

Eduardo Levy Yeyati
Socio Fundador

Victoria Giarrizzo
Directora Ejecutiva

Martín Kalos
Economista Jefe

Juan Solá
Analista Senior

Lucía Pezzarini
Analista Senior

Lucio Cardinale
Analista

El punto de visitante no sirve si no ganás en casa.

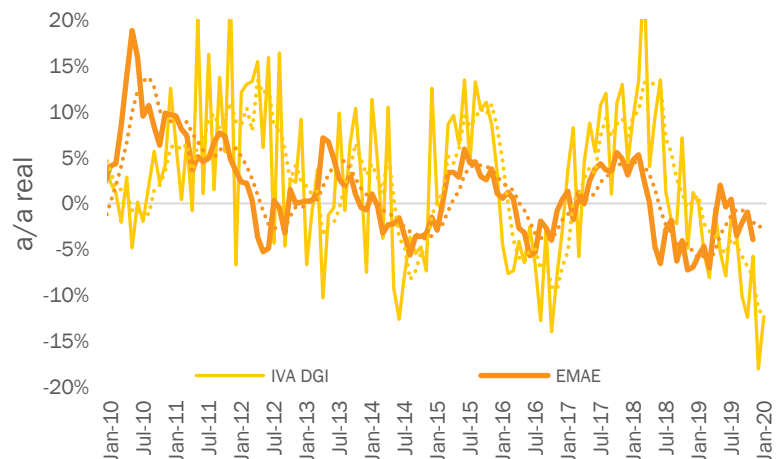
La saga de la deuda produjo dos nuevas pérdidas. PBA falló en reunir los apoyos para reperfilarse el BP21 y eligió pagar con recursos propios ([como anticipamos](#)). Indica que la prioridad del Gobierno es evitar el default (próximo pago importante es en junio- USD 900m- y llega luego del deadline de AF). Asimismo, los resultados del canje del AF20 fueron muy malos: sólo el 10% de los 105mm que vencen el 13/2, debido a la falta de interés y posiblemente a la descordinada decisión sobre el BP21. Implicancias: los grandes acreedores, si bien dispuestos a negociar, parecen reacios a posponer todos los pagos o a aceptar quitas sobre el capital (del 7% al 35% para el AF20) sin un plan de reestructuración a la vista. // Alerta monetaria: además del AF20, el Tesoro tiene vencimientos por ARS 340 mm (26% de la BM) antes del 31/3. Del lado positivo, AF y Guzmán se reunieron con los líderes europeos, la titular del FMI y el Papa, para reunir apoyos en el frente de la deuda. Creemos que contribuye marginalmente a un acuerdo rápido y a un nuevo programa con el FMI, que debería ser relativamente sencillo de negociar. Todavía no hay indicaciones sobre el rol de EEUU, un jugador clave en la escena internacional.// La decepcionante dinámica de la recaudación, en particular del IVA DGI, anticiparían un mayor deterioro de la actividad, lo que arroja dudas sobre el resultado de los esfuerzos fiscales que se están llevando a cabo.

Mercados: Las brechas caen levemente ante el pago del BP21. Con un canje fallido Finanzas no logra rearmar la curva de vencimientos en ARS. El riesgo país cae 123 bps s/s.

Monetario: La BM cayó 9,8% en enero, pero sigue sin revertir la suba de meses anteriores: +11% real contra octubre. BCRA mantiene tasa Leliq en 48%. Bancos anticipan nuevos recortes en los próximos días. Se frenó la caída de las de Reservas.

