



Analytico

23 de febrero de 2020

N° 543



DIRECTORES

Ricardo Delgado
Rodrigo Álvarez



ECONOMISTA JEFE

Santiago Gambaro

analytica

en todas tus decisiones



EN BUSCA DE LOS DÓLARES PERDIDOS

Mientras que el análisis de corto plazo gira en torno de la reestructuración de la deuda, pasado ese horizonte nos topamos con la necesidad de pensar cómo se sigue. Independientemente del resultado del canje, la Argentina pasará varios años fuera del mercado de crédito, mientras continúa pagando al FMI y los nuevos compromisos renegociados con privados. Para ello necesitará dólares y para conseguirlos dependerá del superávit comercial, inexorablemente.

ESTANCADOS HACE UNA DECADA

El viernes pasado se dieron a conocer los datos del intercambio comercial argentino que publica el INDEC para el mes de enero. El mismo arrojó un saldo comercial positivo (USD 1.000 M) y superior al de un año atrás (USD 400 M), producto de una caída en las importaciones (-16%) debido a la recesión. Las exportaciones, por su parte, se mantuvieron estables (-0,8%). Si bien la evolución de los precios es importante, el análisis general del comercio exterior pasa la evolución de las cantidades.

Hoy se exportan las mismas cantidades que en 2011. Con la excepción de bienes primarios (venden 25% más al exterior) el resto de los sectores, especialmente industria y combustibles, muestran en esta década una performance bastante pobre. La estructura exportadora argentina, al primarizarse, ha aumentado su vulnerabilidad ante cualquier shock internacional y en las condiciones actuales, no permite generar los dólares necesarios para retomar el crecimiento sin restricciones en el sector externo.

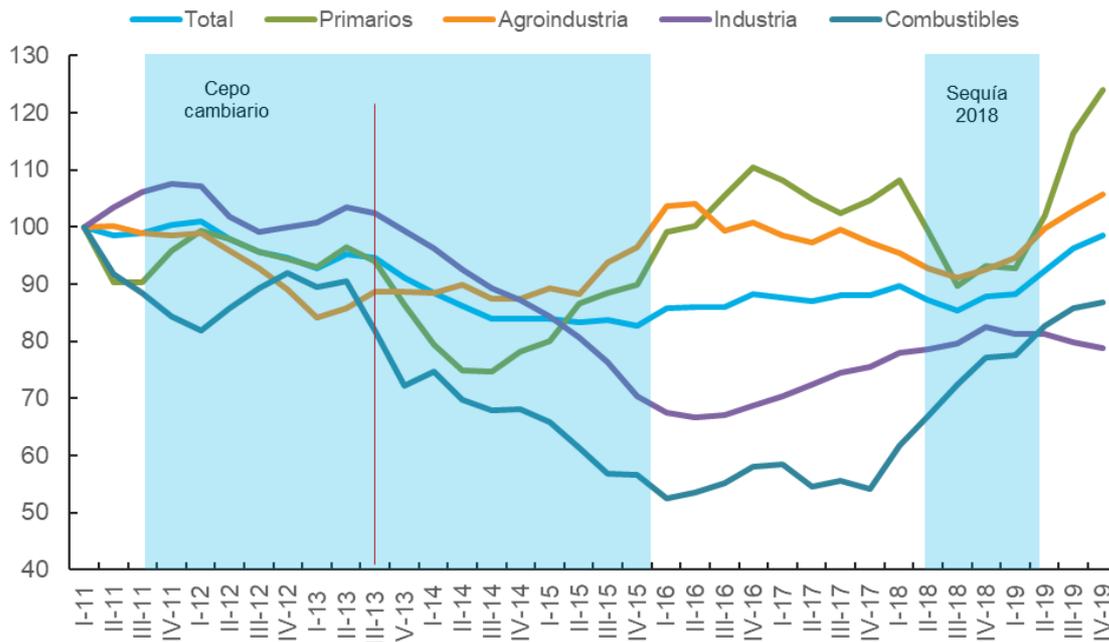
¿Cuál debería ser entonces la política comercial argentina? Apostar a un nuevo ciclo favorable de precios de las exportaciones es riesgoso porque se depende de factores que no se pueden controlar. Como se dice siempre, es necesario diversificar la matriz exportadora y apostar a las cantidades, pero para eso se requiere facilitar liquidez y mantener el tipo de cambio real.

Las exportaciones caen sistemáticamente desde 2013, año en el cual se intensificó el cepo cambiario. A su vez, dentro del agregado, las manufacturas son las que explican prácticamente toda la caída. ¿Por qué razones?

