

INFORME SEMANAL

ECONVIEWS
ECONOMÍA Y FINANZAS

26 de Abril de 2024



Baja la tasa: una
apuesta en muchas
direcciones

Pág. 2



¿Marzo fue el **piso de
actividad?**

Pág. 5



Con Ganancias y un
cepo prolongado,
**mejora la
perspectiva fiscal**

Pág. 7

(+54 11) 5252-1035
La Pampa 1534
Buenos Aires
www.econviews.com
Twitter: @econviews

Miguel A. Kiguel
Director

mkiguel@econviews.com

Delfina Colacilli
Economista

dcolacilli@econviews.com

Andrés Borenstein
Economista Asociado

aborenstein@econviews.com

Pamela Morales
Economista

pmorales@econviews.com

Alejandro Giacoia
Economista

agiacoia@econviews.com

Rafael Aguilar
Economista

raguilar@econviews.com



Editorial: Baja la tasa: una apuesta en muchas direcciones

El gobierno decidió bajar la tasa 10 puntos porcentuales y ahora la tasa de política monetaria (los Pasos pasivos que toma el Banco Central) está en 60% anual en TNA u 82% en tasa efectiva anual. En nuestro escenario preveíamos una baja de tasas, pero más sobre el mes de junio con un descenso de la inflación más consolidado. Es decir, fue una sorpresa, pero no una tormenta en un día soleado.

El gobierno tiene muchos objetivos. Por un lado, el "Meleismo" puro siempre mira la cantidad de dinero como una variable clave y la menor tasa significará menor emisión por intereses en el Banco Central y una aceleración en el proceso de limpieza de su balance. Al ser la tasa negativa en términos reales, los pasivos remunerados caen como porcentaje del PBI.

El segundo objetivo es que empiece a funcionar el multiplicador bancario. Las mesas de los bancos fueron las grandes generadoras de utilidades de las entidades financieras con las Lelias y Pasos, además de rulos que el cepo hizo posible en años previos. Hoy eso ya es finito. Pueden tomar plazos fijos al 51% y colocar en pasos que neto de ingresos brutos rinden 55%. Hay jugo, pero no para bancar la estructura de las entidades. Ahora tienen que empezar a tomar riesgo y volver a prestar. Muchas entidades ya empezaron. Y dos de ellas lanzaron créditos hipotecarios. Esto solo no será una palanca tan poderosa como para hacer reactivar la economía, pero sin duda puede ayudar. Los préstamos al sector privado en la Argentina están en algo más de 4% del PBI. El único otro país de América Latina que tiene menos penetración del crédito es Haití. Los números hablan por sí solos. Solo se puede crecer.

La baja de tasas también tiene riesgos. La brecha puede crecer algo y de hecho aumentó en el margen. Esto es porque quien compra dólares deja un costo de oportunidad (el "carry trade") que es cada vez más chico. Esto es así porque la impresión es que el contado con liquidación ya casi no tiene margen de baja porque su precio es apenas más alto que el del oficial más el impuesto país. Un importador puede pagar importaciones por el CCL si se banca estar excluido del MULC. Es decir que hay una especie de arbitraje ahí. Pero convengamos que si la brecha pasa de 20 a 25% no es una derrota ni económica ni política para el gobierno.

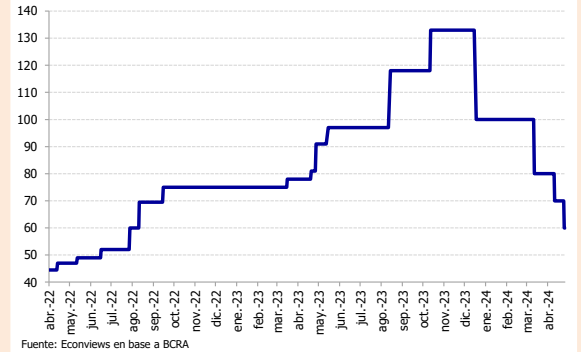
El último punto es que esta baja de tasas es compatible con un cepo que va a tener más vida de la que creíamos hace unos meses. Si bien no descartamos que el gobierno vaya por una baja adicional de tasas, nuestro escenario base es que se quede en 60% hasta que se abra la caja de pandora, es decir se eliminen las restricciones cambiarias. En nuestro criterio para abrir el cepo se necesitará una tasa real positiva (es decir mayor a la inflación) y un tipo de cambio competitivo si lo que se quiere es evitar sobresaltos. Y lógicamente la idea es que la apertura del cepo sea algo bueno. Por ese motivo vemos la tasa en 60%, que si baja la inflación será cada vez menos negativa, y luego un salto a 80% para poder abrir el cepo probablemente en el último cuarto del año.

LA SEMANA QUE PASÓ

✓ **Ayer por la tarde el Banco Central dispuso una nueva baja en la tasa de política monetaria.** Ahora los Pases a un día pagan 60% de TNA, que equivale a 5.05% efectivo mensual o 82.12% efectivo anual. **Pensamos que esta medida responde a dos factores:** generar incentivos para que los pesos vayan a la licitación del Tesoro y seguir reduciendo el monto a emitir por pago de intereses

✓ Otra de las novedades del BCRA es que **evalúa habilitar la suscripción primaria de Bopreal serie 3 para empresas que quieran pagar dividendos al exterior.**