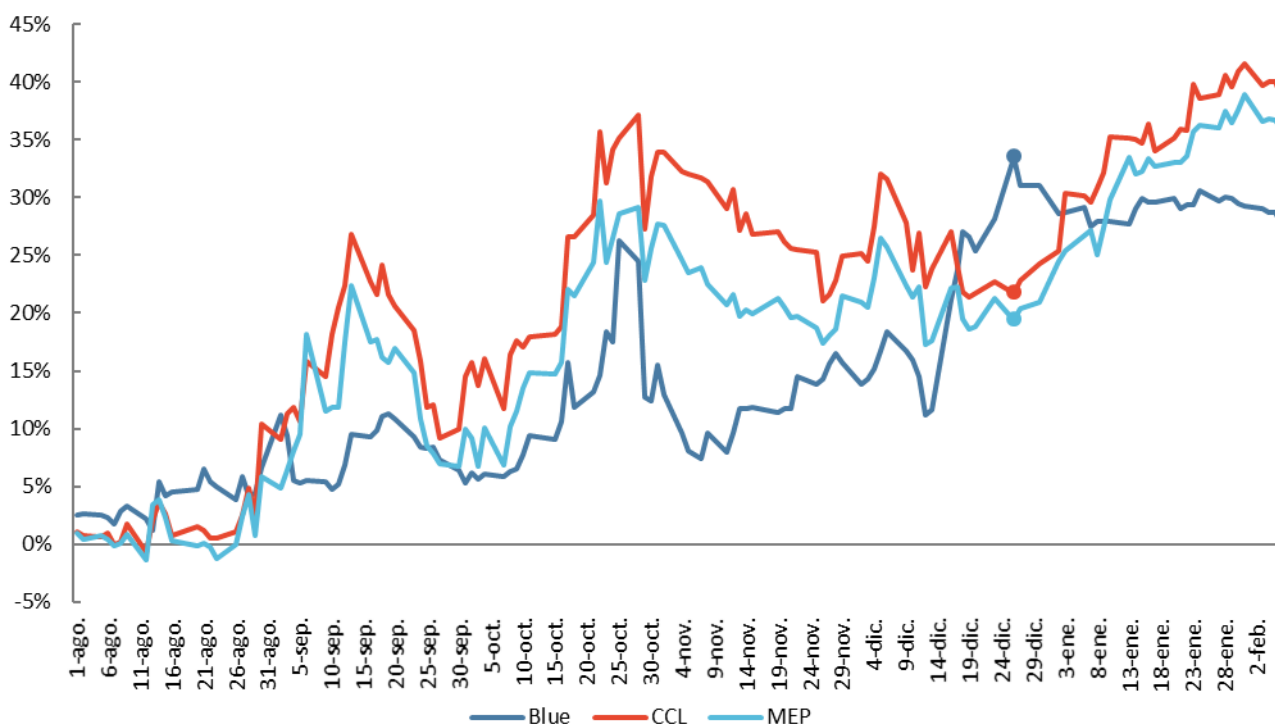
Economía Real: Inflación de enero cierra en 3,2%. Malos datos de actividad: recaudación y construcción en baja.

La recaudación por IVA disipa la esperanza de un rebote temprano IVA DGI real y EMAE- a/a



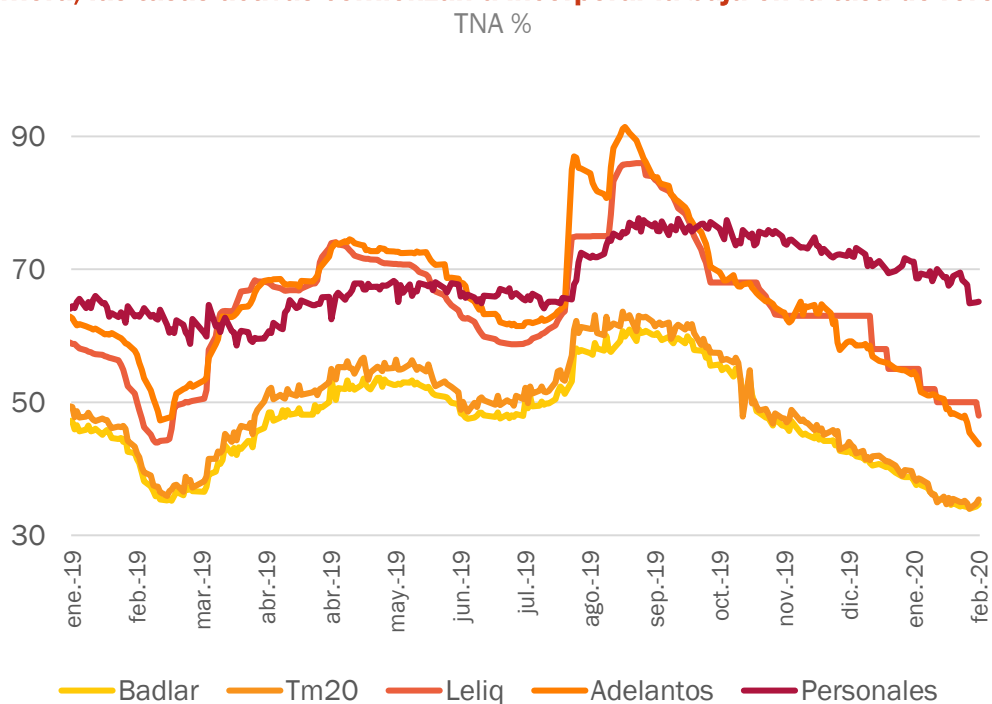
- **El primer capítulo de la PBA terminó con el pago a los acreedores.** Luego de varias semanas de intentar postergar el pago hasta el 1° de mayo, [la PBA no logró la adhesión necesaria debido](#), principalmente, al fondo Fidelity. Pese a esto, Kicillof evitó el default y decidió pagar los USD 250 m que vencieron el 26 de enero, [tal como anticipamos al comienzo de la negociación](#). En la misma conferencia que anunció el pago, Kicillof declaró el comienzo del proceso de la reestructuración integral de la deuda provincial. En sus cuatro años de gestión vencen USD 8.375 m.
- **Mal resultado para el segundo test soberano de canje en títulos públicos.** Luego de buenos resultados en el canje de las Lecaps tres semanas atrás, Hacienda no tuvo éxito en el canje del AF20 que vence el 13/02. De los ARS 1,6 mm que vencen dentro de unos días solo se logró canjear menos del 10% (ARS 130m). La semana que viene habrá otra posibilidad en un nuevo canje, en el cual se espera que el Tesoro ofrezca mejores condiciones.
- **El riesgo país debajo de los 2.000 tras aclararse el panorama de la PBA.** Comenzó su tendencia bajista luego de la oferta del lunes de Kicillof de pagar el 30% del capital que se negociaba y la mantuvo hasta el miércoles inclusive. Pese a registrar una leve suba en la rueda del jueves anotó una baja de 123 bps s/s y cerró el jueves en 1.912 bps.
- **El dólar oficial empieza a caminar a otro ritmo.** El jueves 06/02 cerró a ARS 60,7, mostrando el mayor aumento semanal (+0,7% s/s) desde la implementación del super cepo. En los últimos treinta días el precio de la divisa aumentó 1,4% debido a la mayor volatilidad por deuda de la PBA, y con un BCRA levantando el freno en el mercado spot.
- **Las brechas caen levemente por el aumento del oficial y la caída de los paralelos.** El jueves 06/02, el CCL cerró en ARS 84,14 (-0,9% s/s), mientras que la brecha con el oficial se ubicó en 38,7% (- 1 p.p.). En tanto el MEP se ubicó en ARS 42,49 (-0.5% s/s) y su brecha en 35,9% s/s (-0,6 p.p.). El blue cerró a la baja en ARS 77.5 (-0.6% s/s).

