



ASSET MANAGEMENT

NUEVAS REGULACIONES PARA EL MERCADO CAMBIARIO

04 DE JUNIO DE 2020

El BCRA anunció nuevas regulaciones que afectan la operatoria comercial en el balance cambiario. La última semana alertábamos del impacto que había tenido la brecha creciente entre el dólar oficial y el CCL, con la consiguiente necesidad del BCRA de intervenir para lograr el equilibrio del mercado cambiario oficial. Ese problema de incentivos derivó en una pérdida de reservas, con el BCRA vendiendo USD 1.800 millones en el mercado para contener el valor del dólar comercial. Esa situación era insostenible, porque el uso de reservas para el pago de deuda del último año ya había generado una fuerte merma en las Reservas Netas y no dejaba margen para seguir en esa línea.

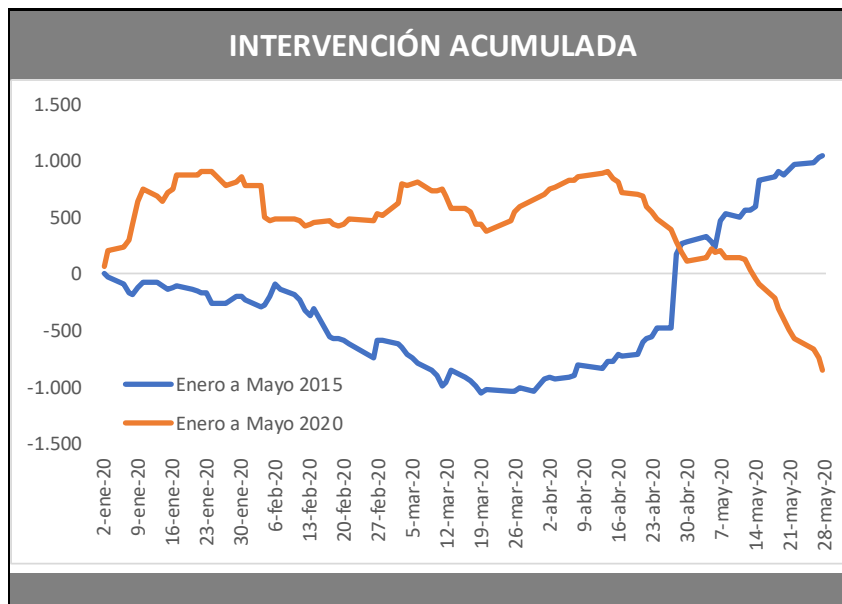
Las Reservas Netas del BCRA se ubicaron a fines de mayo por debajo de los USD 7.000 millones. Esa cifra surge de restar de las Reservas Brutas (USD 42.738 millones), los encajes de los depósitos en dólares (USD 11.347 millones), los swaps con China y BIS (USD 22.385 millones) y los depósitos del Tesoro Nacional para pago de deuda externa (USD 2.221 millones). El saldo es la parte de las reservas que se pueden utilizar para intervenir en el mercado cambiario. Esa cifra no estaba en los niveles actuales desde el II trimestre de 2016.

Dado el poco margen de intervención que tiene el BCRA, ha recurrido a aumentar su posición vendedora en el mercado de futuros. Esa operatoria tiene la ventaja de no comprometer reservas, pero si la devaluación es mayor a la tasa implícita de la operación de futuro, la autoridad monetaria se verá obligada a emitir los pesos para pagar la diferencia.

RADIOGRAFIA DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES

	nov-15	dic-16	dic-17	dic-18	abr-19	dic-19	ene-20	feb-20	mar-20	abr-20	may-20
Reservas Brutas	25.615	38.772	55.055	65.786	71.662	44.848	44.917	44.791	43.561	43.568	42.738
(-) Encajes USD	9.074	15.544	12.818	14.151	15.975	8.909	9.922	10.590	10.279	10.833	11.347
(-) Depósitos del Tesoro	1.304	1.181	12.818	13.944	8.181	839	208	106	399	984	2.221
(-) Otros Pasivos	14.216	11.889	11.550	18.596	20.029	20.417	20.322	20.105	21.532	21.118	22.385
(=) Reservas Netas	1.021	10.157	17.869	19.094	27.477	14.683	14.465	13.990	11.352	10.634	6.784

Este panorama se produce en un momento en el que por motivos estacionales deberían estar sobrando dólares y la autoridad monetaria acumular reservas. Si tomamos como referencia un año con controles de cambios como el actual (2015) el comportamiento estacional estaba siendo muy diferente. Eso acrecienta la preocupación por tratar de equilibrar cuanto antes el mercado cambiario oficial.



