

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

En la semana, la presidente Cristina Kirchner promulgó el nuevo Código Civil y Comercial. En su lado más polémico, el nuevo código habilita deudores a librarse de sus obligaciones en moneda extranjera por su equivalente en moneda de curso legal (pesos), por lo que la intención de cobro en moneda extranjera debiera ser explicitada en el contrato.

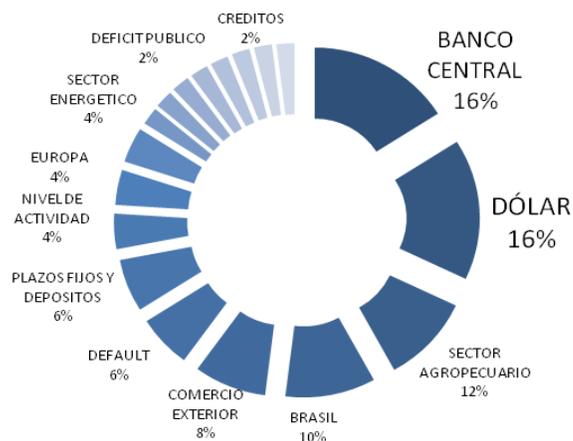
Además, se reavivó el conflicto entre el Gobierno y el grupo Clarín en torno a la adecuación de la empresa a la Ley de Servicios de Comunicación Audiovisual. La Afsca encontró que la división del conglomerado perpetúa vínculos societarios y comerciales incompatibles con la ley, por lo que se iniciaría un lento proceso de licitación pública de algunas unidades en las que el grupo será dividido.

En el plano monetario, Alejandro Vanoli comenzó su gestión del BCRA con un endurecimiento de los controles a la comercialización del dólar paralelo, lo que dio un fuerte golpe a la baja en las cotizaciones. El dólar "blue" cierra la semana en torno a los \$ 14,8, y el contado con liquidación en \$ 13,3. Sumado a esto, en aplicación de la nueva Ley de Mercado de Capitales, la venta de acciones en el exterior, por la que se opera el CCL, estará sujeta al impuesto a las ganancias por 35 %. El Banco Central intenta orientar la liquidez hacia instrumentos en pesos. Para eso, el miércoles entraron en vigencia nuevas tasas mínimas obligatorias que los bancos deberán pagar por plazos fijos de un monto menor a \$ 350.000. Los resultados son dudosos ya que dependen sobre todo de las expectativas de rendimiento del dólar paralelo y devaluación del oficial, extremadamente volátiles.

El freno en el nivel de actividad, mientras tanto, se hace sentir en todas las provincias. En promedio la producción disminuyó en el segundo trimestre 2,3% según datos de Economía & Regiones. En esta línea, solo el sector agrícola y el de comunicaciones escapan a la reducción en la actividad.

En terreno fiscal, las provincias tendrán que buscar en 2015 la forma de financiar el pago de \$ 41.000 millones en concepto de capital e intereses. La ayuda financiera de la Nación, y las prorrogas otorgadas, son suficientes para resolver este problema en el caso de algunas provincias, como Jujuy. Para otras, como la provincia de Buenos Aires, deben al gobierno nacional solo una fracción de su deuda, por lo que deberán refinanciar pasivos, o solicitar más fondos del Estado.

