

# INFORME SEMANAL

ECONVIEWS  
ECONOMÍA Y FINANZAS

5 de abril de 2024



La **política económica** a dos velocidades

Pág. 2



Sin **cepo** no hay lugar para las inconsistencias

Pág. 5



Pese a la caída de **recaudación**, esperamos otro **superávit fiscal en marzo**

Pág. 7

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

**Miguel A. Kiguel**  
Director

[mkiguel@econviews.com](mailto:mkiguel@econviews.com)

**Andrés Borenstein**  
Economista Asociado

[aborenstein@econviews.com](mailto:aborenstein@econviews.com)

**Alejandro Giacoia**  
Economista

[agiacoia@econviews.com](mailto:agiacoia@econviews.com)

**Delfina Colacilli**  
Economista

[dcolacilli@econviews.com](mailto:dcolacilli@econviews.com)

**Pamela Morales**  
Economista

[pmorales@econviews.com](mailto:pmorales@econviews.com)

**Rafael Aguilar**  
Economista

[raguilar@econviews.com](mailto:raguilar@econviews.com)



## **Editorial: La política económica a dos velocidades**

**El gobierno tiene diferentes marchas. Por un lado, el equipo económico avanzó en liberar precios y licuar gastos en forma agresiva sin preocuparse demasiado por las consecuencias. Por otro lado, está siendo muy cauto en flexibilizar el cepo, y unificar el tipo de cambio.** Se puede entender que hubiera preocupación de que una liberalización completa terminara en una crisis cambiaria que pudiera descarrilar el programa en su conjunto, con lo cual se explica que al principio fueran con pie de plomo y muy cautos al momento de flexibilizarlo.

**Sin embargo, ya han pasado casi cuatro meses desde que asumió Milei. El Banco Central ya compró cerca de 12,000 millones de dólares.** El fantasma de la deuda comercial por importaciones parece estar en gran parte solucionado con lo que solo quedaría la amenaza de los dividendos que están atrapados. Eso no debería ser una cifra muy importante y en cualquier caso no hay urgencia para liberalizar ese stock.

**En algún momento habrá que empezar a desarmar el Frankenstein cambiario, y el hecho de que la brecha haya caído recientemente de casi 200% a alrededor de 20% es un buen indicio de que la situación estaría madura para avanzar.** Cuando el gobierno de Macri en el 2015 decidió unificar el tipo de cambio de un plumazo la brecha era superior al 50% y el mercado cambiario se normalizó rápidamente. La única restricción que se mantuvo en ese momento fue la de un límite de dos millones de dólares para girar dólares de libre disponibilidad. Pero ese límite se flexibilizó a las pocas semanas.

**La situación actual es distinta a la del 2015, principalmente porque en ese momento las reservas netas no eran negativas.** Había posibilidad de acceder rápido al mercado de capitales y el país no tenía préstamos con el FMI. En el 2015 la unificación fue a un tipo de cambio flotante, sin controles de capitales y el Banco Central utilizó la tasa de interés como el instrumento para llevar adelante la política monetaria dentro de un esquema de metas de inflación. La gran pregunta es cual será el esquema cambiario/monetario que se adoptará a la salida del cepo.

**Hoy parece que el Banco Central se siente muy cómodo en el entorno de represión financiera ya que puede bajar la tasa de interés a “piacere” sin correr el riesgo de perder reservas.** Ese es un incentivo fuerte para seguir con el cepo actual. Pero el costo es alto porque se demora la recuperación de la actividad y el empleo al tiempo que se mantienen muchos proyectos de inversión en la gatera.

**Pensando en lo que viene, da la sensación de que no se va a repetir el esquema monetario del 2015.** En parte esto es así porque no dio los resultados esperados y en parte porque hay temor a moverse a un esquema de tipo de cambio flotante. Tampoco parece probable que se vaya a un esquema donde el tipo de cambio sea el ancla para la inflación, simplemente porque no hay suficientes reservas y es poco probable que las reservas netas lleguen a niveles como para que el Banco Central se sienta cómodo para defender una paridad.

**¿Qué alternativas quedan?** Una posibilidad es fijarse un objetivo de crecimiento de la base monetaria, aunque es difícil de implementar en un entorno en que aumenta la demanda de dinero. Otra alternativa sería adoptar un esquema ecléctico, como sería una banda cambiaria, que oh casualidad, es lo que implementó Luis Caputo en su breve paso por el Banco Central en el 2018.

**La ventaja de una banda cambiaria es que es un régimen intermedio entre el tipo de cambio fijo y el flotante.** La banda le pone un techo y un piso al tipo de cambio, pero dentro de la banda el tipo de cambio flota, con lo cual el Banco Central no necesita defender la paridad. No es casualidad que Chile e Israel en un entorno de incertidumbre recurrieron a un régimen de bandas cambiarias para estabilizar.

