

## Comentario semanal

Los mercados globales siguieron operando con una volatilidad elevada al compás de la evolución del conflicto en Europa oriental, las tentativas de encontrar una solución diplomática y las percepciones de los inversores y analistas en torno a los dichos y las acciones de los principales actores.

El momento de mayor en los mercados fue el mismo **lunes 7**, cuando los índices accionarios buscaron nuevos mínimos tras el fracaso de las primeras negociaciones de paz, la intensificación de los ataques y la profundización de las sanciones y embargos comerciales.

En lo que restó de la semana, los mercados mostraron signos de estrés relativamente menores, respondiendo a diversos factores: la admisión del presidente ucraniano de que está dispuesto a resginar su aspiración de unirse a la OTAN y debatir la situación de los territorios separatistas, la continuidad de las negociaciones diplomáticas y el acuerdo por un alto al fuego humanitario en las ciudades bajo ataque.

La situación es altamente incierta y los vaivenes en los mercados, tanto de un día para el otro como intradiarios, reflejan la incertidumbre inherente a un conflicto de enormes consecuencias.

Los días **lunes** y **martes** marcaron el techo de los *commodities*, con el petróleo WTI alcanzando los 130 dólares y el trigo Chicago acercándose a los 500 dólares por tonelada. En los días subsiguientes la presión sobre esos mercados aflojó, pero los precios siguen considerablemente por encima de los valores de mediados de febrero.

A partir del **miércoles**, la renta variable a nivel global se estabilizó, mientras que las tasas de Treasuries sostuvieron una recuperación que llevó a la de 10 años a rendir nuevamente 2% anual.

El dato de inflación estadounidense de febrero, difundido el día **jueves**, dio sustento al movimiento en las tasas: la inflación mensual se aceleró a 0,8% y la interanual a 7,9%. La suba de precios de materias primas y productos intermedios como consecuencia de las trabas comerciales y disrupciones logísticas producto de la guerra en Ucrania sin dudas harán que la dinámica

### ETF Estados Unidos, Europa y Emergentes

valores diarios, último año, base 100  
verde: SPY, azul: IEUR, naranja: EEM



Fuente: Refinitiv

### Tasa de Treasuries a 10 años

valores diarios, último año



Fuente: Tradingview

### Futuros de petróleo crudo WTI

valores diarios, último año



Fuente: Tradingview

inflacionaria será aún más compleja en los próximos meses.

Más allá de la sorpresa inflacionaria de la semana pasada, el mercado de futuros de tasas sigue anticipando una suba de 25 puntos básicos en la reunión del FOMC de esta semana. Lo que está debatiendo el mercado es si en todo el año 2022 las tasas subirán 150, 175 o 200 pbs.

### Un acuerdo para evitar el mal mayor

Durante la sesión del jueves 10, la Cámara de Diputados dio media sanción al proyecto de ley que aprueba el nuevo acuerdo con el FMI. Con una amplia mayoría, aunque más votos de la oposición que del oficialismo, la cámara baja aprobó el proyecto de ley consensuado con la oposición: no se aprueba el contenido del programa económico sino el refinanciamiento del Acuerdo Stand By firmado en 2018.

Ninguna de las partes hace esfuerzo alguno en ocultar que renegociar un programa con el FMI se trata de una situación en la que, si pudieran, elegirían no estar. Pero la urgencia de la situación llevó a la gran mayoría de los involucrados, más allá de sus posibles diferencias políticas e ideológicas, a coordinar sus acciones en pos de evitar el mal mayor que implicaría el default al FMI.

El programa en sí es sorprendentemente laxo: un programa de Facilidades Extendidas (EFF) sin reformas estructurales es inédito. Las metas fiscales marcan un sendero razonable hacia el equilibrio fiscal, pero al menos en el material oficial no hay precisiones en cuanto a la manera en la que se alcanzarán.

El déficit fiscal primario de 2021 fue 3% del PBI, la meta para 2022 es 2,5% y para el 2023 1,9%. La segmentación de tarifas de servicios públicos y una reducción de subsidios por 0,5% del PBI no alcanzan por sí solas, ya que en 2021 el Tesoro contó con 0,5% del PBI en concepto de Aporte Solidario y Extraordinario (impuesto a las grandes fortunas) que por su naturaleza no representa un ingreso recurrente.