Tasa de política monetaria
TNA - En puntos porcentuales

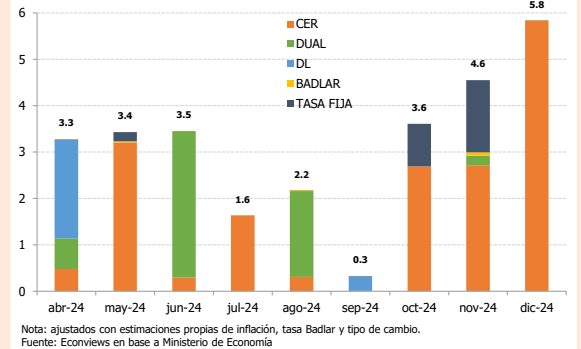


✓ **En la segunda licitación del mes el Tesoro colocó AR\$ 2.73 billones con vencimientos a afrontar por AR\$ 2.82 billones,** de manera que **no llegó a cubrir la totalidad de los vencimientos,** pese a que el BCRA había inyectado mucha liquidez comprando bonos en la semana. De todas maneras, el rollover del mes fue del 175%.

✓ A pesar de la baja de tasas, **las Lecap cortaron con tasas superiores a las que se estaban pagando** en el mercado el día previo a la licitación. La S29N4 cortó con una TEM del 4.4% y la S31M5 en 4.1%.

✓ Se adjudicó el 96% de lo ofertado, es decir que si bien casi no se rechazaron ofertas no se consiguió todo lo necesario.

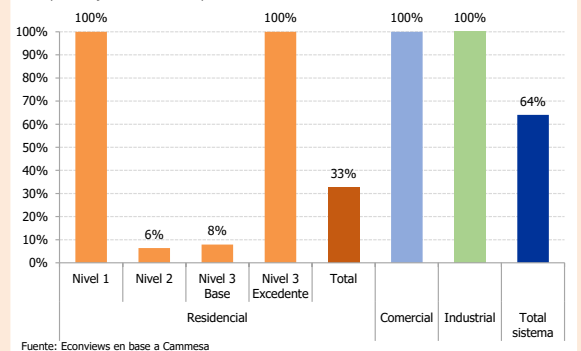
Perfil de vencimientos en pesos
Capital + intereses - En billones de AR\$



✓ En marzo **la cobertura de la tarifa eléctrica llegó al 64% del costo.** En febrero había sido 60.6% y el promedio del año pasado fue 48.5%. La mejor ratio se alcanzó en febrero de 2019 cuando se cubría el 81.3%.

✓ Dentro de los usuarios, **industriales y comerciales pagan el 100% del costo. Los residenciales en promedio cubren el 33%** aunque hay diferencias al interior. **El segmento de mayores ingresos paga la tarifa plena,** mientras que los de nivel 2 (menores ingresos) y nivel 3 (intermedio) cubren el 6 y 8% respectivamente.

Cobertura de la tarifa eléctrica
Como porcentaje del costo - Por tipo de usuario

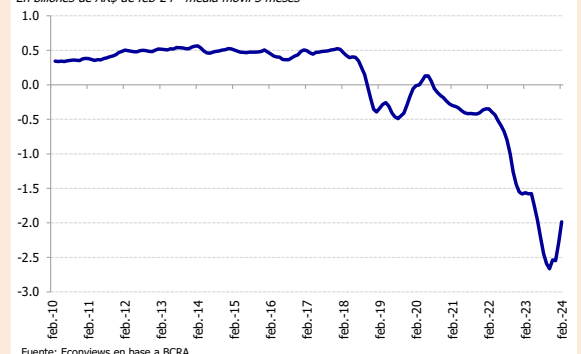


✓ En febrero **la morosidad del sistema financiero cayó al 2.02%.** En bancos privados fue todavía menor (1.43%) y para los bancos públicos quedó en 3.02%.

✓ En cuanto a las **ganancias de las entidades,** en los primeros dos meses del año un resultado positivo de AR\$ 771,076 millones, lo que da una mejora del 77.1% con respecto al mismo periodo del año pasado.

✓ **El ingreso neto por intereses empezó a mejorar.** En un contexto donde el Tesoro deja de tener déficit y con una reactivación del crédito privado, **la actividad de intermediación financiera puede volver a crecer.**

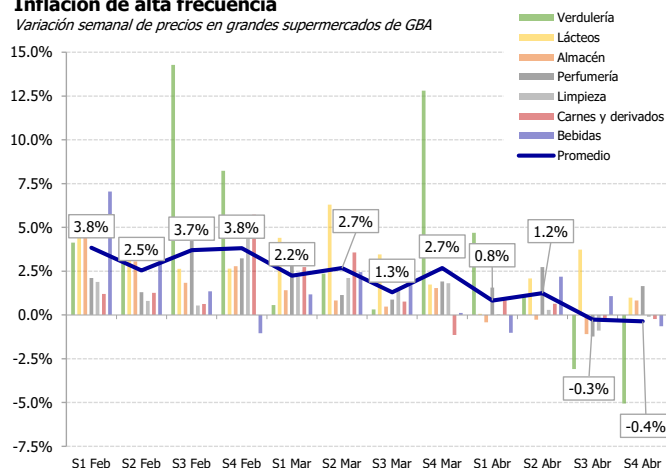
Ingreso neto por intereses del sistema financiero
En billones de AR\$ de feb-24 - media móvil 3 meses



RELEVAMIENTO DE PRECIOS

Inflación de alta frecuencia

Variación semanal de precios en grandes supermercados de GBA



Nota: Las variaciones son de promedio de precio por semana, de viernes a jueves
Fuente: Econviews en base a estimaciones propias

LO QUE VIENE

✓ El **martes 30** se publicará la **Dotación de personal de la administración pública nacional, empresas y sociedades** del mes de marzo.

