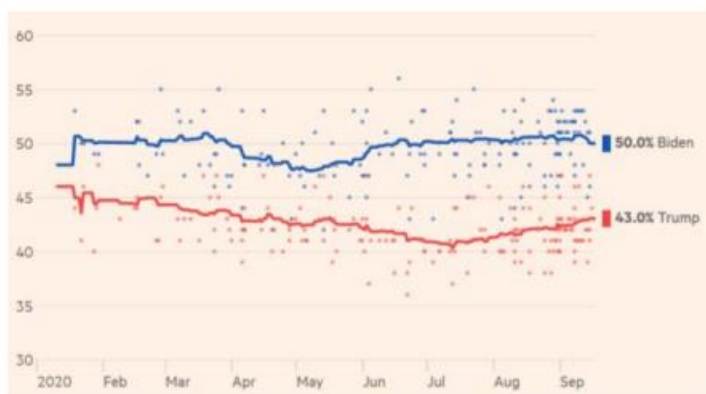


### Índice S&P 500 valores diarios, último año



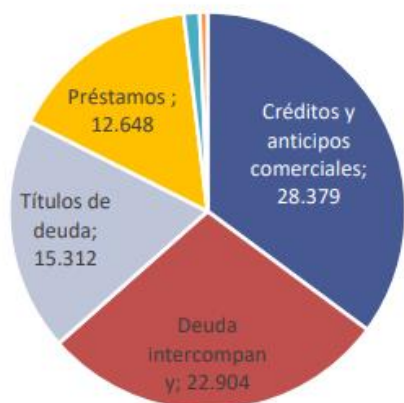
Fuente: Tradingview

### Trump versus Biden en las encuestas (cada punto es una encuesta; líneas son promedios ponderados)



Fuente: FT

### Deuda externa del sector privado por tipo de deuda (datos 1Q20 en USD millones)



Fuente: 1816 en base a INDEC (TOTAL: USD 80.793 MILLONES)

## Comentario semanal

Las acciones estadounidenses mantuvieron esta semana la trayectoria lateral con bastante volatilidad que han presentado desde la corrección de principios de mes.

Entrando en la recta final de las elecciones estadounidenses (faltan seis semanas y un día para los comicios), la incertidumbre política no impacta en los mercados de una manera similar a las elecciones de 2016.

Los modelos basados en encuestas agregadas estatales tienden a darle la delantera al candidato opositor Joe Biden, aunque no está de más decir que modelos similares le daban a Hillary Clinton probabilidades abrumadoras de triunfar en 2016.

Aunque que las encuestas puedan ofrecer información sobre la evolución en el tiempo de la intención de voto de los dos candidatos y, sobre todo, materia prima para los medios de comunicación, los inversores parecen cada vez menos inclinados a modificar sus expectativas en función de ellas.

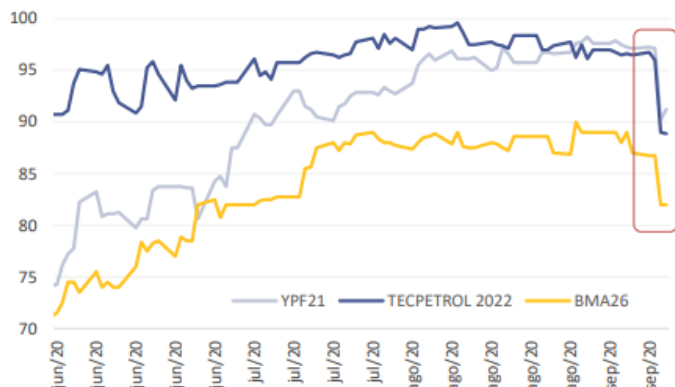
Esto puede ser resultado de la creencia de que, más allá de los tiempos de respuesta de la política fiscal (que depende en buena medida de la política partidaria en el Poder Legislativo), la política monetaria por lo menos le dará soporte a los precios de los activos indirectamente, sosteniendo el crédito y la liquidez de los mercados con compras puntuales de activos como ETF de deuda corporativa.

La incapacidad del Congreso estadounidense de acordar un nuevo paquete de estímulo puede atemperar la recuperación económica en la previa de las elecciones, mientras el Gobierno estadounidense ultima el lanzamiento de la vacuna que, en reiteradas ocasiones, el Presidente estadounidense Donald Trump ha anticipado que estaría disponible en el mes de octubre.

### Administrando la escasez

La operación de reestructuración de deuda pública en moneda extranjera ha sido un éxito innegable, con más de 90% de aceptación entre los tenedores de bonos en ley extranjera y un 99% de bonos convertidos (gracias a la ejecución de las cláusulas de acción colectiva en todos los bonos del Indenture 2016 y casi todos los del canje de 2005).