En ese marco, el BCRA dispuso:

- **Requisito para Importaciones:** Será necesario contar con la autorización previa del BCRA o una declaración jurada donde conste que:

El cliente posee todos sus activos en ME depositados en el sistema financiero. No posee activos externos líquidos.

El cliente se obliga a liquidar en el MULC dentro de los 5 días de recibido, todos aquellos fondos que reciba en el exterior originados en el cobro de préstamos otorgados a terceros, el cobro de un depósito a plazo o de la venta de cualquier tipo de activo adquirido post 28-05.

Además, hasta el 30 de junio no se pueden realizar pagos de importaciones por montos que superen lo ingresado en mercaderías en lo que va del año.

- **Servicios de Deuda:** Hasta el 30-06-2020 se requerirá la conformidad previa del BCRA para el acceso al mercado de cambios para la cancelación de servicios de capital de endeudamientos financieros con el exterior cuando el acreedor sea una contraparte vinculada al deudor.
- **Operaciones de Canje o Arbitraje:** Se requerirá conformidad previa del BCRA para las operaciones que incluyan canje o arbitraje de activos.

La primera reacción de las empresas ante este cambio de normativas ha sido de creciente incertidumbre. Algunos de los requisitos planteados son de difícil cumplimiento, en tanto otros implican necesariamente un aumento de costos. El objetivo inicial de frenar la demanda creciente de dólares aún en un contexto de caída de las importaciones pareciera estar cumpliéndose, aunque en el corto plazo puede estar generando también un efecto negativo sobre las exportaciones.

La principal restricción operativa pasa por la decisión de no habilitar pagos que excedan al monto ingresado de importaciones en el año. En los hechos, esto genera un conflicto con el pago de las importaciones, que en

general se hacen cuando el embarque ya está en camino y cambia la propiedad del bien. Esto implica que las empresas que operan bajo esa operatoria deberán contar con una línea externa de crédito que les permita cubrir el plazo entre el momento en que deben hacer el pago y la autorización del BCRA.

La obligación de no contar con activos líquidos en el exterior puede complicar a algunas compañías, en especial a aquellas que requieren contar con saldo en sus cuentas en el exterior para su propia operatoria comercial o financiera.

Esto adicionalmente se suma a la restricción anterior, que ya limitaba la operatoria al dólar oficial para aquellas empresas que hubieran operado en el mercado de Contado con Liquidación (CCL) en los últimos 90 días.

El problema con este tipo de medidas es que se tienen que gestionar de manera muy eficiente ya que, si son demasiado restrictivas, pueden llevar a las empresas a tener que cancelar sus importaciones a través del CCL. En tanto si se quedan cortos, no logran el objetivo buscado y sigue desequilibrado el mercado cambiario. El objetivo siempre tiene que ser el de ganar tiempo hasta que se puedan acomodar los incentivos para que la operatoria comercial vuelva a su cauce normal y no se tengan que imponer estas restricciones.

Si se cae en el error de hacerlo demasiado restrictivo, se corre el riesgo de que los importadores empiecen a calcular sus costos al valor del CCL, con el consiguiente impacto sobre el nivel de precios internos. Ese escenario es negativo para la economía, porque implicaría un virtual desdoblamiento del dólar comercial, donde los exportadores que requieran insumos intermedios tendrían sus costos al dólar CCL y sus ventas al nivel del dólar oficial menos las retenciones.

Lo mismo ocurre para el caso de las empresas con pasivos externos, donde dependerán de la autorización del BCRA para poder ir liberando los

pagos de pasivos Inter compañía, que hoy se ubican en torno a los USD 22.500 millones.

En las próximas semanas se verá cuál es el grado real de acceso al mercado de cambios y en función de eso, se podrá empezar a estimar cuál es el impacto sobre los precios internos, siempre recordando que el 20% de los precios internos dependen de manera directa del valor del tipo de cambio.