

# Informe Quincenal N° 231

Miércoles 26 de febrero de 2020



## Índice

<b>Fiscal</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>* Recaudación +45% ia (-5,4% ia en términos reales). Mal desempeño en términos reales en comparación con los últimos 3 meses.</li></ul>
<b>Recaudacion</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>* Derechos de Exportación creció 54% anual (-4% anual medido en USD). De importación aumentaron 70% anual, y 6% anual medido en dólares.</li></ul>
<b>Enero</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>* IVA DGI +35% anual (-11,6% ia real), deja de regir la eliminación del IVA para la CBA. Créditos y Débitos subió 47% ia (-4\$ ia real).</li><li>* Ganancias registró crecimiento del 35% anual y cayó 11,9% ia real. Seguridad Social creció 38,4% ia, con un ajuste real de -9,6% ia.</li><li>* En enero se inauguró la recaudación del Impuesto PAIS, cuya recaudación fue de \$3.180 M, por debajo de lo esperado.</li></ul>
<b>Actividad</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>* El Indicador de Producción Industrial (IPI) mostró una variación positiva de 1,1% m/m y 1,2% ia. En 2019, la industria cayó 6,4% (+1,4pp respecto 2018).</li></ul>
<b>IPI e ISAC</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>* Construcción cayó 7,3% m/m desestacionalizado en diciembre y -6,4% ia. En 2019 cayó 8% ia, liderando la caída Asfalto y Hormigón elaborado.</li></ul>
<b>Diciembre</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>* Crecimiento generalizado respecto a meses anteriores. Sectores que más crecieron: Productos textiles, Alimentos y bebidas, Madera, papel y edición.</li><li>* Automotrices (-16% ia) y Productos de metal (-18,1% ia) son los que más cayeron. Sin embargo, Automotrices desacelera la caída.</li><li>* Esperamos que en 2020 los indicadores de industria comiencen a repuntar, por los alicientes de la gestión actual para reactivar este segmento.</li></ul>
<b>Inflación</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>* +2,3% m/m en enero, desaceleró 1,6 pp respecto al registro de diciembre. Con excepción de bs estacionales, todos los componentes desaceleraron.</li></ul>
<b>IPC</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>* Inflación Núcleo fue de 2,4% m/m. Bienes y servicios regulados crecieron 1,1%, bienes estacionales se aceleraron a 3,6%.</li></ul>
<b>Enero</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>* Por rubro, lideran Recreación y Cultura (+5%), Alimentos y Bebidas (+4,7%). En el extremo opuesto: Salud (-2%) Equipamiento y mant. de hogar (-1,3%).</li><li>* En la comparación anual, la inflación mayor la presentan Salud (+59% ia), Alimentos y Bebidas (+57% ia) y Equipamiento y mant. de hogar (+55% ia).</li><li>* La inflación anual asciende a 53,1%.</li></ul>
<b>Financiero</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>* Depósitos privados en pesos crecieron 6,5% m/m real en enero: a plazo +7,5% m/m real y a la vista +5,3 m/m real.</li></ul>
<b>Préstamos y</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>* Colocaciones del segmento minorista crecieron 2,9% m/m real. Segmento mayorista creció al 10,7% m/m real.</li></ul>
<b>Depósitos</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>* Depósitos en dólares totalizaron US\$ 18.769 M (-3,7% m/m; US\$ 721 M menos que a fines de diciembre).</li></ul>
<b>Enero</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>* Crédito privado en pesos cayó en términos reales 1,3% m/m (-21,8% ia real). Préstamos con garantía real fueron los más perjudicados (-37,3% ia).</li><li>* Financiamiento a empresas empeoró desempeño respecto a diciembre. Préstamos al consumo crece apenas 0,1% m/m real.</li></ul>
<b>Externo</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>* Las reservas internacionales cayeron US\$ 180 M en enero: Cuenta Corriente +US\$ 50 M y Cuenta Capital y Financiera -US\$ 230 M.</li></ul>
<b>Mercado</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>* Balanza comercial registró superávit de US\$ 1.590 (-20% ia). Exportaciones +9% ia pero las importaciones tuvieron un crecimiento mayor (31% ia).</li></ul>
<b> cambiario</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>* Balanza de servicios presentó déficit y finalizó en -US\$ 26 M. Se trata del menor déficit desde abril 2012, explicado por el efecto del impuesto País.</li></ul>
<b>Enero</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>* La FAE se redujo respecto a diciembre y fue de US\$ 60M, resultado explicado por el <i>cepo hard</i> y el encarecimiento que explicó el impuesto País.</li><li>* Cuenta financiera deficitaria. Deterioro explicado por egresos para cancelar deuda por préstamos con organismos internacionales y bilaterales.</li></ul>

