazos fijos minoristas que para 30 días ya rinden menos del 20 %. De esta manera, en las últimas semanas los bancos captaban depósitos con un costo de entre 21 y 22,5 % y le prestaban al Banco Central a una tasa del 27 %. Con un spread de casi 6 puntos porcentuales los bancos hacían un negocio muy seguro y rentable. Debido a esto Kicillof consideró necesario bajar 100 puntos básicos el rendimiento de las letras del central para quitarle parte de la ganancia a los bancos. Existen dos motivos centrales que llevaron a los banqueros a bajar las tasas y como ambos fenómenos se mantienen y profundizan al día de hoy, no sería raro que en pos de recomponer este spread de 6 puntos porcentuales, se den nuevos recortes en los rendimientos pagados por estas entidades. Por un lado, la fuerte caída en la demanda de crédito y por el otro la decisión del BCRA de establecer tasas máximas para los créditos al consumo, prendarios y tarjetas de crédito. Al haber bajado la demanda de crédito las entidades se encontraron con pesos excedentes sin posibilidad de colocarlos en el mercado, generando así una suba de la liquidez bancaria y la consecuente caída de tasas. El segundo factor era evidente que iba a provocar un recorte de tasa con el objetivo de mantener el spread entre tasas activas y pasivas que permitan mantener el margen de rentabilidad del sistema. Tanto este control sobre lo que cobran los bancos por sus préstamos como la caída en la demanda de crédito aparentan ser fenómenos que vinieron para quedarse por lo que no sería raro que provoquen nuevos recortes de la tasa Badlar: ¿qué sentido



**Evolución tipos de dólar**



Fuente: Invecq en base a Ámbito Financiero

tiene retribuir a los depositantes con tasas mayores si los bancos no tienen a quién prestarle luego ese dinero y toda la liquidez del mercado es volcada semanalmente al Banco Central?

Sin importar cuáles hayan sido las intenciones de la medida, lo cierto es que es una muy mala señal en un momento de gran incertidumbre ocasionada por el default. Y el mercado no tardó en evidenciarlo y responder con subas en los distintos tipos de dólar que pueden operarse. El dólar informal tocó un nuevo récord en el día de ayer, volvió a superar los 13 pesos y cerró a \$ 13,20. Si bien el blue venía avanzando lenta pero sostenidamente en las últimas ruedas, fue el alza del "dólar contado con liquidación" y el "dólar bolsa" las que hicieron

reaccionar a la demanda de este segmento del mercado. El contado con liqui subió 1,58 pesos desde que el país entró en default pero la mayor suba la experimentó en estos últimos cinco días con un alza del 10,3 % (1,08 pesos). Por su parte el dólar bolsa o MEP superó los \$12,60 al acumular un alza de \$ 1,15 en los primeros quince días del mes pero también afirmó su tendencia alcista en esta semana.

El panorama es complicado para los encargados de la política monetaria y cambiaria. El mayor problema sin embargo no depende de ellos sino del Ministerio de Economía. Mientras la política fiscal siga dominando a la monetaria es poco lo que hay por hacer desde el Banco central. El déficit financiero de julio, que aumentó un 280 % con respecto al del mismo mes del 2013, indica que la reversión del proceso está cada vez más lejos.