Precio de bonos corporativos en USD, muy afectados por las medidas del BCRA



Fuente: 1816 en base a Reuters

Vencimientos ONs pagaderas en USD entre 15-oct-20 y el 31-mar-21 (montos en USD; incluye Peso-linked)

Emisor	Amortización	Renta	Amortización + Renta
<b>Total</b>	<b>1.227.093.047</b>	<b>568.389.823</b>	<b>1.795.482.871</b>
YPF	415.817.000	187.358.575	603.175.575
B. Hipotecario	279.801.000	19.840.381	299.641.381
IRSA	181.518.707	4.537.968	186.056.675
Cresud	73.605.400	8.631.956	82.237.356
Gennela	58.341.923	23.762.017	82.103.940
HSBC	47.175.213	4.127.831	51.303.045
John Deere	28.228.000	3.915.628	32.143.628
Plaza Logística	27.062.528	422.852	27.485.380
GEMSA	22.276.916	7.471.659	29.748.575
Aes Argentina	22.162.946	443.259	22.606.205
San Miguel	17.761.051	754.845	18.515.896
Epec	12.500.000	1.750.000	14.250.000
Edesa	9.750.000	2.616.250	12.366.250
Newsan	8.301.690	140.091	8.441.781
Celulosa	6.310.150	2.970.891	9.281.041
Petroagro	6.242.888	245.814	6.488.702
Agrofina	3.410.623	362.095	3.772.718
AA 2000	3.005.692	8.682.496	11.688.188
Roch	2.640.000	467.600	3.107.600
CGC	1.181.319	15.497.860	16.679.180
Pampa Energia	-	41.812.500	41.812.500
Telecom Argentina	-	32.527.018	32.527.018
MSU	-	28.353.633	28.353.633
Petrobras Argentina	-	18.437.500	18.437.500
TGS	-	16.875.000	16.875.000
Aysa	-	16.562.500	16.562.500
GM GF Roca	-	16.170.000	16.170.000
Irsa Prop	-	15.750.000	15.750.000
Arcor	-	15.000.000	15.000.000
B. Macro	-	13.500.000	13.500.000
Mastellone	-	12.605.647	12.605.647
Pan American Energy	-	12.562.500	12.562.500
Tecpetrol	-	12.295.958	12.295.958
AES	-	11.625.000	11.625.000
B. Galicia	-	10.312.500	10.312.500
Capex	-	10.312.500	10.312.500
Edenor	-	8.598.964	8.598.964
Raghisa	-	6.998.518	6.998.518
TGLT	-	6.421.250	6.421.250
Transener	-	4.901.081	4.901.081
Vista Oil y Gas	-	4.095.000	4.095.000
Cablevision	-	3.369.958	3.369.958
Aluar	-	2.512.500	2.512.500
Clisa	-	1.423.100	1.423.100
PCR	-	831.651	831.651
Puente	-	600.000	600.000
Don Mario	-	246.000	246.000
Liag	-	180.515	180.515
Ribeiro	-	158.973	158.973
Rizobacter	-	101.688	101.688

Fuente: 1816 en base a Bolsar, MAE y otras fuentes

Este suceso, que se consideraba fundamental para sentar las bases de la recuperación económica, terminó siendo opacado por otra temática recurrente en esta columna: la cuestión cambiaria.

Las problemáticas que se originan a partir de la existencia de controles de capitales son diversas y crecen en magnitud a medida que la diferencia entre el tipo de cambio libre (o menos regulado) y el oficial aumenta.

Con una brecha de alrededor de 70% entre el CCL y el MULC, la pérdida de reservas por parte del BCRA para sostener la cotización del tipo de cambio oficial es dramática debido a la cancelación del financiamiento de importaciones, prefinanciamiento de exportaciones y deuda entre las filiales locales de multinacionales y sus matrices en el exterior: la deuda externa privada.

No existe una salida fácil e indolora a esta situación: si se eliminaran los controles de cambios y se deja flotar al peso, el tipo de cambio subiría con efecto sobre los precios al consumidor.

Si se desdobra el tipo de cambio (formalizando la existencia de un dólar financiero o libre) se podría redirigir algo de la demanda del MULC a un mercado que no implique pérdida de reservas. Con este esquema se podría influir sobre la brecha con operaciones de mercado abierto y morigerar algunos inconvenientes, pero un sistema híbrido no elimina los incentivos a no liquidar al oficial y el mercado esperaría la eventual unificación cambiaria.

La otra vía, que es la que eligieron los hacedores de política económica, es endurecer las restricciones para el acceso al mercado de cambios. Esto permite, por el momento, sostener el régimen cambiario vigente con una menor pérdida de reservas.

