



Salida del cepo = flotar sin ancla fiscal

Resumen y conclusiones

Los datos de la recaudación fiscal de marzo conocidos esta semana brindan una oportunidad inusualmente clara para ver los tres límites más relevantes que enfrenta el gobierno hoy:

- i) El gobierno no puede unificar el mercado de cambios sin comprometer en ancla fiscal al que están atados todos los objetivos de su política económica. El impuesto PAIS hoy representa el 9% de la recaudación total;
- ii) Revertir la caída del nivel de actividad: la recesión contiene la inflación, pero erosiona recaudación. El ajuste fiscal por la vía de la licuación está prácticamente agotado;
- y iii) asegurar la viabilidad política al programa económico sin comprometer el rumbo: el mayor impacto de la recesión sobre los recursos coparticipables implica la necesidad de concesiones a provincias que pueden profundizar la recesión y el rumbo económico.

En ese delicado equilibrio político, transcurrirán las semanas que quedan hasta ver si se concreta el Pacto de Mayo.

José M. Echagüe
Estratega

Isaías Marini
Analista

Melina Costanzo
Analista

+54 11 2206 2206

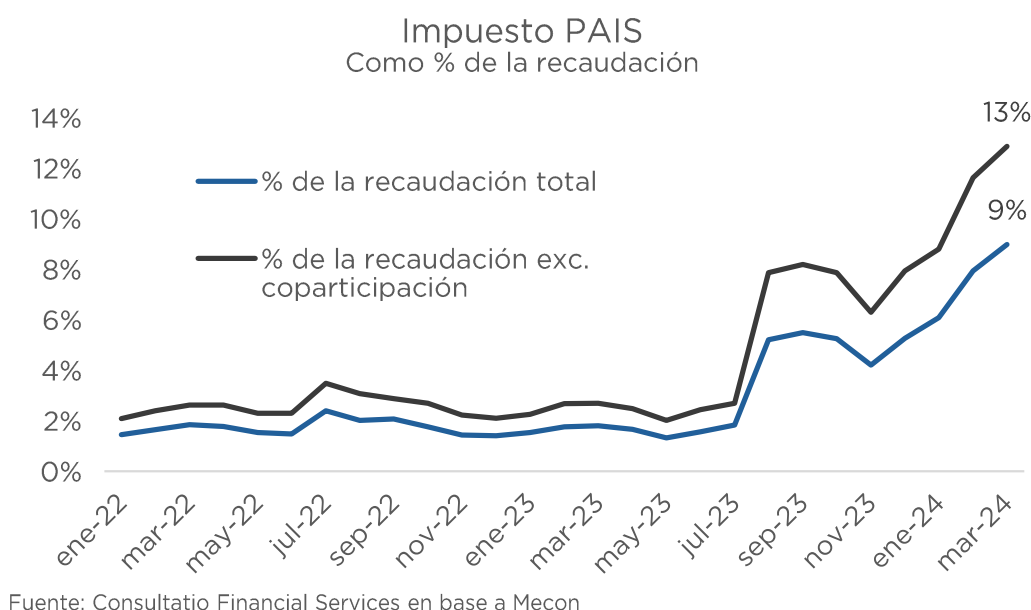
Avda. Ortiz de
Ocampo 3302
WO Barrio Parque
Bureaux Módulo IV
3er Piso
C1425DFE

Salida del cepo = flotar sin ancla fiscal

Los datos de la recaudación fiscal de marzo conocidos esta semana brindan una oportunidad inusualmente clara para ver los tres límites más relevantes que enfrenta el gobierno hoy: i) la voluntad de levantar el cepo cambiario sin comprometer el ancla fiscal, ii) revertir la caída del nivel de actividad y iii) darle viabilidad política al programa económico sin comprometer el rumbo.

En marzo el impuesto PAIS explicó el 9% de la recaudación total. Pero en relación a los recursos percibidos por el Tesoro Nacional y la Seguridad Social (este tributo no se coparticipa con las provincias) el ratio alcanzó el 13%, muy por encima del promedio de 5% durante 2023. Aun excluyendo la recaudación extraordinaria por BOPREAL, que impactó sólo en febrero y marzo, la dependencia actual de este tributo es inocultable (de 13% que representa incluyendo el efecto del BOPREAL, se reduce a 10% cuando lo quitamos).

La consecuencia macroeconómica es clara: unificar el mercado de cambios hoy equivale a desfinanciar al tesoro nacional. En otras palabras: avanzar hacia la flotación cambiaria implica comprometer el ancla fiscal del cual están atados prácticamente todos los objetivos de la política económica.