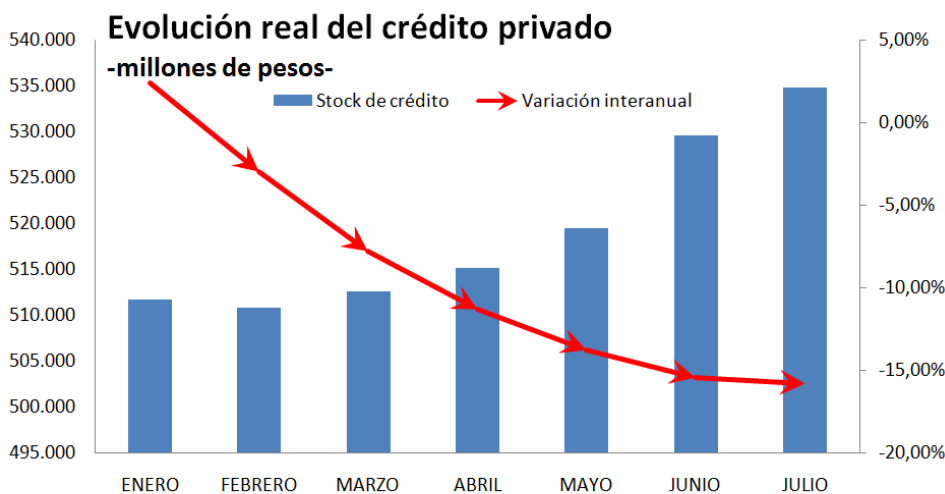
**El Número**



Representa el déficit fiscal del mes de junio. **En el sexto mes del año, las cuentas públicas arrojaron un déficit financiero un 281 % mayor al del mismo mes del año pasado confirmando el agravamiento de la tendencia del desequilibrio fiscal iniciada en los últimos años.** Si bien los ingresos corrientes experimentaron un incremento del 56 %, los gastos lo hicieron por encima del 70 %. Cabe destacar que dentro de los ingresos, la partida que mayor dinamismo muestra es la de rentas de la propiedad, que crece a una tasa interanual del 184 % con las consecuencias inflacionarias que esto conlleva. Dentro

de los gastos, si bien la partida con mayor peso relativo es aquella que registra las prestaciones de la seguridad social (fue el 36,5 % del total del gasto del mes), las que mayor crecimiento sufrieron fueron las de “intereses” y “déficit operativo de empresas públicas” con un incremento del 261 % y 213 % respectivamente. El primer semestre del año cierra con un déficit fiscal acumulado de \$ 37.291,3 millones y un superávit primario (antes del pago de intereses) de apenas \$ 2.200 millones. **En caso de computarse únicamente los ingresos genuinos, este incipiente superávit primario se convertiría rápidamente en un déficit de \$ 50.000 millones y el déficit fiscal rozaría los \$ 90.000 millones.**

**El Gráfico que habla**



Fuente: Invecq en base a BCRA e IPC-Congreso

Muestra la evolución real del crédito destinado al sector privado tanto en moneda nacional como extranjera. Si bien las barras que muestran el stock total de deuda acumulada por el sector privado experimentan un alza sostenida en todos los meses, la realidad es que esto se debe al fenómeno inflacionario y no a un aumento real en las cantidades demandadas de crédito. **Al comparar los datos de los primeros seis meses del año con igual período de 2013 se observan dos fenómenos preocupantes: la desaceleración del crecimiento nominal del crédito y la caída real del mismo (en términos reales la**

**demanda del crédito acumula una caída mayor al 9 %).** Con una inflación que se aceleró desde comienzos de año y que está en torno a los 39 o 40 puntos porcentuales es lógico esperar que el comportamiento real sea negativo. Pero lo más preocupante hoy por hoy es la dinámica nominal del crédito, ya que mientras en enero el crecimiento nominal del stock de crédito era del 33 %, en julio fue de sólo el 24 %. **Es decir que además del efecto inflacionario, lo que hoy está profundizando el mal desempeño de esta variable es la pérdida de dinamismo en la demanda nominal del crédito,** explicada fundamentalmente por el deterioro en el nivel de actividad de la economía. Desde el último trimestre del 2013 el PBI comenzó a caer y no hay señales, por el momento, de que la tendencia pueda revertirse.

## *Síntesis Económica*

### LUNES

#### **CREDITO**

El otorgamiento de préstamos por parte de los bancos al sector privado creció el mes pasado un 22 % interanual. En términos reales significa una caída de aproximadamente el 18 %.

#### **DÓLAR AHORRO**

En los primeros 8 días de agosto se realizaron 177 mil operaciones, lo que equivale a casi el 60 % de las realizadas durante todo el mes de julio.

#### **RUSIA**

Rusia prohibió la importación de materias primas y alimentos provenientes de Estados Unidos y la Unión Europea. Los países sudamericanos, incluido Argentina, son vistos como los reemplazantes perfectos para proveer estas mercancías. El negocio en juego es de U\$S13.000 millones aproximadamente.

### MARTES

#### **BALANZA COMERCIAL**

*El gobierno informó a la ONU que las ventas al exterior el año pasado alcanzaron los U\$S 76.600 millones, 5.000 millones de dólares menos que los informados al finalizar 2013 en el ICA. De esta manera el superávit comercial pasó de los U\$S 8.000 millones a los U\$S 3.000 millones.*

#### **POLITICA MONETARIA**

Luego de varias semanas estables, el BCRA bajó nuevamente la tasa de Lebac a 98 días en 100 puntos básicos y la colocó en 25,8 %.