✓ El **jueves 2** el INDEC dará a conocer los **índices de precios y cantidades del comercio exterior** del primer trimestre de 2024.

✓ El **jueves 2** se publicarán los datos de **recaudación tributaria** correspondientes a abril.

✓ Durante la semana se dará a conocer el **Índice de Confianza en el Gobierno** de la Universidad Torcuato Di Tella para el mes de abril.

Resumen de mercado

Variaciones semanales, mensuales y anuales

	UD	s/s	m/m	a/a	
Dólar oficial	874.8	0.5%	2.1%	294.8%	↑
Dólar MEP	1034.4	1.0%	0.8%	132.1%	↑
Dólar CCL	1083.7	1.9%	-1.4%	131.5%	↑
Blue	1035.0	4.0%	4.0%	120.7%	↑
Tipo de cambio BRL/US\$	5.1	-1.7%	2.7%	1.4%	↓
Reservas BCRA (millones US\$)	30,137	+287	+2,493	-6,217	↑
Tasa de Política (Leliq)	70.0%	0 p.p.	-10.00 p.p.	-11.00 p.p.	=
Tasa Badlar Privada	61.3%	+0.31 p.p.	-9.94 p.p.	-15.13 p.p.	↑
Depósitos S. Priv. (billones AR\$)	44.2	-0.2%	5.0%	134.4%	↓
Crédito S. Priv. (billones AR\$)	20.1	3.3%	6.8%	139.6%	↑
Merval en \$	1,276	7.3%	5.0%	318.6%	↑
Merval en USD	1,177	5.3%	6.5%	80.8%	↑
Riesgo país (EMBI)	1,210	-0.3%	-15.1%	-54.2%	↓
Soja (US\$/ton.)	426.0	0.8%	-3.3%	-19.3%	↑
Maiz (US\$/ton.)	173.2	1.5%	1.7%	-31.4%	↑
Trigo (US\$/ton.)	221.6	9.6%	11.0%	-3.8%	↑
Petróleo Brent (US\$/barril)	91.1	2.2%	5.6%	9.4%	↑
Petróleo WTI (US\$/barril)	85.4	1.9%	3.6%	14.9%	↑
GNL (US\$/MMBTU)	10.2	-2.9%	8.5%	-11.3%	↓
Oro (US\$/oz.)	2,339.5	-2.1%	7.4%	17.6%	↓

Nota: flecha según variación semanal

Semáforo de actividad económica

Variaciones desestacionalizadas

		m/m	t/t	UD vs trim previo	
Producción industrial	feb.-24	-0.7%	-9.8%	-4.4%	●
Producción de autos	mar.-24	-7.7%	-12.1%	-10.0%	●
Producción de acero	mar.-24	-45.1%	-6.0%	-43.4%	●
Producción de pollos	feb.-24	3.1%	0.4%	4.8%	●
Producción láctea	mar.-24	-1.1%	-8.4%	-4.6%	●
Faena vacuna	mar.-24	-11.6%	-2.2%	-8.7%	●
Escrituras CABA	mar.-24	0.0%	-1.7%	8.4%	●
Producción de Harina	mar.-24	-3.8%	-3.2%	-2.2%	●
Producción de petróleo	mar.-24	-2.7%	1.7%	-1.0%	●
Producción de gas	mar.-24	-3.8%	9.4%	6.8%	●
Producción de cemento	mar.-24	-20.1%	-16.7%	-23.6%	●
Construcción	feb.-24	-2.6%	-17.7%	-12.6%	●
Venta de nafta	mar.-24	-2.7%	-5.8%	-2.6%	●
Patentamiento de motos	mar.-24	-23.5%	-25.0%	-27.7%	●
Consumo de electricidad	feb.-24	0.8%	-3.0%	0.6%	●
Viajes en tren	mar.-24	3.2%	0.7%	2.7%	●
Importaciones CIF	mar.-24	-0.9%	-9.2%	-3.3%	●
Exportaciones FOB	mar.-24	-0.4%	14.8%	4.5%	●
Préstamos en \$ al s.priv. (real)	mar.-24	-1.2%	-26.1%	-7.0%	●
Recaudación IVA-DGI	mar.-24	-4.3%	-8.0%	-2.2%	●
Empleo formal privado	ene.-24	-0.1%	-0.2%	-0.1%	●
EIL empleo	feb.-24	-0.3%	-0.7%	-0.6%	●
Confianza del consumidor	abr.-24	1.3%	-10.6%	2.9%	●
Confianza en el gobierno	mar.-24	-0.4%	41.0%	-4.5%	●

Nota: color de semáforo según UD vs trim previo

¿Marzo fue el piso de actividad?

- ✓ Los primeros datos de actividad de marzo son pesimistas.
- ✓ No todos los datos de consumo son malos, y la confianza del consumidor sube de a poco.
- ✓ Más que una recuperación en V, esperamos una U chata.

La actividad probablemente tocó piso en marzo. En el peor de los casos puede que sea en abril. Por lo pronto, estimamos que en marzo siguió cayendo, aunque es debatible cuánto cayó. Después del -0.2% en febrero se puede augurar que la variación intermensual haya sido 0, pero vemos más probable que tenga signo menos (aunque no perdemos las esperanzas). Como se puede ver en nuestro semáforo de actividad económica (página 4), la gran mayoría de los indicadores tempranos empeoraron en términos mensuales en el tercer mes del año.