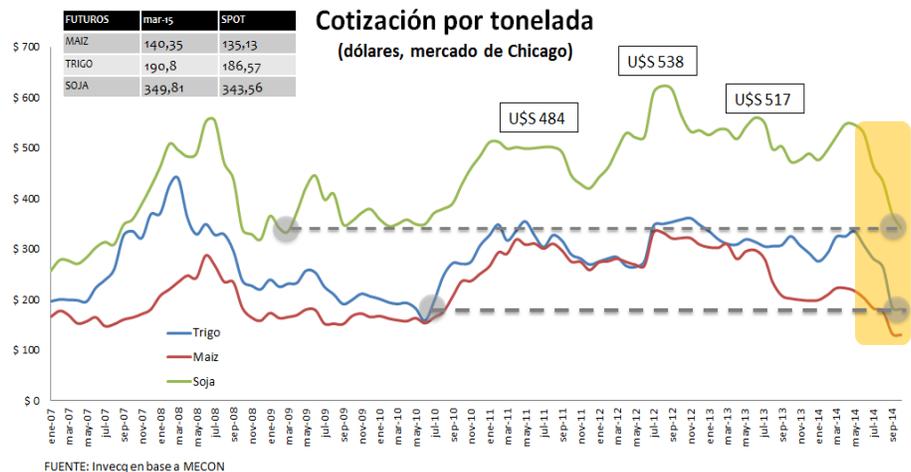
En el plano internacional, Europa siente un ambiente recesivo producto de la desaceleración del crecimiento mundial, particularmente de China. Alemania se encamina a un descenso leve de su PBI en el tercer trimestre, después de que la producción industrial haya disminuido 4 %. Por otro lado, las elecciones de Brasil favorecieron a la presidente Dilma Rousseff, que sin embargo no pudo sobreponerse al ballotage. El electorado de Marina Silva manifiesta su apoyo al candidato socialdemócrata Aécio Neves, lo que puede poner en dificultades la continuidad del PT en el poder.



**La soja nuestra de cada día**

Muchas veces se escuchó decir al oficialismo, a modo de justificar el mal desempeño de la economía, que “el mundo se nos cayó encima” en alusión a que las circunstancias de la economía global actuaban en contra del crecimiento local. Falso era en aquel momento y falso sigue siendo hoy ya que muchos países de Latinoamérica sostienen tasas de crecimiento más que aceptables. Pero si se quisiera darle algo de validez a esa afirmación, **hoy sería posible encontrar fácilmente un indicador que la sostenga: el precio internacional de la soja. El principal producto de exportación del país acumula 6 meses de caída en su cotización en el mercado de Chicago.** Con un precio actual que ronda los U\$S 340 por tonelada, la caída es superior al 35 % con respecto a abril, mes en que comienza la liquidación, y del 28 % si la comparación se hace en términos interanuales. **Este mal desempeño se da en un contexto generalizado de caída en los precios de todas las commodities como consecuencia del fortalecimiento del dólar a nivel global y de un crecimiento no tan descolante de la economía china.** A este fenómeno general se le suma la incidencia de una cosecha récord en Estados Unidos, lo que hace hundir el precio de los commodities agrícolas

con mayor fuerza que el promedio debido a la acumulación de stocks. Por si fuera poco, esta dinámica descendente en la cotización de la oleaginosa se repite al observar la evolución del precio del trigo y el maíz. Por su parte, los futuros a marzo del año que viene no muestran ningún tipo de recuperación significativa y el caso más favorable no llega a constituir un alza de más de 6 dólares por tonelada. Para encontrar precios en este nivel hay que remontarse a principios del año 2009 (en plena crisis internacional) en el caso de la soja y mediados de 2010 para el maíz.



Esta caída en los precios internacionales sin duda que complicará aún más el panorama al gobierno en su objetivo de llegar con los menores sobresaltos posibles a diciembre de 2015. Los efectos pueden ser identificados a través de tres fenómenos:

- **Oferta de divisas:** el principal mecanismo a través del cual se sentirá el impacto del cambio en los mercados internacionales es el del mercado cambiario local. **La menor oferta de divisas producto de menores ingresos por vía de exportaciones ya está complicando la sostenibilidad de la política cambiaria y, de cumplirse efectivamente los precios futuros para el año que viene, la situación se agravaría considerablemente.** Sólo los ingresos por exportaciones de soja representan el 25 % del total y junto con cereales llegan al 40 % lo que da cuenta de lo fundamental de estos componentes para la provisión de dólares. La vía comercial es la única por la que ingresarán dólares hasta tanto el gobierno no encuentre una solución con los holdouts que lo vuelva a insertar en los mercados internacionales de crédito. **Según estimaciones del IARAF, el valor total de las exportaciones agropecuarias para 2015 sufrirá una caída de U\$S 10.600 millones, representando casi el 90 % de lo presupuestado para los vencimientos de deuda del año que viene.**
- **Recaudación tributaria:** el segundo frente de impacto es el fiscal. Si bien los derechos de exportación representan menos del 10 % de la recaudación, son uno de los factores centrales para explicar el aumento de la presión tributaria de los últimos 10 años. **A partir de estimaciones del IARAF, el fisco dejaría de recibir alrededor de U\$S 3.200 millones en concepto de retenciones.** Con una situación fiscal cada vez más desbalanceada, los esfuerzos del BCRA deberán continuar financiando un déficit creciente.
- **Producción:** cálculos desarrollados por CREA muestran que debido a la combinación de menores precios, aumento de costos y derechos de exportación el cultivo sólo sería rentable en algunos departamentos del sur de Santa Fe cercanos a Rosario. **De ser así, la reducción del área sembrada podría profundizar el deterioro de la balanza comercial para el año 2015.**

La incertidumbre marca la agenda económica del último tiempo y el mejor ejemplo es la retención de la cosecha por parte de productores sojeros. A pesar de un precio en constante caída, los productores se sienten más seguros quedándose con la cosecha aunque implique un mal negocio económico. Hoy por hoy, necesitarían un dólar por encima de los \$ 12,50 para recuperar el valor de liquidación de abril. Si bien se especula con un ajuste cambiario, no se piensa que pueda ser de esa magnitud.

Claramente aquello que durante algunos años fue “viento de cola” está comenzando a soplar con menos fuerza pero lejos está de constituirse en viento en contra. El exceso de liquidez mundial sigue en pie debido a tasas de interés que prometen seguir en niveles históricamente bajos, al menos durante un año más, y los precios de las commodities, si bien ya no son los U\$S 538 promedio de 2012, todavía están lejos de los U\$S 160 de 2001.

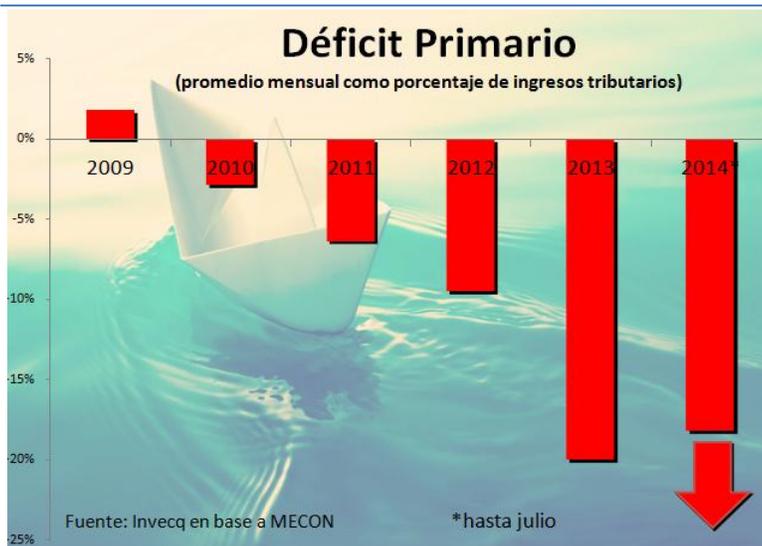
**El Número**



237,3 mil millones de pesos es lo que representa el stock actual de Lebac en circulación, según datos del Banco Central. La última licitación hecha por la entidad fue el martes 7 de octubre, en el que se colocaron letras por 11.915 millones de pesos. **El central realiza estas operaciones en forma semanal, pero el volumen que coloca se ha incrementado aceleradamente desde mediados de 2011.** El objetivo es reabsorber los pesos que el BCRA emite para financiar al Gobierno a través de adelantos transitorios. Según el último informe semanal de la entidad, 15% del stock tiene un vencimiento inferior al mes, 33% entre 1 y 3 meses, 32% entre 3 y 6 meses, y 20% entre 6 meses y un año. **La duración media del stock ha estado**

