

## Índice S&P 500

valores diarios, último año



Fuente: Tradingview

## Diferencial de rendimientos Treasuries 10-2 años

valores mensuales, últimos 30 años



Fuente: Tradingview

## Inflación implícita en Treasuries a 5 años

valores diarios, último año



Fuente: Tradingview

## Comentario semanal

Los mercados globales siguieron asimilando el dato positivo de inflación estadounidense de la semana anterior, que sigue apuntalando a acciones, Treasuries largos y bonos emergentes. A su vez, las repetidas declaraciones de los oficiales de la Fed con respecto al devenir de la política monetaria en los próximos meses llevan a las tasas cortas a niveles cercanos a los máximos de principios de mes.

Los Treasuries a 2 años ya rinden 68 puntos básicos más que sus pares de 10 años. Una curva de rendimientos tan invertida es inédito en tiempos recientes y, aunque el mero hecho de que la pendiente sea negativa no es un predictor infalible de recesión, es imposible que una inversión de esta magnitud deje de llamar la atención.

Si la curva invertida no es señal de alarma, al menos en lo inmediato, es porque la última pata bajista de las tasas largas se dio principalmente por una caída en la inflación implícita más que por una caída de la tasa real.

El mercado intenta convencerse de que la Fed podrá realizar exitosamente el acto de equilibrio de sostener una política monetaria contractiva por un tiempo para controlar definitivamente la inflación pero sin llegar al punto de generar una recesión a nivel global.

Parece demasiado pedir, pero este es el escenario que justificaría una curva de rendimientos crecientemente invertida sin que la renta variable busque nuevos mínimos de dos años.

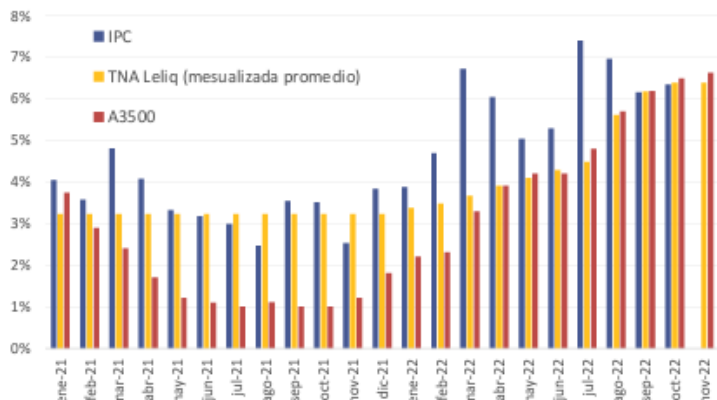
## La "draghineta" y nueva vuelta en la carrera nominal

Con el dato de inflación de octubre de 6,2% observamos que, por primera vez en el actual régimen cambiario, la depreciación del tipo de cambio oficial superó en la carrera nominal tanto a la inflación como a la tasa de política monetaria por dos meses consecutivos.

En los últimos tres meses, la convergencia de las principales variables nominales ha sido notable, aunque la misma se ha dado en niveles muy superiores a los de 2021 y el primer semestre de 2022.

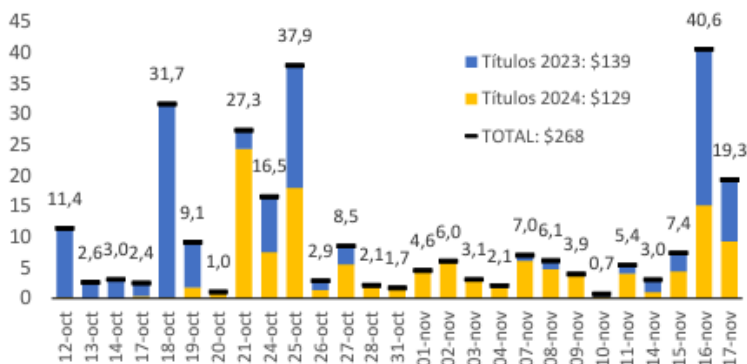
La contracara de esta mayor estabilidad de los precios relativos, además de una mayor nominalidad, ha sido la creciente segmentación y racionamiento de los mercados de divisas.

Carrera entre inflación, tasa y tipo de cambio oficial (serie mensual)



Fuente: 1816 en base a BCRA e INDEC

Compras estimadas de soberanos Pesos en el mercado secundario por parte del BCRA, en ARS miles de millones (proxy en base a volúmenes MAE T+2 a los Precios bid BCRA)



Fuente: 1816 en base a MAE

Rendimiento histórico de TX24 y TX26 (serie diaria)



Fuente: 1816 en base a precios BYMA

La redirección de parte del comercio exterior al dólar MEP no es más que otro paso en la dirección hacia un desdoblamiento cambiario *de facto*, en el que el volumen de operaciones que toman al tipo de cambio oficial mayorista como referencia va declinando gradualmente.

Medidas que en el corto plazo son necesarias para resguardar las manguantes reservas netas, en el mediano plazo reducen la relevancia del "A" 3500 y corren el riesgo de fomentar una mayor brecha cambiaria que agrava los problemas subyacentes que generan la escasez de divisas.