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

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

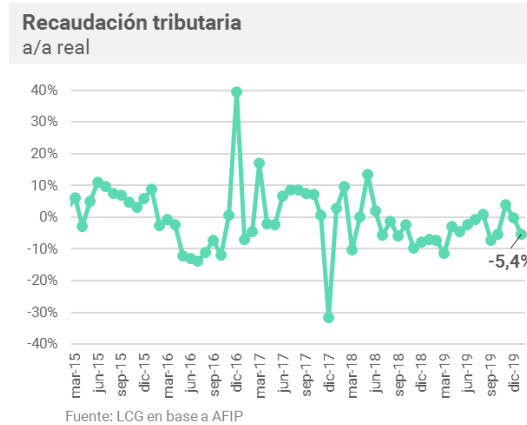
Guido Lorenzo – *Director Ejecutivo*  
Melisa Sala – *Economista principal*  
Julia Segoviano – *Economista*  
Emilia Calicibete – *Analista*

## Fiscal

### Recaudación – enero 2020

- **En el primer mes del año, la recaudación tributaria ascendió a \$527.285 M, registrando un crecimiento interanual del 45%, que en términos reales se traduce en una caída de 5,4% ia.**

Dada la inflación del mes de enero, la recaudación evidenció mal desempeño si se considera la importante caída en términos reales, superior a la evidenciada los últimos 3 meses.

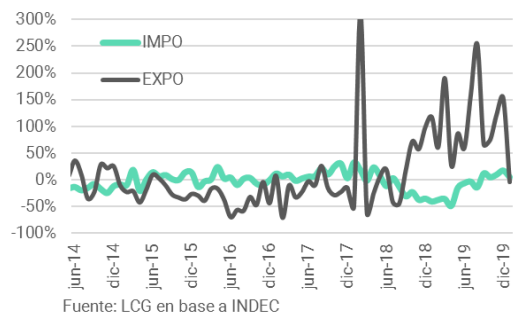


- **Los derechos de exportación crecieron 54% anual (apenas +0,6% en términos reales), un resultado muy bajo al comparar con el ritmo al que crecieron en 2019 (260% ia en promedio). Medido en dólares, los ingresos tuvieron una caída del 4%, primera vez en 16 meses que se observa una variación negativa.**

La fuerte desaceleración de este tributo, que venía siendo el que mayor impulso daba a la recaudación, repercutió en el resultado final.

El menor crecimiento, que se ubica 246 pp por debajo de la variación de diciembre, tiene sentido si se considera que ese mes existieron ingresos extraordinarios debido al adelantamiento de las Declaraciones Juradas de Ventas al Exterior, para evitar el aumento de retenciones que se especulaba que haría el próximo gobierno (y que finalmente hizo). Debido a esto, al gran resultado de la cosecha, al aumento en el tipo de cambio y a las muy bajas bases de comparación (las retenciones se generalizaron recién en septiembre 2018), los derechos de exportación crecieron a un ritmo muy alto en 2019, hecho que no se repetirá en 2020. Sin embargo, el establecimiento de mayores alícuotas podría ser una fuente para contrarrestar el menor impulso de este tributo.

**Recaudación Derechos de exportación e importación**  
En dólares, a/a



- **Los derechos de importación aumentaron 70% contra el mismo mes del año anterior, pero 6% anual medidos en dólares.**

Crecieron por encima de los derechos de exportación, algo que no ocurrió en ningún momento durante el año pasado. Además, la muy baja base de comparación de este mes también repercute en el resultado.

- **La recaudación de IVA impositivo creció 35% anual, reflejando una caída de 11,6% medida en términos reales.**

Sigue mostrando muy bajo dinamismo, principalmente relacionado con el contexto recesivo que atraviesa la actividad. Sin embargo, a partir de enero dejó de regir la eliminación del IVA para la canasta básica que había establecido la gestión anterior. En consecuencia, la recaudación tuvo un mejor desempeño que el mes anterior.

- **Lo recaudado por Créditos y Débitos subió 47% anual, (-4% ia en términos reales).**
- **El impuesto a las Ganancias registró un crecimiento del 35% anual en enero, que implica una caída de 11,9% interanual real.**

La recaudación de este impuesto volvió a desacelerar. Hace meses que viene cayendo su desempeño debido 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 38,4% anual (-9,6% ia real).**

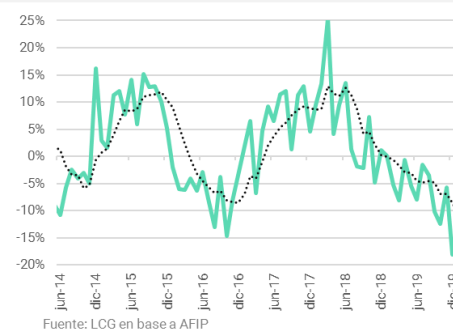
Los aportes y contribuciones volvieron a crecer por debajo de la inflación, aceleraron la caída real y desaceleraron en 8pp el crecimiento nominal. Entre los factores que explican esta performance se encuentran los efectos de la caída del salario real y el diferimiento de los pagos de aportes y contribuciones a la AFIP, como modo de financiamiento de las empresas.

