

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

Lic. Domecq Esteban O.
estebandomecq@invecq.com

Lic. Nigra Alessandro J.
alessandronigra@invecq.com

Matías Surt
matiassurt@invecq.com



Resumen y Ranking de noticias

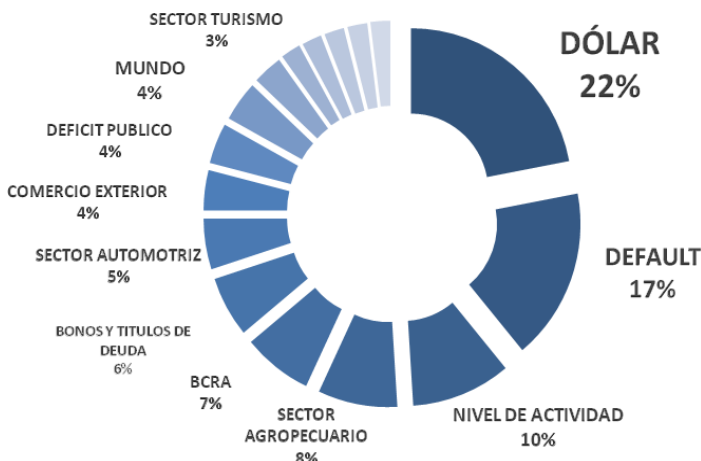
En esta semana, nuevos estudios de FIEL dieron cuenta de una recesión que ya tiene una duración de 15 meses, en la que la producción industrial ha disminuido 5 % en el acumulado de los primeros 8 meses del 2014. La industria automotriz es la principal afectada, con una producción que en agosto fue 24% menor al mismo mes del año anterior. En este marco, desde el jueves y hasta el 10 de enero tiene lugar la segunda edición del plan Pro.Cre.Auto. con las mismas condiciones de financiamiento por el Banco Nación pero con aumentos de hasta 7,5% en el precio de los autos.

También esta semana, la Secretaria de Comercio comienza a recibir los informes de aumento de costos de las empresas, para negociar un tercer aumento en Precios Cuidados, que regiría hasta enero de 2015. Los dos aumentos previos, en abril y julio, fueron de 4% y 4,6% respectivamente. Entre los costos que han visto aumentados las empresas en su generalidad, se contabilizan una devaluación del 20% que se traslada a insumos en el primer trimestre, recomposiciones salariales entre el 30% y 35%, y una suba en los combustibles que en lo que va del 2014 asciende a 40%.

La saga del Default continuó con la visita de la presidente Cristina Kirchner a Nueva York en el marco de la 69ª Asamblea General de las Naciones Unidas, con el objetivo de reforzar la iniciativa de establecer un marco regulatorio internacional a las reestructuraciones de deuda soberana. En conversación con George Soros se reavivaron expectativas de que empresarios compren parte de la deuda en impago. A su vez, Griesa aún no se ha definido sobre el pedido del Citigroup de realizar pagos de bonos de legislación argentina, y abogados de NML Capital han solicitado declarar al país en desacato y multarlo por hasta U\$S 50.000 diarios.

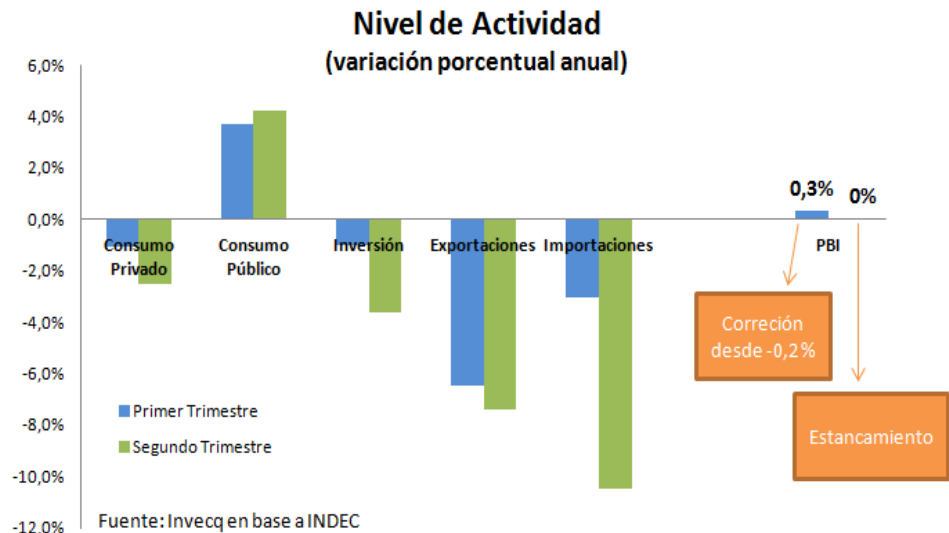
En el sector externo, la menor actividad y el racionamiento de dólares por parte del BCRA, sumado a la menor demanda de Brasil, se reflejan en un derrumbe año a año de importaciones y exportaciones de 20% y 12% respectivamente, en agosto.