Por ende, el Tesoro deberá encontrar una fuente alternativa de ingresos (o recorte equivalente del gasto público) si desea alcanzar esa meta. Otro problema para el programa económico es el impacto del conflicto en

### Sensibilidad de importaciones y subsidios energéticos al precio internacional del GNL

Año	Precios GNL	Impos GNL (USD mm)	Subsidios energéticos	
			USD mm	% PBI
2021	8,3	1.096	10.884	2,30%
	8,3	1.096	10.072	1,79%
	10,0	1.316	10.292	1,82%
	20,0	2.631	11.608	2,06%
2022	30,0	3.947	12.924	2,29%
	40,0	5.263	14.239	2,52%
	50,0	6.579	15.555	2,76%
	60,0	7.894	16.871	2,99%
	70,0	9.210	18.186	3,22%
	80,0	10.526	19.502	3,46%

Supuestos: tarifa de energía pagada por usuario sube 48% promedio en 2022 (acuerdo FMI), FX oficial sube 30% promedio (no Dic vs. Dic), PBI nominal sube 55%, importaciones GNL en volúmen no cambian vs 2021, costo en dólares de producir energía 2022 vs 2021 se modifica solo por la porción GNL. Fuente: 1816

**Precio del GNL en Europa (TTF) y Asia (JKM)**  
 Precio en dólares por MMBtu (contratos de futuro)



Fuente: 1816 en base a diversas fuentes

Europa sobre los precios del gas natural en los orígenes desde los cuales nuestro país importa GNL en invierno.

En el plano monetario, el programa limita el financiamiento monetario del tesoro a 1% del PBI (en 2021 fue 3,7%). Lo que a primera vista luce como una meta bastante estricta, en la práctica no lo es: como no hay metas de agregados monetarios, el BCRA puede dejar vencer LELIQ y/o renovar menos pasivos pasivos y dejar que esos pesos excedentes financien nuevas emisiones de Letras del Tesoro.

Esto mejoraría el balance del BCRA y pondría el costo fiscal del financiamiento "sobre la línea", con el Tesoro en vez del BCRA haciendo frente al costo financiero de los intereses por renovar el stock de deuda.

Pero, más allá de la diferencia entre riesgo de crédito soberano y cuasifiscal, en términos monetarios es lo mismo que el BCRA imprima pesos, los transfiera al Tesoro y luego absorba la liquidez que imprimir pesos dejando vencer deuda cuasifiscal para que luego el Tesoro capture en el mercado la liquidez excedente.

Es por esto que podemos decir que el programa del FMI no le quita muchos grados de libertad ni condiciona a los hacedores de política económica de cara a los próximos dos años. La gran ventaja es que permite a todos los actores involucrados evitar un escenario de estrés económico, financiero y político. El defecto es que, en su forma actual y sin mayores precisiones sobre el devenir de la política fiscal, no ofrece claridad con respecto a una convergencia al equilibrio en las cuentas públicas.

En el corto plazo, asumiendo la aprobación en la cámara alta, el escenario de corto plazo para la renta fija debería ser constructivo tanto en moneda local (colocaciones a corto plazo devengan tasas muy altas) como moneda extranjera (paridades muy atractivas).

### Recomendación

A los valores actuales recomendamos una cartera de renta fija 30% en pesos y 70% en moneda extranjera, especialmente GD30 y GD41. En pesos recomendamos letras provinciales y LEDES para hacer tasa con corta duration. LECER y Boncer con vencimiento en finales de 2022 y 2023 son muy buenas alternativas considerando la evolución reciente del IPC.

#### Luciana Farías

Presidente

Nuevo Chaco Fondos

Nuevo Chaco Bursátil

#### Carlos Sommer

Gerente General

Nuevo Chaco Fondos

Tel: 0-800-555-6243 int. 2874

#### Gustavo Cerezo

Gerente

Nuevo Chaco Fondos

Tel: 0-800-555-6243 int. 2873

#### Franco Di Benedetto

Portfolio Manager

Nuevo Chaco Fondos

Tel: 0-800-555-6243 int. 2877