

# Informe Quincenal N° 229

Lunes 27 de enero de 2020



## Índice

<b>Fiscal</b> Recaudación Diciembre	<ul style="list-style-type: none"><li>* Recaudación +53,9% ia (0% ia en términos reales). Se interrumpe el crecimiento real que arrojó noviembre.</li><li>* Derechos de Exportación crecieron 299,5% ia y 153% anual medido en dólares. De importación crecieron 86,5% ia pero sólo 18% anual medido en dólares.</li><li>* IVA DGI +26% ia (-18% ia real). Créditos y Débitos subió 53,4% ia, con una caída de 0,4% respecto a un año atrás si se descuenta efecto precios.</li><li>* Ganancias registró crecimiento del 38,8% anual y cayó 10% ia real. Seguridad Social creció 46,7% ia, con un ajuste real del 4,7% ia.</li><li>* En 2019, la recaudación ascendió a \$ 5 bn, 48,5% por encima del registro de 2018 (caída de 3,4% en términos reales).</li></ul>
<b>Actividad</b> IPI e ISAC Noviembre	<ul style="list-style-type: none"><li>* El Indicador de Producción Industrial (IPI) mostró una variación negativa de 3,3% m/m y -4,4% ia. En 2019, la industria acumula caída de 6,9% ia.</li><li>* Construcción creció 1,2% m/m desestacionalizado en noviembre y -5,1% contra nov-18. Acumula caída de 8% en 2019.</li><li>* Productos Textiles (+9,8% ia), Refinación de petróleo (+3,7% ia) y Caucho y plástico (+2,4% ia) son los únicos subsectores que crecieron.</li><li>* Automotrices (-23,9% ia), Otros equipos de transporte (-23,2% ia) y Productos de metal (-14,5% ia) son los que más cayeron.</li><li>* Esperamos que en 2020 existan alicientes para reactivar al sector industrial, como el crédito productivo para PYMES a tasas cada vez más bajas.</li></ul>
<b>Inflación</b> IPC Diciembre	<ul style="list-style-type: none"><li>* +3,7% m/m en diciembre, desaceleró 0,6 pp respecto al registro de noviembre. Con este dato, el año 2019 finalizó con una variación interanual de +54%.</li><li>* Inflación Núcleo fue de 3,7% m/m y 56,7% ia. Desaceleró contra noviembre en 0,3 pp. En los últimos 3 meses promedió subas del 3,8% mensual.</li><li>* Los precios regulados tuvieron suba de 4,6% m/m, único componente que aceleró contra noviembre. Incidió la suba de combustibles, prepagas y telefonía.</li><li>* Bienes estacionales aumentaron 2,1% m/m. Se desaceleraron fuertemente respecto al registro de noviembre (-5,2 pp).</li><li>* El año cerró con inflación anual del 54% y 53,7% anual promedio. Se trató del registro más alto desde 1991, post hiperinflación.</li></ul>
<b>Financiero</b> Préstamos y Depósitos Diciembre	<ul style="list-style-type: none"><li>* Depósitos privados en pesos crecieron 4,4% m/m real en diciembre: a plazo -0,7% m/m real y a la vista +9,7% m/m real.</li><li>* Segmento minorista (40% del total) fue el más afectado (caída real en los depósitos de 3,8% m/m). Mayoristas subieron 1,6% mensual real.</li><li>* Depósitos en dólares totalizaron US\$ 19.483 M (+5,5% m/m; US\$ 1.005 M más que a fines de noviembre). Mostraron crecimiento promedio de US\$ 53 M.</li><li>* Crédito privado en pesos cayó en términos reales 0,9% m/m (-24% ia real). Préstamos con garantía real fueron los más perjudicados anualmente (-38% ia).</li><li>* Financiamiento a empresas mejoró desempeño y creció 2% m/m real. Préstamos al consumo cayeron 1,8% m/m real (Tarj de crédito apenas +0,2% m/m real).</li></ul>
<b>Externo</b> Mercado cambiarío Diciembre	<ul style="list-style-type: none"><li>* Las reservas internacionales crecieron US\$ 745 M en diciembre: Cuenta Corriente +US\$ 576 M y Cuenta Capital y Financiera +US\$ 170 M.</li><li>* Balanza comercial registró superávit de US\$ 1.995 (+51% ia). Finalizó 2019 con resultado superavitario de +US\$ 23.445, US\$ 15.100 más que el año pasado.</li><li>* Balanza de servicios tuvo déficit en diciembre y finalizó en -US\$ 346 M. Turismo explicó el 58% de los egresos. Cerró 2019 con -US\$ 5.482.</li><li>* La FAE revirtió el signo negativo y fue de + US\$ 153 M en diciembre, resultado explicado por el <i>cepo hard</i>. En 2019 la salida de divisas sumó US\$ 26.870 M.</li><li>* Cuenta financiera: +US\$ 154 M, principalmente explicado por la reversión en la salida de divisas. Inv directa de no residentes fue de apenas US\$ 83M.</li></ul>

Costa Rica 4165  
(5411) 4862-8992  
Administración: Jimena  
González Brau

[www.lcgsa.com.ar](http://www.lcgsa.com.ar)  
[info@lcgsa.com.ar](mailto:info@lcgsa.com.ar)

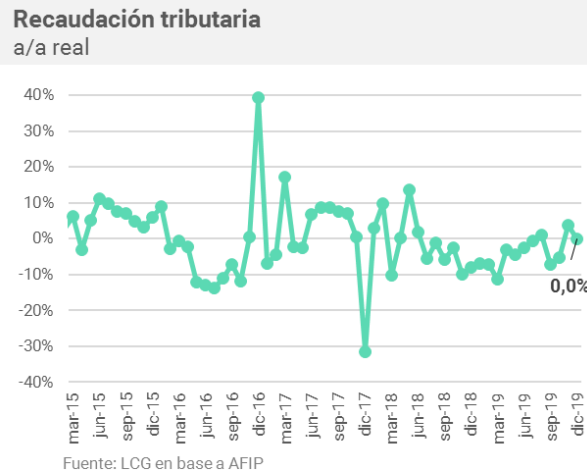
Guido Lorenzo – *Director Ejecutivo*  
Melisa Sala – *Economista principal*  
Julia Segoviano – *Economista*  
Emilia Calicibete – *Analista*

## Fiscal

### Recaudación – diciembre 2019

- **En diciembre la recaudación tributaria (\$ 492.366,6 M) registró un crecimiento del 53,9% anual, lo que, en términos reales, implica ubicarse en el mismo nivel que hace un año atrás.**

Con este dato, se interrumpe el crecimiento en términos reales que arrojó la recaudación de noviembre (+4% ia).