En lo monetario, el mercado cambiario continuó volátil. Mientras diarios publicaban que importadores estarían realizando sus compras a través del contado con liquidación a pedido del gobierno, el BCRA ratificaba que no desdoblara el mercado cambiario. La cotización del dólar paralelo tocó un nuevo récord al venderse a \$ 15,95. Este crecimiento fue acompañado por la cotización implícita que experimentó una suba pronunciada hasta los \$ 14,75, a pesar de que la ANSES ofertara \$500 millones en bonos con ánimos de enfriar el precio.



Recesión encubierta

Hace exactamente tres meses el INDEC publicó el informe de avance de la actividad económica y en el mismo mostraba dos caídas trimestrales consecutivas en el PBI, **reconociendo la entrada de la economía en un proceso recesivo**. Con caídas del 0,5 % para el cuarto trimestre de 2013 y del 0,8 % para el primero de este año el instituto oficial parecía convalidar, en parte, las estimaciones privadas que pronosticaban un año con caída del producto. Sin embargo, en esta semana se dio a conocer el mismo informe correspondiente al segundo trimestre de 2014 donde se pudo encontrar una corrección de estas cifras. Según el último informe, la caída trimestral de los primeros tres meses del año con respecto a los últimos tres de 2014 no fue del 0,8 % sino del 0,5 %. **De estos nuevos datos se desprende un resultado interanual para el primer trimestre también corregido: de mostrar una caída interanual para el período Enero-Marzo del 0,2 % se pasó a una expansión del 0,3 %.**



En lo que respecta al nuevo período informado, el instituto reporta una expansión del 0,9 % en la medición desestacionalizada del segundo trimestre del año respecto del período inmediatamente anterior. Es decir que las mediciones oficiales estarían indicando que la economía ya habría logrado salir de la recesión y volver a crecer. De todos modos, en la medición interanual, el segundo trimestre muestra un estancamiento.

A la hora de analizar los componentes del nivel de actividad se pueden identificar claramente dos fenómenos:

- 1) **La caída de todos los componentes que en su mayor parte son responsabilidad del sector privado (consumo, inversión, exportaciones e importaciones) y el crecimiento del consumo público como herramienta típica de política económica anti-cíclica.**
- 2) **El grave deterioro de las variables relacionadas al comercio exterior: exportaciones e importaciones son los componentes que más se contraen.**

¿Cuál es el problema de la implementación de políticas anti-cíclicas en este contexto? Las políticas anti-cíclicas son aquellas tendientes a suavizar el ciclo económico. Con este objetivo es que se recurre a políticas expansivas de la demanda en períodos de caída del producto y a políticas de enfriamiento en el auge. De esta manera, **es como las políticas anti-cíclicas se "autofinancian": ahorrando en los buenos tiempos lo que se gastará en la parte baja del ciclo para revertir la situación**. El problema de esta gestión económica es que ha aplicado políticas fiscales (y monetarias) expansivas en todo momento, perdiendo así no sólo el golpe de efecto sino también la sustentabilidad fiscal. Es por ello que ahora, cuando efectivamente se necesitarían políticas expansivas, el resultado sobre la actividad termina siendo el inverso. Como el exceso de gasto debe financiarse en gran parte con emisión monetaria, debido a la falta de acceso a los mercados de crédito, las políticas expansivas pueden terminar haciendo retraer más al sector privado como consecuencia de la alimentación del proceso inflacionario. De esta manera, **las medidas reactivantes podrían terminar profundizando el estancamiento**.

