

EDICIÓN ESPECIAL



**ABECEB**

hacemos **más real** la economía real

---

# Cepo extremo: los impactos inmediatos y colaterales de las medidas

## Cepo extremo. Últimas medidas e impactos.

### CONTEXTO

El exiguo nivel de reservas netas propias líquidas del Banco Central y su deterioro creciente preanunciaba alguna decisión para preservar los escasos dólares que genera la economía. En julio, el BCRA vendió USD 568 millones, en agosto USD 1,279 millones y en los primeros días de septiembre ya tenía ventas por USD 871 millones. A última hora del martes, el Central definió endurecer el cepo encareciendo y restringiendo el acceso a dólares no comerciales.

Evolución de demanda y oferta de dólares en el mercado de cambios. En USD millones.

	Apr-20	May-20	Jun-20	Jul-20	ago-20 (e)
<b>Oferta de divisas</b>	<b>4,193</b>	<b>4,104</b>	<b>4,340</b>	<b>4,653</b>	<b>4,460</b>
Exportaciones	3,938	3,854	4,327	4,524	4,400
Servicios	-9	90	65	-15	
IED	165	81	61	60	60
Otros	100	79	-113	84	
<b>Demanda de divisas</b>	<b>-4,775</b>	<b>-4,859</b>	<b>-3,583</b>	<b>-5,245</b>	<b>-5,690</b>
Importaciones	-3,646	-3,538	-2,373	-3,467	-3,500
Turismo	-76	-97	-134	-145	-140
Intereses, Ut, & Div.	-312	-259	-207	-320	-310
Portafolio	2	3	7	12	10
Préstamos Financieros	-559	-591	-348	-874	-750
Atesoramiento privado	-183	-377	-529	-452	-1,000
Compra neta billetes	-103	-414	-598	-716	-1,000
<b>Oferta neta</b>	<b>-582</b>	<b>-755</b>	<b>757</b>	<b>-592</b>	<b>-1,230</b>
<b>BCRA (compras netas)</b>	<b>-590</b>	<b>-679</b>	<b>672</b>	<b>-568</b>	<b>-1,279</b>
<b>Entidades (compras netas)</b>	<b>8</b>	<b>-76</b>	<b>85</b>	<b>-24</b>	<b>49</b>

Fuente: ABECEB en base a BCRA y estimaciones propias

### CEPO-DESDOBLAMIENTO

Se estimaba que el gobierno iba a descartar una devaluación significativa del tipo de cambio como herramienta para equilibrar el mercado por sus efectos inflacionarios y recesivos. Tampoco iba a optar por una fuerte suba de la tasa de interés para hacer más atractivos los activos y ahorros en pesos considerando que ello podría ser aún más recesivo (aunque menos inflacionario) que una devaluación.

Las alternativas eran endurecer el cepo (complementado con restricciones para operar en mercado alternativos al oficial para influir sobre la brecha) o desdoblar el mercado de cambios. Las dos opciones sólo permiten ganar tiempo y generan efectos colaterales.

Endurecer el cepo conlleva el riesgo de reducir la oferta de dólares en el blue y elevar aún más la brecha, mientras que un desdoblamiento si sale mal (o sea derivaba en un dólar oficial no comercial altísimo con una súper brecha con el comercial) iba a implicar un cimbronazo para las expectativas y un fuerte deterioro que iba a ser difícil superar.

En este esquema de pasos sucesivos que viene dando el gobierno -sin resolver la cuestión de fondo como los desbalances macro- terminó optando por más controles, posiblemente reservando la carta del desdoblamiento por si el endurecimiento del cepo no sale bien (con una brecha a niveles aún más disruptivos).

**LOS EFECTOS DE LAS MEDIDAS**

La medida de mayor gravedad **pasa por la restricción a las empresas de conseguir los dólares para pagar sus obligaciones de deuda con el exterior.** Ingresar a un proceso de reestructuración de pasivo no es inocuo, produce un deterioro de la relación con los acreedores y genera sobrecostos para las empresas justo en un momento que, pandemia mediante, poseen ecuaciones económicas y financieras muy deterioradas. Más aún, si la empresa quisiera evitar una reestructuración (o un default) no le quedará otra que pagar sus deudas vía contado con liqui a un dólar mucho más caro o apelar a usar dólares propios.