Las brechas ceden, esperando un nuevo round de negociación % del dólar oficial



- En enero, la Base Monetaria se contrajo 9,8% m/m, el equivalente a ARS 186,5 mm. Sin embargo, la caída se debió a la baja de encajes (-22% m/m) y no al retiro de pesos en circulación (-2% m/m).
- ¿Demasiados pesos circulando? Si se compara el circulante entre enero y noviembre, se observa un incremento real del 10%. En un contexto de baja demanda de dinero y caída de la actividad económica, el BCRA deberá seguir aspirando pesos para evitar que esto se traslade a brechas cambiarias.
- El BCRA mantiene la tasa de referencia en 48%. Sin embargo, anticipando nuevas bajas, las licitaciones se concentraron en las letras a 28 días, que en las dos jornadas de la semana concentraron entre el 72% y el 77% de las colocaciones.
- Las tasas pasivas también se mantienen estables desde hace dos semanas, aunque con rendimientos reales negativos: Baldar 34,7% y TM20 35,4%. Las activas, en cambio, en descenso: Adelantos en Cuenta Corriente en 43,7% (-700 bps) y Préstamos personales en 65,5% (-500 bps).

Con demora, las tasas activas comienzan a incorporar la baja en la tasa de referencia

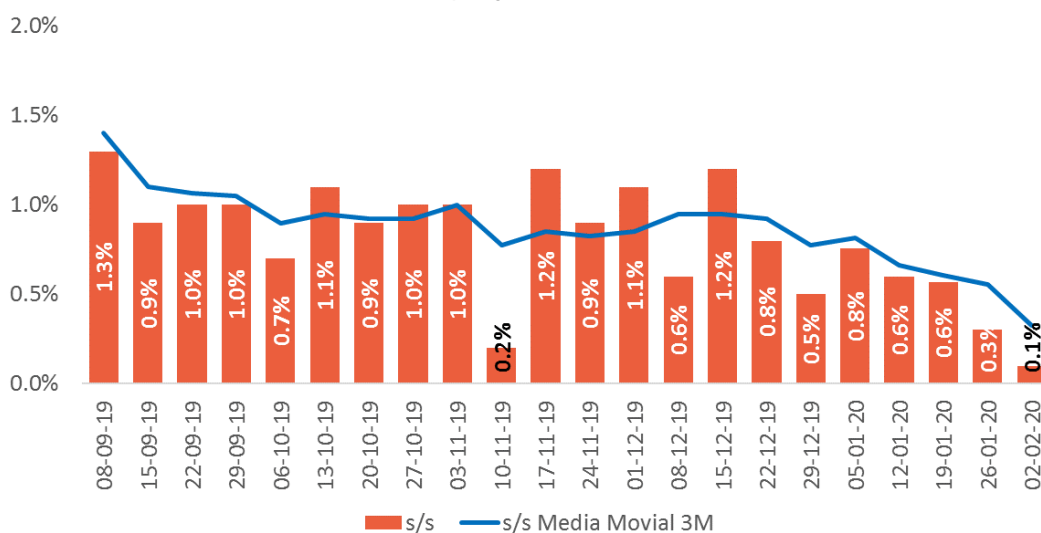


- Los préstamos privados en pesos continuaron cayendo, pero la baja real interanual desaceleró (base de comparación muy baja). En enero, cayeron 14% a/a real, contra -31% en el segundo semestre de 2019. En términos de PBI, se ubicaron apenas en 7,1%, niveles comprobables con 2006.
- Los depósitos privados en pesos volvieron a ganarle a la inflación: crecieron 9% m/m (interanual siguen cayendo). Todas las líneas se recuperaron. Los Plazos Fijos crecieron 10% m/m, debido al segmento mayorista (+13,3% m/m). El goteo diario de los depósitos en dólares continúa. En enero cayeron USD 738 m, aunque esto no alcanzó para compensar la suba de diciembre (USD 1.010 m). Stock en USD 18.750 m.
- Las Reservas Internacionales frenaron la caída tras 8 jornadas en baja, cuando acumularon una baja de USD 653. El stock se ubica en USD 44.643 m, USD 1.500 m por encima que el piso post PASO.

- **Se acelera la caída de la recaudación en enero por la anticipación de los Dex en diciembre.** La recaudación creció +44,9% a/a, lo que implica una baja real de -7,3% a/a. Comparado con el último trimestre, la desaceleración es notable: en 4T19 había crecido +51,6% a/a y cayó -0,5% a/a real. La desaceleración se debe al peor desempeño de varios tributos, pero fundamentalmente de derechos de exportación, que tuvieron una tasa de crecimiento de 54% a/a contra una de 249% a/a en el 4T-19.

Inflación desacelera en la última semana de enero

Var % s/s y MM 3 semanas



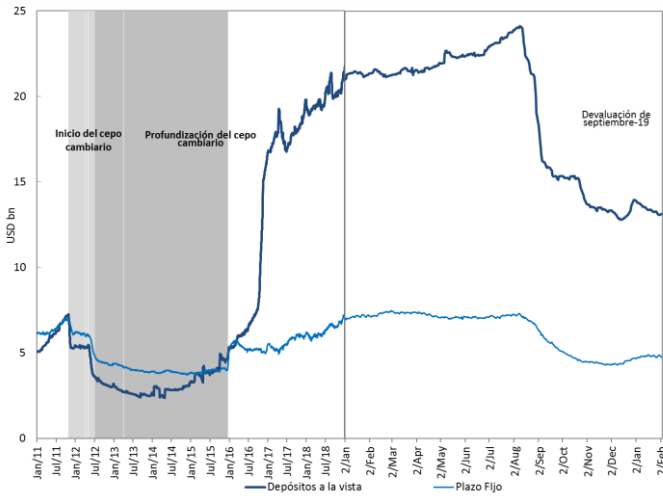
- **El IPC-Elypsis cerró con un aumento de +3,2% m/m para enero, mostrando una fuerte desaceleración frente a diciembre (+4,1% m/m).** El arrastre estadístico a febrero se ubica en 0,7%, por debajo del 1,3% registrado para enero. En Alimentos y Bebida, la inflación mensual se ubicó en 2,9% m/m, por debajo de la inflación general.

- **En la variación semanal nuestro índice aumentó +0,1% s/s desde el 27/01 al 03/02 (los siete días previos el índice aumentó +0,3% s/s),** impulsado por Alimentos y Bebidas (+0,2% s/s) y Prendas de Vestir y Calzado (+0,2% s/s). Esta variación fue la más baja desde julio de 2019, previo a la volatilidad cambiaria y financiera vista desde agosto pasado.