- **En enero se inauguró la recaudación del impuesto PAIS, vigente desde fines de diciembre 2019. Este tributo significará nuevos recursos para el Estado, que no existían previamente. Sin embargo, durante el primer mes del año, la recaudación fue de apenas \$3.180 M, por debajo de lo esperado.**

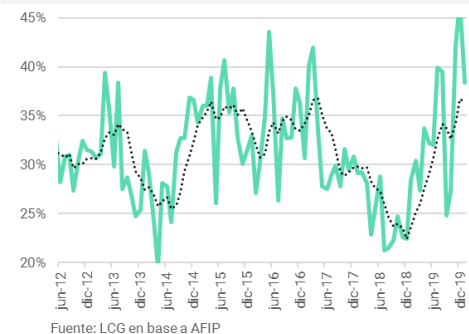
#### Para adelante

Esperamos que la entrada en vigencia de nuevos impuestos y el aumento de alícuotas mejore el desempeño de la recaudación. Asimismo, en un año donde se proyecta una desaceleración inflacionaria, las variaciones reales también podrían mejorar. El impuesto PAIS, el aumento de la tasa de Bienes Personales y las nuevas alícuotas fijadas en los Derechos de exportación representan ingresos extra para la gestión actual. De todas maneras, en la medida que recursos importantes como el IVA y Ganancias sigan mostrando un desempeño muy marginal, seguirá ralentizándose la mejora real de la recaudación.

**Recaudación IVA-DGI**  
a/a real



**Recaudación Contribuciones a la Seguridad Social**  
a/a



Recaudación tributaria				
	\$ MM	ene-20		Contrib. a/a
		a/a	a/a real	
<b>IVA</b>	<b>170,7</b>	<b>48,8%</b>	<b>-2,8%</b>	<b>34%</b>
IVA DGI	122,4	35,4%	-11,6%	20%
Devoluciones (-)	-1,9	-24,7%	-50,8%	0%
IVA DGA	50,2	87,1%	22,2%	14%
Reintegros (-)	-0,9	-65,8%	-77,7%	1%
<b>Ganancias</b>	<b>96,1</b>	<b>34,8%</b>	<b>-11,9%</b>	<b>15%</b>
Ganancias DGI	88,9	33,6%	-12,7%	14%
Ganancias DGA	7,2	52,1%	-0,7%	2%
Der. Exportación	24,0	54,0%	0,6%	5%
Der. Importación	16,4	69,7%	10,8%	4%
<b>Contrib. Seg. Social</b>	<b>151,0</b>	<b>38,4%</b>	<b>-9,6%</b>	<b>26%</b>
Créditos y débitos	35,8	47,0%	-4,0%	7%
Bienes personales	0,9	117,1%	41,8%	0%
Combustibles	11,7	19,0%	-22,3%	1%
Otros	21,5	87,9%	22,7%	6%
<b>TOTAL</b>	<b>527,3</b>	<b>44,9%</b>	<b>-5,4%</b>	<b>100%</b>

Fuente: LCG en base a AFIP

## Actividad

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

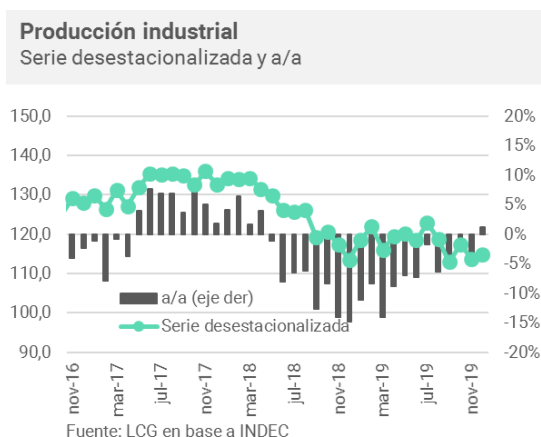
#### Industria manufacturera

- *El Indicador de Producción Industrial (IPI) mostró una variación positiva de 1,1% m/m desestacionalizado, revirtiendo la caída evidenciada durante noviembre.*
- *Luego de 19 meses de caída, el sector industrial creció interanualmente, ubicándose 1,2% por encima del resultado registrado un año atrás.*
- *En 2019, la industria cayó 6,4%.*

En diciembre, la industria evidenció un resultado positivo, mejor que lo esperado. Sin embargo, el crecimiento que mostró el sector es un repunte marginal que lo coloca en niveles apenas superiores al registro de fines de 2018.

En términos interanuales, la noticia es positiva ya que no se observaba un resultado similar desde abril de 2018, mes en que comenzó la dinámica recesiva en que se encuentra inmersa actualmente la actividad. De todas formas, gran parte de este resultado positivo se debe a la muy baja base de comparación que tuvo el mes de diciembre (en 2018 la industria había caído 15% interanual durante este mes).

El año 2019 cierra con una caída mayor a la evidenciada el año pasado. Se aceleró el deterioro del sector en 1,4 pp, y se evidenció caída interanual durante todos los meses del año con excepción de diciembre.



