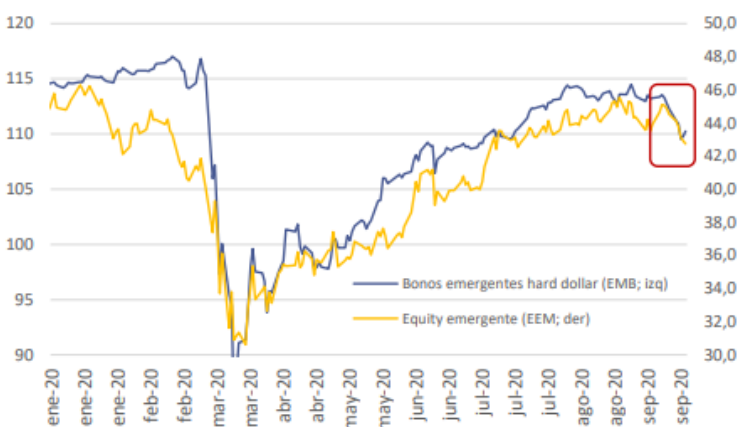


Índice S&P 500
valores diarios, último año



Fuente: Tradingview

Cotizaciones de ETF de Mercados Emergentes
valores diarios, año 2020



Fuente: 1816 en base a Reuters

Comentario semanal

Las acciones estadounidenses retomaron la corrección de principios de mes en un contexto de incertidumbre política y desaceleración de la recuperación económica.

El dato semanal de solicitudes de seguro de desempleo indica que el mercado laboral está empezando a estancarse mientras caduca la asistencia extraordinaria a los desocupados por la pandemia.

Tampoco hay avances en cuanto al tratamiento legislativo del paquete de estímulo fiscal. Es de esperarse que aumente la tensión entre oficialismo y oposición estadounidenses con la intención del Partido Republicano de avanzar en la designación de un nuevo juez o jueza de la Corte Suprema a un mes de las elecciones presidenciales.

En Europa comienza una segunda ola de infecciones de la pandemia, como era anticipado, a medida que el hemisferio norte comienza a atravesar el período de estacionalidad alta de enfermedades respiratoria y todavía faltan meses para que la vacuna sea una realidad.

En este contexto, el Dólar Estadounidense se recupera tanto en relación con las monedas desarrolladas como a las emergentes. Todas las clases de activos emergentes han tenido un mes para el olvido y ese trasfondo contribuyó, junto con múltiples factores idiosincráticos, a la aguda corrección en acciones, bonos y moneda argentinos.

Mercados dislocados

Hubiese sido difícil imaginar que a poco más de un mes de cerrar una histórica renegociación de la deuda externa, con 90% de adhesión y 99% canjeado gracias a las CAC, el Merval habría caído 25% en dólares, las paridades de los flamantes bonos 10 puntos porcentuales y el dólar CCL 20 pesos arriba.

No tiene sentido afirmar que los fundamentos de la macroeconomía argentina hayan cambiado para peor (ni para mejor) en los últimos 30 o 45 días.

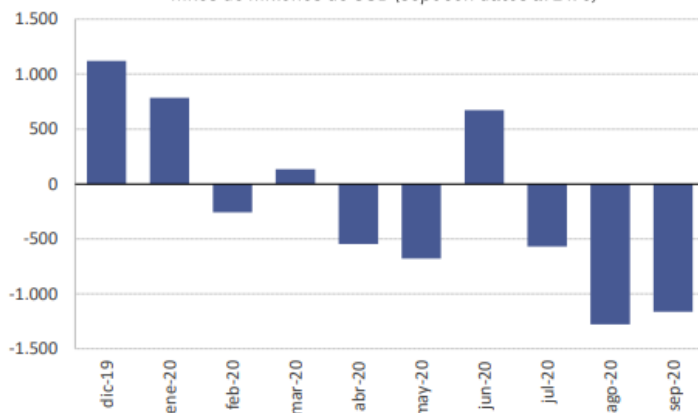
Lo que explica este movimiento es el creciente nerviosismo de los inversores, especialmente los no residentes con activos locales y denominados en pesos, ante las señales mixtas con respecto a los temas pendientes que van más allá de la operación de reestructuración.