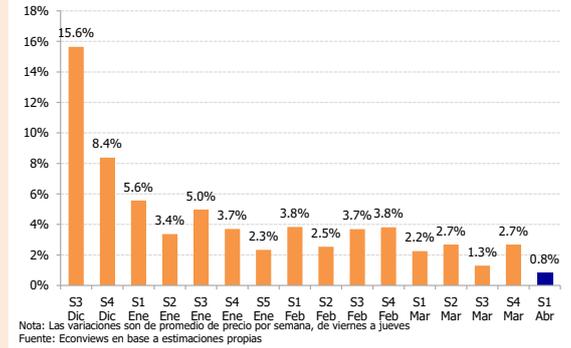
# LA SEMANA QUE PASÓ

✓ **Durante la primera semana de abril, observamos una desaceleración en los precios.** Según el relevamiento de precios de Econviews, el mes comenzó con una variación semanal de 0.8%, marcando un claro contraste con el ritmo registrado en marzo.

✓ **Desempeño por categoría:** Durante esta semana, se observaron descensos del 1% y 0.4% en bebidas y productos de almacén, respectivamente. Sin embargo, los alimentos frescos experimentaron un aumento. La carnes y derivados aumentaron un 0.8%, principalmente debido al incremento en los embutidos. En el segmento verdulería se registró una suba del 4.7%, influenciada por factores estacionales, lo que se reflejó en alzas de precios de algunas frutas como naranjas y manzanas.

## Inflación de alta frecuencia - Supermercados GBA

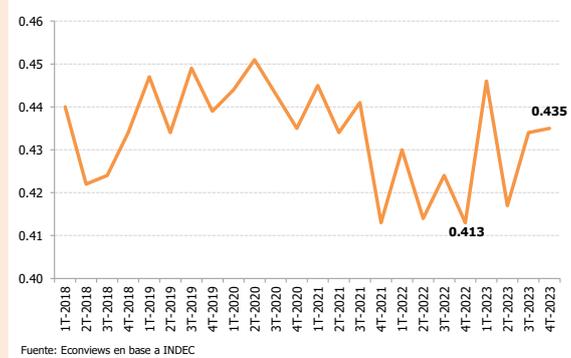
Variación semanal de precios para canasta de alimentos, perfumería y limpieza



✓ **El INDEC publicó los datos de distribución del ingreso del cuarto trimestre del 2023.** El ingreso per cápita de las familias del estrato más alto fue de AR\$ 515,641, 18 veces más grande al de las familias del estrato más bajo (AR\$ 28,441).

✓ **Aumento en la desigualdad.** El coeficiente de Gini fue 0.435 mostrando un leve aumento (+0.2%) con respecto al trimestre anterior. Sin embargo, si comparamos con el cuarto trimestre del 2022, el incremento de la desigualdad fue más notorio (+5.3%). **Se amplía la brecha por género.** En promedio los varones ganaron AR\$ 280,501, un 25.4% más que las mujeres. En términos intermensuales significó un aumento de 2.8 p.p. y en el interanual de 2.5 p.p.

## Coefficiente de Gini



✓ **El riesgo país bajó otros 130 puntos básicos** y cerró la semana en 1,302 bps. Es el nivel más bajo desde septiembre de 2020, después de la reestructuración de Guzmán.

✓ El bono GD30 subió 5.9% y cotiza en 56 centavos al dólar.

✓ **También fue una buena semana para las acciones.** El Merval ajustado por el CCL subió 3.3%. Se destacaron las acciones de Central Puerto (+14%) y Edenor (+9%).

## Riesgo país de Argentina

EMBI, en puntos porcentuales

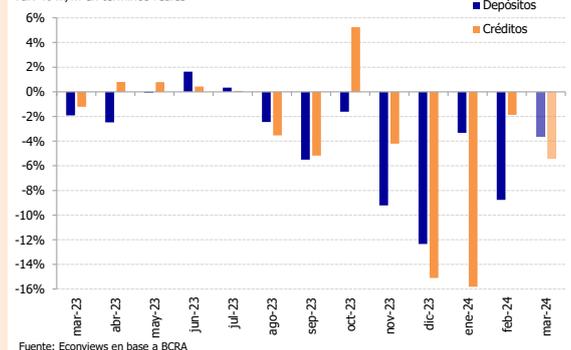


✓ **Los depósitos del sector privado en pesos cayeron 3.6% m/m en términos reales en marzo.** Para las cuentas corrientes la baja fue del 7.8% y para las cajas de ahorro 10.3%. Los plazos fijos tuvieron mejor performance creciendo 4.4% real a pesar de la baja en la tasa de interés.