Por otra parte, el mal desempeño de las exportaciones e importaciones agrava el problema cambiario. Si bien las importaciones caen a mayor velocidad que las exportaciones (como consecuencia del racionamiento de divisas para realizar las compras en el exterior), el saldo comercial no detiene su caída. En el período enero-agosto el saldo del intercambio comercial fue de sólo 5.387 millones de dólares, un 8,5 % menor al del mismo período del año pasado y 57 % más bajo que

en 2009, cuando se logró el máximo en la década. **Pero además de la caída en el saldo comercial, la disminución de las transacciones con el resto del mundo son un indicio de una economía que cada vez se cierra más al mundo.**

Lamentablemente las promesas de transparencia en el INDEC fueron sólo eso y con el transcurrir de los meses el IPC-Nu volvió a desviarse de las mediciones privadas. Todo indica que lo mismo está ocurriendo con las mediciones del nivel de actividad y que la realidad se asemeja más a una retracción anualizada del 2,5% / 3% como indican los índices privados. **Según estos mismos índices y proyecciones, la economía volvería a crecer recién en 2016.** Esperemos que para ese momento no sólo se recupere el nivel de actividad sino la confianza en el Instituto Nacional de Estadísticas y Censos.

El Número



Es la cotización implícita del dólar contado con liquidación. **Surge de una maniobra para hacerse de dólares dentro del mercado legal, a través de la compra de acciones argentinas que cotizan en Nueva York y de bonos dolarizados (pagando en pesos), vendiéndolos luego en algún mercado exterior (en dólares).** Hace exactamente un mes, la cotización rondaba los \$12,7. Este aumento de más del 14 % se enmarca en la escasez de dólares que sufre la economía real, donde los importadores no han podido realizar todos los pagos por sus operaciones, por las que el BCRA adeuda alrededor de U\$S 5.200 millones que de pagarse en efectivo, representarían un 18% de las reservas actuales. **El Central ratificó durante**

la semana que el mercado cambiario es único y las operaciones comerciales deben realizarse a la cotización oficial de \$8,45. Sin embargo, varias empresas estarían buscando conseguir las divisas para cancelar sus operaciones a través del contado con liquidación, lo que habría impulsado la suba registrada. Con todo, el número se ubica cada vez más cerca del precio del billete ilegal, que en la semana tocó un nuevo récord de \$ 15,95 (brecha del 89 %). **En caso de que las operaciones de importación se estuvieran realizando efectivamente a través del mecanismo descripto, esa demanda podría hacer que el contado con liquidez supere al "blue" e incluso empujarlo al alza.** En los hechos, esto sería más perjudicial que una devaluación debido a que se pagarían los costos (pass-through a precios y más inflación) y no se disfrutaría de sus ventajas (el sector exportador debería seguir liquidando a la cotización oficial).

El Gráfico que habla



El grafico muestra los adelantos que el BCRA otorga al Gobierno Nacional para financiarlo donde al 15 de septiembre ascendían a \$ 217.900 millones. Esta pronunciada tendencia alcista desde el 2010 (y con mayor intensidad desde la reforma de la Carta Orgánica del BCRA en diciembre de 2012) se da además del cambio de composición en las fuentes de financiamiento del fisco. **En la actualidad, solo el 57% de los ingresos totales corresponden a recaudación tributaria, mientras que los ingresos por rentas de la propiedad (que incluyen utilidades de la ANSES y del Central y que también son giradas al Tesoro) ascienden al 11 %.** Si tratáramos a estos ingresos como fuentes no genuinas de financiamiento, el déficit fiscal rondaría el 5 % del PIB. Este tipo de financiamiento, más allá del destino del gasto, ha aumentado la liquidez en la economía que,

con pocas opciones con rendimientos reales positivos, se ha volcado a distintas formas de dolarización y fuga de capitales. **Cierto es que la venta de títulos que realiza el BCRA para aspirar pesos apacigua esta dinámica, pero no ha probado ser suficiente para tranquilizar a un mercado convulsionado que está tomando menos referencias de la economía real.**

Síntesis Económica

LUNES

DÓLAR

Grandes inversores buscaron dolarizar sus carteras a través del contado con liquidación, incrementando su precio a un record de \$ 14,53. La brecha contra el dólar oficial está en 78%.