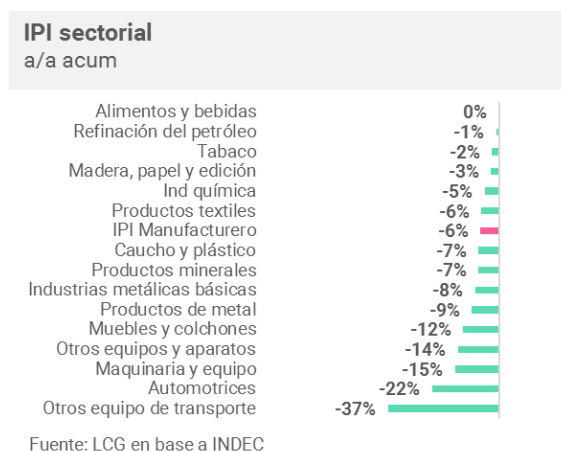
- **Al interior del sector, se mantiene la heterogeneidad. Sin embargo, se observó un crecimiento más generalizado este mes con relación a lo evidenciado meses anteriores. En total, 9 subsectores presentaron crecimiento.**

Productos textiles (+9,2% ia), Maquinaria y equipo (+7,9% ia), Alimentos y bebidas (+7,2% ia) y Madera, papel y edición (+7% ia) son los subsectores que más crecieron. Con excepción de Productos textiles (que creció, en promedio, 16% los últimos 3 meses), el resto de los subsectores mencionados tuvieron un repunte importante, si se consideran los registros de los últimos meses.

- **Productos de Metal (-18,1% ia) y Automotrices (-16% ia) son los subsectores que más cayeron, y los únicos que presentaron bajas de dos dígitos.**

Hace meses que la industria automotriz se encuentra dentro de los sectores más perjudicados del complejo industrial. Como dato positivo, este mes desaceleró la caída en 7,8pp y presentó la menor caída de los últimos 9 meses. De todas formas, el sector se encuentra operando en niveles muy bajos y acumuló en el año una caída de 22,2%.

Si bien se mantiene la performance negativa en varios sectores, la dinámica de los subsectores mejoró marginalmente si se considera que se revirtió la tendencia generalizada de la baja (en diciembre son más los subsectores que crecieron que los cayeron) y que sólo dos sectores mostraron caídas altas, el resto se ubicaron por debajo del 4% ia.

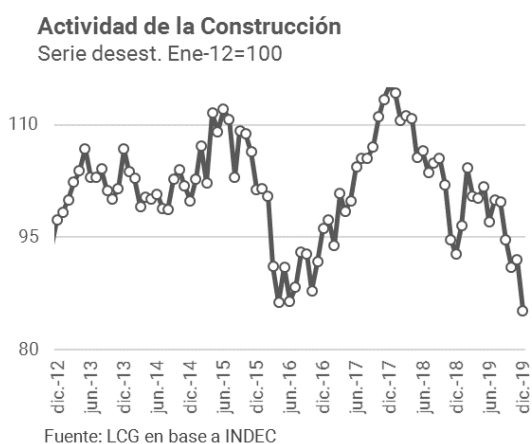


### Actividad de la construcción

- **El ISAC cayó 7,3% m/m desestacionalizado y -6,4% ia.**
- **En 2019, el sector de la construcción cayó 8% ia.**

Durante diciembre, el sector evidenció un fuerte desplome en la comparación intermensual y revirtió el leve repunte que se había evidenciado en noviembre. En un contexto de pocos incentivos para reactivar este mercado, dada la fuerte contracción del gasto en capital del sector público y el escaso dinamismo del mercado interno, preocupan los niveles alcanzados, que con este resultado se retrotraen a niveles de abril de 2016.

Al interior del indicador, se observa que las principales caídas se produjeron en la demanda de Asfalto (-47% ia) y en la de Hormigón elaborado (26% ia).



#### Para adelante

- Para el año 2020, esperamos que los indicadores de industria comiencen a repuntar. Esto se debe en parte a las bajas bases de comparación del sector, así como a los alicientes que la gestión actual está tomando para reactivar este segmento de la producción. Entre ellos se destacan la reactivación de créditos a tasas bajas (disminuyendo los encajes bancarios para aquellas entidades que ofrezcan créditos baratos) así como también los planes de facilidades de pago que estableció la AFIP para aliviar a las PyMES de la carga impositiva que arrastran desde hace meses. De todas maneras, no esperamos que sea una reactivación muy dinámica, sino heterogénea al interior del sector y marginal en términos interanuales.
- El sector de la construcción dependerá a lo largo del año de las decisiones de gasto tanto del sector público como del sector privado. En el caso del primero, es poco probable que traccione fuertemente, debido al escaso margen fiscal del que disponen las cuentas públicas. Por el lado de los agentes privados, la permanencia del cepo cambiario y los escasos canales de ahorro podrían destinar parte de las decisiones de inversión a inmuebles o refacciones de los hogares. En este sentido, existe un aliciente (aunque marginal) para una leve mejora del sector.