**disminuyendo desde hace aproximadamente un año y se encuentra hoy cerca de los 100 días. El costo medio, que es la tasa de interés que paga la entidad por los títulos, se ha incrementado de 16% en octubre de 2013 a más del 26% en el presente, en un intento de tentar a los bancos a que coloquen su excedente de liquidez.** Esta forma de absorción, aunque disminuye los pesos en circulación, solo lo hace momentáneamente, y al costo de aumentar la emisión que deberá hacer en el futuro el Banco Central a causa de la acumulación de vencimientos, que hoy superan los 10.000 millones de pesos.

**El Gráfico que habla**



El gráfico representa el superávit fiscal primario como porcentaje de los ingresos tributarios calculado como el promedio mensual para cada año. **El gasto se acelera estacionalmente en los últimos meses del año, por lo que el promedio de 2014 será sin dudas mayor al finalizar el año.** Están excluidas de los ingresos las rentas de la propiedad, por incluir financiamiento del Banco Central y del Fondo de Garantía de Sustentabilidad que no son ingresos genuinos. A julio del 2014 la recaudación tributaria se incrementaba interanualmente un 38%, pero el gasto lo hacía, en la mayoría de sus rubros, a velocidades mucho mayores. **El incremento del déficit puede ser entendido en la actualidad como una medida que intenta ser contracíclica y combatir una recesión que ha dejado al consumo estancado, al crédito en retroceso, y a la producción industrial en picada.** Sin embargo, la

tendencia del fisco a exceder sus capacidades de recaudación viene de hace varios años. **A la par, se ha creado más liquidez de la que la economía demandaba, la inflación se ha acelerado, lo que ha depreciado el peso y alimentado una dolarización especulativa.** Los indicadores sociales sin embargo no han mejorado sustancialmente desde el 2009. El índice Gini ha pasado de 0,45 a 0,42, mejorando solo cerca del 7%, según datos del INDEC mientras que la pobreza bien medida nunca pudo bajar del 25 %. La existencia del déficit no es un problema en sí mientras su financiamiento no provoque otros fenómenos indeseables (como en la actualidad) o sea sostenible (a diferencia de lo ocurrido en los '90).

## *Síntesis Económica*

### LUNES

#### **BRASIL**

La presidente Dilma Rousseff obtuvo un 41,55% contra un 33,61% de su rival por el Partido de la Socialdemocracia Brasileña, Aécio Neves. Los candidatos deberán definir el resultado en ballottage, para el cuál otros sectores de la oposición declararon su apoyo al candidato socialdemócrata.

#### **CRÉDITO**

Los depósitos crecen hoy al 27% interanual, mientras los créditos solo al 21%. La relación de créditos sobre PBI es de 13% y está muy por debajo del número de otros países de la región.

#### **DEUDA PROVINCIAL**

En 2015 las provincias deberán enfrentar vencimientos de deuda por \$ 41.000 millones, aun suponiendo que el gobierno nacional prorrogue el plazo para cancelar los \$ 8.200 millones de la deuda con la Nación.

### MARTES

#### **ARANCELES**

El gobierno elevó aranceles extra-zona para una centena de productos, en acuerdo con lo permitido por el Mercosur. Alcanza a algunos alimentos y bebidas, herbicidas a base de glifosato, algunos vehículos y equipo médico.

#### **COMBUSTIBLES**

La Secretaría de Energía recortó 5% el precio del etanol, producto de un cambio en la ecuación de cálculo del precio regulado. La medida reduce el margen de los productores, y beneficia principalmente a YPF, que debe obligatoriamente cortar las naftas con un porcentaje de biocombustible.