✓ **El crédito al sector privado sigue sin hacer pie y bajó 5.4% real en marzo.** La contracción alcanzó a todas las categorías. El segmento de garantía real fue el más golpeado (-7.3% m/m) seguido por consumo (-6.5%) y comerciales (-3.7%).

## Depósitos y Créditos del Sector Privado en ARS

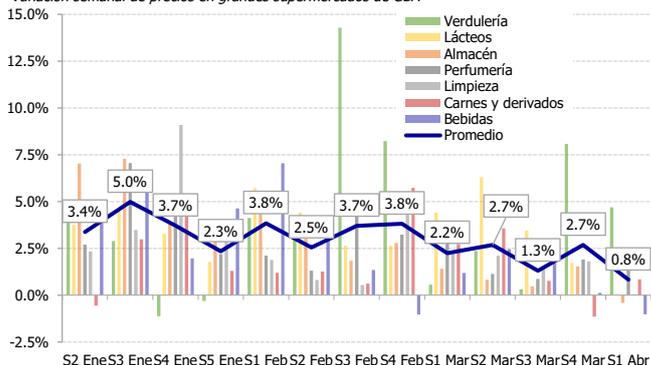
Var. % m/m en términos reales



# 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 **lunes 8** el INDEC publicará el **índice de producción industrial minero** correspondiente a febrero.
- ✓ El **lunes 8** el BCRA dará a conocer el **relevamiento de expectativas del mercado (REM)**.
- ✓ El **martes 9** saldrá el **índice de producción industrial manufacturero** del mes de febrero. Además, se conocerán los **indicadores de coyuntura de la actividad construcción**.
- ✓ El **martes 9** se conocerá el dato de **inflación de marzo para la ciudad de Buenos Aires**.
- ✓ El **martes 9** se publicará el **informe monetario mensual** del BCRA.
- ✓ El **miércoles 10** se publicarán estadísticas de **turismo internacional** de febrero.
- ✓ El **miércoles 10** la ciudad de Buenos Aires dará a conocer las **líneas de pobreza y canastas de consumo** de marzo.
- ✓ El **jueves 11** se conocerá el **indicador sintético de servicios públicos**.
- ✓ El **viernes 12** el INDEC publicará la **inflación de marzo**. En Econviews estimamos que se ubicará en torno al 12%.
- ✓ El **viernes 12** también se darán a conocer las **canastas básicas alimentaria y total** de marzo del INDEC.
- ✓ El **viernes 12** saldrá el **boletín estadístico mensual** del BCRA.

## Resumen de mercado

Variaciones semanales, mensuales y anuales

	UD	s/s	m/m	a/a	
Dólar oficial	862.8	0.6%	2.1%	308.4%	↑
Dólar MEP	999.8	-1.5%	-1.4%	152.6%	↓
Dólar CCL	1048.8	-5.0%	0.1%	158.8%	↓
Blue	965.0	-2.5%	-2.5%	148.7%	↓
Tipo de cambio BRL/US\$	5.1	1.1%	2.2%	0.7%	↑
Reservas BCRA (millones US\$)	28,763	+1,617	+1,008	-9,899	↑
Tasa de Política (Leliq)	80.0%	0 p.p.	-20.00 p.p.	+2.00 p.p.	=
Tasa Badlar Privada	70.8%	-0.13 p.p.	-38.19 p.p.	-1.81 p.p.	↓
Depósitos S. Priv. (billones AR\$)	44.1	4.9%	12.9%	148.7%	↑
Crédito S. Priv. (billones AR\$)	19.4	5.4%	8.1%	152.1%	↑
Merval en \$	1,213	0.0%	22.2%	379.8%	↓
Merval en USD	1,157	5.2%	22.1%	85.4%	↑
Riesgo país (EMBI)	1,302	-10.4%	-19.3%	-44.7%	↓
Soja (US\$/ton.)	435.4	-0.5%	3.9%	-21.6%	↓
Maiz (US\$/ton.)	171.0	-1.8%	5.0%	-33.5%	↓
Trigo (US\$/ton.)	208.4	1.2%	3.9%	-16.8%	↑
Petróleo Brent (US\$/barril)	93.1	8.8%	6.4%	8.2%	↑
Petróleo WTI (US\$/barril)	87.7	4.4%	10.8%	8.7%	↑
GNL (US\$/MMBTU)	9.5	0.0%	14.5%	-24.0%	=
Oro (US\$/oz.)	2,323.5	4.1%	9.2%	15.0%	↑