Son cuatro los factores fundamentales:

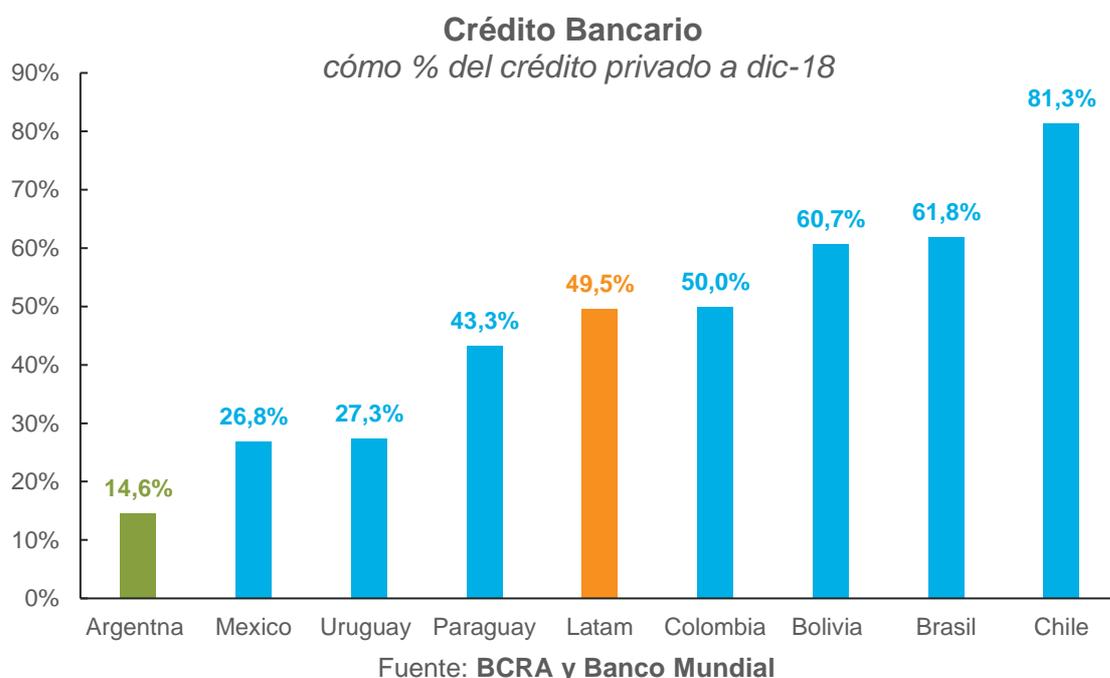
- Control sobre las importaciones
- Apreciación del tipo de cambio real
- Escasez de financiamiento
- Recesión de Brasil

Cantidades exportadas, 2011-2019
media móvil 4 trimestras, base I-11 = 100



Fuente: Analytica en base a INDEC

- i) El control de las importaciones afectó la dinámica exportadora a partir de 2013, en especial la industria, porque no está integrada toda su cadena de valor y necesita importar bienes intermedios, insumos y piezas. La implementación excesiva de regulación contribuyó a la caída.
- ii) El tipo de cambio real es el principal componente de competitividad por los costos en dólares. La política de atrasar el dólar jugó en contra desde 2011 y luego se profundizó hasta 2015.
- iii) Brasil es el principal destino de la mayor parte de las exportaciones industriales. Su economía atravesó un largo período recesivo entre 2014 y 2017 y su recuperación sigue siendo muy lenta.
- iv) Las firmas necesitan acceso al financiamiento bancario para exportar y al financiamiento externo para mantenerse en los mercados. Este es el principal componente que resta ventaja sobre otros países a la hora de exportar. Mientras que Brasil, por ejemplo, tiene un banco de desarrollo que ofrece a las empresas financiamiento a tasas en dólares menores a un dígito, la Argentina directamente carece de crédito en esa moneda. Recuperar la liquidez para financiar a empresas exportadoras es la clave para aumentar sus probabilidades de éxito.



Es imprescindible por la existencia de costos fijos asociados a la exploración de nuevos mercados, adaptación de las exigencias y estándares de otros países. La falta de financiamiento y un entorno macroeconómico inestable determinan que sólo exporten las empresas con un nivel de competitividad extremadamente alto, este factor prácticamente excluye a las pequeñas empresas, más intensivas en empleo.

La capacidad de revertir la situación es limitada por la falta de dólares en los bancos producto de la corrida de 2019. Sin embargo, el Banco de la Provincia de Buenos Aires tomó la iniciativa con la línea de crédito Repyme para financiar exportaciones hasta 6 meses. Aunque el monto por ahora es bajo (hasta USD 40.000 por empresa) la tasa en dólares es atractiva (4% n.a.).