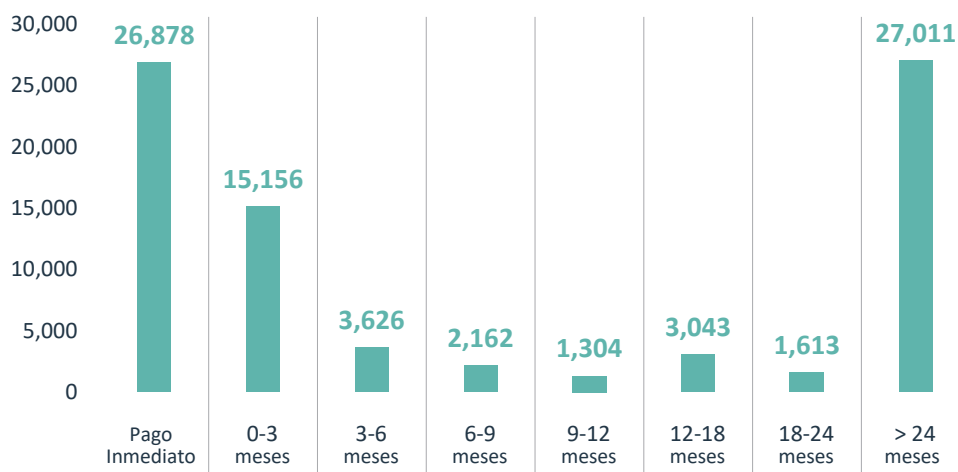


**DESALIENTA LAS INVERSIONES**

La medida a mediano plazo tiende a restringir aún más el acceso al crédito externo del sector privado para nuevos proyectos de inversión, donde difícilmente el resto del mundo quiera seguir prestando a las empresas de un país que no saben si podrán conseguir a futuro los dólares para pagar.

Stock de deuda externa privada y perfil de vencimientos. En USD millones del 31/03/2020

	Sociedades captadoras de depósito	Otras sociedades financieras	Sociedades no financieras	Total	%
Créditos y anticipos comerciales	48	658	27,674	28,379	35.1%
Deuda intercompany	0	0	22,904	22,904	28.3%
Títulos de deuda	1,452	1,310	12,550	15,312	19.0%
Préstamos	1,768	1,963	8,916	12,648	15.7%
Moneda y depósitos	1,044	0	0	1,044	1.3%
Otros pasivos de deuda	101	109	297	507	0.6%
<b>Total</b>	<b>4,412</b>	<b>4,041</b>	<b>72,340</b>	<b>80,793</b>	<b>100.0%</b>
%	5.5%	5.0%	89.5%	100.0%	



Fuente: ABECEB en base a INDEC



**Prefinanciación de exportaciones:**

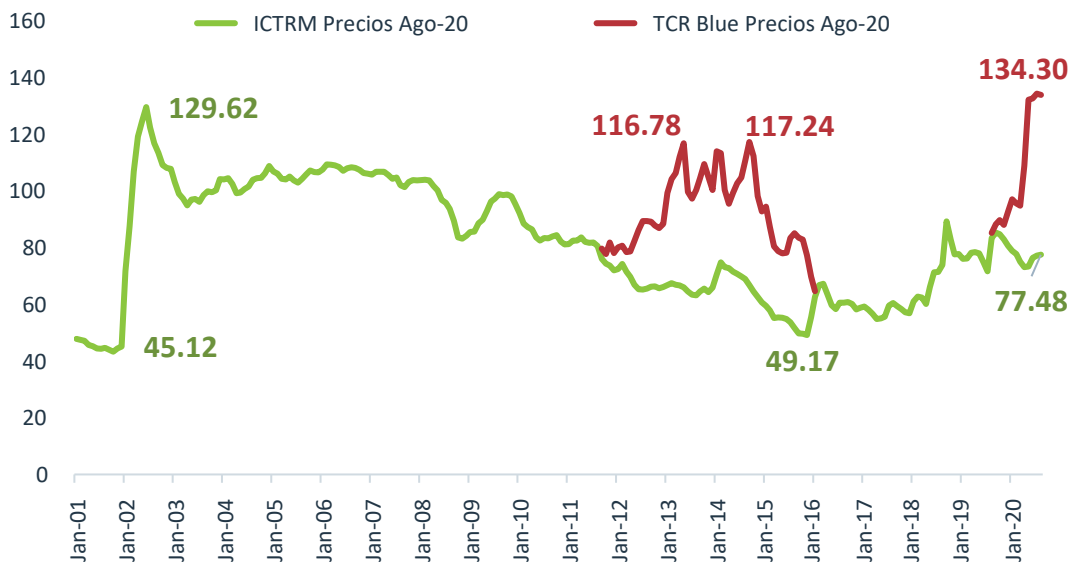
Para pymes y no para las grandes, implica imponerles a estas últimas una restricción adicional al financiamiento que ya es limitado en Argentina. En adelante, **las grandes empresas que deseen pre financiar sus exportaciones deberán apelar a un mercado internacional reacio a prestarle a la Argentina, lo que se traduce en costos elevados.** Con el agravante que no queda claro a quienes le prestarán los bancos los dólares que captan por depósitos en moneda extranjera considerando que la demanda de pymes difícilmente pueda suplir la de las grandes empresas.