Nota: flecha según variación semanal

## Semáforo de actividad económica

Variaciones desestacionalizadas

		m/m	t/t	UD vs trim previo	
Producción industrial	ene.-24	-1.3%	-6.7%	-7.0%	●
Producción de autos	mar.-24	10.6%	11.0%	51.2%	●
Producción de acero	feb.-24	-5.0%	-5.5%	6.5%	●
Producción de pollos	feb.-24	3.1%	0.4%	4.8%	●
Producción láctea	feb.-24	-4.1%	-7.4%	-7.1%	●
Faena vacuna	feb.-24	-0.2%	-4.1%	2.8%	●
Escrituras CABA	feb.-24	14.4%	-6.9%	10.1%	●
Producción de Harina	feb.-24	1.4%	-4.9%	-1.3%	●
Producción de petróleo	feb.-24	3.1%	3.6%	2.9%	●
Producción de gas	feb.-24	12.3%	-1.7%	14.5%	●
Producción de cemento	feb.-24	-5.8%	-12.3%	-7.7%	●
Construcción	ene.-24	-10.2%	-11.6%	-16.6%	●
Venta de nafta	feb.-24	0.5%	-6.5%	-2.1%	●
Patentamiento de motos	mar.-24	-28.7%	-24.3%	-31.4%	●
Consumo de electricidad	feb.-24	0.8%	-3.0%	0.6%	●
Viajes en tren	feb.-24	-3.1%	-5.9%	-0.7%	●
Importaciones CIF	feb.-24	-3.6%	-13.4%	-7.4%	●
Exportaciones FOB	feb.-24	2.5%	10.7%	10.2%	●
Préstamos en \$ al s.priv. (real)	feb.-24	-1.1%	-26.1%	-16.5%	●
Recaudación IVA-DGI	feb.-24	7.2%	-10.8%	-0.7%	●
Empleo formal privado	dic.-23	0.0%	-0.2%	-0.3%	●
EIL empleo	ene.-24	-0.1%	-0.4%	-0.5%	●
Confianza del consumidor	mar.-24	1.8%	-18.2%	-1.3%	●
Confianza en el gobierno	mar.-24	-0.4%	41.0%	-4.5%	●

Nota: color de semáforo según UD vs trim previo

## Sin cepo no hay lugar para las inconsistencias

- ✓ *La gestión económica viene teniendo puntos que son positivos, aunque vemos inconsistencias en otros.*
- ✓ *Pensamos que la política de apreciación cambiaria puede traer problemas en el futuro.*
- ✓ *También vemos inconvenientes con la tasa de interés real tan negativa. Sin cepo será difícil mantener la represión financiera.*

**En estos primeros 4 meses de gestión el gobierno tuvo aciertos.** Eso es difícil negarlo. Poner el problema fiscal como centro de la cuestión y atacarlo decididamente es uno de ellos. La corrección de precios regulados puesta en marcha también se suma a la lista. Tampoco puede dejar de mencionarse la acumulación de reservas. Detrás de cada punto obviamente hay lugar para discutir. Por ejemplo, si este ajuste fiscal es sostenible o si la nueva acumulación de deuda por importaciones (contracara de la compra de divisas) no es un problema al igual que lo era con Massa.

**Más allá de estos logros, vemos que hay inconsistencias tanto en la política cambiaria como en la monetaria.** Si miramos la foto actual puede sonar raro, pero lo que nos preocupa no es tanto el presente sino la dinámica hacia adelante.

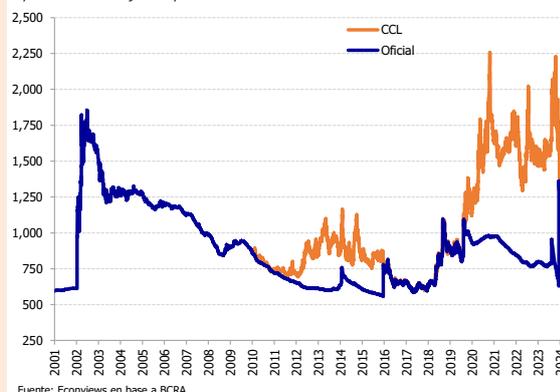
**Empecemos por la parte cambiaria.** Desde la devaluación de diciembre el tipo de cambio real bajó un 36%. Si lo miramos en pesos actuales pasó de 1,362 a 863, casi 500 pesos de apreciación (ver gráfico 1). En caso de que se mantenga el 2% de crawling estimamos que en abril va a apreciarse otro 7%, en mayo 6.2% y en junio 4.4% (ver gráfico 2). Para ese momento va a quedar un 26% abajo del promedio histórico.

