



Federación de Centros  
y Entidades Gremiales  
de Acopiadores de Cereales

# 20 años A TODO TRIGO Y CULTIVOS DE INVIERNO DE LIDERAZGO

## Perspectivas Económicas y Políticas

9 y 10 de Mayo  
Sheraton | MAR DEL PLATA

COORDINACIÓN  
GENERAL



# PRESIDENCIA MILEI: PRESENTE Y FUTURO

## A) PRESENTE (2024)

### 1) MARCO GENERAL

- a) Política
- b) Economía

### 2) PRIORIDAD 2024: BAJAR LA INFLACIÓN

- a) El “Plan desinflacionario”
- b) Para **adelante**: apretón y seca versus los que “piden cancha”
- c) El **desafío**: **bajar** la inflación sin caer en **tres trampas clásicas**:
  - i) Los **precios relativos desalineados**: atrasos tarifarios y otros
  - ii) La **paz de los cementerios**: recesión honda y larga
  - iii) El **atraso cambiario**: ¿la mecánica convergente de la “Tablita” 1979?

### B) FUTURO (2025 -...)

- a) ¿Se libera el dólar y se “levanta” el cepo? ¿2024? ¿2025?
- b) ¿Se retorna al **mercado de capitales**? ¿2025?
- c) ¿Se quiebra el **estancamiento** estructural? ¿2026?
- d) ¿Se **bajan impuestos**? ¿Retenciones? ¿2026?
- e) ¿Hay **reformas económicas “en serio”**? ¿2026?
- f) Cómo se reconstruye la política: 2025 / 2027 / 2031

# A) PRESENTE (2024)

## 1) MARCO GENERAL

### a) POLÍTICA

- **Milei ganó la presidencia con contundencia en el balotaje** con 56% de los votos (30 duro + 26 “anti”).
- Pero paradójicamente **fue el segundo Presidente menos votado en primera vuelta** con 30% (después de Néstor Kirchner con apenas 23% en 2003). **Con esta mezcla, cuesta gobernar y mucho más “imponer”.**
  - **No cuenta con una pata territorial:** sin gobernadores ni intendentes.
  - **No cuenta con mayoría parlamentaria:** apenas 7 senadores propios y 38 diputados.
  - **Además, no cuenta con “red de contención”:** ni sindicatos afines, ni organizaciones sociales. ¿Organizaciones empresarias?...Expectantes.
  - **Habrà que ver el apoyo de la Justicia:** si la Corte avala las reformas, los DNU, las subas tarifarias, apelaciones, etc.
  - **Y también el apoyo externo:** el respaldo de EE.UU y Europa. El vínculo con China y Brasil.

**Lema político de cabecera:** gobernar “a pesar de” el Congreso y la política.

**Lema económico:** no se necesita ni el Congreso ni la política para estabilizar.

# DÉFICIT DE GOBERNABILIDAD ¿TEMPORAL O PERMANENTE?

## → “TENSION CONSTANTE”

→ **Presidente híper - personalista. Mesa híper - chica.** Oficialismo y oposición **no coinciden** casi en nada. **Conflictividad** Nación - Provincias y Ejecutivo - Congreso. **Choque** gobierno - sindicatos y gobierno - universidades. **“Equilibrio inestable”** con la Justicia y los sectores empresarios. **Peleas** con el periodismo.

→ **Déficit de gobernabilidad** (aunque salgan las leyes). Puede seguir así hasta la **elección de medio término** y ahí se verá. **Un montón de tiempo.**

→ **Principal activo del gobierno:** oposición **desmembrada y sin liderazgo**

## → POR AHORA, MILEI NO SACÓ NINGUNA LEY Y EL DNU 70 RIGE PERO...

→ **LEY BASES:** pasó Diputados; falta el Senado. Si **no sale**, pegará en la economía; si **sale**, buena noticia pero no sería un antes y un después. **Mejor que salga a que no salga pero...** (como el acuerdo con el FMI 2022).