La producción de acero cayó 36.9%, producto de la baja demanda del sector manufacturero, el agro y la construcción. En particular, Acindar, una de las siderúrgicas más grandes del país, decidió el cierre temporal de sus cuatro plantas desde mediados de marzo hasta el 15 de abril. La producción de autos es otro reflejo de cómo viene la industria, con una caída del 7.7% mensual en la serie desestacionalizada.

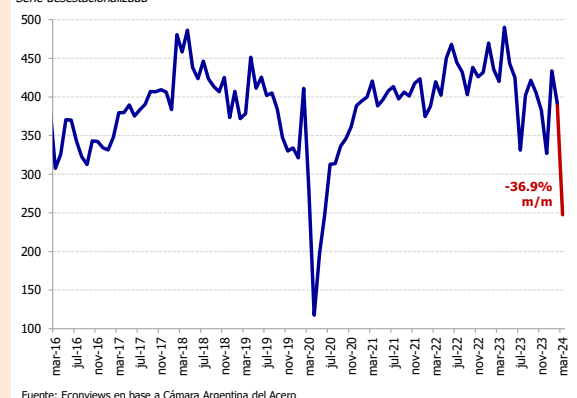
Dentro del sector agropecuario, la producción láctea cayó 1.1%, la faena vacuna 11.6%, y la producción de harina 3.8%. La energía tampoco anduvo bien, aunque se espera que sea uno de los amortiguadores de la recesión. La producción de petróleo y gas cayeron 2.7% y 3.8% respectivamente. Yendo a la construcción, el -20.1% en producción de cemento no es novedad para un sector que siente el efecto de un dólar barato y también del recorte en la obra pública.

La venta de nafta cayó 2.7%, y los patentamientos de motos 23.5%. Los préstamos al sector privado no se recuperaron en marzo, y presentaron una caída del 1.2% en términos reales. En abril podría detenerse la sangría de préstamos. La recaudación IVA-DGI, ligada al nivel de actividad, cayó 4.3%.

Un dato positivo de marzo es el de viajes en tren, que aumentó un 3.2% posiblemente en respuesta al encarecimiento de viajar en vehículo propio. Las escrituras en CABA tuvieron variación nula respecto a febrero. Las ventas minoristas de CAME mejoraron y según FIEL la industria subió 0.5% intermensual. Así que no es todo mala onda. Además, nos da dudas la desestacionalización. Marzo 2024 fue muy diferente a marzo 2023.

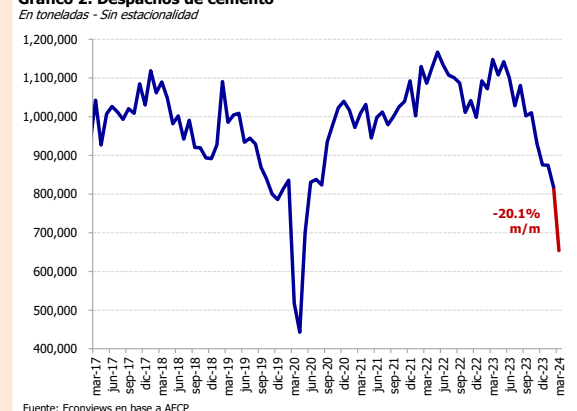
Con todos estos indicadores adelantados, **los chances de que marzo haya sido recesivo son grandes**. Este sería el séptimo mes consecutivo de caída, dado que en febrero la actividad económica retrocedió 0.2% mensual. Comparado con las caídas de diciembre y enero este resultado implica que la contracción

Gráfico 1. Producción de acero
Serie desestacionalizada



Fuente: Econviews en base a Cámara Argentina del Acero

Gráfico 2. Despachos de cemento



Fuente: Econviews en base a AFCP

económica se va haciendo más suave. En términos interanuales, la actividad cayó 3.2%.

El descenso interanual se atribuye principalmente a la contracción de sectores clave: la industria, la construcción y el comercio. La producción industrial manufacturera disminuyó un 8.4%. El comercio y la construcción también tuvieron caídas del 5.5% y del 19.1%, respectivamente, que se tradujeron en una fuerte influencia negativa sobre el índice general.

La energía y el agro ayudaron a atenuar la caída general. El sector de explotación de minas y canteras creció 11.7% interanual y el sector agrícola 5.5%. El rubro de electricidad, gas y agua también contribuyó positivamente, registrando un aumento del 7.6% interanual.

A partir de nuestra propia desestacionalización vemos que en las variaciones mensuales el sector energético y el agro fueron lo que mejor anduvo (ver gráfico 3). En contraste, la construcción no logra salir del estado crítico. Como comentábamos anteriormente, la brecha tan baja y el encarecimiento de los costos en dólares no ayudan al sector. **Hoteles y restaurantes continuaron experimentando dificultades**, reflejando la merma en el salario real y la consecuente baja del consumo.

De todas maneras, no todo es malo en los datos de consumo. Aunque en la calle se siente que son meses difíciles, hay indicadores que no son tan desalentadores.

En febrero, la **actividad comercial** tuvo un leve repunte del 0.4%, según nuestra serie desestacionalizada del EMAE. Es el segundo mes seguido de recuperación. **Las ventas de supermercados mejoraron** 0.5% respecto a enero, aunque todavía se encuentran 11.4 por debajo con respecto al año anterior. **Las ventas en shoppings también mostraron signos de recuperación.** Tras cuatro meses consecutivos de caídas fuertes desde octubre, en febrero crecieron 3.4% m/m.