**Un tipo de cambio real tan bajo genera varias dificultades.** En primer lugar, el incentivo de los exportadores a liquidar será menor, lo cual conspira contra el objetivo de acumulación de reservas. Estamos entrando en la época de la cosecha gruesa que es cuando más se liquida. Sin embargo, desde la primera vez que se implementó un tipo de cambio diferencial (septiembre 2022) quedó claro que los exportadores pueden esperar para liquidar si ven que más adelante hay un mejor premio.

**El otro problema es que se sobre estimulen las importaciones.** Si los agentes perciben que el dólar está barato van a tratar de importar tanto como sea posible, inclusive por encima de lo que requiera la economía para funcionar bien.

**Lo que pasó en 2017 es un buen ejemplo de esto.** Ese año el tipo de cambio real promedio fue similar al que tendríamos a fines de junio. El déficit de cuenta corriente llegó al 4.7% del PBI en el cuarto trimestre de 2017 e hizo un

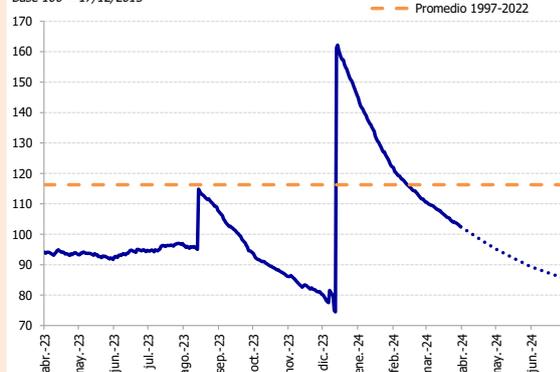
**Gráfico 1. Tipo de cambio a precios constantes**  
A precios actuales - Ajustado por ITCRB



Fuente: Econviews en base a BCRA

**Gráfico 2. Tipo de cambio real multilateral**

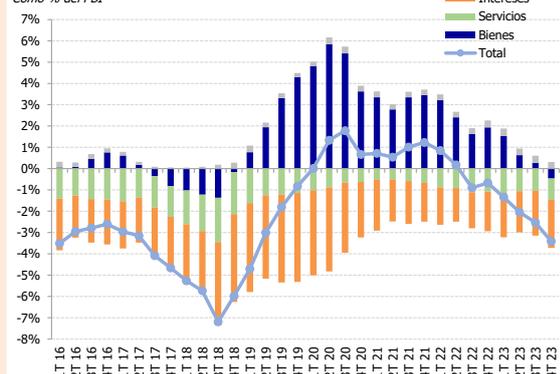
Base 100 = 17/12/2015



Fuente: Econviews en base a BCRA y estimaciones propias

**Gráfico 3. Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos**

Como % del PBI



Fuente: Econviews en base a INDEC

máximo en el tercero del 2018 (7.2%). Acá no solo pesó el déficit en la cuenta de bienes, los servicios también tuvieron un papel importante (ver gráfico 3). Viajar al exterior era barato y la gente lo aprovechó. Después de ese periodo de dólar bajo, el mercado lo percibió como insostenible y terminó ajustando por la fuerza.

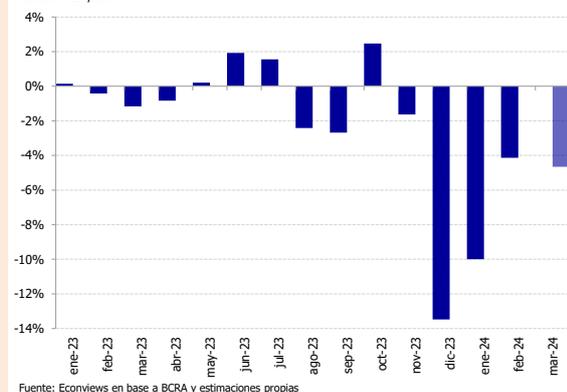
**A lo que vamos con esto es que este esquema inconsistente puede durar un tiempo, pero no será algo indeterminado. La alternativa es que se mantenga el cepo, algo que no parece deseable. Por lo tanto, sin cepo tarde o temprano deberá haber una corrección.** Es cierto que las mejoras de productividad hacen que la economía pueda soportar un tipo de cambio real más bajo, aunque esto no se da de un día para el otro. De hecho, el proceso de aumento de la productividad en el mejor de los casos recién comienza.

**Por el lado de la política monetaria, las dudas las tenemos sobre la tasa de interés.** Con el objetivo de bajar la emisión generada por el pago de intereses de los pasivos remunerados del BCRA, el gobierno propuso una política de tasas muy negativas en términos reales. Tomando la tasa efectiva mensual, en diciembre y enero quedó más de 10 puntos negativa y en febrero y marzo más de 4 puntos (ver gráfico 4). Hacia adelante no proyectamos nuevos recortes en la tasa, aunque tampoco podemos descartarlos. Con la inflación bajando, la tasa puede volverse menos negativa, pero no dejará de serlo.