Hasta mediados de 2013 había cepo cambiario, leve control de importaciones y un tipo de cambio más apreciado, pero había financiamiento en moneda extranjera y las exportaciones aún tenían buen dinamismo. Hoy el tipo de cambio real es alto y no hay espacio para la apreciación ante el cierre del crédito internacional, incluso ante una buena perspectiva de canje de deuda; resta sólo garantizar el financiamiento doméstico y mantener el flujo de importaciones en la cuenta corriente. En particular, entre 2013 y 2015 los controles a las importaciones se intensificaron y el mercado de crédito se secó; ambos factores son claves en la etapa post canje. Es también central que Brasil mejore sus perspectivas de crecimiento para 2020¹. El momento para planificar es este.

¹ Tanto los reportes de mercado como el Banco Central de Brasil y el FMI elevaron la proyección de crecimiento de Brasil a 2,2% para 2020, en función de un mejor arrastre estadístico y mayor demanda. Ver último Informe de Política Monetaria de BCRA. De todos modos, estas proyecciones han sido sistemáticamente revisadas a la baja en los últimos diez años.
<http://www.bcr.gov.ar/Pdfs/PoliticaMonetaria/IPOM0220.pdf>

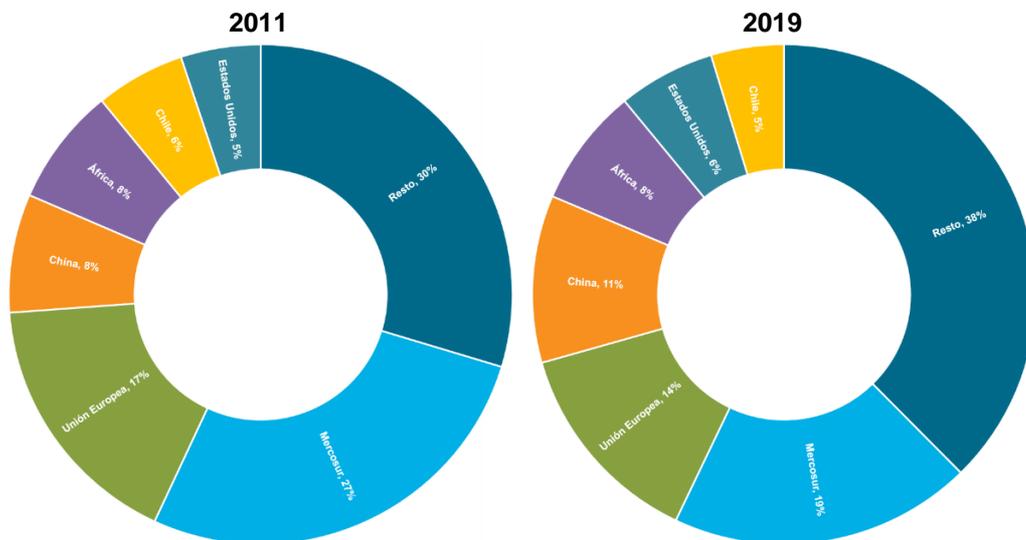
¿QUÉ HACER Y HACIA DÓNDE EXPORTAR?

Las manufacturas representan, aproximadamente, el 30% de las cantidades exportadas (llegaron a representar el 40% en 2013) y son altamente generadoras de empleo de calidad y valor agregado por su encadenamiento productivo. Su desarrollo colisiona con la capacidad de ofrecer financiamiento dado el contexto.

La necesidad de exportar combustibles a partir del desarrollo de Vaca Muerta pareciera estar consensuada en la sociedad argentina a partir del alto nivel de productividad. El sector necesita, además financiamiento, precios domésticos previsibles. Deben ofrecerse reglas claras al sector.

Al pensar en los destinos, el análisis del mundo es más complejo. Vendemos industria a países en desarrollo y materias primas a países desarrollados que se vuelven cada vez más proteccionistas. No pareciera haber mucha posibilidad de salirse de ese camino. En los últimos años, la participación del Mercosur mermó sustancialmente, tanto por la recesión de Brasil como por la inserción de China en la región, que generó un desvío del comercio hacia ese país.

Destino de las exportaciones argentinas Participación por país en porcentaje



Fuente: Analytica en base a INDEC

En suma, después del canje todavía queda pendiente pensar cómo deberíamos encarar la generación de divisas para poder crecer con un mercado de crédito cerrado. La respuesta está en las exportaciones, en particular de bienes industriales. Desde el punto de vista de los incentivos, el tipo de cambio real alto ofrece competitividad por costos, pero falta el financiamiento y la garantía de importaciones necesarias en este contexto de cepo cambiario, algo más parecido a 2011-13 que a 2013-15.

También falta la planificación de qué producción interesa fomentar más por su generación de valor y qué destinos posibles hay. En un mundo cada vez más proteccionista, la respuesta pareciera estar en la región. A simple vista esto podría generar una concentración de las exportaciones en una menor cantidad de compradores (ganaría participación Brasil) y aumentaría el riesgo asociado al desempeño de esos países. Lo cierto es que la dependencia de precios de commodities también se volvería menor. El momento para recuperar los dólares perdidos es este.