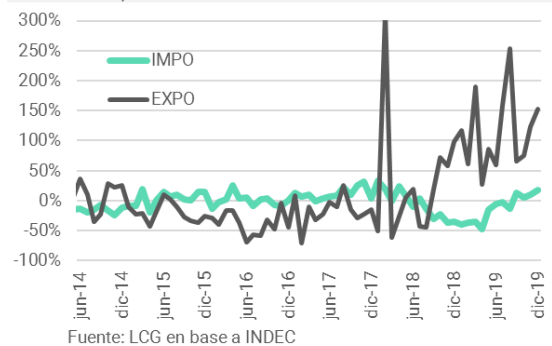
- **La recaudación de los impuestos vinculados al comercio exterior tuvo un crecimiento muy por encima del resto (DGA +150,8% ia; DGI +30,4% ia y Seguridad Social +46,7% ia).**
- **Los derechos de exportación crecieron 299,5% anual y 153% anual medidos en dólares (descontando el efecto de un mayor tipo de cambio).** Fueron los que mayor impulso le han dado a la recaudación debido al efecto de la devaluación, la implementación de los derechos de exportación para servicios a partir de 2019 y el anticipo por parte de exportadores de los pagos antes de que entre en vigencia la implementación del nuevo esquema de retenciones, que fija las alícuotas en 30% para el complejo sojero; 12% para primarios; 8% para minería e hidrocarburos, y 5% para economías regionales, industriales y servicios, y la autorización para incrementar 3 pp adicionales.

La variación en dólares de los derechos de exportación de diciembre más que duplica las registradas en septiembre y octubre, meses en que las bases son más comparables entre ambos años.

Hay que destacar que la recaudación de los derechos de exportación es captada en su totalidad por el gobierno nacional y la recaudación extra en los últimos dos meses del año por el adelantamiento de los registros de exportación le aportaron ingresos extras por 1,1% del PIB.

#### Recaudación Derechos de exportación e importación

En dólares, a/a



- **Los derechos de importación aumentaron 86,5% contra el mismo mes del año anterior, pero 18% anual medidos en dólares.**
- **La recaudación de IVA impositivo creció 26% anual, reflejando una caída de 18% medida en términos reales.**

Fue el mes que más se deterioró la recaudación en términos reales, ya que en el promedio de los últimos 6 meses del año venía creciendo en el orden de 9% por debajo de la inflación.

Este precario dinamismo se atribuye a la contracción de la actividad, y a decisiones de política fiscal llevadas a cabo por la gestión saliente, tendientes a la aplicación de 0% de la tasa del IVA para productos de la canasta básica alimentaria, así como también las devoluciones de IVA y compensaciones.

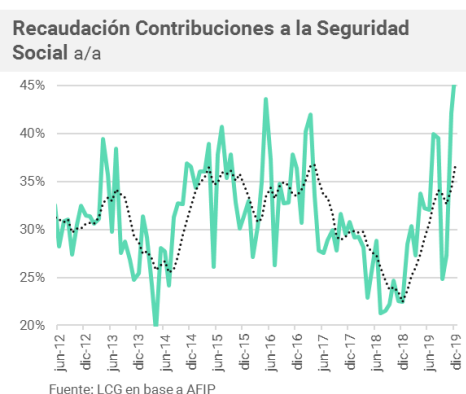
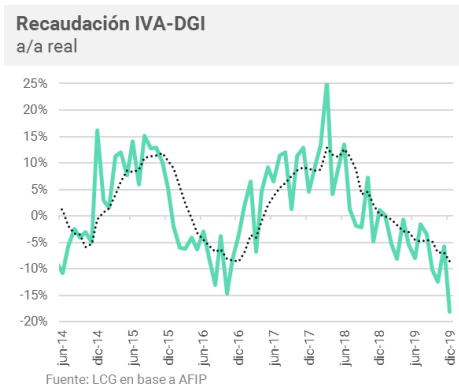
- **Lo recaudado por Créditos y Débitos subió 53,4% anual, (-0,4% ia en términos reales).**
- **El impuesto a las Ganancias registró un crecimiento del 38,8% anual en diciembre, que implica una caída de 9,9% interanual real.**

La recaudación de este impuesto se desaceleró con respecto al primer semestre de 2019, que alcanzó un promedio de 50% ia y lo hace más intensamente desde agosto. La recaudación fue muy sensible a la reducción de la alícuota para sociedades, que pasó del 35% al 30%, la suba del 20% del mínimo no imponible para empleados de cuarta categoría anunciado luego de las PASO y la reducción del 50% del anticipo de ganancias para todas las personas.

- **Contribuciones a la Seguridad Social aumentaron 46,7% anual (-4,7% ia real).**

Los aportes y contribuciones siguen creciendo por debajo de la inflación, y entre los factores que explican esta performance se destacan la unificación de la alícuota y el aumento del mínimo no imponible para contribuciones patronales, derivados de la reforma tributaria.

Además, hay que adicionarle los efectos de la caída del salario real y el diferimiento de los pagos de aportes y contribuciones a la AFIP, como modo de financiamiento de las empresas.



#### Acumulado 2019

- **La recaudación total del año 2019 ascendió a \$ 5,0 bn, 48,5% mayor en relación con 2018 (-3,4% en términos reales).**
- **La Recaudación impositiva interna creció 47,1% en el acumulado del 2019, cayendo 4,4% en términos reales, mientras que la recaudación ligada al comercio exterior creció 71,9% en ese mismo lapso.**

El efecto de la devaluación (71,6% en promedio) le dio dinamismo a la recaudación aduanera, principalmente a través de la recaudación de los derechos de exportación (248,9%), mientras que los impuestos asociados a la actividad interna y al mercado de trabajo tuvieron suba por debajo de la inflación (IVA -9,7%; Ganancias -3,9%, Contribuciones a la Seguridad Social -13%).