**Esta represión financiera se sostiene gracias al cepo dado que los pesos no tienen muchos lugares a dónde ir. Pensamos que en una situación donde las restricciones se levanten la tasa de interés real debería ser más alta que la actual.** De esta manera, se podrá estimular la demanda de pesos y también se evitan presiones sobre el mercado cambiario. En caso contrario, el mercado puede terminar corriendo contra el peso y el Banco Central se verá obligado a subir la tasa. Una vez más, sin cepo no hay lugar para las inconsistencias. En este punto la experiencia de 2018/2019 también sirve de ejemplo.

**En resumen, pensamos que con la salida del cepo una parte de la política económica deberá cambiar.** El escenario ideal es uno donde el gobierno pueda anticiparse y haga las correcciones de manera más ordenada de lo que sería si el ajuste lo hace el mercado.

**Gráfico 4. Tasa de política monetaria en términos reales**  
Mensual - Ex-post



## Pese a la caída de recaudación, esperamos otro superávit fiscal en marzo

- ✓ La recaudación cayó 9.5% interanual real en el primer trimestre; se hunden los impuestos ligados al mercado interno (-25%) pero vuelan los del comercio exterior (+64%).
- ✓ En el segundo trimestre la cosecha gruesa, el rebote de los salarios y posiblemente el efecto IVA sobre la suba de tarifas pueden dar algo de oxígeno.
- ✓ Las provincias (-16%) y la ANSES (-23%) absorben casi toda la caída de la recaudación, mientras que para el gobierno nacional (+0.7%) los ingresos mejoran en el margen, pese a la recesión.

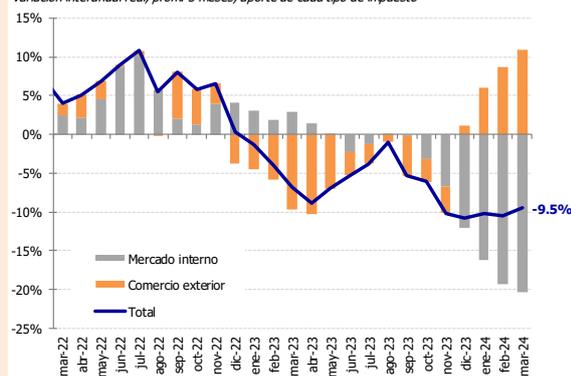
Los impuestos nacionales recaudaron 7.7 billones de pesos en marzo, 16% menos que un año atrás en términos reales (suponiendo una inflación de 12% el mes pasado). **En el primer trimestre, la recaudación se contrajo 9.5% interanual.** No es una caída pareja: los impuestos sobre el mercado interno (-25%) se hunden, pero vuelan los del comercio exterior (+64%). Como estos últimos no se coparticipan, las provincias (-16%) y el ANSES (-23%) absorben casi toda la caída de la recaudación, mientras que los ingresos del gobierno nacional (+0.7%) quedan estables. La dinámica de los depósitos del sector público nos hace pensar que marzo puede ser otro mes de superávit. Si esto se confirma, sería la primera vez desde el 2008 con 3 meses seguidos de superávit.

**Los impuestos al comercio exterior salvaron las papas.** Los únicos tributos cuya recaudación creció en marzo fueron el impuesto PAIS (+322%), gracias a la ampliación de la base imponible en diciembre, y los derechos de exportación (+64%), ayudado por la comparación contra lo peor de la sequía. A ambos los favorece un tipo de cambio real 10% más alto que en marzo de 2023. También mejora la recaudación por derechos de importación (-26%), pero de todas formas cae por el diferimiento en los pagos. Ninguno de estos tres impuestos se coparticipa.

**La devaluación de diciembre tiene rendimientos decrecientes.** Ajustado por inflación, los derechos de exportación recaudaron más en enero (818,000 millones) que febrero y marzo juntos (624,000 millones). Esto también se explica porque nadie quería exportar con el tipo de cambio anterior y retuvieron granos hasta enero. En abril un productor sojero ganará 14% menos por tonelada que en el promedio del primer trimestre de 2024. ¿Alcanza, o hará falta una versión VLLC del dólar soja?