## Inflación

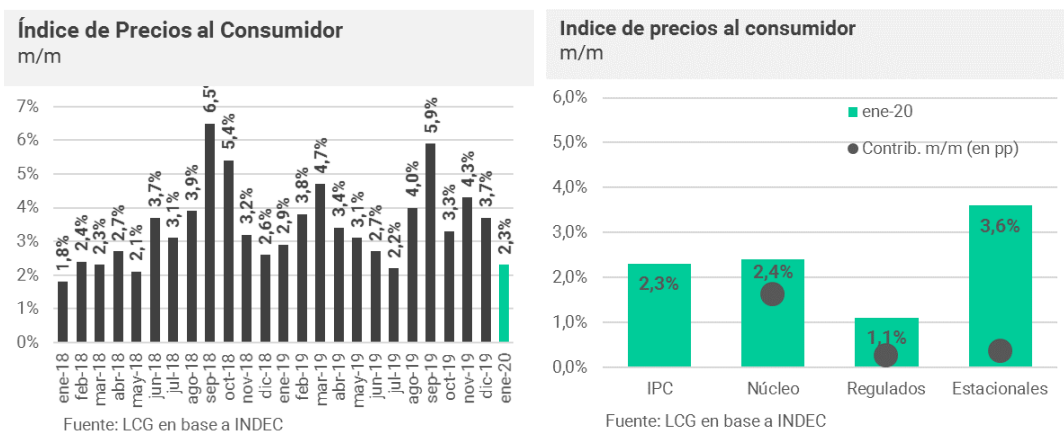
### Índice de precios al consumidor - enero 2020

- **La inflación de enero fue 2,3% mensual, mostrando una desaceleración de 1,4 pp respecto al registro de diciembre.**  
El dato se ubica por debajo de nuestra proyección (2,8% mensual).
- **Todos los componentes mostraron desaceleración en el último mes, con excepción de los bienes estacionales: la inflación Núcleo fue 2,4% mensual en enero contra 3,7% en diciembre; los bienes y servicios regulados aumentaron 1,1% vs 4,6% el mes anterior; y los bienes estacionales, por el contrario, se aceleraron a 3,6%, 1,5 pp más que en diciembre.**

La inflación *core* se mantuvo apenas por encima del promedio general. Esto evidencia que aún existe incidencia alta del componente inercial de los precios. También influyó el arrastre alto de diciembre y el retorno del IVA a los productos de la canasta básica, que se hizo sentir sobre todo en las primeras dos semanas de enero. La desaceleración de las últimas semanas dejará un arrastre bajo para el mes de febrero.

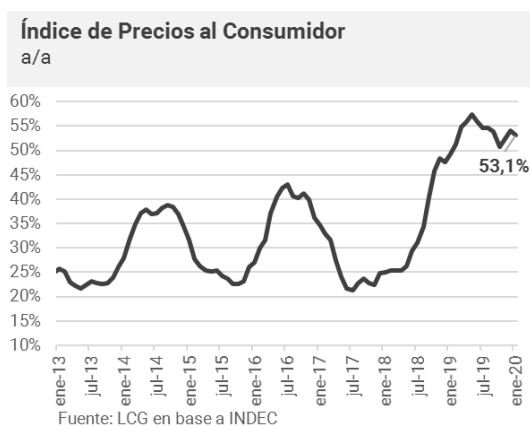
En el caso de regulados, el congelamiento de tarifas y combustible, el acuerdo con la industria farmacéutica para bajar el precio de los medicamentos y la estabilidad en la tarifa del transporte, permitieron la desaceleración de este componente. Asimismo, tracciona hacia abajo el índice general.

El salto en bienes y servicios estacionales responde al aumento en turismo que hay durante el mes de enero, con aumentos de 6,6% en servicios recreativos y culturales en GBA.



- **En la comparación anual la inflación asciende a 53,1%.**

En enero, la inflación anual se aceleró respecto a diciembre 2019. Esto se debe a los altos registros inflacionarios de principios de 2019.

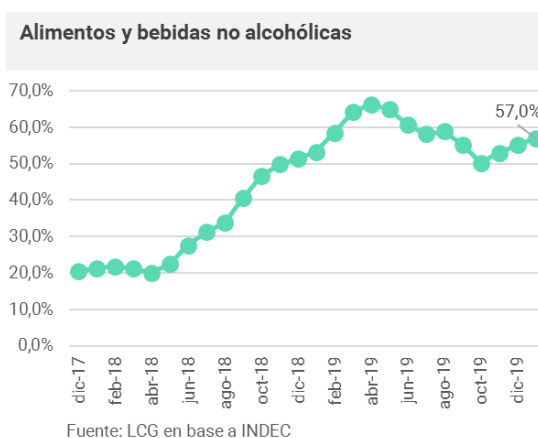


- **En el análisis por rubro, los mayores aumentos los sufrieron Recreación y Cultura (+5%) y Alimentos y Bebidas (+4,7%). Ambos se aceleraron respecto a diciembre, con subas de 2,6 pp y 1,6 pp, respectivamente. En el extremo opuesto sobresalen Salud y Equipamiento y mantenimiento del hogar con caídas de precios (-2% y -1,3%, respectivamente).**

El fuerte aumento en alimentos y bebidas fue influenciado por el retorno del IVA en los productos de la canasta básica. La tasa del 0% para estos productos finalizaba el 31 de diciembre, y la medida no fue renovada por el gobierno actual. En el desagregado, las carnes y derivados tuvieron el mayor salto y crecieron 5,9%, seguido por Leches, productos lácteos y huevos con suba de 5,5%.

En el caso del rubro de Salud, la variación negativa se debió al acuerdo entre el gobierno y los laboratorios para retrotraer los precios de los medicamentos a valores de diciembre. Equipos y mantenimiento del hogar, por su parte, evidenciaron también caída debido a que en diciembre la medición de precios incluyó el bono otorgado para trabajadores de casas particulares, y el mismo no fue entregado en enero.