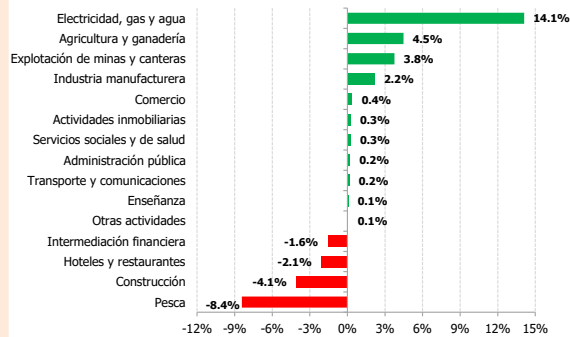
Por el contrario, **las ventas mayoristas siguieron cayendo**, con una variación de -1.7% mensual y una caída interanual del 6.2% (ver gráfico 6). En lo que va del año, llevan una baja del 7.2% en comparación con el primer bimestre de 2023.

Pensando en cómo puede seguir el consumo, **la confianza del consumidor subió en abril.** El índice elaborado por la universidad Di Tella mostró un aumento del 1.3% respecto a marzo, marcando el tercer mes consecutivo de incremento tras las caídas registradas en diciembre (-16.2%) y enero (-10.6%).

Desglosando el índice, vemos que el aumento general se debe exclusivamente a la **mejora del 5.46% en la percepción de la Situación Personal.** Por el contrario, la percepción sobre **la Situación Macroeconómica experimentó un ligero descenso** del 0.74%, y la intención de compra de **Bienes Durables disminuyó** en un 2.14%.

Gráfico 3. Sectores de la economía en febrero

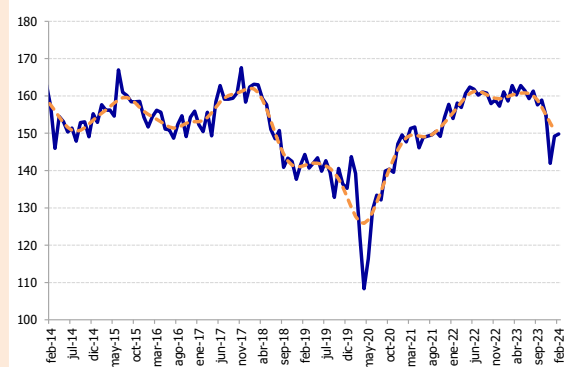
Variación mensual - serie desestacionalizada



Fuente: Econviews en base a EMAE-INDEC

Gráfico 4. Actividad comercial

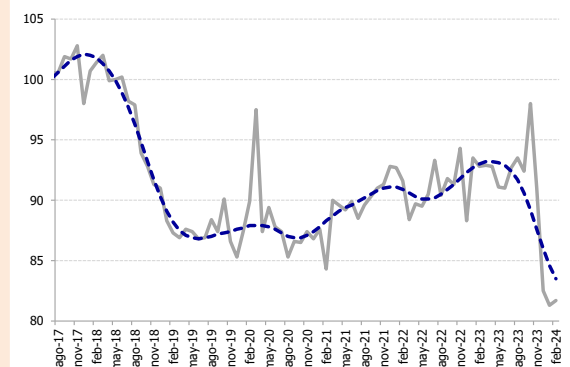
EMAE desestacionalizado - sector Comercio mayorista, minorista y reparaciones



Fuente: Econviews en base a INDEC

Gráfico 5. Índice de ventas en supermercados

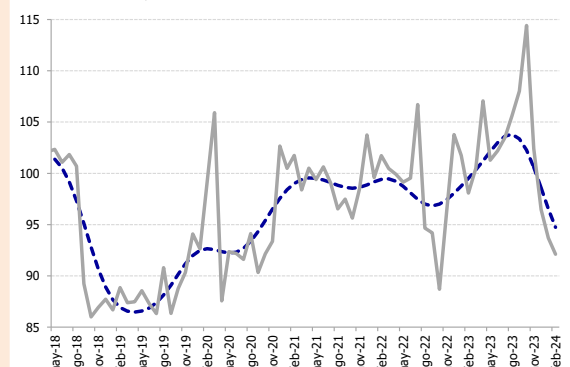
Índice de ventas a precios constantes, serie desestacionalizada



Fuente: Econviews en base a INDEC

Gráfico 6. Índice de ventas mayoristas

Serie desestacionalizada, base 2017 = 100



Fuente: Econviews en base a INDEC

¿Cómo y cuándo se termina la recesión?

Analizando las recesiones y recuperaciones de los últimos 30 años vemos que en la **crisis del Tequila y la Subprime la forma que siguió el nivel de actividad fue bastante similar a una V. El punto en común entre ambas es que fueron shocks externos.** Al mismo tiempo, cuando la contracción económica se debió al efecto de devaluaciones (ene-14 y dic-15), la caída fue más suave y también la recuperación. **Acá la forma sería más parecida a una U chata.**