### MIERCOLES

#### **PLAZO FIJO**

A partir de hoy rige un aumento en la tasa mínima que los bancos deben pagar por plazos fijos de menos de \$ 350.000. La tasa de interés anual mínima será una proporción de las tasas que pagan las Lebac y para el plazo más corto, entre 30 a 44 días, será del 87% de estas: hoy un 22,89%.

#### **PRECIOS CUIDADOS**

La nueva renovación del programa incorpora subas de precios que promedian 4,3%. Desde comienzos de enero, el alza total de los precios de los bienes que incluye el programa es de 11,9%, muy por debajo de la inflación. Según la Secretaría de Comercio la demanda de estos productos aumentó un 75%.

### JUEVES

#### **EUROPA**

La economía alemana se acerca a tener un tercer trimestre recesivo en 2014. El menor crecimiento de China y la desaceleración global, junto a las medidas conservadoras del poder ejecutivo, impactaron en la industria germana que se redujo un 4 % de julio a agosto.

#### **ACTIVIDAD**

Según un estudio de Economía & Regiones, el nivel de actividad se redujo en el segundo trimestre en todas las regiones del país, con un promedio de 2,3%. Agricultura, Ganadería, Caza y Silvicultura, junto a Transporte y Comunicaciones, son los únicos sectores con evoluciones levemente positivas.

### VIERNES

#### **DOLAR**

Con el endurecimiento del control del BCRA, el dólar "blue" bajó a \$ 14,7. El contado con liquidación hizo lo mismo a \$ 13,7. Se aprovecha el respiro para subir el oficial a \$ 8,5.

#### **INFLACIÓN**

Según datos de la Dirección General de Estadísticas del gobierno de la ciudad de Buenos Aires, el costo de vida de los porteños aumentó en septiembre 2,2 %. En lo que va del año el incremento es del 31,1%. Según datos del INDEC entre diciembre de 2013 y agosto del presente la suba acumulada es de 18%. La brecha entre la medición oficial y las privadas continúa incrementándose.

**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	↓ -0,89%	↑ 8,94%
Real (Brasil)	2,41	↓ -2,20%	↑ 1,96%
Peso Mexicano	13,42	↓ -0,60%	↑ 2,77%
Peso Chileno	593,78	↓ -0,63%	↑ 12,97%
Yen (Japon)	107,83	↓ -1,78%	↑ 2,34%
Libra (Inglaterra)	0,62	↓ -0,49%	↑ 3,23%
Franco (Suiza)	0,96	↓ -1,00%	↑ 7,29%

EVOLUCION DEL DOLAR CONTRA EL PESO			
TIPO	Pta. Venta	Var. Semanal	Var. Anual
Oficial	\$ 8,4900	↑ 0,12%	↑ 30,11%
Mayorista (Siopel)	\$ 8,4700	↑ 0,03%	↑ 29,85%
Banco Nacion	\$ 8,4700	↑ 0,24%	↑ 30,41%
Dolar Informal	\$ 14,8100	↓ -3,20%	↑ 48,10%

A contramano de lo que venía ocurriendo hasta la semana pasada, se detuvo el proceso de fortalecimiento del dólar a nivel global y todas las monedas analizadas recuperaron terreno frente a la divisa norteamericana. De todos modos en el acumulado de lo que va del año todas las monedas muestran depreciaciones, encabezadas por el 13 % del peso chileno.

La política de extremo control sobre el dólar paralelo y el contado con liquidación de Vanoli parecen estar dando resultado, al menos por el momento, y el blue descendió un 3,2 % en la semana. Por su parte el resto de las cotizaciones oficiales subieron.

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**

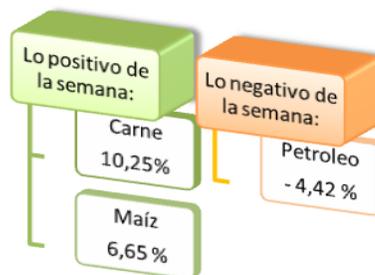
Se detallan los valores promedio de la semana de las principales tasas de interés de la economía locales e internacionales.