Es difícil saber determinar a ciencia cierta en qué medida la suba del tipo de cambio financiero de la semana pasada se debió a i) esta nueva fuente de demanda, ii) a la actualización del tipo de cambio (que venía estable en términos nominales desde hace dos meses) por la inflación pasada y iii) a las inquietudes con respecto a la deuda soberana en pesos.

Desde hace cinco meses, el BCRA resolvió mantener una presencia permanente en el mercado de letras y bonos del Tesoro Nacional en pesos para evitar que desarmes de posiciones de inversores institucionales cierren el mercado de deuda local. Tras unos días de vacilación, el compromiso con el que la autoridad monetaria defendió esa clase de activos recuerda al discurso del entonces presidente del BCE, Mario Draghi, cuando dijo que haría "lo que hiciera falta" para preservar el Euro.

Luego de compras masivas en junio por más de un billón de pesos, hasta octubre el BCRA casi no había tenido que intervenir. Pero desde el 12 de octubre las compras oficiales volvieron a ser necesarias. En los primeros 30 días fueron aproximadamente 200 mil millones de pesos, mucho menos que el billón de junio pero casi 5% de la base monetaria.

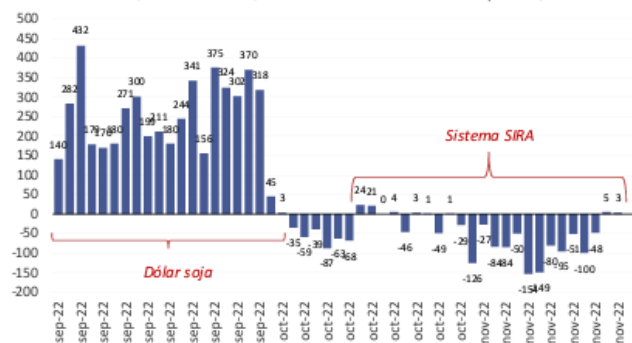
Mientras la "scaloneta" jugaba el último amistoso en la previa del Mundial de Qatar, la "draghineta" tuvo que calentar sus motores: el miércoles 16 compró 40 mil millones de pesos en bonos con vencimiento entre 2023 y 2024.

Que el volumen de ventas de bonos al BCRA se haya reducido en las ruedas posteriores disipa cualquier preocupación en lo inmediato. Pero no deja de tratarse de otra semana en la que no hay señales de recomposición de la demanda de estos activos, otra semana más en la marcha inexorable hacia un segundo trimestre de 2023 en

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.

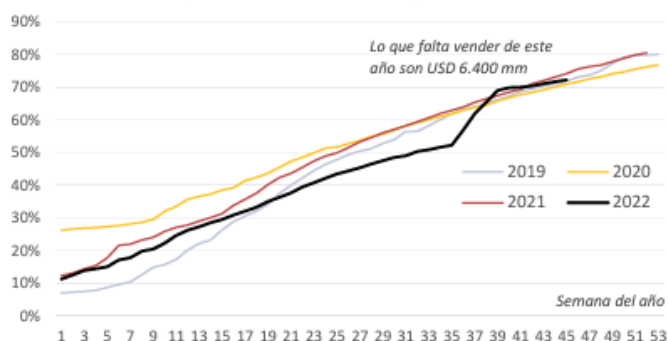


**Intervención diaria del BCRA en el MULC**  
(millones de USD; últimos 3d en base a estimación privada)



Fuente: 1816 en base a BCRA

**Cosecha de soja vendida por productores a industria o exportadores como % de producción anual**



Fuente: 1816 en base a la Secretaría de Agricultura

**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

el que el refinanciamiento de la deuda tendrá una importancia crítica.

En lo que queda del año, alcanzará con algo de flexibilidad por parte del Tesoro para conseguir la renovación de los vencimientos: sigue sin ofrecer papeles ajustados por CER y pasó a mostrar bonos 2027 computables como encajes para bancos, pero con el aliciente de una tasa variable (en lugar de tasa fija como el anterior TY27).

Pero más allá de estos nichos, es difícil pensar qué puede ofrecer el Tesoro que resulte atractivo al mercado si ya existen instrumentos en moneda local ajustados por inflación, por el tipo de cambio oficial y hasta duales (por la más favorable de las dos cláusulas de ajuste).

El BCRA no se “quedará sin reservas” ya que las autoridades económicas han demostrado capacidad de reacción y pragmatismo para administrar la escasez, alternando incentivos con restricciones. Lo que estresará al sistema en los próximos trimestres no serán las cantidades sino los precios, en especial los precios que no se pueden controlar directamente.

Luego de tres meses de estabilidad, el tipo de cambio financiero volverá a ser una variable cuya evolución deba ser monitoreada de cerca como un indicador del grado de salud o deterioro del esquema macroeconómico.

Recomendación

A los valores actuales recomendamos una cartera de renta fija 25% en pesos y 75% en moneda extranjera, especialmente GD35 y GD41. En pesos recomendamos letras provinciales para hacer tasa con corta duration.

Para aquellas carteras con horizontes de inversión de largo plazo y que estén dispuestas a asumir el riesgo de inversiones en renta variable, los CEDEAR de ETF son alternativas válidas para diversificar el riesgo argentino.

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.