### MIERCOLES

#### **ESTERILIZACIÓN**

Con el recorte de tasas en las Lebac decidido el lunes pasado, el BCRA sólo logró aspirar \$ 450 millones del mercado en su licitación semanal, lejos de los \$ 2.500 y \$4.000 millones de las semanas pasadas. Se teme por un nuevo avance del blue.

#### **REACTIVACIÓN**

*El Ministerio de economía comenzó a recibir los proyectos para el plan Fondear, destinado a reactivar la economía. A través de este programa el gobierno facilitará \$10.000 millones en créditos a tasas subsidiadas que van desde el 4,5 % al 14 %.*

### JUEVES

#### **DEFAULT**

El fondo buitres Aurelius dio ayer por terminadas las negociaciones con bancos extranjeros para vender el juicio. Según trascendidos, los bancos habrían ofertado comprar el juicio al 50 % de su valor, lo que fue considerado inaceptable por los holdouts.

#### **COMERCIO EXTERIOR**

Según las proyecciones de la Cámara de Exportadores, el superávit comercial en el año llegará a los U\$S 6.300 millones debido a una caída del 9 % en las exportaciones y del 7,7 % en las importaciones.

### VIERNES

#### **CUENTAS PÚBLICAS**

*El gasto primario se expandió en un 56 % en junio respecto del mismo mes del año pasado y, si se imputa el pago de intereses, el gasto total experimenta un alza mayor la 70 %. De esta manera las cuentas públicas siguen deteriorándose: el déficit fiscal casi se triplicó en un año.*

#### **INFLACIÓN**

La inflación de julio informada por el Congreso de la Nación fue del 2,47 %, lo que arroja una inflación anual acumulada del 39,71 %.

#### **EUROZONA**

La economía de la eurozona se estancó en el segundo trimestre del año arrastrada por la mala evolución del PBI de tres de sus principales economías: Alemania (-0,2 %), Francia (0 %) e Italia (-0,2 % y en recesión).

**Mercado de cambios**

(últimos datos 15:00 hs)

PRINCIPALES MONEDAS DE REFERENCIA			
RESPECTO AL DÓLAR	Cierre	Var. Semanal	Var. Anual
Euro (Union Europea)	0,75 ↑	0,12% ↑	2,56% ↑
Real (Brasil)	2,26 ↓	-0,95% ↓	-3,28% ↓
Peso Mexicano	13,07 ↓	-1,38% ↓	1,51% ↑
Peso Chileno	577,79 ↑	0,27% ↑	9,64% ↑
Yen (Japon)	102,37 ↑	0,29% ↓	-3,12% ↓
Libra (Inglaterra)	0,60 ↑	0,54% ↓	-1,26% ↓
Franco (Suiza)	0,90 ↓	-0,29% ↑	1,45% ↑

EVOLUCION DEL DOLAR CONTRA EL PESO			
TIPO	Pta. Venta	Var. Semanal	Var. Anual
LIBRE	\$ 8,2900 →	0,00% ↑	27,05% ↑
Mayorista (Siopel)	\$ 8,2850 ↑	0,12% ↑	26,86% ↑
Banco Nacion	\$ 8,2800 ↑	0,53% ↑	26,81% ↑
Dolar Informal	\$ 13,2000 ↑	3,12% ↑	28,00% ↑

Una semana con movimientos diferenciados en las principales monedas internacionales. Donde se evidencian pequeñas devaluaciones del Euro, la Libra y el Yen japonés, al mismo tiempo que se aprecian el Peso mexicano y el Real brasilero, factor clave en la competitividad del comercio exterior argentino.

Luego de una semana donde la cotización oficial fue la protagonista, esta semana cierra sin variaciones. En cambio, la cotización paralela subió un 3 %, tirando con ella los valores del dólar contado con liquidación. De esta forma, parte del circulante se volcó hacia este mercado informal en busca de rentabilidad, disparando su precio.