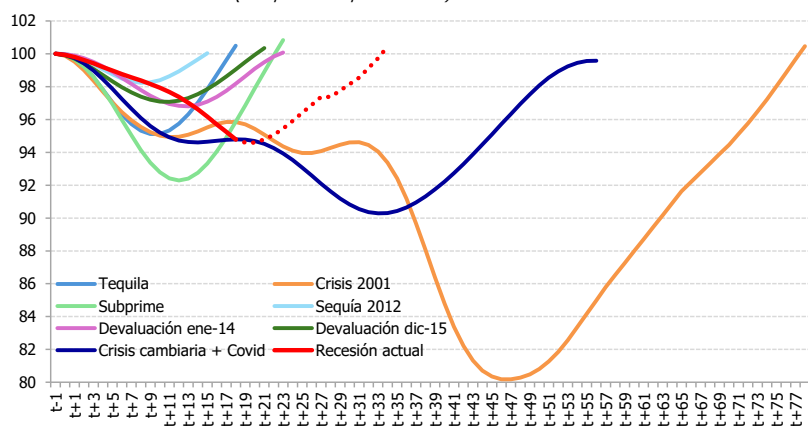
Con respecto a la recesión actual no vemos que pueda llegar a ser tan fuerte como la del periodo 2018-2020 (crisis cambiaria + Covid) ni tampoco como la de la salida de la convertibilidad. De todas maneras, va a ser la tercera contracción más larga de toda la muestra. La serie que mide la tendencia-ciclo (utilizada para ver los puntos de quiebre) nos muestra que esta recesión ya lleva 20 meses, duplicando en duración varias de las crisis anteriores. Estimamos que estamos pasando por el piso de la actividad. Es decir que abril podría ser el punto de inflexión para que la economía vuelva a crecer. Como los últimos datos del EMAE del verano no fueron tan malos mantenemos nuestra proyección para 2024, pero con una segunda mitad un poco más tibia.

Hay varios factores que no van a empujar. Por un lado, es muy probable que el cepo se mantenga. Eso puede ayudar por el lado fiscal y de reservas, pero también va a trabar nuevas inversiones. El gasto público tampoco va a ser algo que traccione. A esto se suma la apreciación cambiaria que también puede pegar en contra. **Como dato positivo, la reactivación del crédito puede impulsar algo de inversión y también el consumo.** Ya en abril el crédito parece no haber caído por primera vez desde octubre, aunque aún faltan datos.

A partir de todo esto **vemos una caída del PBI del 3.3% para este año.** Dado que el segundo semestre no será tan fuerte como esperábamos quedará menos arrastre para el año que viene. Eso nos llevó a bajar nuestra proyección de 8 a 5.5% aunque para llegar a 2025 todavía falta mucho.

Gráfico 7. Recesiones y recuperaciones de los últimos 30 años

Serie tendencia ciclo - t-1 = 100 (mes previo a la primera caída)



Fuente: Econviews en base a INDEC

Con Ganancias y un cepo prolongado, mejora la perspectiva fiscal

- ✓ El gobierno festejó el superávit fiscal de 1.1 billones en el primer trimestre de 2024.
- ✓ Con más recaudación por Ganancias y el impuesto PAIS y la ingeniería financiera con los intereses de la deuda, corregimos el resultado primario proyectado de 0 a 0.5% y el fiscal de -2 a -1% del PBI.
- ✓ En el segundo trimestre, el peso del ajuste debería trasladarse de jubilaciones y salarios al recorte en subsidios económicos.

El gobierno anunció superávit fiscal en el primer trimestre, algo que no ocurría desde 2008. Con ingresos que cayeron 4.5% interanual en términos reales –la mayor recaudación de los impuestos al comercio exterior no alcanzó a compensar la caída de la actividad y el hueco de Ganancias– el grueso del esfuerzo vino por el lado del gasto primario, que se recortó en más de un tercio, 35% interanual.

Hay dos maneras de ver cómo se distribuyó el ajuste hasta ahora. Una es la contribución absoluta a la caída del gasto, y ahí surge que la “licuadora” sobre jubilaciones y otros gastos sociales (44%) y salarios del sector público (11%) explica más de la mitad. La “motosierra” a la obra pública (22%), subsidios económicos (12%) y transferencias a las provincias (6%) es el otro 40% (lo de las provincias es en parte por menor recaudación de impuestos coparticipables).

Tabla 1. Programa fiscal 2024

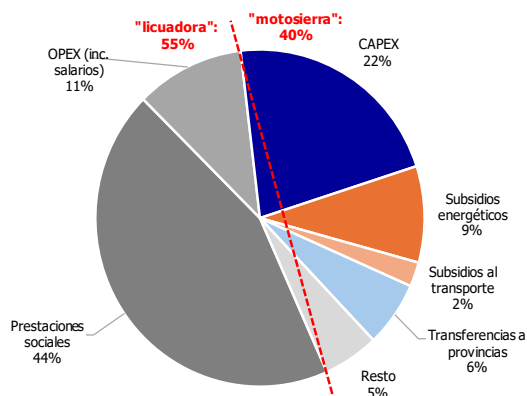
Cambios en ingresos y gastos como % del PBI

	2023	2024E	Variación en p.p.
Ingresos	17.0%	17.1%	0.1%
Licitación 5G	0.2%	-	-0.2%
Derechos de exportación	0.8%	1.5%	0.7%
Impuesto PAIS	0.8%	1.3%	0.5%
Efecto recesión	-	-0.8%	-0.8%
Impuesto al combustible	0.3%	0.5%	0.2%
Ganancias (reversión reforma)	1.6%	1.3%	-0.3%
Gastos	19.8%	16.7%	-3.1%
Jubilaciones (sin bonos)	7.7%	7.0%	-0.7%
Transferencias a provincias	0.8%	0.2%	-0.6%
Subsidios económicos	2.1%	1.4%	-0.7%
CAPEX	1.6%	0.6%	-1.0%
Programas sociales	3.0%	3.3%	0.3%
OPEX	3.3%	2.9%	-0.4%
Resultado primario	-2.7%	0.5%	
Intereses	-3.3%	-1.5%	
Resultado fiscal	-6.0%	-1.0%	