**Restricciones sobre el dólar ahorro y tarjeta:**

El principal riesgo es que al reducir la oferta de dólares en el mercado blue, **la cotización del dólar paralelo se dispare y con ello la brecha**, que sólo con la medida del “30% más 35%”, queda con un piso muy alto. La medida **convalida una “devaluación asimétrica”** toda vez que lo que se compre al exterior deberá pagar un dólar de \$130 hoy, pero lo que se venda vía tarjeta recibirá un dólar de \$75. **Esto puede implicar mayores precios para ciertos servicios o bienes que se compren vía plataformas al reducirse la competencia externa, que impactarían en la inflación.**

Tipo de cambio real a precios de agosto 2020. En pesos por dólar



Fuente: ABCEB en base a BCRA, Ámbito.

En relación a las prohibiciones a los no residentes para operar en el mercado de bonos y acciones (supuestamente para evitar una especulación y carry trade) no hace más que seguir aislando y alejando a la Argentina de los flujos internacionales de fondos y de lo que hace cualquier país normal.

Las otras regulaciones sobre los parkings y el contado con liqui (más allá de incentivos puntuales) no son suficientes para desarrollar un mercado de crédito en moneda local. Ese proceso requiere de política estructurales empezando por una macroeconomía sana que cimiente el valor de la moneda doméstica.

## EFFECTOS COLATERALES

Pero quizás los mayores impactos no se deriven de las medidas específicas sino en las señales y lecturas que despiertan. Y en este sentido no pueden dejar de mencionarse tres cuestiones.

- a) **La medida nos podría alejar de un acuerdo con el FMI.** Si bien el organismo puede aceptar un programa macroeconómico que contemple ciertas restricciones a los movimientos de capital no aceptará este súper cepo. El gobierno parece no tener apuro por cerrar un acuerdo con el Fondo (de hecho los grandes vencimientos con el organismo empiezan a operar recién en 2022) que deberá incluir un programa económico que pase el filtro del organismo, pero la realidad es que tener ese frente abierto y demorarse con medidas que hacen más complejo arribar a un entendimiento, no ayuda a la hora de acotar la incertidumbre que sería clave a la hora de descomprimir las tensiones que tienen a los mercados como caja de resonancia.
- b) **Es una mala señal por el momento y la forma en que se anunció:** el mismo día que el gobierno presentó el Presupuesto 2021 con el que el ministro Guzmán buscaba dar señales que ayuden a moldear expectativas, se anuncia el endurecimiento del cepo y eso ocupa el espacio central en la agenda pública. La realidad es que lo que surge del análisis conjunto del súper cepo y el presupuesto es que hay niveles de descoordinación entre la política fiscal y monetaria/cambiaría y eso en vez de anclar las expectativas, causa más desorientación en el sector privado. Este tema es esencial por cuanto todas las crisis macro recientes de la Argentina, independientemente del signo político del Gobierno, han sido producto de la falta de coordinación entre lo monetario y fiscal.
- c) **Se define un súper cepo en momentos de mínimo nivel de actividad e importaciones súper deprimidas.** Ello convalida expectativas negativas por cuanto hace descontar a los agentes que la estrategia será insostenible cuando la economía comience a recuperarse.



## ¿QUÉ SE ANUNCIÓ AYER?

### Las 5 medidas más importantes

- 1 Las empresas con vencimientos mensuales superiores al millón de dólares solo podrán acceder al 40% de sus necesidades para hacer frente a los servicios de deuda. El BCRA impulsa a las empresas a refinanciar el 60% de los vencimientos de deuda financiera que tengan lugar entre el 15 de octubre de 2020 y el 31 de marzo de 2021 (período en el que hay vencimientos por USD 3.300 millones) a un plazo de, como mínimo, dos años para poder así acceder a los dólares al precio oficial. **Si no logran refinanciar esos vencimientos, las firmas deberán utilizar reservas propias, conseguir los dólares por los mercados alternativos o a entrar en default.** La opción de comprar dólares en el CCL para hacer frente a los vencimientos de deuda, tendría un costo muy alto dadas las restricciones de la Comunicación "A" 7030 (por ejemplo, en este caso impediría que las empresas continúen importando).
- 2 **Recargo adicional del 35% en concepto de retención de impuesto a las Ganancias o Bienes Personales a la compra de dólares para atesoramiento o pagos con tarjeta de crédito en el exterior,** que se suma al 30% del impuesto país con lo que el dólar "turista" o dólar "ahorro" se encarece a ARS/USD 130 (en niveles similares a los del dólar blue de estos últimos días). Adicionalmente, se prohíbe que tanto los beneficiarios de la asistencia gubernamental como aquellos que no tienen ingresos declarados compren dólares. Los gastos de tarjetas de crédito en el exterior se descontarán del cupo de los 200 dólares para atesoramiento. Si bien no habrá un límite a los gastos con tarjetas en el exterior, en el caso que estos superen el límite de los 200 dólares, la deducción será trasladada a los meses subsiguientes hasta cubrir el monto total. Un punto importante es que **los gastos con tarjeta no impedirían operar los dólares financieros, mientras que los que utilizan el cupo para atesoramiento sí continuarán inhabilitados.**