El Euro se mantuvo sin variaciones y vuelve a cerrar en \$10,90 para la punta compradora y \$11,35 para la vendedora

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

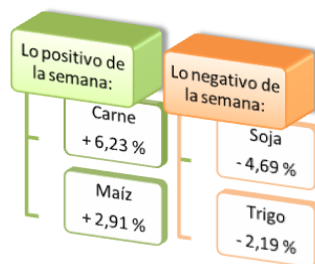
Se detallan los valores promedio de la semana de las principales tasas de interés de la economía locales e internacionales.

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

Las tasas en el plano internacional se mantuvieron prácticamente sin cambios respecto a la semana anterior. En el ámbito local la tasa interbancaria volvió a ser la protagonista y manteniendo la tendencia alcista de hace ya dos semanas, se ubica en los 25 puntos. El resto de las principales tasas se movieron con mínimas variaciones a la baja.

OTROS ACTIVOS FINANCIEROS				
ACTIVO	CLASE	CIERRE	Var. Semanal	Var. Anual
ORO	Onza N. York US\$	1313,80 ↑	0,28% ↑	8,94% ↑
PETROLEO	Barril WTI US\$	95,58 ↓	-2,12% ↓	-0,78% ↓
Carne	Novillo Liniers	16,75 ↑	6,23% ↑	29,54% ↑
Trigo	Ton. Chicago	197,41 ↓	-2,19% ↓	-9,25% ↓
Maiz	Ton. Chicago	142,51 ↑	2,91% ↓	-16,65% ↓
Soja	Ton. Chicago	449,94 ↓	-4,69% ↓	-2,11% ↓

PRINCIPALES TASAS DE INTERES		
LOCALES		
Caja de Ahorro	% mensual	0,3500
Plazo Fijo	% 30 días	21,5000
Badlar	% \$ Bcos Privado:	21,2500
Lebac	% (+100 d.) ult	26,0801
Call	% anual a 1 dia.	25,0000
INTERNACIONALES		
Libor	% a 180 d.	0,3292
Prime	%	3,0000
Federal Fund	%	0,1500
Bonos	% 30 años	3,1900
Tasa EEUU	% a 10 años	2,4000



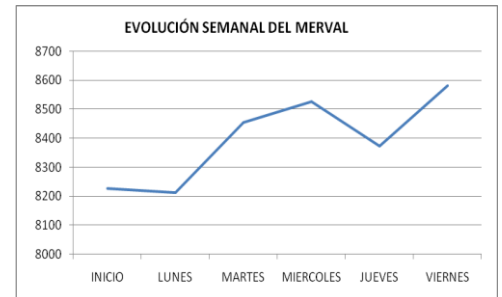
Resultados diferenciados para las cotizaciones de los principales activos. Donde se destacan los descensos del 2 % del petroleo y el trigo, pero sobre todo la caída del 4,69 % en la soja, tras semanas de aumentos. Por otro lado, importante aumento de la carne (6,23 %) tras dos semanas de caídas, además de una leve suba en el oro y un aumento de casi el 3 % en el maíz. En lo que va del año, la carne resgistra un aumento de casi el 30 %, mientras que el maíz un retroceso del 16 % y la soja con una variación negativa del 2 %.

**Mercado de capitales**

(últimos datos 15:00 hs)

PRINCIPALES INDICES BURSATILES / VARIACION SEMANAL					
INDICE	PAIS	CIERRE	VAR. % Sem.	VAR. % Anual	
<b>MERVAL</b>	<b>ARGENTINA</b>	<b>8582,01</b>	<b>↑ 4,30%</b>	<b>↑ 59,19%</b>	
BOVESPA	BRASIL	56537,47	↑ 1,74%	↑ 9,77%	
MEXBOL	MEXICO	44602,27	↑ 1,13%	↑ 4,39%	
IPSA	CHILE	3955,38	↑ 1,56%	↑ 6,93%	
DOW JONES	EEUU	16627,19	↑ 0,44%	↑ 0,30%	
NIKKEI	JAPON	15318,34	↑ 3,65%	↓ -5,97%	
FTSE 100	INGLATERRA	6689,08	↑ 1,85%	↓ -0,89%	
CAC 40	FRANCIA	4174,36	↑ 0,64%	↓ -2,83%	
MADRID G.	ESPAÑA	1043,67	↑ 1,06%	↑ 3,13%	
SHANGAI	CHINA	2215,19	↑ 0,95%	↑ 4,69%	