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

En el plano internacional las principales tasas de referencia continúan con su marcha descendente y cierran nuevamente con una leve baja. En el ámbito local, las tasas no registraron mayores movimientos donde la tasa Badlar se movió apenas por encima respecto de la semana anterior y donde el Call interbancario volvió a subir fuertemente hasta el 30 %.

OTROS ACTIVOS FINANCIEROS				
ACTIVO	CLASE	CIERRE	Var. Semanal	Var. Anual
ORO	Onza N. York U	1225,40	↑ 2,73%	↑ 1,90%
PETROLEO	Barril WTI US\$	85,77	↓ -4,42%	↓ -12,85%
Carne	Novillo Liniers	16,38	↑ 10,25%	↑ 34,52%
Trigo	Ton. Chicago	181,24	↑ 1,54%	↓ -18,51%
Maiz	Ton. Chicago	135,72	↑ 6,65%	↓ -18,31%
Soja	Ton. Chicago	346,13	↑ 3,26%	↓ -28,23%

PRINCIPALES TASAS DE INTERES		
LOCALES		
Caja de Ahorro	% mensual	0,3500
Plazo Fijo	% 30 dias	20,0000
Badlar	% \$ Bcos Privac	20,0000
Lebac	% (+100 d.) ult	27,4299
Call	% anual a 1 di	30,0000
INTERNACIONALES		
Libor	% a 180 d.	0,3194
Prime	%	3,0000
Federal Fund	%	0,1500
Bonos	% 30 años	3,0500
Tasa EEUU	% a 10 años	2,3100



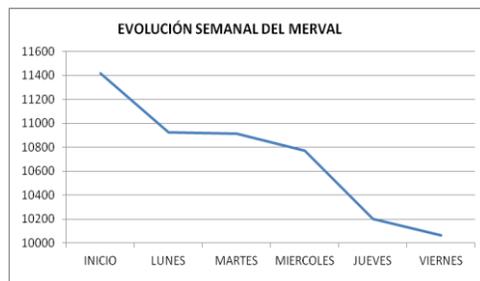
Por primera vez en varias semanas, casi la totalidad de los activos aquí analizados cierran con variaciones positivas. Tan solo el petróleo, con un importante descenso del 4,42 % se mantuvo al margen de la tendencia general. Se destacan principalmente las subas del 3,26 %, 1,54 % y 6,6 % para la soja, el trigo y el maíz respectivamente. Cabe aclarar igualmente que todavía están bastante por debajo respecto del inicio del año, donde hasta el momento tan solo el oro con un 1,9 % y la carne con un 34,5 % presentan variaciones positivas en el acumulado anual.

**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>10026,41</b>	<b>↓ -12,20%</b>	<b>↑ 85,98%</b>	
BOVESPA	BRASIL	56158,86	↑ 2,97%	↑ 9,03%	
MEXBOL	MEXICO	43594,48	↓ -2,43%	↑ 2,03%	
IPSA	CHILE	3836,87	↓ -2,23%	↑ 3,72%	
DOW JONES	EEUU	16680,50	↓ -1,94%	↑ 0,63%	
NIKKEI	JAPON	15300,55	↓ -2,60%	↓ -6,08%	
FTSE 100	INGLATERRA	6339,97	↓ -2,88%	↓ -6,06%	
CAC 40	FRANCIA	4073,71	↓ -4,86%	↓ -5,17%	
MADRID G.	ESPAÑA	1036,16	↓ -3,95%	↑ 2,39%	
SHANGAI	CHINA	2374,54	↑ 0,45%	↑ 12,22%	

Índice Merval, día a día:



Riesgo País:

RIESGO PAIS EN PUNTO BASICOS				
RIESGO PAIS	CIERRE	Var. % Sem.	Var. % Anual	
EMBI +	338	↑ 0,60%	↓ 1,20%	
ARGENTINA	754	↑ 2,17%	↓ -6,68%	
BRASIL	232	↓ -2,93%	↑ 3,57%	
MEXICO	163	↑ 0,62%	↑ 5,16%	
URUGUAY	199	↓ -0,50%	↑ 2,58%	

Variaciones negativas para la mayoría de los principales índices del mundo. Tan solo el índice chino (por tercera semana seguida) con un 0,45 % y el Bovespa brasilero con casi un 3 % apuntalado por la muy buena performance electoral de Neves, con marcado perfil por mercado. El resto de las bolsas operaron a la baja respecto de la semana pasada influenciadas sobre todo por malos datos de crecimiento en la actividad global. El índice argentino cierra una muy mala semana cayendo por debajo del 12 % respecto de la semana anterior de acuerdo a una semana llena de vaivenes e incertidumbre en la plaza bursátil.

LAS 14 DEL MERVAL							
ACCION	PRECIO	Var. Sem.	Var. Anual	ACCION	PRECIO	Var. Sem.	Var. Anual
Aluar	7,97	↓ -6,01%	↑ 111,97%	Grupo Galicia	16,00	↓ -12,33%	↑ 71,49%
Petrobras Brasil	108,40	↑ 4,03%	↑ 76,26%	Pampa Holding	5,20	↓ -12,31%	↑ 175,13%
Bco. Macro	42,50	↓ -17,48%	↑ 104,33%	Pesa	8,00	↓ -11,60%	↑ 53,85%
Comercial	1,69	↓ -5,59%	↑ 84,70%	Telecom	51,55	↓ -11,88%	↑ 66,29%
Edenor	6,50	↓ -17,51%	↑ 196,80%	Tenaris SA	271,00	↓ -13,69%	↑ 40,05%
Siderar	6,22	↓ -5,76%	↑ 103,93%	YPF	419,00	↓ -17,19%	↑ 42,52%
Bco. Frances	46,00	↓ -16,59%	↑ 126,04%	Transener	3,94	↓ -5,97%	↑ 243,50%

Brasil y Uruguay muestran disminuciones semanales en sus índices de riesgo mientras que Argentina y México siguen subiendo. En lo que del año sólo Argentina muestra una mejora del 6,7 %.

Lo mejor y lo peor de la semana:



Segunda semana consecutiva con resultados negativos en los papeles líderes, salvo Petrobras Brasil que se vio impulsada por la buena evolución del índice brasilero. El resto del panel operó a la baja en una semana donde las aseguradoras se desprendieron de parte de sus activos, además de un profundo retroceso del dólar contado con liquidación, en medio de una corrida de rumores de mayores controles e impedimentos para poder operar. De ahí que el dólar informal vivió una semana rara, subiendo y bajando intradiariamente.

TITULOS DE DEUDA (Precios del MAE)					
TITULO	EN PESOS		EN DOLARES		
	VALOR	Var. Sem.	TITULO	VALOR	Var. Sem.
BOCON PRO 13	\$ 238,00	↑ 0,63%	BONAR X 2017	\$ 87,10	↑ 0,81%
BODEN 2015	\$ 90,25	↓ -0,44%	CUPON PBI Loc.	\$ 96,00	↓ -11,52%
CUPON PBI	\$ 5,35	↑ 1,90%	CUPON PBI Extr.	\$ 98,00	↓ -10,91%
BONAR 24 Ext.	\$ 87,53	↑ 1,65%			

Fuertes caídas en los títulos atados al PBI valuados en dólares, con pérdidas superiores al 10 %. También cerró a la baja el Boden 2015 inmerso en una suerte de duda acerca de si pagará efectivamente a su vencimiento. Mientras tanto, el Bonar 24 parece volverse el refugio de muchos y cerró con una suba del 1,65 %.