#### Para adelante

A partir de la entrada en vigencia de la Ley de Emergencia, se han concretado modificaciones impositivas para el año 2020, de las cuales muchas de ellas venían siendo anticipadas, que representarían ingresos extras en **1,8%** del PIB, tales como:

- Impuesto para una Argentina Inclusiva y Solidaria (PAÍS): contempla una tasa del 30% al consumo y atesoramiento en moneda extranjera, aportando **0,7%**,
- Derechos de Exportación: consiste en fijar un tope de 30% para la soja; 12% para primarios; 8% para minería e hidrocarburos, y 5% para economías regionales, industriales y servicios. Y una autorización para subir 3 pp adicionales, que en conjunto aportaría **0,6%**;
- Bienes Personales: se incrementan alícuotas sin aumentar el MNI de \$ 2M y se autoriza a gravar con el doble de la tasa máxima activos en el exterior (la recaudación total estimada es de \$ 115.000 M (41% corresponde a Nación y el resto se coparticipa a las provincias), que generaría ingresos por **0,1%**;

- **Contribuciones Patronales:** se congela la situación actual, interrumpiendo la unificación de las alícuotas prevista en 19,5% y también la suba del MNI para aportes patronales, aportando **0,3%**;
- **Ganancias:** Se congela la alícuota en 30% para ganancias de empresas y se difiere el compute del ajuste por inflación (de 1/3 a 1/6). Recaudación total estimada: \$ 40.000 M (40% corresponde a Nación y el resto se coparticipa a las provincias), aportando **0,1%**;  
A estos ingresos hay que netearle la merma en la recaudación por los siguientes conceptos:
  - **Reintegro IVA:** para grupos vulnerables, que generaría una merma en los ingresos de - **0,022%**
  - **Moratoria AFIP:** Para deudas impositivas, previsionales y aduaneras para MiPYME, que trae aparejado un costo total estimado de - \$40.000 M (50% Nación) -**0,1%**.

**En suma, para 2020, preveemos que la recaudación ascenderá a \$ 7,9 Bn, 56,7% mayor a la de 2019 y 4% por encima de la inflación.**

	Recaudación tributaria				Acum. 2019			
	\$ MM	dic-19		Contrib. a/a	\$ MM	a/a	a/a real	Contrib. a/a
<b>IVA</b>	<b>134,4</b>	<b>35,5%</b>	<b>-12,0%</b>	<b>20%</b>	<b>1.532,6</b>	<b>38,7%</b>	<b>-9,7%</b>	<b>26,1%</b>
IVA DGI	98,0	26,2%	-18,1%	12%	1.097,2	42,9%	-7,0%	20,1%
Devoluciones (-)	-7,2	188,0%	87,0%	-3%	-45,7	95,3%	27,1%	-1,4%
IVA DGA	43,6	81,4%	17,8%	11%	481,1	33,5%	-13,1%	7,4%
Reintegros (-)	-5,2	141,9%	57,1%	-2%	-29,3	-15,4%	-45,0%	0,3%
<b>Ganancias</b>	<b>102,5</b>	<b>38,8%</b>	<b>-9,9%</b>	<b>17%</b>	<b>1.096,5</b>	<b>47,8%</b>	<b>-3,9%</b>	<b>21,6%</b>
Ganancias DGI	96,3	38,1%	-10,3%	15%	1.025,8	48,8%	-3,2%	20,5%
Ganancias DGA	6,1	50,3%	-2,4%	1%	70,7	34,5%	-12,5%	1,1%
Der. Exportación	63,1	299,5%	159,5%	27%	398,3	248,9%	127,0%	17,3%
Der. Importación	15,7	86,5%	21,1%	4%	163,1	52,2%	-1,0%	3,4%
<b>Contrib. Seg. Social</b>	<b>109,9</b>	<b>46,7%</b>	<b>-4,7%</b>	<b>20%</b>	<b>1.175,8</b>	<b>33,9%</b>	<b>-12,9%</b>	<b>18,1%</b>
Créditos y débitos	35,9	53,4%	-0,4%	7%	349,6	49,2%	-2,9%	7,0%
Bienes personales	5,6	358,9%	198,0%	3%	31,2	114,8%	39,8%	1,0%
Combustibles	21,9	57,0%	2,0%	5%	161,7	38,9%	-9,6%	2,8%
Otros	8,6	-23,9%	-50,6%	-2%	144,1	36,4%	-11,3%	2,3%
<b>TOTAL</b>	<b>492,4</b>	<b>53,9%</b>	<b>0,0%</b>	<b>100%</b>	<b>5.023,6</b>	<b>48,51%</b>	<b>-3,4%</b>	<b>100,0%</b>

Fuente: LCG en base a AFIP

## Actividad

### Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción e Indicador de Producción Industrial – noviembre-19

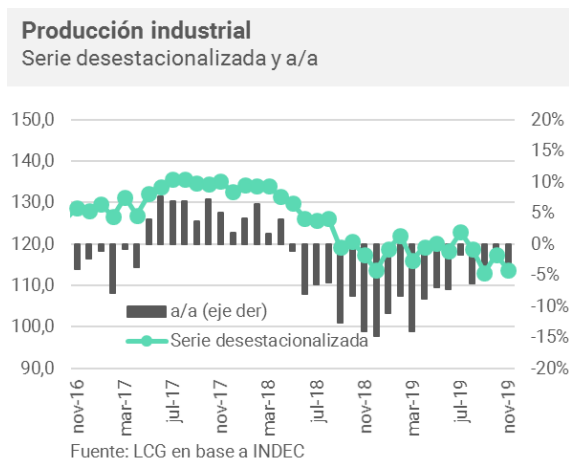
#### Industria manufacturera

- **El Indicador de Producción Industrial (IPI) mostró una variación negativa de 3,3% m/m desestacionalizado, revirtiendo abruptamente el crecimiento que se había observado en octubre.**
- **La variación interanual fue de -4,4%.**
- **En los primeros once meses de 2019, la industria acumula una caída de 6,9%.**

En noviembre, la industria retomó el sendero negativo. El resultado no sorprende ya que en medio de un mercado interno muy deprimido y una demanda que no repuntó en los últimos meses, era de esperar que se mantenga el balance negativo en el sector industrial. El buen registro del mes pasado (que fue corregido a la baja) está más asociado con un rebote del sector luego del episodio disruptivo de la devaluación post-PASO ocurrido en septiembre. El buen desempeño de octubre también elevó la base de comparación que tuvo noviembre, agudizando la caída. No esperamos que la caída en el último mes del año sea tan pronunciada.