Brecha entre FX paralelos y oficial
(series diarias)



Fuente: 1816 en base a Ambito y Reuters (para blue tomamos offer)

Compra neta de divisas del BCRA
miles de millones de USD (sept con datos al 21/9)



Fuente: 1816 en base a BCRA

Presupuesto 2021 supone que de hoy a Dic-21 el BCRA le girará al Tesoro \$1.870 mil millones (montos en ARS miles de millones)

Transferencias de Pesos del BCRA al Tesoro Nacional (en ARS miles de millones)	Números incluidos en el Presupuesto 2021				
	AÑO 2020			AÑO 2021 (Presup)	RESTO 2020 + 2021
	YTD hasta el 14/sep (dato)	Resto 2020 (residuo)	TOTAL 2020 (Presup)		
Adelantos Transitorios	534	103	637	400	503
Utilidades BCRA	1.040	567	1.607	800	1.367
TOTAL	1.574	670	2.244	1.200	1.870
Fuente: 1816 en base a Presupuesto 2021			% de Base Monetaria actual (11-Sep)		82,0%

Un problema que amplifica la volatilidad y genera retroalimentación negativa ante cualquier movimiento de mercado es que la creciente segmentación de los mercados hace que sea muy difícil no sólo operar sino intermediar y brindar liquidez a los distintos mercados que efectivamente están dislocados e inconexos.

Es por esto que no son necesarios grandes flujos compradores o vendedores para mover los precios, sino que simplemente hace falta que un puñado de inversores quiera salir de activos argentinos (y que los compradores se corran) para que las pantallas den una voz de alarma que no se corresponden con lo que sucede en la "economía real."

Tanto los mercados de divisas como los mercados de tasas en pesos están cada vez más segmentados y se pierden relaciones y posibilidad de arbitraje. En el caso del tipo de cambio, el dólar financiero libre (en sus distintas variables) sería excesivamente alto si se toma en cuenta cual sería el tipo de cambio necesario para que la cuenta corriente sea superavitaria. Pero los inversores de cartera no residentes que quieren cerrar posiciones en pesos no miran los flujos de importaciones y exportaciones en el mediano plazo así como los exportadores e importadores participan en un mercado de cambios distinto.

El gran problema es que una brecha amplia entre el dólar libre y el MULC, aunque no influye directamente en los precios al consumidor, tiene efectos indirectos nocivos para la economía tanto en el corto (desincentiva prefinanciamiento de exportaciones y financiamiento de importaciones e incentiva la cancelación de deuda externa privada) como en el mediano y largo plazo (dificulta el horizonte de planeamiento de inversiones de empresas transnacionales en el país).

Asimismo, los esquemas de racionamiento y segmentación de mercado de tasas en pesos (límites a la emisión de LELIQ con remanente yendo a países pasivos a rendimientos menores) hacen que la Tasa de Política Monetaria sea una variable principalmente simbólica que, sin cambios a la estructura de tasas, no influye en las decisiones de ahorro e inversión de las personas.

El éxito en la reestructuración de la deuda podría haber sido un punto de partida para un proceso de gradual normalización de las condiciones financieras y convergencia de los tipos de cambio. Con las crecientes restricciones a la operatoria, esa oportunidad dejó de existir.

La información contenida en 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.



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

Es lógico que el Gobierno quisiera evitar una depreciación brusca del tipo de cambio oficial por su impacto social, efectos distributivos y sobre la dinámica de precios al consumidor. También es cierto que la pandemia representa un conjunto de condicionamientos inéditos a la política económica y a la economía política de la Argentina, que incluye pero no se limita a la necesidad de financiamiento al Tesoro por parte del BCRA.

Se puede acudir a distintos recursos (activación del swap con el Banco Central de China, entre otras) para sostener el status quo en el tiempo. Pero sin mercados financieros y cambiarios funcionales, es difícil pensar una recuperación económica en 2021 más allá del rebote técnico pospandemia.

Lo bueno, dentro de todo, es que el Gobierno actual ya ha tenido una experiencia positiva de reconstrucción de un mercado financiero: el de deuda soberana en pesos tras las secuelas del reperfilamiento de agosto de 2019.

Repetir un logro similar, pero en el mercado de cambios, sería un desafío en una escala considerablemente mayor. No solo por la magnitud del mercado, sino principalmente por los intereses y los objetivos contrapuestos que entran en juego.

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.