PRECIOS CUIDADOS

En dialogo con la Secretaria de Comercio, empresarios aspiran a convalidar aumentos del 5% en los precios listados. Este sería el último aumento hasta enero de 2015, a pesar del constante aumento de costos que representan la inflación, y posibles recomposiciones salariales en el futuro.

DISTRIBUCIÓN

Según la Encuesta Permanente de Hogares del INDEC, la mitad de los hogares tiene ingresos totales por menos de \$ 8.000. Contrastado con mediciones privadas del costo de la Canasta Básica Total, se deduce que un cuarto de los hogares no tienen suficientes ingresos para salir de la pobreza.

MARTES

DEFAULT

La visita de la presidente Cristina Kirchner a Nueva York y su encuentro con George Soros, inversor con experiencia en Argentina y cuarto accionista más importante de YPF, reavivó la opción empresaria de recompra de la deuda en default.

SOJA

Continúa su caída y acumula 26%, equivalente a u\$s 120 por tonelada. Desde mayo, las 22 millones de toneladas de soja retenidas se depreciaron unos u\$s 2.500 M.

MIERCOLES

NIVEL DE ACTIVIDAD

A pesar de que el INDEC revisó sus números de crecimiento para el primer y segundo trimestre, que muestran una estanflación, estadísticas privadas muestran una recesión que ya alcanza 15 meses y una actividad industrial que acumula en los primeros 8 meses del año una caída del 5,1%.

DEFAULT

El juez Griesa convocó a una audiencia para el lunes próximo, ante el pedido de abogados de NML Capital de declarar a Argentina en desacato y cobrarle multas de u\$s 50.000 diarios.

JUEVES

DÓLAR

El contado con liquidación alcanzó el \$ 14,4, impulsado por operaciones de importadores que buscan hacerse de dólares para realizar pagos. El gobierno mientras tanto desmiente un desdoblamiento formal.

PRO.CRE.AUTO II

Se puso en marcha una segunda edición del plan oficial para incentivar al sector industrial más golpeado, el cual se extenderá hasta fin de año, con menos modelos y marcas, y aumentos de precios de entre 5% y 7%.

VIERNES

BONOS

Se colocaron \$ 10.000 M en títulos Bonar16, el cual pagará 3,8% por encima de la tasa Badlar, buscando quitar presión al BCRA para que desacelere la emisión.

DÓLAR

El contado con liquidación continúa con su escalada, cerrando la semana cerca de \$14,73, el dólar "blue" retrocede hasta \$15,75, en medio de una volatilidad significativa.

Mercado de cambios

(últimos datos 15:00 hs)

PRINCIPALES MONEDAS DE REFERENCIA			
RESPECTO AL DÓLAR	Cierre	Var. Semanal	Var. Anual
Euro (Union Europea)	0,79	↑ 1,15%	↑ 8,42%
Real (Brasil)	2,42	↑ 2,07%	↑ 2,40%
Peso Mexicano	13,47	↑ 1,92%	↑ 3,17%
Peso Chileno	598,58	↑ 0,38%	↑ 13,89%
Yen (Japon)	109,38	↑ 0,34%	↑ 3,82%
Libra (Inglaterra)	0,62	↑ 0,31%	↑ 1,99%
Franco (Suiza)	0,95	↑ 1,14%	↑ 6,59%

Una semana monopolizada por movimientos devaluatorios. Todas las monedas analizadas retrocedieron frente al dólar en un rango de entre el 0,3 % y más del 2 %. El fortalecimiento de la moneda norteamericana se nota cada vez más. En lo que va del año todas las monedas acumulan pérdidas de valor con respecto al dólar. La caída más fuerte es la del peso chileno (14 %) y la menor es la de la libra (2 %).

EVOLUCION DEL DOLAR CONTRA EL PESO			
TIPO	Pta. Venta	Var. Semanal	Var. Anual
Oficial	\$ 8,4600	↑ 0,24%	↑ 29,66%
Mayorista (Siopel)	\$ 8,4530	↑ 0,30%	↑ 29,59%
Banco Nacion	\$ 8,4240	↑ 0,02%	↑ 29,70%
Dolar Informal	\$ 15,7500	↑ 5,00%	↑ 57,50%

La cotización oficial subió nuevamente 0,24 % hasta los \$ 8,46. Por su parte el dólar informal marcó un nuevo récord al cotizar a \$15,95 y quedar a pocos centavos de llegar a los \$ 16. La brecha cambiaria se ubica en un 86 %, uno de los valores más altos desde la imposición del cepo.