Índice Merval, día a día:



Riesgo País:

RIESGO PAIS EN PUNTO BASICOS				
RIESGO PAIS	CIERRE	Var. % Sem.	Var. % Anual	
EMBI +	304	↓ -3,80%	↓ -5,39%	
ARGENTINA	774	↑ 10,89%	↓ -13,61%	
BRASIL	221	↓ -5,15%	↑ 4,02%	
MEXICO	149	↓ -4,49%	↑ 0,65%	
URUGUAY	188	↓ -3,59%	↑ 0,52%	

A diferencia de la semana pasada, la totalidad de los principales índices cierran la semana con movimientos al alza. Donde se destacan las subas del 3,65 % del Nikkei japonés tras semanas consecutivas a la baja, y del 4 % del Merval argentino, inmerso en una semana confusa en donde los diferentes tipos de cambio se fueron para arriba. La respuesta de los demás índices, en particular los latinoamericanos, se ajusta a un importante descenso del riesgo país en varios de esos países y a aprovechamiento de oportunidades de precios bajos. En lo que se refiere a EEUU y Europa, la fundamentación se encuentra en la situación en Ucrania y datos de crecimiento de las economías europeas.

LAS 13 DEL MERVAL							
ACCION	PRECIO	Var. Sem.	Var. Anual	ACCION	PRECIO	Var. Sem.	Var. Anual
Aluar	4,25	↑ 3,16%	↑ 13,03%	Grupo Galicia	14,65	↓ -3,62%	↑ 57,02%
Petrobras Brasil	94,50	↑ 13,17%	↑ 53,66%	Pampa Holding	4,30	↓ -1,83%	↑ 127,51%
Bco. Macro	41,00	↑ 5,94%	↑ 97,12%	Pesa	7,14	↑ 5,00%	↑ 37,31%
Comercial	1,05	→ 0,00%	↑ 14,75%	Telecom	46,00	↑ 7,48%	↑ 48,39%
Edenor	7,13	↓ -2,33%	↑ 225,57%	Tenaris SA	250,25	↑ 9,93%	↑ 29,33%
Siderar	3,98	↑ 6,70%	↑ 30,49%	YPF	376,00	↑ 7,43%	↑ 27,89%
Bco. Frances	42,60	↑ 3,15%	↑ 109,34%				

Con excepción del caso argentino, se registraron descensos en las valorizaciones de los índices de riesgo país de la región, de entre el 3 y 5 %. Argentina, como se dijo, operó a la inversa registrando una importante suba de más del 10 %, inspirada principalmente por la situación con los Holdouts y la falta de resolución al respecto.

Con la excepción de los principales papeles energéticos (Edenor y Pampa Holding), las acciones líderes del Merval cierran la semana al alza, algunas de ellas con importantes aumentos. Tal es el caso de Petrobras Brasil, Tenaris, Telecom e YPF, con subas del 13,17%, 9,93%, 7,48% y 7,43%. Las acciones bancarias, con excepción de Grupo Galicia (-3,62%) cierran la semana con un muy buen desempeño registrando subas de entre el 3 y el 6 %. Tras un inicio de semana en valores bajos, el índice reacomposó de la caída del jueves y se posicionó para cerrar la semana con un interesante aumento.

Lo mejor y lo peor de la semana:



TITULOS DE DEUDA (Precios del MAE)					
TITULO	EN PESOS		EN DOLARES		
	VALOR	Var. Sem.	TITULO	VALOR	Var. Sem.
BOCON PRO 13	\$ 239,00	↓ -2,45%	BONAR X 2017	\$ 89,63	↓ -2,58%
BODEN 2015	\$ 94,88	↓ -1,42%	CUPON PBI Loc.	\$ 80,50	↓ -4,11%
CUPON PBI	\$ 7,50	↓ -4,46%	CUPON PBI Extr.	\$ 84,25	↓ -4,04%
BONAR 24 Ext.	\$ 92,00	→ 0,00%			

Mala semana para la casi totalidad de los bonos. Con pérdidas de alrededor del 2 % para los nominados en pesos y por encima del 4 % para el Cupón en dicha moneda. Para aquellos valuados en dólares, la caída fue similar con un 2 % para el BONAR X2017 y un 4 % para los cupones valuados en la moneda estadounidense, tanto Ley local como extranjera.