

# Analytico

Ricardo Delgado - Rodrigo Álvarez  
Directores

## EL DÓLAR DÉBIL A NIVEL GLOBAL, UNA OPORTUNIDAD

**La decisión de la Reserva Federal de los Estados Unidos de mantener la tasa de interés en un piso histórico para estimular la economía norteamericana es una oportunidad para economías como la argentina. Un dólar débil en el mundo asegura mayores oportunidades para acceder al crédito y flujos de capitales dispuestos a ir hacia las economías emergentes. A su vez, puede sostener una tendencia alcista en el precio de las commodities para los próximos meses, una buena señal para la futura campaña agrícola.**

- En abril, el Covid-19 provocó el mayor desempleo de la historia de los Estados Unidos (23,1%). Si bien pudo haberse producido una sobrerreacción inicial dada la flexibilidad del mercado laboral norteamericano, el impacto de la crisis es innegable. En agosto se ubicó en 8,4%, y a pesar de ser el cuarto mes a la baja, hay cerca de 11 millones de puestos de trabajo menos que en febrero.
- Para contener el efecto de la crisis, el gobierno norteamericano aprobó a fines de marzo un paquete de estímulo cercano al 11% de su PBI (USD 2,3 billones) denominado *CARES Act*. En consecuencia, el déficit fiscal este año será de 16% del PIB, el más alto desde 1945.
- En este contexto, la FED anunció el 27 de agosto un cambio importante de política. Sacrificará el objetivo de tasa de inflación (2%) para proseguir con una estrategia de tasas de interés bajas (0,7% para el bono a 10 años) durante un tiempo considerable. Recuperar el nivel de empleo es también una prioridad para la política monetaria estadounidense.

## LOS BONOS DEL TESORO, EN PISOS HISTÓRICOS

Rendimiento del bono del Tesoro de Estados Unidos a 10 años

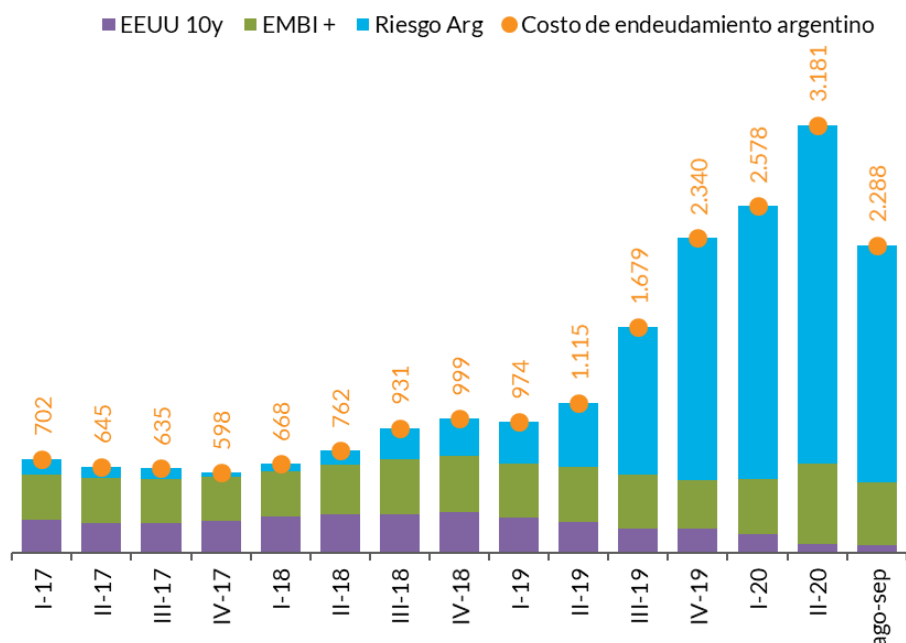


Fuente: Analytica en base a Federal Reserve Bank of St. Louise.

- Un horizonte de tasas de interés bajas por varios años genera oportunidades para financiar la recuperación de la actual crisis en economías como la argentina.
- ¿Cómo impacta la política de la Fed? El costo de endeudamiento de los gobiernos se calcula como una sobretasa respecto de los bonos del Tesoro de los Estados Unidos. Ese diferencial es el riesgo país (EMBI). En la Argentina hoy promedia 22%, y declinará fuertemente a partir del éxito del canje de deuda, pero sin llegar a los niveles de Brasil (3%), Colombia (2,5%) o Perú (1,1%), por citar algunas economías de la región.

## MEJORA EL COSTO DEL ENDEUDAMIENTO

Proxy de la prima de riesgo de la Argentina a 10 años en puntos básicos.



Fuente: Analytica en base a Federal Reserve Bank of St. Louise y JP Morgan Chase.