Preocupa que este dato coloca al sector en los mismos niveles de septiembre 2019, mes en el que la producción fue la más baja del año.

En términos interanuales, la variación sigue siendo negativa y también empeora respecto a octubre ya que aceleró la caída en 2,5 pp contra ese mes.



- **Productos textiles (+9,8% ia), Refinación de petróleo (+3,7% ia) y Caucho y Plástico (+2,4% ia) son los únicos subsectores que crecieron.**

Se mantiene la heterogeneidad al interior del sector, donde conviven rubros con caídas de dos dígitos mientras en el extremo opuesto, algunos sectores sostienen registros positivos durante varios meses seguidos y evidencian recuperación. Tal es el caso de Productos textiles, que crece por quinto mes consecutivo, traccionado por la Preparación de fibras de uso textil, que viene evidenciando variaciones muy altas.

Tanto Refinación de petróleo como Caucho y plástico pudieron mantener el buen resultado evidenciado el mes pasado, pero otros subrubros que venían desempeñándose con variaciones positivas vieron caer su producción en noviembre (tal es el caso de Alimentos y bebidas y de Tabaco).

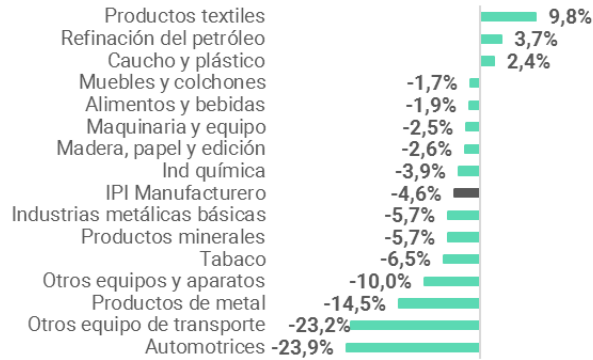
En noviembre, el desempeño en general fue peor al de octubre ya que crecieron solamente 3 subrubros, contra 6 que habían crecido el mes anterior.

- **Automotrices (-23,9% ia), Otros equipos de transporte (-23,2% ia) y Productos de metal (-14,5% ia) son los subsectores que más caen.**

La industria automotriz no consigue quebrar el sendero bajista y sigue manteniéndose entre los rubros más perjudicados. Sin embargo, tanto este sector como el de "Otros equipos de transporte" mejoraron su desempeño y desaceleraron la caída contra octubre.

## IPI sectorial

a/a



Fuente: LCG en base a INDEC

### Actividad de la construcción

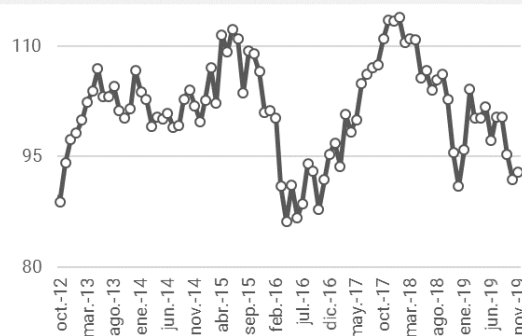
- **El ISAC crece 1,2% m/m desestacionalizado y -5,1% ia. Acumula caída de 8% en 2019.**

Este sector muestra un repunte en el mes de noviembre, mejorando 4,8 pp con respecto a octubre. En los meses que siguieron a las PASO cayó, en promedio, 4,3%, pero este mes parecería comenzar a reflejar un ritmo de variación similar al acontecido antes de las PASO (1,4% entre enero y julio), aunque a un nivel más bajo aún (183,6 entre enero y julio versus 170,7 en noviembre).

Con este resultado, el sector retorna los niveles similares a los de fines de 2018.

### Actividad de la Construcción

Serie desest. Ene-12=100



Fuente: LCG en base a INDEC

### Para adelante

- Esperamos que en los próximos meses la industria repunte levemente, aunque va a depender en gran medida de los alicientes que reciba el sector por parte de la nueva administración, tales como reactivación del crédito productivo para las PYMES y reactivación del mercado interno. Por otro lado, la decisión por parte del Banco Central de reducir las tasas es un estímulo para un sector que ha visto encarecido su crédito producto de los elevados costos al momento de buscar financiamiento.
- De modo similar, la recomposición del sector de la construcción va a depender de las medidas que se vayan implementando, tales como el retorno de líneas de créditos hipotecarios como ha sido el PROCREAR. Por otro lado, la estabilidad del tipo de cambio puede animar a tomar decisiones que impacten positivamente en la construcción. La permanencia del cepo cambiario puede traccionar positivamente, aunque en el margen, como modo de canalizar los excedentes que no pueden volcarse en su totalidad a adquisición de moneda extranjera ni a la obtención de rendimientos reales atractivos.

# Inflación

## Índice de precios al consumidor- diciembre 2019

### Datos de diciembre

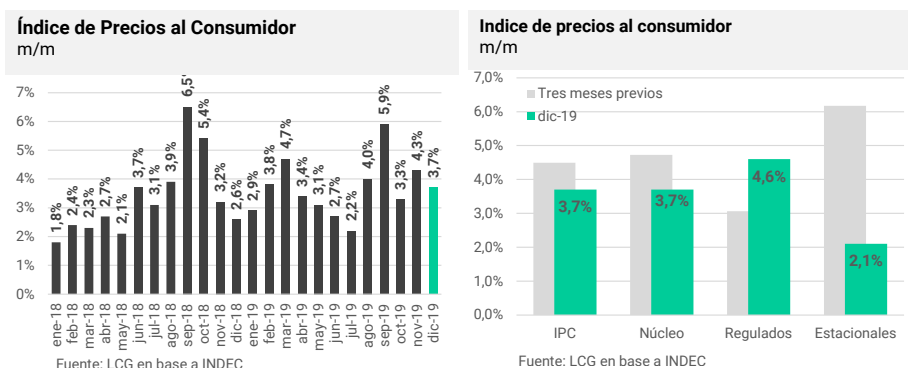
- **La inflación de diciembre fue 3,7% mensual, mostrando una desaceleración de 0,6 pp respecto al registro de noviembre.**

El dato resulta sensiblemente más bajo de lo que esperábamos (en torno a 4,4% en diciembre).