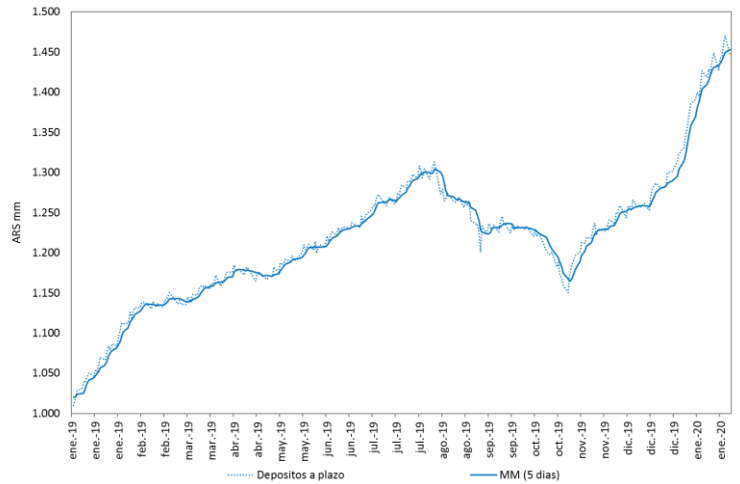
- **En diciembre la industria creció levemente en términos interanuales, pero debido a una baja base de comparación.** El IPI aumentó 1,2% a/a y 1,1% m/m en la serie s.e., aunque positivos, ambos aumentos se dieron sobre los niveles más bajos de las series por lo cual no reflejan un detenimiento en la caída ni un comienzo de la recuperación. Los sectores que más contribuyeron al aumento fueron Alimentos, Bebidas y Tabaco (+7% a/a) y Madera, Papel, Edición e Impresión (+7% a/a), mientras que Automotores continuó siendo el sector con mayor caída (-14,7% a/a). La industria cerró el año con una caída del 6,4% a/a sumando otra baja a la vista en 2018 (-5% a/a).

- **La construcción cayó a niveles mínimos en diciembre.** El ISAC cayó -6,4% a/a y -7,3% a/a en la serie sin estacionalidad, llevando ambas series a sus niveles más bajos desde el inicio de la serie en 2012. Los puestos de trabajo del sector también se ubicaron en 397.905 (-9,2% a/a), cayendo a el nivel mínimo de la serie. El aspecto positivo fue que siguen incrementándose a buen ritmo la superficie autorizada para edificar, en el mes crecieron 48,4% a/a. En 2019, el ISAC cayó un -7,9% a/a, luego de un 2018 con un crecimiento del +0,8% a/a.

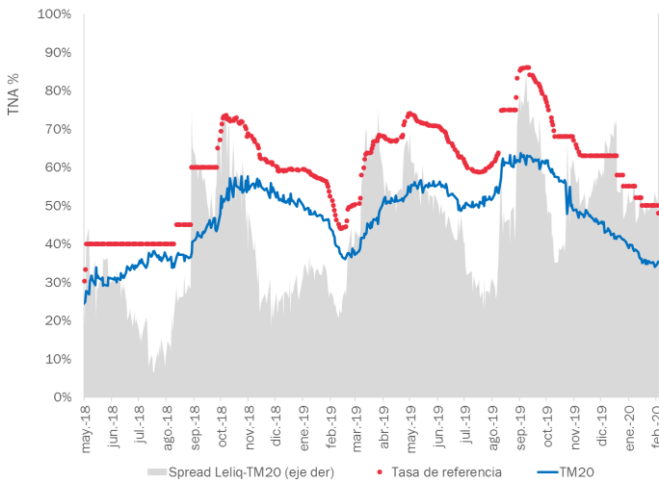
Depósitos privados en USD



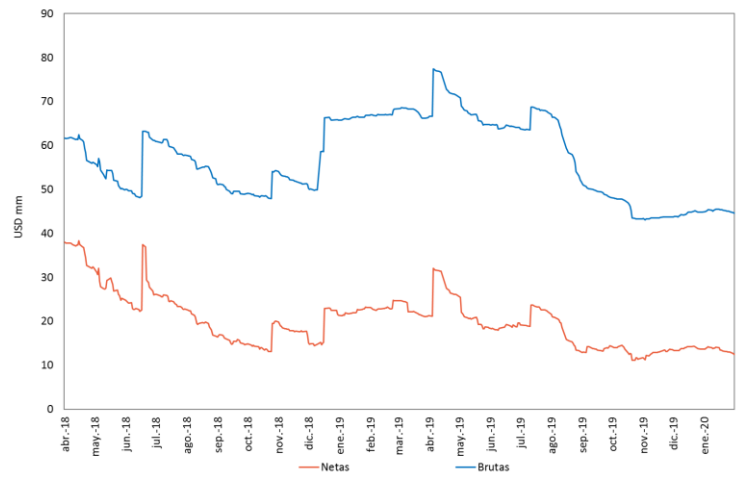
Depósitos privados a plazo en ARS



Tasas de interés



Reservas Internacionales BCRA



Dólar oficial, informal, CCL y MEP