- **En la comparación anual, la inflación del rubro de salud es la más elevada (+59% ia); en segundo lugar, sobresale el rubro de Alimentos y Bebidas (+57% ia) y luego Equipamiento y mantenimiento del hogar (+55% ia).**



#### Para adelante

- ✓ De cara a 2020, esperamos que la inflación desacelere contra el año anterior. Si bien el dato de enero dio por debajo de lo esperado, resta conocer cómo será el Acuerdo Social de Precios que prometió el gobierno, así como el descongelamiento de tarifas, transporte y combustibles. Asimismo, algunos gremios ya han definido paritarias con aumentos porcentuales (y hasta por plazos de 6 meses), en contra del pedido de suma fija que fue elevado desde Casa Rosada. La forma de resolver estas cuestiones determinará el impacto final que tengan en los precios.
- ✓ El tipo de cambio, en tanto la brecha se mantenga en niveles similares al actual, representa un ancla nominal para los precios. Esto deberá ser acompañado con una baja prudente de tasas y una emisión que acompañe a la demanda de dinero para no generar nuevas fuentes de aceleración de la inflación. La nueva reducción de la tasa de referencia por parte del BCRA a 44%, luego de conocer la desaceleración inflacionaria, luce más agresiva de lo esperado.

## Financiero

### Préstamos y depósitos – enero 2020

#### Depósitos privados

- **Los depósitos en pesos del sector privado crecieron 9% mensual en enero. En términos reales, el incremento fue de 6,5%.**

En enero se acentuó la tendencia positiva evidenciada en diciembre. En medio de fuertes controles cambiarios y un impuesto del 30% al atesoramiento de dólares, subieron los incentivos para mantener los pesos depositados.

- **Los depósitos a la vista crecieron 5,3% m/m real.**



- **Los depósitos a plazo crecieron 7,5% m/m real, pero cayeron 18% anualmente. Las colocaciones mayoristas crecieron 10,7% m/m real y las minoristas (38% del total) lo hicieron en 2,9%. Ambas mejoraron el desempeño respecto a lo evidenciado en diciembre.**

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

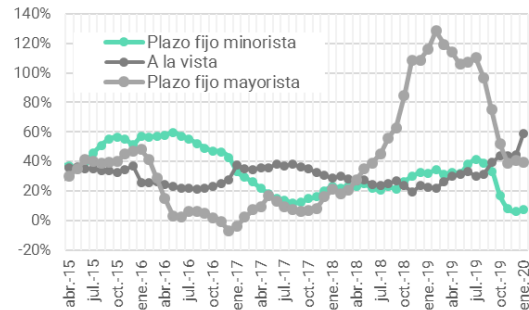
Si bien la baja de tasas dispuesta por el Banco Central no alienta las colocaciones a plazo, las restricciones al atesoramiento generan incentivos a mantener depósitos a plazo. En este sentido, las colocaciones minoristas revirtieron las caídas evidenciadas los últimos 4 meses, y mostraron una variación mensual que no se observaba desde octubre 2018.

Por el lado de los mayoristas, mostraron el crecimiento más alto de los últimos 11 meses. 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.

- **Los depósitos en dólares totalizaron US\$ 18.769 M (cayeron 3,7% m/m, lo que significaron US\$ 721 M menos que el fin de período de diciembre).**

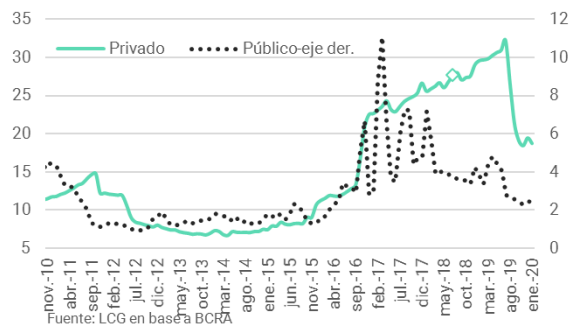
Si bien la caída de los depósitos en dólares fue aminorando su ritmo desde el derrumbe evidenciado post PASO, en enero revirtieron el crecimiento que se había observado en diciembre. Esto se debe, en parte, a una sobre dolarización de carteras, que actualmente influye en la estrechez de la brecha cambiaria, y en la evolución de los depósitos en dólares.

**Depósitos privados en pesos**  
a/a



Fuente: LCG en base a BCRA

**Depósitos en dólares**  
US\$ MM



Fuente: LCG en base a BCRA

**Depósitos privados en pesos**

ene.-20	Total	Vista	A Plazo	Mayor.	Minor.
<b>Variación mensual</b>					
m/m	9,0%	7,7%	10,0%	13,3%	5,3%
m/m real	6,5%	5,3%	7,5%	10,7%	2,9%
<b>Variación anual</b>					
a/a	42,3%	58,9%	25,6%	39,8%	7,6%
a/a real	-7,0%	3,8%	-18,0%	-8,7%	-29,7%

### Préstamos al sector privado

- **Los préstamos al sector privado en pesos cayeron, en promedio, 1,3% mensual real en enero (-21,8% ia real).**

Se acentúa la caída observada en diciembre. Existe un componente estacional que explica la variación, ya que enero en general registra caída respecto a diciembre, mes en que el consumo y la demanda aumentan.