**Gráfico 1. Recaudación tributaria**

Variación interanual real, prom. 3 meses, aporte de cada tipo de impuesto



Fuente: Econviews en base a Min. de Economía

**Tabla 1. Recaudación tributaria**

Datos a marzo 2024 - Gobierno Nacional

	En M de \$ mar.-24	a/a mar.-24	a/a real mar.-24
<b>Total</b>	<b>7,726,459</b>	<b>231%</b>	<b>-16%</b>
Ganancias	1,056,716	136%	-40%
IVA	2,818,322	232%	-15%
IVA DGI*	1,838,459	217%	-19%
IVA DGA	995,863	256%	-9%
Impuesto "al cheque"	600,613	244%	-12%
Bienes personales	17,035	-33%	-83%
P.A.I.S.	694,903	1553%	322%
Seguridad social	1,740,259	209%	-21%
Retenciones a las exportaciones	310,088	542%	64%
Derechos de importación	238,515	191%	-26%
Otros DGI	250,008	-	-

\*No excluye devoluciones

Fuente: Econviews en base a MECON

**Tabla 2. Condiciones para la exportación de soja**

Promedio para el primer trimestre de cada año

	Alicuota retención	Dólar oficial (a precio abr-24)	US\$/ton. constantes	Pesos constantes por ton.	
				Productor	Fisco
1T-2016	30%	845	422	249,734	107,029
1T-2019	28%	988	404	286,135	112,938
1T-2022	33%	857	633	363,741	179,156
1T-2024	33%	996	436	290,705	143,183
abr-24	33%	862	434	250,655	123,457

Fuente: Econviews en base a INDEC y estimaciones propias

En el primer trimestre los impuestos al comercio exterior (excluyendo IVA-DGA) recaudaron 0.5% del PBI, 16% de la recaudación total en lo que va del año y 38% de la que queda en manos del gobierno nacional. En todo 2024 podrían recaudar entre 2.6 y 4.2 puntos del producto, dependiendo del nivel de apreciación real y cuando se levante el cepo (eliminando o al menos reduciendo el impuesto).

**Los impuestos ligados a la actividad no levantan cabeza.** El desplome de Ganancias (-40%) en marzo se explica por la reforma. Pero la recesión se ve claramente en la menor recaudación del IVA (-15%), el impuesto al cheque (-12%) y los aportes a la seguridad social (-21%). El impuesto al combustible (-20%) cae a pesar de la actualización en los montos. En conjunto, los impuestos sobre el mercado interno cayeron 25% interanual en el primer trimestre. Este año Semana Santa fue en marzo, pero el feriado del 24 cayó domingo por lo que la ecuación de días laborables da parecida. Sacando Ganancias, la contracción interanual fue de 20%. A modo de comparación, en los primeros trimestres de 2019 (recesión) y 2020 (pandemia), estos impuestos habían caído 9-10%.

**La dinámica de los aportes refuerza la visión que el poder adquisitivo tocó piso en enero.** Ajustando por la cantidad de trabajadores registrados, los aportes cayeron 28% interanual en enero, 23% en febrero y 22% en marzo, un sendero parecido al del índice RIPTE. Nuestro índice Econviews que sigue los gremios líderes marca una caída mucho menor, de 12% interanual en marzo. La diferencia se debe a que parte de los aumentos se está cobrando vía bonos no-contributivos, pero al abrirse un nuevo ciclo de paritarias en abril estos se deberían incorporar al básico, mejorando la recaudación (en mayo).

**Otro factor que puede jugar a favor este trimestre es el ajuste de tarifas, que debería aumentar la recaudación del IVA en un sector con poco margen para la evasión.** En 2016 no fue así, porque las distribuidoras –que pagan el precio real a CAMMESA– habían acumulado crédito fiscal durante los años de tarifas pisadas. Sin embargo, entonces la inflación corría al 40% anual y ahora más cerca de 300%, por lo que el saldo a favor se licúa mucho más rápido.

**El mix actual de recaudación es pésimo para las provincias y la ANSES.** Entre los dos absorben toda la caída de 9.5% en el primer trimestre, mientras que el share que va al gobierno nacional subió 0.7%. Las provincias recibieron 16% menos por coparticipación que en el primer trimestre de 2023. Las

**Tabla 3. Distintos caminos en lo fiscal-cambiario**

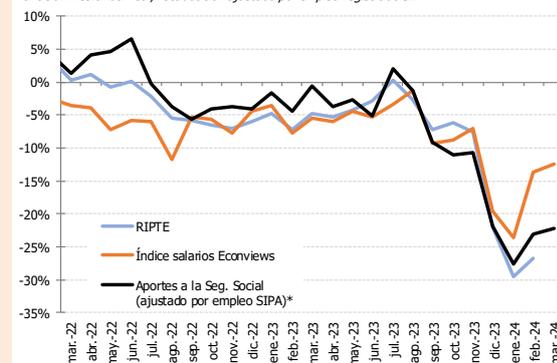
Ingresos de impuestos al COMEX como % del PBI