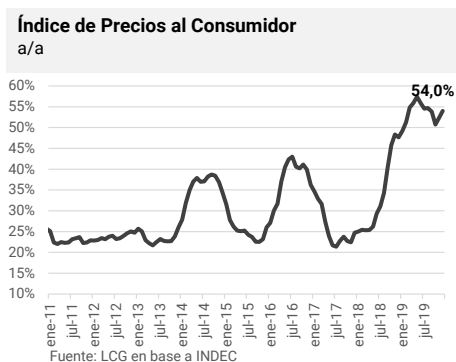
- **La inflación núcleo fue 3,7% (-0,3 pp mensual); los estacionales subieron 2,1% (-5,2 pp mensual) y los precios regulados 4,6%, el único componente que aceleró respecto a noviembre.**

Desaceleración mediante, la inflación *core* sigue siendo alta. Ya sin el impacto pleno de la devaluación de agosto, en los últimos tres meses promedió subas del 3,8% mensual, equivalente a una tasa del 56% en términos anualizados.

En el caso de regulados incidió el arrastre de la suba en combustibles (+5,9% en GBA); el incremento en medicamentos y en medicina prepaga (+4%) y el aumento del costo de la telefonía celular.



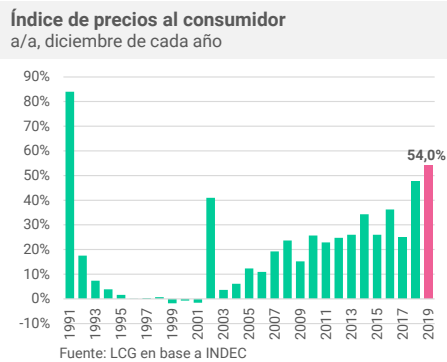
- **En la comparación anual la inflación asciende a 54%.**



### Cierre 2019

- **El año cerró con una inflación anual del 54% a diciembre; 53,7% anual promedio.**

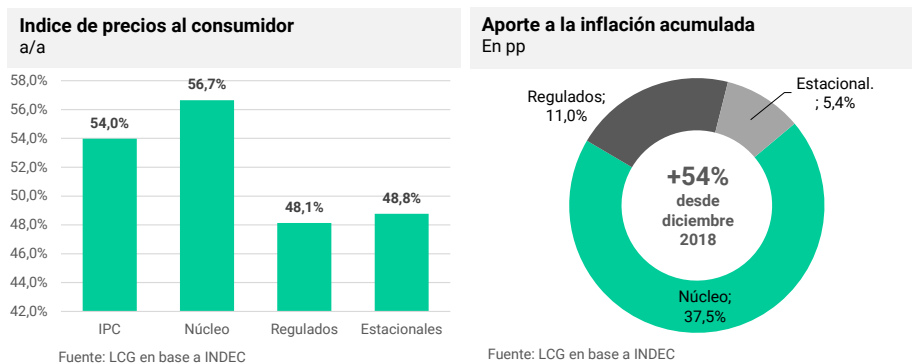
Se trata de la inflación más alta desde 1991 post hiperinflación. Cierra el décimo quinto año consecutivo con inflación de dos dígitos; y el décimo consecutivo con niveles por encima del 20%.



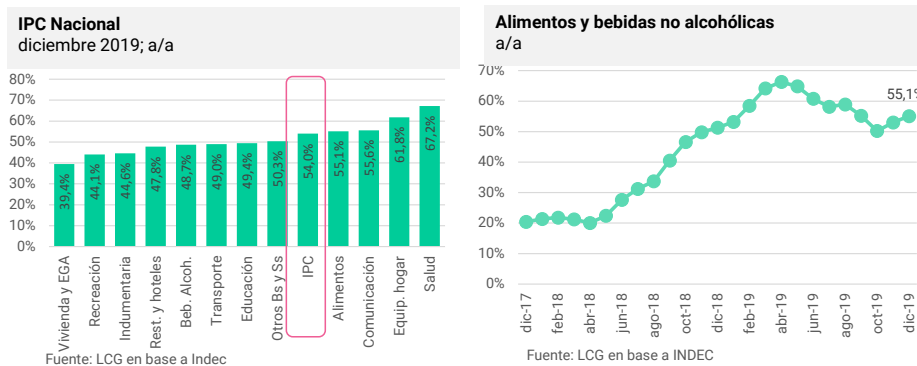
- **La inflación núcleo fue del 56,7% en 2019; los estacionales subieron 48,8% y los precios regulados 48,1% anual**

Por efecto del traslado de la devaluación a los precios, la inflación *core* fue la que traccionó la dinámica inflacionaria este año. Explicó 37 pp de la suba, 67% del total.

A raíz del congelamiento de tarifas (gas y electricidad desde abril 2019), la suba de regulados fue menor al promedio (48%), incidiendo con 11 pp sobre el total. No obstante, rubros con alta penetración de precios regulados, como Salud (que incluye medicamentos y prepagas) tuvieron aumentos muy superiores al promedio de este componente, pe. +67% anual.



- **En el análisis rubro por rubro, la inflación en salud resultó la más elevada (+67% ia); en segundo lugar, sobresalió el rubro de Equipamiento y mantenimiento del Hogar (68%) a partir de la incidencia que el tipo de cambio tiene sobre el precio de los electrodomésticos y luego Alimentos y Comunicaciones (+55% ia). En el otro extremo se ubicó Vivienda (+39%) afectado mayormente por efecto del congelamiento de tarifas.**



Para adelante

- ✓ De cara a 2020, las expectativas no son alentadoras. En el primer trimestre podrá notarse una desaceleración fruto del congelamiento de tarifas (mientras se avanza en una posterior revisión de los contratos) y a partir del ancla



cambiaría a la que, dentro de un estrecho margen, nuevamente parece estar apelando el Gobierno. El año inicia con una inflación anualizada por encima del 50% (3,5% mensual) y todavía quedan dudas sobre si ambas anclas tendrán efecto desinflacionario permanente, o sólo en el corto plazo mientras estén vigentes.