En términos anuales, las caídas siguen siendo pronunciadas, pero nuevamente hay una desaceleración de la caída contra el mes previo (-1,9 pp).

- **Los préstamos al consumo (Personales y Tarjetas de Crédito) subieron 0,1% mensual real (-20,6% ia real).**

La pequeña subida de enero se explica por la disminución en los préstamos personales (-2,5% m/m). Por el contrario, el financiamiento con tarjetas de crédito creció 2,1% intermensualmente, mejorando 1,9pp respecto a la variación del mes anterior. En enero, ambos componentes mejoraron el desempeño respecto a lo que fue diciembre. En medio de un contexto inflacionario y la caída de tasas de interés, es esperable que mejore el financiamiento en cuotas con tarjeta de crédito.

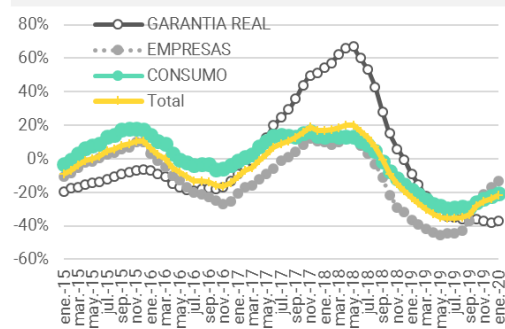
- **Los préstamos con garantía real (Hipotecarios y Prendarios) mostraron una variación negativa de 3% m/m real (-37,3% ia real). Continúa siendo el tipo de financiamiento más perjudicado en términos anuales.**

En medio de un contexto macroeconómico recesivo y niveles de inflación muy altos, los créditos hipotecarios fueron los principales perjudicados durante los últimos meses. Es difícil que repunten fuertemente en ausencia de políticas públicas dirigidas a incentivar este financiamiento.

- **El financiamiento a empresas empeoró el desempeño respecto a diciembre, y cayó por primera vez en 4 meses (-2,5% m/m). La caída fue motivada principalmente por una disminución en Documentos descontados, que cayeron 8% m/m. Adelantos en cuenta corriente, por su parte, cayeron 5,1% m/m.**

**En términos anuales, los créditos recibidos por las empresas cayeron 13,3% real y desaceleraron la caída en 3,9pp.**

**Préstamos al sector privado**  
a/a real



Fuente: LCG en base a BCRA

#### Préstamos al sector privado en pesos

ene-20	EMPRESAS	Adelantos	Docu-mentos	GARANTIA REAL	Hipote-carios	Prenda-rios	CONSUMO	Perso-nales	T. de Crédito	TOTAL
<b>Variación mensual</b>										
m/m	-0,3%	-2,7%	0,0%	-0,8%	-0,1%	-2,5%	2,4%	-0,2%	4,4%	1,0%
m/m real	-2,5%	-4,9%	-2,3%	-3,0%	-2,4%	-4,7%	0,1%	-2,5%	2,1%	-1,3%
<b>Variación anual</b>										
a/a	32,6%	52,4%	22,5%	-4,1%	1,7%	-17,1%	21,5%	-4,1%	50,7%	19,8%
a/a real	-13,3%	-0,4%	-20,0%	-37,3%	-33,6%	-45,8%	-20,6%	-37,3%	-1,6%	-21,8%

#### Tasas

- **La tasa de política monetaria se ubicó a fines de enero en 50% (mínimo establecido por el BCRA), cayendo 5 pp contra diciembre.**
- **La tasa BADLAR también descendió y fue de 34% a fin de período. Esto implica una caída de 5,4pp contra diciembre.**

En enero, el Directorio del BCRA decidió recortar nuevamente la tasa de referencia y estableció un piso de 50%, que luego reduciría nuevamente hasta establecerlo en el valor actual de 48%. En este sentido, las tasas pasivas de la economía se ajustaron a la baja y continúan el sendero descendente. Como resultado, los intereses que ofrecen los bancos para ahorro en pesos se acercan a terreno real negativo (considerando una inflación esperada de 41,7% 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, en un contexto de caída estacional de la demanda de dinero, cepo cambiario y negociación de la deuda, será importante la prudencia que maneje la autoridad, en vista de evitar un vuelco hacia el dólar libre e incentivar un aumento en la brecha cambiaria con presiones inflacionarias.

#### Para adelante

- Con la imposición del cepo y del impuesto PAIS, los ahorristas encuentran mayores incentivos para mantener los depósitos en pesos en el sistema y volcarlos a los canales de ahorro disponibles. En este sentido, es probable que continúen mejorando los depósitos a plazo, en detrimento de la dolarización de carteras. Sin embargo, la velocidad

del descenso de las tasas, con niveles de inflación aún altos, podría generar que el ahorro de los minoristas empiece a dirigirse al consumo no productivo, favoreciendo los depósitos a la vista y en cuenta corriente.