	Acumulado en el primer trimestre	2024E unificando en julio		2024E sin unificar
		Crawl al 2% hasta dic-24	Escenario base	
<b>Total</b>	<b>0.5%</b>	<b>2.6%</b>	<b>3.2%</b>	<b>4.2%</b>
Impuesto PAIS	0.3%	0.8%	0.8%	1.9%
Derechos de Expo.	0.2%	1.3%	1.7%	1.7%
Derechos de Impo.	0.1%	0.5%	0.7%	0.6%

Fuente: Econviews en base a INDEC y estimaciones propias

**Gráfico 2. Aportes a la seguridad social y salarios**

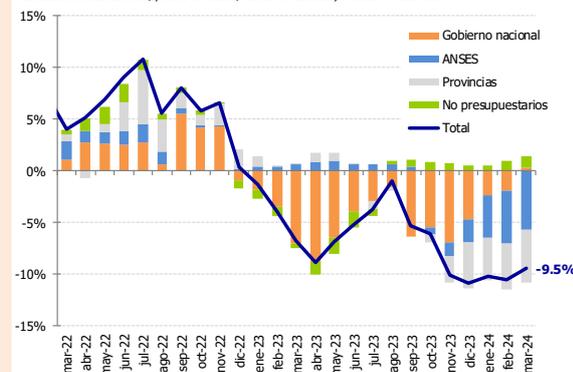
Variación interanual real, recaudación ajustada por empleo registrado SIPA



\*supuesto: caída de 0.3% en el primer trimestre de 2024  
Fuente: Econviews en base a Min. de Economía y SIPA

**Gráfico 3. Destino de la recaudación tributaria**

Variación interanual real, prom. 3 meses, como se distribuye como % del total



Fuente: Econviews en base a Min. de Economía

transferencias discrecionales, por supuesto, cayeron mucho más. Aunque el IVA o los aportes se recuperen en el segundo trimestre, la pieza clave para oxigenar las finanzas provinciales (y reemplazar parte del impuesto PAIS) es el impuesto a las Ganancias, o los ingresos personales como podría denominarse en su versión renovada.

## PROYECCIONES - ESCENARIO BASE

### Proyección Tipo de Cambio

Último día del mes

	Oficial	CCL	Brecha
mar.-24	857	1083	26.3%
abr.-24	875	1154	32.0%
may.-24	927	1252	35.0%
jun.-24	983	1376	40.0%
jul.-24	1376	1376	0.0%
ago.-24	1500	1500	0.0%
sep.-24	1634	1634	0.0%
oct.-24	1765	1765	0.0%
nov.-24	1889	1889	0.0%
dic.-24	2021	2021	0.0%
ene.-25	2021	2021	0.0%
feb.-25	2021	2021	0.0%
mar.-25	2021	2021	0.0%
abr.-25	2021	2021	0.0%
may.-25	2061	2061	0.0%
jun.-25	2103	2103	0.0%
jul.-25	2145	2145	0.0%
ago.-25	2188	2188	0.0%

### Proyección de Inflación

	m/m	a/a
mar.-24	12.0%	291.3%
abr.-24	10.0%	297.1%
may.-24	9.0%	301.6%
jun.-24	7.0%	305.6%
jul.-24	12.0%	327.2%
ago.-24	8.8%	313.3%
sep.-24	8.0%	295.9%
oct.-24	8.0%	294.8%
nov.-24	6.5%	272.9%
dic.-24	6.0%	215.0%
ene.-25	3.2%	169.5%
feb.-25	3.1%	145.4%
mar.-25	3.5%	126.8%
abr.-25	2.2%	110.7%
may.-25	2.2%	97.6%
jun.-25	2.2%	88.7%
jul.-25	2.5%	72.7%
ago.-25	2.1%	62.0%

### Proyección Tasas de Interés

Último día del mes

	Badlar	TPM
mar.-24	70.9%	80.0%
abr.-24	72.0%	80.0%
may.-24	72.0%	80.0%
jun.-24	72.0%	80.0%
jul.-24	90.0%	100.0%
ago.-24	90.0%	100.0%
sep.-24	90.0%	100.0%
oct.-24	81.0%	90.0%
nov.-24	76.5%	85.0%
dic.-24	72.0%	80.0%
ene.-25	45.0%	50.0%
feb.-25	45.0%	50.0%
mar.-25	45.0%	50.0%
abr.-25	45.0%	50.0%
may.-25	36.0%	40.0%
jun.-25	31.5%	35.0%
jul.-25	31.5%	35.0%
ago.-25	31.5%	35.0%