Fuente: Econviews en base al MECON y proyecciones propias

Gráfico 1. Distribución del ajuste por rubro

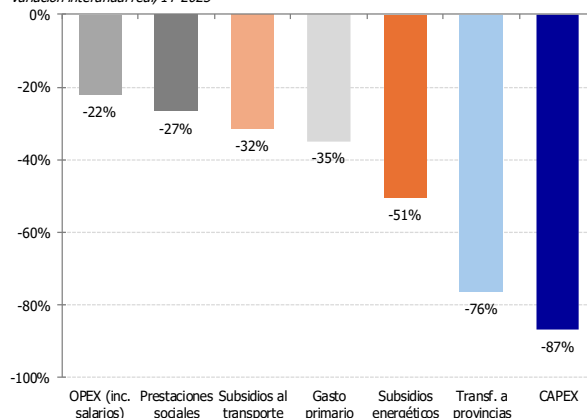
Aporte de cada rubro a la caída interanual del gasto primario, 1T-2023



Fuente: Econviews en base a Min. de Economía e INDEC

Gráfico 2. Magnitud del ajuste por rubro

Variación interanual real, 1T-2023



Fuente: Econviews en base a Min. de Economía e INDEC

Otra es ver cuáles fueron las áreas “sobreajustadas”, donde gasto real cayó más del 35% promedio. En ese sentido, las principales víctimas fueron la obra pública (-87%), las transferencias a provincias (-76%) y los subsidios económicos (-46%), sobre todo a la energía (-51%). El gasto en jubilaciones

contributivas (-36%) cayó en línea con la media, mientras que lo destinado a la AUH (+11%) subió en términos reales. La caída de los subsidios energéticos en parte esconde atrasos en los pagos. Algunos de estos atrasos se cancelarían con bonos, mejorando el balance en base caja, pero con una contabilidad poco ortodoxa.

Este primer acto no debería anticipar la película completa. Con el plus de 12.5% y la indexación a partir de abril las jubilaciones tendrán cierta recomposición en el segundo semestre (lo que el cambio de fórmula les quita en 2025 es otra discusión). Esperamos que el recorte en salarios haya tocado piso, aunque es cierto que el segundo trimestre arrancó con muchos despidos en el Estado. En cuanto a la obra pública, la demora en iniciar o retomar proyectos puede hacer que este año termine debajo de 1% del PBI, pero sería deseable aumentar la inversión en infraestructura en 2025. El foco del ajuste debería pasar de “cantidad” a “calidad”, como pidió el FMI, un proceso que ya empezó con la quita de subsidios al gas y la electricidad.

Además, creemos que el gobierno tendrá mayor holgura del lado de los ingresos. El tratamiento de una nueva versión de Ganancias –con piso en 9 salarios mínimos y ajuste semestral– es una gran noticia. Las señales de que se demorara la salida del cepo, no lo son tanto en lo que hace a credibilidad y recuperación de la actividad, pero si es algo que ayuda mucho en el frente fiscal por el impuesto PAIS. **Subimos nuestro resultado primario proyectado para 2024 de 0 a 0.5% del PBI.**

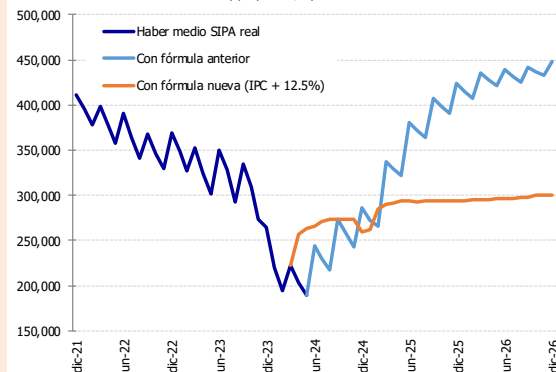
El gobierno también se las está ingeniando para reducir la carga de intereses este año. Además de la emisión de Letras Capitalizables (LECAPS) a 2025 que no devengan intereses en 2024, la apreciación cambiaria disminuye el peso de los pagos en dólares al FMI y bonistas en el PBI. Tomando esto en cuenta, **corregimos el déficit fiscal de 2024 de -2 a -1% del PBI**, por mejor resultado primario y menor pago de intereses.

Abril será otro mes de superávit. Los depósitos del sector público (a todos los niveles de gobierno) aumentaron 3 billones entre el 27 de marzo y el 23 de abril. En enero, febrero y marzo esta dinámica anticipó los resultados positivos del gobierno nacional (2023 es distinto porque las provincias eran superavitarias).

Hay cuentas pendientes. La deuda flotante llegó a 2 billones de pesos en marzo. 680,000 millones son herencia de 2023 y 1.3 billones pasivos incurridos por este gobierno, el 66% en transferencias. No es un monto históricamente alto; la inflación licuó mucho entre noviembre y enero. El número no incluye una de las deudas más significativas, la de CAMMESA con las generadoras de energía por alrededor de 1,200 millones de dólares, técnicamente entre privados pero que a la larga deberá pagar el Estado. Ayer trascendió que Economía busca cancelar la deuda con bonos AE38 (que cotizan en 52 centavos). Pero si el gasto se registrase “debajo de la línea”, el superávit fiscal del trimestre se achicaría de 1.1 billones de pesos a 130,000 millones.