Salida del cepo = flotar sin ancla fiscal

Esta perspectiva echa luz sobre la reciente desmentida de parte del equipo económico a una noticia difundida durante el fin de semana largo respecto de la posibilidad de levantar las restricciones ([link](#)). La obtención de USD 15,000 millones (que claramente volverían más fácil la flotación cambiaria) no resuelve el problema del ancla fiscal. Por ello, creemos que el levantamiento de las restricciones y la unificación del mercado de cambios es un objetivo de política que no se concretará en lo inmediato. Esto, como hemos señalado en varios reportes, tiene importantes consecuencias para poder seguir manteniendo el nivel de tasas de interés reales negativas en niveles anormalmente bajos.

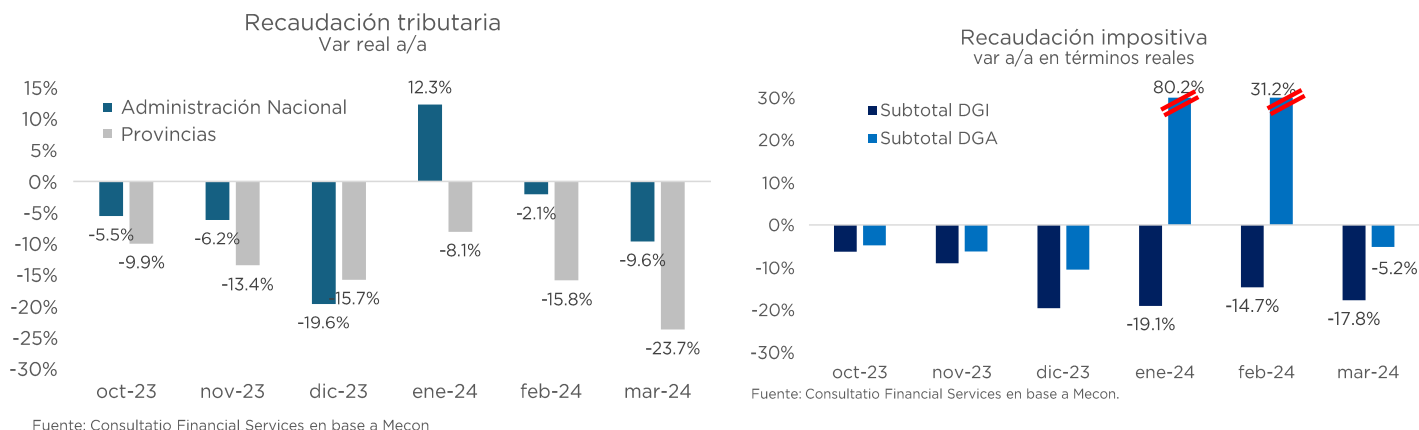
El mantenimiento del cepo por más tiempo del previsto dificulta la recuperación económica de mediano plazo. Pero en los datos de marzo hay problemas más urgentes. La recaudación creció 231% en términos interanuales. Si asumimos una inflación de 13% para el último mes, esto implica una caída real de 16.2% en el último año.

La caída en algunos impuestos ligados al mercado interno fue aún mayor. Esto da cuenta que la recesión, evidenciada por numerosos indicadores adelantados de enero y febrero, continuó profundizándose en marzo. En particular, la recaudación por IVA-DGI -el tributo más importante- se hundió 19.7% anual en términos reales.

Por su parte, la recaudación por Ganancias se desplomó 40.2% a/a en términos reales como consecuencia de la eliminación de la cuarta categoría, lo que conlleva un incentivo para que tanto la Nación como las provincias finalmente lleguen a un acuerdo para su restablecimiento. Pero la misma recesión que erosiona la recaudación fija un límite para el restablecimiento del impuesto a las ganancias, pues el recorte en los ingresos de la clase media derivará en una mayor caída del consumo -lo que a su vez puede retroalimentar la merma en los recursos tributarios.

Todo esto supone un importante riesgo para el ancla fiscal. Una extensión de la recesión agravará la necesidad de una profundización del recorte del gasto que hoy, sin reformas estructurales y por efecto de la licuación se encuentra en su mínima expresión. Además, como discutimos en nuestro último reporte semanal ([link](#)), si la inflación continúa desacelerándose, uno de los pilares de los resultados alcanzados hasta ahora (la licuación del gasto) se verá comprometida.