- ✓ La desindexación de la economía parece empezar por los salarios y beneficios sociales. Resta definir el alcance del Acuerdo Social, pero en el mejor de los casos los salarios podrían ganarle a la inflación recién hacia fines de año (1,6% ia real en diciembre; -4% promedio anual). Y un comportamiento similar mostrarían las prestaciones sociales una vez definida la movilidad (el atraso de las jubilaciones fue el objetivo implícito en la Ley de emergencia).
- ✓ Por otro lado, habrá que confirmar la intención del ministro Guzmán de no apelar a la emisión monetaria como fuente de financiamiento por considerarla desestabilizante y la intención del presidente del BCRA, Pesce, de avanzar en un proceso más gradual de baja de la tasa de interés. En ambos casos, la dinámica de los primeros días del año fue poco alentadora: cambios en la regulación del BCRA en la licitación de Leliq y tenencia de Pases y baja del piso de la tasa son reflejos de una política monetaria más relajada que podría ir en contra de un proceso de desinflación en la medida que los pesos volcados al mercado se destinen rápidamente a la compra de bienes o al dólar blue volviéndolo referencia para la formación de precios.
- ✓ **No esperamos una desaceleración pronunciada, sino una inflación punta a punta de 45%, consistente con un promedio de 51%.**

## Financiero

### Préstamos y depósitos – diciembre 2019

#### Depósitos privados

- **Los depósitos en pesos del sector privado crecieron 8,2% mensual en diciembre. En términos reales, el incremento fue de 4,4%.**

Este mes se quebró la tendencia negativa que comenzó en agosto. Mientras que luego de las PASO y hasta noviembre incluido cayeron 3,5% en términos reales, diciembre se convirtió en el mes de mayor incremento de los depósitos en todo el año.

- **Los depósitos a la vista crecieron 9,7% m/m real.**

El efecto estacional del cobro de aguinaldo puede ayudar a explicarlo.

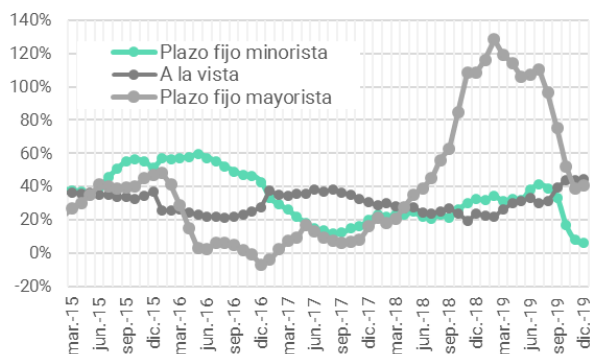
- **Los depósitos a plazo cayeron 0,7% m/m real y 19% a/a real. Las colocaciones mayoristas crecieron 1,6% m/m real y las minoristas (40% del total) cayeron 3,8% real. Estos últimos moderaron la caída respecto al mes previo mientras que las colocaciones mayoristas se han desacelerado levemente.**

La instalación del *cepo*, y en los últimos días del impuesto PAIS, actúan como limitantes para que los pesos migren a la compra de la moneda extranjera.

Por otro lado, la baja de tasas dispuesta por el Banco Central no alienta las colocaciones a plazo y es esperable que se incrementen las existencias de depósitos en cuenta corriente o caja de ahorro en la medida en que los minoristas decidan volcar sus excedentes a consumo no productivo.

Por el lado de los mayoristas, debido a las normas de *compliance*, que limitan las operaciones con *contado con liqui* de muchas empresas, y sumado a que tienen cronogramas de obligaciones para con sus proveedores y empleados, las colocaciones siguen siendo un instrumento al cual recurrir.

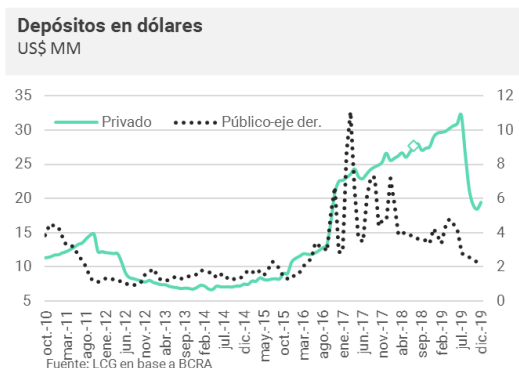
Depósitos privados en pesos  
a/a



Fuente: LCG en base a BCRA

- **Los depósitos en dólares totalizaron US\$ 19.483 M (crecieron 5,5% m/m; US\$ 1.005M más que el fin de período de noviembre).**

La caída de los depósitos en dólares fue aminorando su ritmo y empieza a mostrar una leve recuperación. Post PASO cayeron a un promedio de US\$ 421 por mes (tocando un pico de US\$ 1.077 en un solo día), en noviembre lo hicieron a un promedio de US\$ 34 y en diciembre crecieron US\$ 53, a razón de US\$ 192 por día en las últimas dos semanas del mes.



#### Depósitos privados en pesos

dic.-19	Total	Vista	A Plazo	Mayor.	Minor.
<b>Variación mensual</b>					
m/m	8,2%	13,8%	3,0%	5,3%	-0,2%
m/m real	4,4%	9,7%	-0,7%	1,6%	-3,8%
<b>Variación anual</b>					
a/a	35,2%	44,4%	24,7%	40,8%	6,2%
a/a real	-12,2%	-6,2%	-19,0%	-8,6%	-31,0%

Fuente: LCG en base a BCRA

#### Préstamos al sector privado

- **Los préstamos al sector privado en pesos cayeron en promedio 0,9% mensual real en diciembre (-24% ia real).**

Se revierte el sendero positivo que se había evidenciado en octubre y noviembre. En diciembre, el financiamiento retomó la caída que evidenció durante todo 2019 con excepción de los últimos dos meses. Esto puede explicarse, en parte, por un contexto de incertidumbre y de pocas definiciones de política debido al cambio de gestión, que generaron un entorno de "esperar y ver".