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

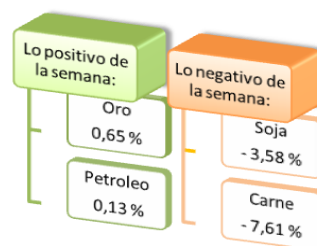
Se detallan los valores promedio de la semana de las principales tasas de interés de la economía locales e internacionales.

En el plano internacional las tasas de referencia revierten la tendencia de las últimas dos semanas y cierran con un leve descenso. En el ámbito local, la tendencia fue a la baja, destacándose el descenso de 4 puntos del Call interbancario y la baja de la tasa Badlar por debajo del 20 %.

PRINCIPALES TASAS DE INTERES		
LOCALES		
Caja de Ahorro	% mensual	0,3500
Plazo Fijo	% 30 días	20,0000
Badlar	% \$ Bcos Privado:	19,9375
Lebac	% (+100 d.) ult	27,4299
Call	% anual a 1 día.	10,5000
INTERNACIONALES		
Libor	% a 180 d.	0,3314
Prime	%	3,0000
Federal Fund	%	0,1500
Bonos	% 30 años	3,2100
Tasa EEUU	% a 10 años	2,5000

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 US\$	1222,20	↑ 0,65%	↑ 1,63%
PETROLEO	Barril WTI US\$	92,53	↑ 0,13%	↓ -5,98%
Carne	Novillo Liniers	15,00	↓ -7,61%	↑ 23,23%
Trigo	Ton. Chicago	174,17	↓ -0,10%	↓ -21,69%
Maiz	Ton. Chicago	128,34	↓ -1,66%	↓ -22,75%
Soja	Ton. Chicago	339,06	↓ -3,58%	↓ -29,69%



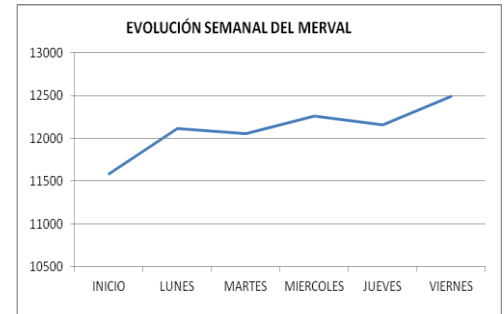
Tan solo el oro y el petróleo por segunda semana consecutiva cierran con resultados aunque mínimos, positivos. La tendencia en los cereales, la carne y la soja sigue siendo marcadamente a la baja. Se destaca esta semana la pérdida de casi el 8 % en la carne, aunque a pesar de esto acumula una ganancia en el año del 23 %. La soja, con una caída del 3,6 % no revierte su marcha y ya acumula pérdidas en 2014 por el 30 %. Por el lado de los cereales, el trigo y el maíz registran caídas acumuladas en lo que va de este año, superiores al 21 y 22 % respectivamente.

Mercado de capitales

(últimos datos 15:00 hs)

PRINCIPALES INDICES BURSATILES / VARIACION SEMANAL				
INDICE	PAIS	CIERRE	VAR. % Sem.	VAR. % Anual
MERVAL	ARGENTINA	12488,00	↑ 7,83%	↑ 131,64%
BOVESPA	BRASIL	57303,19	↓ -0,84%	↑ 11,25%
MEXBOL	MEXICO	44798,69	↓ -2,10%	↑ 4,85%
IPSA	CHILE	3973,40	↓ -1,37%	↑ 7,41%
DOW JONES	EEUU	17037,50	↓ -1,40%	↑ 2,78%
NIKKEI	JAPON	16229,86	↓ -0,56%	↓ -0,38%
FTSE 100	INGLATERRA	6649,39	↓ -2,76%	↓ -1,48%
CAC 40	FRANCIA	4394,75	↓ -1,49%	↑ 2,30%
MADRID G.	ESPAÑA	1108,11	↓ -1,27%	↑ 9,50%
SHANGAI	CHINA	2347,72	↑ 0,78%	↑ 10,95%

Índice Merval, día a día:



Riesgo País:

RIESGO PAIS EN PUNTO BASICOS			
RIESGO PAIS	CIERRE	Var. % Sem.	Var. % Anual
EMBI +	315	↑ 0,32%	↓ -5,69%
ARGENTINA	686	↓ -1,86%	↓ -15,10%
BRASIL	228	↑ 7,55%	↑ 1,79%
MEXICO	158	↑ 6,76%	↑ 1,94%
URUGUAY	183	↑ 5,17%	↓ -5,67%

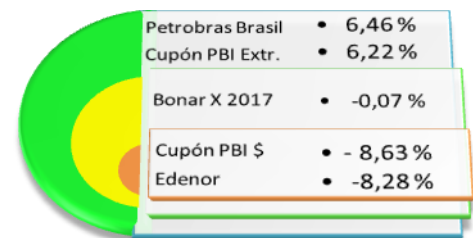
Tras tres semanas a la baja, el índice chino logra cerrar con una leve alza alentado por buenos datos de empleo y actividad, acompañado únicamente por el Merval argentino que sigue con su racha incorruptible. El resto de los principales índices del mundo cierran a la baja una mala semana, signada por el inicio de la ofensiva contra Siria, además del anuncio estadounidense acerca de la exención de impuestos con la idea de inversiones fiscales. La zona euro, e vio inmersa en bajas a partir de una suba del valor del dólar en detrimento de la moneda común.

LAS 13 DEL MERVAL							
ACCION	PRECIO	Var. Sem.	Var. Anual	ACCION	PRECIO	Var. Sem.	Var. Anual
Aluar	9,42	↑ 22,98%	↑ 150,53%	Grupo Galicia	20,80	↑ 6,12%	↑ 122,94%
Petrobras Brasil	121,20	↑ 3,81%	↑ 97,07%	Pampa Holding	6,25	↑ 10,04%	↑ 230,69%
Bco. Macro	59,00	↑ 3,51%	↑ 183,65%	Pesa	9,93	↑ 8,52%	↑ 90,96%
Comercial	2,05	↑ 11,41%	↑ 124,04%	Telecom	62,00	↑ 6,99%	↑ 100,00%
Edenor	8,28	↓ -2,01%	↑ 278,08%	Tenaris SA	341,00	↑ 5,25%	↑ 76,23%
Siderar	6,97	↑ 25,13%	↑ 128,52%	YPF	540,50	↑ 6,19%	↑ 83,84%
Bco. Frances	64,70	↑ 10,03%	↑ 217,94%				

Buena semana para el riesgo país de Argentina, cayendo un 1,86 % en medio de una semana a la espera de un nuevo fallo del juez Griesa. Por otro lado, el resto de los países aquí analizados sufrieron importantes aumentos por encima del 5 % en una semana al revuelta.

Continuando con la vorágine alcista de este 2014, el índice local cierra otra muy buena semana con la totalidad de sus papeles moviéndose hacia arriba salvo el papel de la eléctrica Edenor. El reparto del aumento, si bien generalizado, estuvo claramente dominado por las subas del 25 % y 23 % de Siderar y Aluar respectivamente. Los papeles bancarios también tuvieron importantes aumentos, sobre todo impulsados por una fuerte demanda para fugar divisas mediante el contado con liquidación. Nuevamente las acciones parecen seguir estando baratas en términos reales y le ganan en el acumulado en 2014 a la rentabilidad del dólar informal por ejemplo.

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	\$ 235,63	↓ -0,37%	BONAR X 2017	\$ 90,19	↓ -0,07%
BODEN 2015	\$ 97,38	↑ 0,91%	CUPON PBI Loc.	\$ 108,00	↑ 8,01%
CUPON PBI	\$ 6,35	↓ -8,63%	CUPON PBI Extr.	\$ 111,00	↑ 6,73%
BONAR 24 Ext.	\$ 91,03	↑ 0,43%			

Semana con resultados muy variados en el comportamiento de los títulos de deuda públicos. Destacándose la fuerte caída del Cupón PBI en pesos en contraposición del notable aumento de los cupones PBI valuados en dólares. Todo esto en medio de una semana de alta incertidumbre donde los bonos utilizados para fugar divisas fueron estrella y donde la decisión del Juez Griesa respecto al pago del propio martes será fundamental para lo que suceda de aquí en más.