**¿QUÉ SE ANUNCIÓ AYER?**

**3** Los no residentes no podrán vender títulos localmente contra dólares, es decir que no podrán operar el dólar **Contado con Liquidación**. Con esa medida el BCRA aspira a reducir la demanda del CCL y la brecha, aunque no elimina totalmente las presiones ya que los inversores extranjeros podrán girar los títulos al exterior y venderlos afuera.

**4** **Aumentan los plazos de tenencia mínima ("parking")** de 5 a 15 días hábiles para las transferencias de títulos (adquiridos en pesos y vendidos en dólares) desde cuentas locales al exterior como para la transferencia de títulos desde cuentas del exterior al mercado local (y si luego se lo quiere liquidar contra pesos). La compra de bonos con pesos y la posterior venta contra dólares sin transferencia de títulos al exterior (compra de dólar MEP) va a mantener el parking de 5 días. **Y se elimina el parking para las operaciones**

de compra de títulos en pesos con moneda extranjera en el mercado local, con lo que las personas que tengan dólares en el mercado local van a poder comprar títulos en dólares y venderlos contra pesos sin el parking de 5 días. El objetivo oficial sería estimular con estas restricciones el desarrollo del mercado local de crédito.

**5** **Reducción de la participación de grandes empresas en las líneas de financiamiento que las entidades financieras ofrecen para la prefinanciación de exportaciones.** El objetivo del gobierno es que las grandes empresas con acceso a los mercados de crédito internacional se fondeen afuera y liberen margen de financiamiento para el crédito local de pymes exportadoras.

**Monitor de Variables:**

Economía Argentina - Principales Variables				Último Dato	Unidad	Fecha	Var Diaria	Var Semanal	Var Mensual	Var Pre-Covid*	Var i.a.
<b>Variables Cambiarias</b>											
Tipo de Cambio Minorista USD/ARS		79.55	AR\$/USD	16-Sep	0.2%	0.2%	2.6%	20.7%	32.8%		
Tipo de Cambio A-3500 (Referencia) USD/ARS		75.25	AR\$/USD	16-Sep	0.1%	0.6%	2.5%	18.0%	33.8%		
Tipo de Cambio Contado con Liq. USD/ARS		131.90	AR\$/USD	16-Sep	2.8%	9.7%	2.2%	44.0%	105.8%		
Nivel de Reservas		43,472	USD M	10-Sep	- 20.50	- 63.50	- 752.90	- 1,273.20	- 7,828.90		
Nivel de Reservas Netas		4,640	USD M	7-Sep	//	- 449.17	- 1,851.54	- 4,963.36	- 6,589.51		
Tipo de Cambio Nominal USD/BRL		4.01	BRL/USD	16-Sep							
<b>Variables Financieras</b>											
Riesgo País		1,179	Puntos Básicos	16-Sep	5.4%	-44.4%	-44.7%	-70.6%	-47.2%		
Merval (en pesos)		42,252	Puntos Básicos	16-Sep	-5.3%	-9.2%	-9.1%	76.8%	40.1%		
Banco Galicia (ADR)		8.4	USD	16-Sep	-8.7%	-18.6%	-22.4%	22.9%	-29.2%		
Banco Macro (ADR)		16.1	USD	16-Sep	-6.5%	-13.9%	-15.5%	-1.3%	-36.1%		
Tenaris (ADR)		11.3	USD	16-Sep	5.3%	4.6%	-6.8%	6.3%	-51.2%		
YPF (ADR)		4.9	USD	16-Sep	-4.9%	-10.0%	-10.5%	39.1%	-45.7%		
<b>Variables Monetarias</b>											
Tasa Leliq		38.0	TNA	15-Sep	-	-	-	26.89	- 47.99		
Tasa Badlar		29.7	TNA	16-Sep	0.19	0.06	0.38	0.69	- 30.81		
Depósitos en Pesos Sector Privado		4,482,555	\$ M	11-Sep	0.0%	-1.8%	1.4%	38.6%	87.5%		
Depósitos en Pesos del Sector Privado a Plazo Fijo		1,925,268	\$ M	11-Sep	0.0%	1.4%	6.0%	34.9%	65.5%		
Depósitos En Dólares del Sector Privado		17,368	USD M	11-Sep	-0.1%	-0.2%	0.5%	-3.8%	-23.4%		

\*Tomamos la variación acumulada desde el 20 de marzo a la fecha (desde la entrada en vigencia de la cuarentena)

**ABECEB**