En términos anuales, las caídas siguen siendo pronunciadas, pero nuevamente hay una desaceleración de la caída contra el mes previo (-1,7 pp).

- **Los préstamos al consumo (Personales y Tarjetas de Crédito) cayeron 1,8% mensual real (-22,3% ia real).**

Se destaca el magro desempeño del financiamiento con las tarjetas desacelerando 7,4 pp respecto al crecimiento evidenciado en noviembre. Además de existir cierto componente estacional en la caída, el desplome del poder adquisitivo a lo largo del año y la incertidumbre respecto a las decisiones de política de la nueva administración evitan la recomposición de la demanda de las familias.

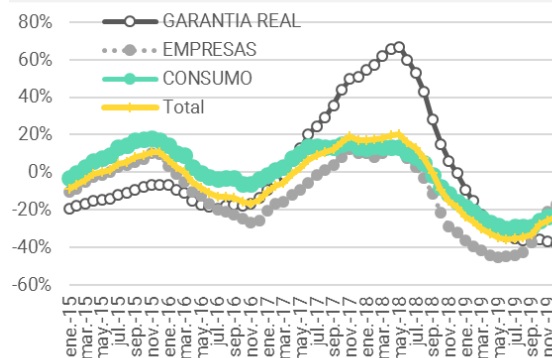
Los préstamos personales cayeron nuevamente (-4,2% m/m) pero desaceleraron la baja respecto a noviembre.

- **Los préstamos con garantía real (Hipotecarios y Prendarios) mostraron una variación negativa de 4% m/m real (-38,1% ia real). Continúa siendo el tipo de financiamiento más perjudicado en términos anuales.**
- **El financiamiento a empresas mejoró el desempeño respecto a noviembre (mes en el que no presentó variación real mensual), y creció 2% m/m. Documentos a una sola firma aumentó 3,8% m/m, pero Adelantos en cuenta corriente y Documentos descontados evidenciaron caída de 0,9% m/m y 1% m/m, respectivamente, traccionando hacia abajo el crecimiento.**

**En términos anuales, los créditos recibidos por las empresas cayeron 17,2% ia real.**

de crédito, que creció apenas 0,2% m/m,

### Préstamos al sector privado a/a real



Fuente: LCG en base a BCRA

### Préstamos al sector privado en pesos

dic-19	EMPRESAS	Adelantos	Docu-mentos	GARANTIA REAL	Hipotecarios	Prendarios	CONSUMO	Personales	T. de Crédito	TOTAL
<b>Variación mensual</b>										
m/m	5,8%	3,9%	6,6%	-0,5%	0,4%	-2,8%	1,9%	-0,6%	3,9%	2,8%
m/m real	2,0%	0,2%	2,8%	-4,0%	-3,2%	-6,3%	-1,8%	-4,2%	0,2%	-0,9%
<b>Variación anual</b>										
a/a	27,5%	44,5%	16,8%	-4,7%	2,0%	-19,1%	19,6%	-4,5%	47,9%	17,2%
a/a real	-17,2%	-6,2%	-24,1%	-38,1%	-33,7%	-47,5%	-22,3%	-38,0%	-4,0%	-23,9%

Fuente: LCG en base a BCRA

### Tasas

- **La tasa de política monetaria se ubicó a fines de diciembre en 55% (mínimo establecido por el BCRA), cayendo 8 pp contra noviembre.**
- **La tasa BADLAR también descendió y fue de 39,4% a fin de período. Esto implica una caída de 4pp contra noviembre.**

Durante el último mes del año, el nuevo Directorio del BCRA decidió recortar dos veces la tasa de referencia. Inicialmente se estableció un piso de 58%, para luego descender a 55%, valor con el que cerró diciembre. A partir de este anuncio, era de esperar que las tasas pasivas a las que prestan las entidades bancarias continuaran descendiendo. Como resultado, las tasas que ofrecen los bancos para ahorro en pesos se acercan a terreno real negativo (considerando una inflación esperada de 42% a/a en 2020).

Es probable que en los próximos meses el BCRA mantenga el sendero descendente, de cara a otorgar mejores condiciones de financiamiento para familias y empresas que permitan apuntalar el consumo y la producción. Sin embargo, será importante considerar la evolución de la inflación a la hora de fijar tasas, para no repeler el ahorro y los depósitos en pesos en el sistema.

### 2019

- Este año puede analizarse antes y después de la concreción de las PASO. Con respecto a los depósitos en pesos, cerraron con caída del 12,2% a/a en términos reales. Recién es a partir del último mes del año que se comienzan a vislumbrar signos de recomposición de los depósitos post PASO.

- Con respecto a los depósitos en dólares, arrancaron el año en US\$ 29.104 y al 9 de agosto totalizaron US\$ 32.570 (+US\$ 3.466), mientras que desde ahí a diciembre acumularon una baja de 40% (-US\$ 13.087 M). En 4 meses y medio se perdieron casi el equivalente a lo que se incrementó a lo largo de todo el año 2016 (US\$ 12.113). Es recién a partir de mediados de diciembre que los depósitos empiezan a crecer a un promedio de US\$ 192 por día. Hoy totalizan US\$ 19.483 M.
- El crédito se contrajo en términos reales 24%. Esta caída tan aguda supera a lo evidenciado en recesiones anteriores y coloca a los préstamos como porcentaje del PBI en niveles muy bajos (8,5%). Los segmentos más perjudicados fueron los hipotecarios y prendarios (garantía real) y los préstamos personales (al consumo), con caídas de 33,7%, 47,5% y 38%, respectivamente.