- Los depósitos en dólares, en la medida que se mantenga la estabilidad cambiaria y los efectos de la reestructuración de la deuda no sean distorsivos, se mantendrán en niveles similares al actual. Podrían llegar a bajar marginalmente si, dada la sobre-dolarización que sufrió la economía los últimos meses, los agentes comienzan a necesitar pesos con fines transaccionales.
- El nuevo gobierno ya comienza a perfilar su política de utilizar los créditos a empresas como una herramienta para repuntar la actividad interna. Con este objetivo, se anunció en febrero una nueva línea de créditos del Banco Nación dirigida a las Pymes, en donde se destinarán con este propósito \$ 10.000 millones con tasas subsidiadas, que se ubicarán entre 27 y 29%. El objetivo que se persigue es el de aliviar financieramente a las pequeñas y medianas empresas, así como también reactivar la demanda de créditos. En este sentido, y con tasas más bajas, es esperable que el financiamiento a las empresas y al consumo comience a repuntar en los próximos meses, pero estará sujeto a que efectivamente reactive la actividad y la demanda interna, hechos que también se encuentran asociados con mejoras en el poder adquisitivo.

## Externo

### Resultado Cambiario – enero 2020

- **La variación de reservas internacionales en enero fue negativa: - US\$ 180 M.**
- **Este resultado se explicó por el rojo en la cuenta capital y financiera (-US\$ 230 M), que no llegó a ser compensado por el superávit de la cuenta corriente (+US\$ 50 M).**

La cuenta corriente evidenció una fuerte desaceleración respecto a los registros de meses previos. Se debe principalmente a la reducción del superávit comercial cambiario, sumado a mayores egresos en concepto de pago de intereses (US\$ 1.517 M en enero).

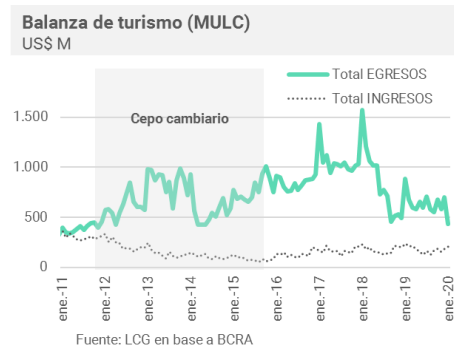
- **La balanza comercial cambiaria registró un superávit de US\$ 1.590 M en enero. Resultó 20% más bajo que un año atrás.**

Las exportaciones crecieron 9% ia, pero las importaciones tuvieron un crecimiento sensiblemente mayor (+31% ia, algo esperable en un contexto de tipo de cambio subsidiado para las compras.



- **La balanza de servicios arrojó en enero un resultado negativo por US\$ 26 M (contra -US\$ 346 M en diciembre). Se trata del menor déficit desde abril 2012, cuando su resultado había sido superavitario.**

La mejora de la balanza de servicios se explica por el efecto que el impuesto PAIS genera sobre el gasto en turismo al exterior. Comparado con enero 2019, el gasto en pasajes y turismo se redujo a la mitad (de US\$ 887 M a 431 M). El saldo se mantiene en terreno negativo: US\$ 221 M (el nivel más bajo desde 2012).



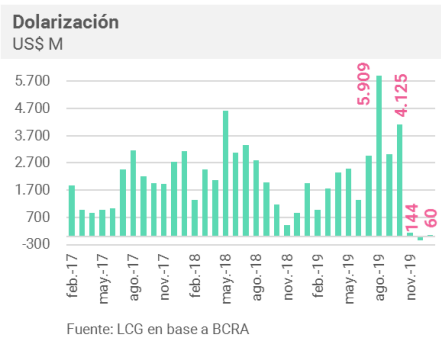
- **La cuenta financiera empeoró el resultado frente a diciembre, cuando había mostrado superávit, pero mantiene un rojo moderado.**

A pesar del cepo, que frena la dolarización de carteras, los mayores egresos para cancelar deuda por préstamos con organismos internacionales y bilaterales (US\$ 637 netos) explica el deterioro del último mes.

La inversión directa de no residentes aportó apenas US\$ 84 M (-63% ia).

- **La Formación de Activos Externos (FAE) se redujo a US\$ 60 M.**

El monto contrasta con los US\$ 4.350 M mensuales promedio en el trimestre agosto-octubre. Es efecto de la imposición del cepo hard y el encarecimiento que implicó el impuesto País.



### Hacia adelante

- *La cuenta corriente continuará evidenciando buenos resultados debido al repunte esperado de las exportaciones, aun cuando fueron golpeadas por el desdoblamiento cambiario tácito. Por su parte, aun en un escenario de recuperación muy débil de la actividad, las importaciones podrían erosionar parte de la mejora comercial incentivadas por el subsidio implícito al tipo de cambio.*
- *de las mejoras que evidencia la cuenta de servicios debido a los desincentivos que genera el impuesto PAIS en términos de gasto en el exterior y compra de moneda extranjera para atesoramiento. Resta conocer el peso que tendrán los intereses de la deuda pública una vez culminada la reestructuración.*
- *Los mercados internacionales de deuda se mantendrán cerrados este año, por lo que no esperamos mayores ingresos por la cuenta financiera.*