Salida del cepo = flotar sin ancla fiscal



Además de la dimensión macro, la caída más que proporcional en los recursos ligados al mercado interno tiene una dimensión política. El impacto de la recesión económica sobre las provincias es más duro todavía, porque impacta plenamente en los recursos coparticipables, sin el beneficio del boom que hoy registra el impuesto PAIS y los derechos de exportación. De hecho, la merma en la recaudación con destino a la Administración Nacional fue de 9.6% mientras que la coparticipación se hundió 23.7% a/a en términos reales. Este resultado también se explica por la eliminación de la cuarta categoría de Ganancias, uno de los puntos principales en la negociación con los gobernadores por la Ley Bases.

El dilema del gobierno es elegir entre opciones que son todas desagradables: restablecer el impuesto a las ganancias para conseguir el apoyo de provincias profundizando la recesión, o poner en juego el apoyo político del Congreso a la Ley de Bases apostando a una salida más rápida de la recesión. En ese delicado equilibrio político, transcurrirán las semanas que quedan hasta ver si se concreta el Pacto de Mayo.

INSTITUCIONALES & PARTNERS

Ingrid Epp
iepp@consultatioinvestments.com

INSTITUCIONALES

Martín Deluca
mdeluca@consultatioinvestments.com

ATENCIÓN BANCA PRIVADA

Hernan Rodríguez
hrodriguez@consultatioinvestments.com

ATENCIÓN MINORISTA

Adriana Caceres
asesores@consultatioinvestments.com

ESTRATEGIA

José Echagüe
jechague@consultatioinvestments.com

APERTURA DE CUENTA

apertura@consultatioinvestments.com

Nota de responsabilidad

El presente documento es propiedad de Consultatio Investment S.A. y Consultatio Asset Management Gerente de Fondos Comunes de Inversión S.A. (ambas en conjunto, "Consultatio"), no pudiendo su contenido ser modificado, transmitido, copiado, y/o distribuido sin el consentimiento expreso de Consultatio. El presente tiene un fin exclusivamente informativo y se ha basado en información proveniente de fuentes públicas, siendo que Consultatio no ha verificado su veracidad, integridad y/o exactitud, ni ha sometido la misma a un proceso de auditoría. Consecuentemente, Consultatio no efectúa declaración alguna, ni otorga garantía alguna, sobre la veracidad, integridad y/o exactitud de la información sobre la cual se basa este informe. Todas las opiniones y estimaciones aquí expresadas están sujetas a cambio sin previo aviso.

El presente no constituye asesoramiento en inversiones ni una invitación a operar con valores negociables a través de Consultatio. Cualquier persona interesada en analizar y, en su caso, operar los valores negociables aquí descriptos, deberá consultar la información contenida en sus documentos de emisión. La información aquí inserta ha sido confeccionada exclusivamente para la República Argentina, no debiendo interpretarse destinado a cualquier otra jurisdicción o territorio. Se advierte que parte de la información del presente documento está constituida por estimaciones futuras. Debido a riesgos e incertidumbres, los resultados reales o el desempeño de los valores negociables podrían diferir significativamente de lo expresado en las estimaciones futuras. La información aquí contenida está sujeta a cambios y modificaciones y no puede ser considerada definitiva por aquellas personas que tomen conocimiento de ella. El receptor deberá basarse exclusivamente en su propia investigación, evaluación y juicio independiente para tomar una decisión relativa a la inversión en valores negociables.

Consultatio Investments S.A es Agente de Colocación y Distribución de Fondos Comunes de Inversión Matrícula N° 18 Disposición N° 3190 de fecha 23-12-2016 , Agente de Liquidación y Compensación Integral Matrícula N° 351 Resolución N° 19996 de fecha 23-01-2019 y Agente de Colocación y Distribución Integral de Fondos Comunes de Inversión Matrícula N° 47 Disposición N° 3321 de fecha 29-05-2017 , en todos los casos de la CNV. Los rendimientos pasados manifestados por valores negociables son un indicador y no implican, bajo ningún concepto, promesas de rendimientos futuros.

Los rendimientos pasados manifestados por valores negociables son un indicador y no implican, bajo ningún concepto, promesas de rendimientos futuros. En particular ha de tenerse presente que las inversiones en cuotas partes de fondos comunes de inversión no constituyen depósitos en el agente de custodia de tales fondos a los fines de la Ley de Entidades Financieras ni cuentan con ninguna de las garantías que tales depósitos a la vista o a plazo puedan gozar de acuerdo a la legislación y reglamentación aplicables en materia de depósitos en entidades financieras. Asimismo el agente de custodia los fondos comunes de inversión se encuentra impedido por normas del Banco Central de la República Argentina de asumir, tácita o expresamente, compromiso alguno en cuanto al mantenimiento, en cualquier momento, del valor del capital invertido, al rendimiento, al valor de rescate de las cuotas partes o al otorgamiento de liquidez a tal fin.