#### Para adelante

- Las medidas como el cepo y el impuesto PAIS, que vinieron para quedarse un buen tiempo, ayudan a evitar que salgan depósitos en pesos a compra de dólares. En la medida que empieza a ceder la desconfianza propia de cualquier proceso electoral y el sistema se muestra estable, puede esperarse el retorno de los depósitos en dólares. Por otro lado, la baja de tasas de interés con rendimientos negativos esperados implica que los depósitos a plazo no se vuelvan una alternativa de inversión seductora y podría dar paso a que se vuelquen más pesos a consumo de bienes durables.
- La nueva dirección del BCRA intentará utilizar los créditos a empresas para repuntar la actividad interna. Con este objetivo, ya fue anunciado a los bancos la posibilidad de eliminar parte de sus encajes de manera proporcional a la cantidad de créditos que otorguen con tasas de 40%. Es esperable que el financiamiento a las empresas comience a repuntar en la medida que se activen préstamos a tasas más bajas. De todas formas, debido al largo contexto recesivo y a una demanda muy deprimida resta ver si los incentivos otorgados por el BCRA efectivamente funcionarán.

## Externo

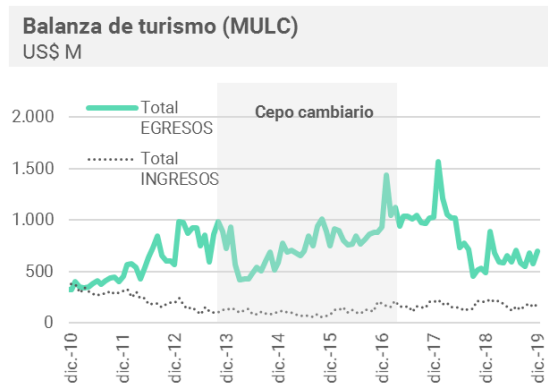
### Resultado Cambiario – diciembre 2019

- **La variación de reservas internacionales en diciembre fue positiva: + US\$ 745 M.**
- **Este resultado se explicó por el resultado de la cuenta corriente, que evidenció nuevamente superávit (+US\$ 576 M), y que se suma al resultado positivo que también evidenció la cuenta financiera cambiaria (+US\$ 170 M). Esta última mostró superávit por cuarta vez en el año, luego de cuatro meses de resultados negativos.**
- **La balanza comercial cambiaria registró un superávit de US\$ 1.995 M en diciembre. Resultó 51% más alto que un año atrás. Finalizó 2019 con un superávit de US\$ 23.445 M, US\$ 15.100 más que el año pasado.**

La balanza de bienes se mantuvo positiva a lo largo de todo 2019. En diciembre, desaceleró levemente respecto al mes previo debido al aumento en el pago de importaciones que, en términos absolutos, más que compensó el aumento de las exportaciones.

- **La balanza de servicios aceleró el resultado negativo en diciembre (-US\$ 346 M contra -US\$ 259 M en noviembre) y finalizó 2019 con un déficit de US\$ 5.482 M.**

El saldo de la cuenta se mantuvo negativo, pero evidenció estabilidad en términos interanuales. En promedio, en 2019, el déficit fue de US\$ 457 M, nivel inferior al observado años anteriores. La balanza de turismo explica la mayor parte del



Fuente: LCG en base a BCRA

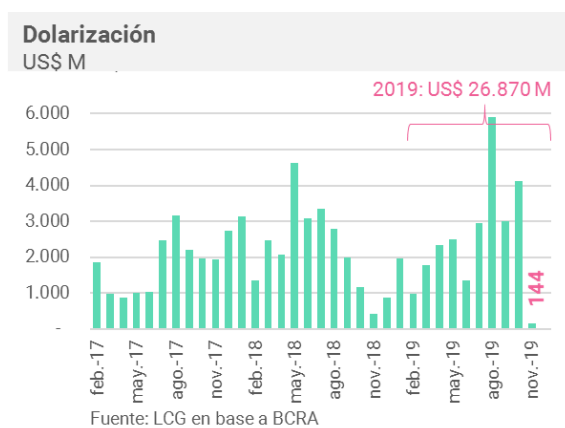
resultado, representando el 57,5% de egresos en concepto de servicios. En el año sumó una salida neta de US\$ 5.670 M, 29% menor a la registrada el año pasado.

- **La cuenta financiera tuvo un superávit de US\$ 154 M en diciembre.**

En un contexto de fuertes controles cambiarios, la reversión de la salida de divisas explicó gran parte de la recuperación de esta cuenta. Como contrapartida, la inversión directa de no residentes aportó apenas US\$ 83 M, resultado que se ubica por debajo de la mitad del promedio registrado en el año. En 2019, esta cuenta aportó US\$ 2.461 M, 2% más que un año atrás.

- **La Formación de Activos Externos (FAE) revirtió el sendero negativo, y ascendió a US\$ 153 M en diciembre. En 2019, la salida de divisas sumó un total de US\$ 26.870 M, lo que representa alrededor de un 6% del PBI.**

El cepo 'hard' establecido a fines de octubre afectó principalmente la FAE. Esta medida contiene la demanda de dólares y reduce la dolarización de carteras. En este sentido, es la primera vez luego de 3 años que el resultado mensual es positivo, permitiendo recuperar una parte (muy pequeña) de la salida previa de dólares. De esta forma, y a pesar de los fuertes episodios devaluatorios ocurridos meses anteriores, la estrechez del cepo cambiario evitó el aumento de la FAE, que se colocó 1,3% por debajo del registro de 2018.



#### Para adelante

- En el frente externo, al menos en los primeros meses de 2020, seguiremos viendo superávit comercial, de la mano de un tipo de cambio alto y el aumento en la restricción de las importaciones.
- La cuenta de servicios reales seguirá el camino hacia la reducción del déficit. El impuesto PAIS, que grava con un 30% a la salida de divisas en concepto de turismo y servicios, genera desincentivos a tomarse vacaciones fuera del país o importar servicios del exterior.
- Proyectamos una mejora de la cuenta corriente para 2020, aunque es necesario esperar los resultados de la reestructuración de deuda para conocer la carga de intereses que regirá este año.
- Es probable que los fuertes controles cambiarios se mantengan al menos durante la primera mitad del año, mientras dure el proceso de negociación de la deuda. En este sentido, el cepo cambiario seguirá conteniendo la salida de divisas, pero debe considerarse que esta es una contención artificial y que podría ampliar la brecha cambiaria en caso de prolongarse la medida tal como está actualmente.
- Como contrapartida de los controles cambiarios, no es probable que en 2020 aumenten las inversiones de portafolios de no residentes. En consecuencia, no esperamos que esta cuenta repunte en los próximos meses.