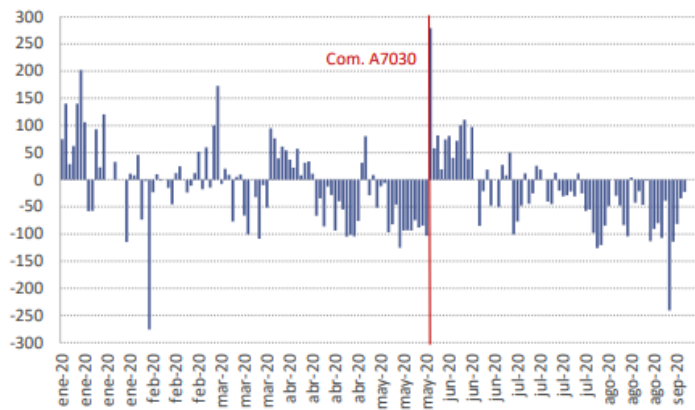
El problema es que no se trata de una solución permanente: las reservas no van a ampliarse en el corto plazo debido a la estacionalidad del comercio exterior, la brecha sigue en niveles elevados y el financiamiento externo corporativo para nuevos proyectos de inversión o para comercio exterior es impensable mientras haya una comunicación del BCRA que exige a las empresas reestructurar su deuda en moneda extranjera.

El talón de Aquiles de este esquema pensado para administrar la escasez de divisas es que la perpetúa en el tiempo. Toda medida que limite el acceso al mercado de

La información contenida en el este reporte ha sido elaborada por Nuevo Chaco Bursátil S.A. Sociedad de Bolsa ("NCHB") y por Nuevo Chaco Fondos Sociedad Gerente de Fondos Comunes de Inversión S.A. ("NCHF") en base a información pública. La misma es suministrada únicamente con fines orientativos y no supone recomendación ni sugerencia de inversión ni de asesoramiento de clase alguna, y bajo ninguna circunstancia se la podrá utilizar como oferta de compra o de venta en firme. NCHB y NCHF no asumirán ninguna responsabilidad por pérdidas o riesgos causados directa o indirectamente como consecuencia de la utilización, aplicación y/o errónea interpretación de la información de referencia. Es por ello que NCHB y NCHF esperan que los inversores tomen sus propias decisiones de inversión basadas en su propio juicio, sin depender del contenido del presente informe.



**Intervención diaria del BCRA en el MULC**  
millones de USD



Fuente: 1816 en base a BCRA

**Sebastián Aguilera**

Presidente

Nuevo Chaco Fondos

**Carlos Sommer**

Gerente General

Nuevo Chaco Fondos

Tel: 011-43932532

**Gustavo Cerezo**

Portfolio Manager

Nuevo Chaco Fondos

Tel: 011-43932532

cambios para acotar la pérdida de divisas genera presión sobre el tipo de cambio libre y, con el tiempo, más presiones sobre las reservas.

A diferencia de los meses pasados, en los que se podía pensar el acuerdo con los bonistas externos como un evento que podría desencadenar un cambio favorable en las condiciones financieras, hoy es difícil pensar qué evento podría propiciar un círculo virtuoso de entrada de capitales, reducción de la brecha cambiaria, acumulación de reservas y menores regulaciones cambiarias.

Sin esta convergencia virtuosa de los tipos de cambio oficial y libre, es razonable esperar que tarde o temprano el régimen cambiario actual mute hacia un esquema de desdoblamiento *de iure* o bien haya una depreciación brusca del tipo de cambio oficial.

Las versiones de desdoblamiento cambiario se habían instalado con fuerza en los medios de comunicación en las semanas anteriores, pero por el momento resultaron ser infundadas. Lo que es cierto es que si la economía va a crecer en 2021 por encima de un rebote técnico pospandemia, difícilmente sea en un contexto de estricto racionamiento de divisas ya que para producir y exportar es necesario también importar.

No es arriesgado asumir que el actual marco normativo en materia cambiaria no se mantendrá hasta diciembre de 2023. Durante estos meses el Gobierno negociará con el FMI la renovación del Acuerdo Stand By o su reconversión a un Extended Fund Facility, un acuerdo pensado para países con desbalances de balanza de pagos de mediano plazo que requieren de más tiempo (y reformas estructurales) para corregir.

Si se logra un acuerdo con el FMI, es de esperar que el mismo además de un horizonte de normalización de las finanzas públicas también traiga aparejado un régimen cambiario que no tenga costos tan altos en términos de actividad.

**Recomendación**

A los valores actuales recomendamos una cartera que sobrepondera la renta fija en moneda extranjera, especialmente AL35 en ley local y GD41 ley NY. Para la parte en pesos recomendamos letras provinciales para hacer tasa con corta duration.

La información contenida en el este reporte ha sido elaborada por Nuevo Chaco Bursátil S.A. Sociedad de Bolsa ("NCHB") y por Nuevo Chaco Fondos Sociedad Gerente de Fondos Comunes de Inversión S.A. ("NCHF") en base a información pública. La misma es suministrada únicamente con fines orientativos y no supone recomendación ni sugerencia de inversión ni de asesoramiento de clase alguna, y bajo ninguna circunstancia se la podrá utilizar como oferta de compra o de venta en firme. NCHB y NCHF no asumirán ninguna responsabilidad por pérdidas o riesgos causados directa o indirectamente como consecuencia de la utilización, aplicación y/o errónea interpretación de la información de referencia. Es por ello que NCHB y NCHF esperan que los inversores tomen sus propias decisiones de inversión basadas en su propio juicio, sin depender del contenido del presente informe.