## UNA PEQUEÑA PUERTA AL CRÉDITO

- Nuestras recurrentes crisis y la actual fragilidad de la economía implican un costo de endeudamiento elevado en dólares. De todas formas, la confirmación de que la FED no aumentará las tasas es una buena noticia que abre oportunidades.
- 
- La caída en el costo del financiamiento en dólares puede ser aprovechado por las provincias y las empresas argentinas, dado que el gobierno nacional fue categórico respecto de su decisión de no volver a los mercados financieros internacionales durante la gestión de Alberto Fernández.
- 
- Durante el gobierno anterior, de la mano del regreso a los mercados financieros internacionales por parte del sector público nacional, las empresas aumentaron considerablemente sus deudas en dólares; entre 2016 y 2019 se realizaron 114 colocaciones por un total de USD 15.100 millones, a una tasa promedio del 7,6%<sup>1</sup>.
- 
- El 67% de la deuda privada en moneda extranjera provino del sector energético, 22% de la industria, 10% del sector financiero y apenas 1% del agro. Este último fue casualmente el que promedió el endeudamiento más barato, a una tasa del 7%, mientras la industria lo hizo al 7,3% y los otros dos sectores al 7,7%.
- 
- Es difícil imaginar que en el corto plazo las empresas puedan volver a financiarse a esas tasas. La prima oscila siempre alrededor del rendimiento de los bonos soberanos. En consecuencia, saldrán a buscar financiamiento en dólares aquellos proyectos cuya rentabilidad sea tal que pueda compensar un costo financiero del orden de 11%. En nuestra visión, apenas el sector energético está en condiciones de afrontar estos niveles de tasa.
- 
- Por su parte, entre 2016 y 2018, 14 provincias (Buenos Aires, Chubut, Córdoba, Entre Ríos, Jujuy, La Rioja, Mendoza, Neuquén, Río Negro, Santa Fe, Tierra del Fuego, Chaco, Ciudad de Buenos Aires, y Salta) hicieron 31 colocaciones de deuda en dólares por un total de USD 12.300 millones, a una tasa promedio del 7,7%. Actualmente sólo Santa Fe y la Ciudad de Buenos Aires no están reestructurando esos pasivos.
- 
- Durante el próximo año algunas provincias podrían aprovechar el bajo costo del financiamiento internacional a través de algunas líneas de créditos específicas. Por ejemplo, destinadas a fondar sectores que le garanticen futuros ingresos de divisas.

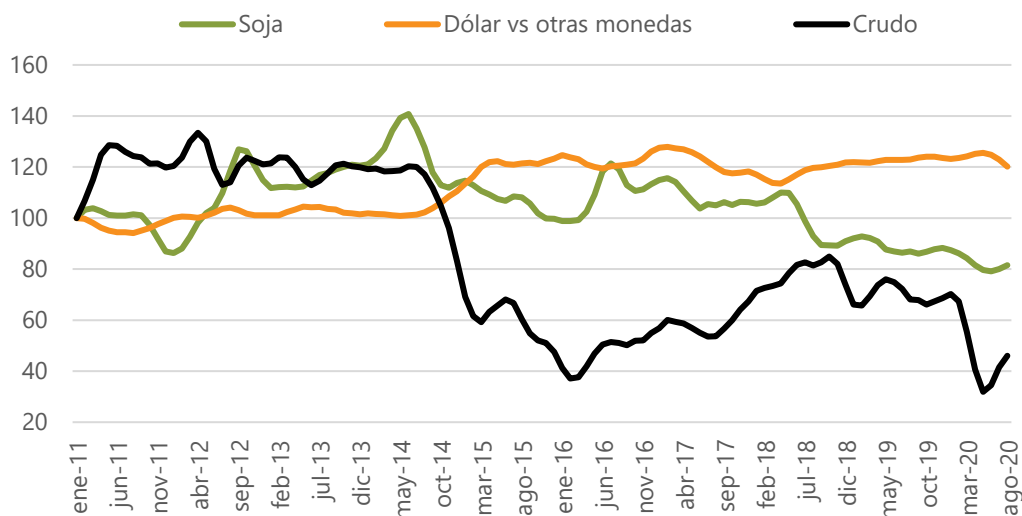
<sup>1</sup> El cálculo se realizó a partir del promedio ponderado de los cupones sobre todas las emisiones.

## ¿REACCIONAN LAS COMMODITIES?

- **La otra cara de las bajas tasas internacionales es el dólar débil.** Medido contra una canasta de monedas<sup>2</sup>, ya comenzó a reaccionar a la baja. En un contexto normalizado a nivel global, eso implicaría esperar un aumento en el precio de los *commodities* en los próximos años. Y así un aumento en el valor de nuestras exportaciones. Sin embargo, la recesión y los cambios de hábitos a partir del Covid-19 no nos permiten ser optimistas al respecto.
- El índice de precios de materias primas, sin oro, que elabora el FMI aún se encuentra 9% abajo respecto de los valores pre-pandemia. En julio (último dato disponible) creció 4% mensual, mientras en los dos meses anteriores lo hizo al 10%. A su vez, la dinámica es muy heterogénea entre los distintos sectores. Entre mayo y julio el precio del poroto de soja aumentó al 2%, mientras los metales subieron 6% y el crudo, 23%.
- En agosto se confirmó una ralentización en la recuperación de las commodities. El precio de la tonelada de soja aumentó 1% mientras el barril de crudo 3,5%.

### DÓLAR, EN MÍNIMOS DESDE 2018

-medias móviles 3 meses, enero 11=100-



Fuente: Analytica en base a FMI y Bloomberg.

- En suma, el cuadro de situación fiscal y monetaria de los Estados Unidos ofrece oportunidades desde el canal financiero (deuda corporativa y provincial). Del nuevo acuerdo con el FMI y el ordenamiento de la macro va a depender la capacidad de aprovechar este modesto empujón externo que podría perfilarse, al menos, para lo que resta del actual mandato de gobierno.

<sup>2</sup> Índice DXY que contiene al Euro, Yen japonés, Libra Esterlina, Dólar Canadiense, Corona sueca y Franco suizo.