La suba de tarifas mejora la “calidad” del ajuste. Con los últimos aumentos el usuario medio pasó a pagar el 64% del costo de la electricidad. Los usuarios N1, N3 (encima de 400 kWh), comerciales e industriales ya pagan el 100%, por

Gráfico 3. Jubilaciones: movilidad nueva vs. anterior
Haber medio SIPA con movilidad actual y propuesta, a precios de mar-24



Fuente: Econviews en base a SIPA, Sec. de Trabajo e INDEC

Tabla 2. Pago de intereses 2024E

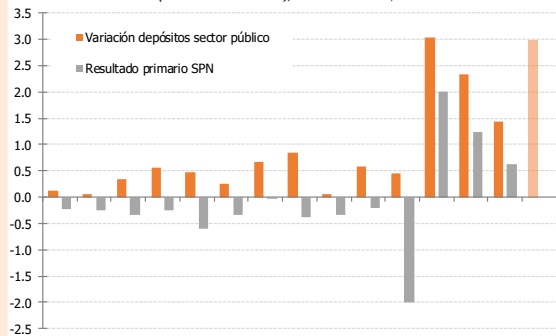
Gobierno nacional

	en millones de US\$	Como % del PBI
Bonos en pesos (incluye CER, dólar-link)	1,703	0.3%
Bonos en dólares	3,120	0.4%
FMI	3,267	0.5%
Organismos internacionales y otros	1,993	0.3%
Total	10,083	1.5%

Fuente: Econviews en base a Min. de Economía

Gráfico 4. Variación de los depósitos del sector público

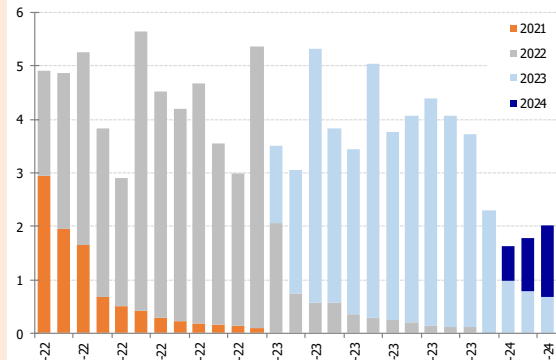
Al último día de cada mes (último dato 23-abr-24), en billones de AR\$



Fuente: Econviews en base a Min. de Economía y BCRA

Gráfico 5. Deuda flotante según año en el que se originó

En billones de AR\$ a precios de mar-24



Fuente: Econviews en base a Min. de Economía e INDEC

lo que no hay mucho terreno para seguir avanzando sin tocar a los N2, de bajos ingresos. El caso del gas es similar tras los aumentos de abril. La recomposición del impuesto a los combustibles avanza con otra suba de 8% en mayo. El peso del ITC en el litro de nafta habrá subido de 4 a 23% en lo que va de 2024.

La quita de subsidios es una de los puntos más virtuosos del ajuste, ya que recae sobre sectores de mayor ingreso y permite que las decisiones de consumo energético se tomen sobre precios lógicos. Resta por verse si además mejora la recaudación fiscal: en 2016-17 no ocurrió porque las empresas habían acumulado crédito fiscal durante los años de tarifas pisadas, pero con la inflación ese crédito se evapora más rápido.

El gobierno le va sacar más jugo al impuesto PAIS. En el último informe Midweek comentamos que a Milei no se lo ve con apuro por salir del cepo y que ajustamos nuestro escenario base acorde a esto. Con las importaciones pisadas, el impuesto PAIS recaudó 0.3% del PBI en el primer trimestre. Si se levantaba el cepo pos-cosecha como pensábamos antes, podía juntar 0.8% del PBI y manteniendo las restricciones todo el año recaudaría 1.7%. Creemos que el número final estará a mitad de camino, 1.3% del PBI, suponiendo una salida “en cuotas” que podría incluir una baja de la alícuota o la exención de más productos. Pero mantendrán una fuente importante de ingresos que, hasta unas semanas, parecía tener fecha de vencimiento en junio o julio.

La apreciación cambiaria reduce los ingresos por derechos de exportación – bajamos nuestra estimación de 1.7 a 1.5% del PBI– aunque si se mantiene el dólar blend, la mayor brecha compensa en parte. En los derechos de importación chocan el efecto precio –los dólares se cambian por menos pesos– con el incentivo a importar que genera un dólar barato.

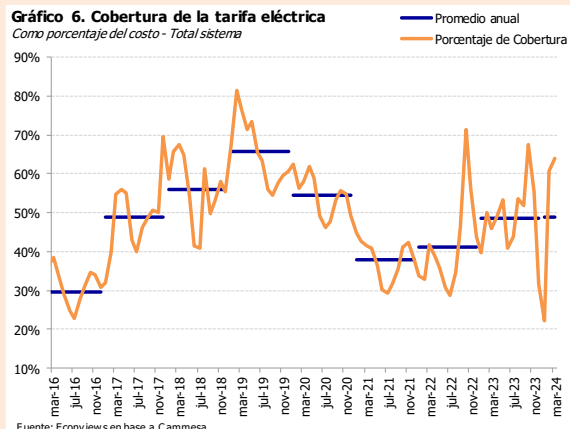


Tabla 3. Distintos caminos en lo fiscal-cambiario

Ingresos de impuestos al COMEX como % del PBI

	Acumulado en el primer trimestre	2024E unificando en julio	2024E con salida gradual del cepo	2024E sin unificar
Total	0.6%	3.0%	3.4%	3.6%
Impuesto PAIS	0.3%	0.8%	1.3%	1.7%
Derechos de Expo.	0.2%	1.5%	1.5%	1.5%
Derechos de Impo.	0.1%	0.7%	0.6%	0.5%

Fuente: Econviews en base a INDEC y estimaciones propias