→ **LEY FISCAL:** si **no sale**, dificultaría algo los futuros números fiscales.

¿Es plausible gobernar permanentemente “a pesar de la política”?

Es **difícil**. En especial cuando la agenda oficial es un **mega - ajuste híper - recesivo**

## b) ECONOMÍA

### EMERGENCIA Y POST - EMERGENCIA

- Durante los primeros meses en plena emergencia económica, el gobierno se abocó como sea a: **acumular reservas** (las netas estaban peligrosamente en rojo), **bajar la brecha cambiaria** (estaba desmadrada en tres dígitos) y **eliminar el déficit fiscal** (era el epicentro de una emisión monetaria desbocada).
- Reservas se acumularon, **aunque** acumulando **importaciones impagas**. La brecha se redujo, **aunque** venteando con **“blend” 20% de las exportaciones** en el mercado “libre”. Y el déficit fiscal se revirtió, **aunque** con altas dosis de **licuación, bicicleta, motosierra** e **“impuesto PAÍS” aumentado**. Fue un vale todo cortoplacista para sacar la cabeza del pozo.
- **Aplacada la mega - emergencia** (con más reservas, poca brecha y superávit fiscal), **el vale todo cortoplacista pasa a ser un arma de doble filo**. Lo que fue eficaz para apagar el incendio, no lo es para encarar la post - emergencia. **Una transición hacia otra cosa**.

**El “Plan” macro para la emergencia fue exitoso.**  
**El Plan macro para la post - emergencia todavía no está.**

## 2) PRIORIDAD 2024 POST - EMERGENCIA: BAJAR LA INFLACIÓN DEL FOGONAZO DEL VERANO AL DÍGITO MENSUAL

### EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN

En %		Mensual	Interanual
2023	oct	8,3	142
	nov	12,8	161
	dic	25,5	211
2024	ene	20,6	254
	feb	13,2	276
	mar	11,0	288
	abr (e)	9,0	290
	may (e)	¿5,0 / 6,0?	282
	lv trim.		¿130 / 140?

### Inflación anual, ¿cómo venía?

2019	54%
2020	36%
2021	51%
2022	95%
2023	211%

Él "éxito" de 5/6% de inflación mensual en mayo/junio/julio

versus:

- 6% en los primeros meses de Massa
- 4% de Guzmán (sin pandemia)
- 3,5% de Macri en 2018-2019
- 2% de C. Fernández II (2012-2015)
- 2% del primer año de la Convertibilidad

**El objetivo de la post - emergencia es bajar fuerte y rápido la inflación. Políticamente, para construir gobernabilidad. Socialmente, para frenar el desplome del poder adquisitivo y el aumento de la pobreza. Macroeconómicamente, para empezar a ganar horizonte y estabilizar variables.**

## a) EL PLAN DESINFLACIONARIO

### Un apretón fiscal - monetario a la vieja usanza

- La política macroeconómica actual se basa (hasta ahora) en **un apretón fiscal - monetario fuertemente recesivo para bajar la inflación.**
- Salvando las distancias, se asemeja a los **apretones monetarios** al estilo “Alvaro Alsogaray o Roberto Alemann”. **Eran esquemas que bajaban la inflación “freezando” la economía.**
- **Eran (y son) intentos costosos de bajar la inflación, licuando el gasto público, secando monetariamente la economía. La desinflación va al ritmo de la profundidad de la sequía monetaria y la recesión.**
- **Difiere de algunos planes mixtos de estabilización (ortodoxos / heterodoxos) tipo Austral, Convertibilidad o Real en Brasil, israelí o mexicanos:** que bajaron la inflación fuerte y rápido sin pasar por una feroz recesión utilizando alguna **política de ingresos donde el desplome de la inflación fue reactivante.**

**La inflación está bajando. Pero con este Plan de seca monetaria, para un dígito mensual bajo y duradero será una travesía en el desierto. El poder adquisitivo sin política de ingresos va a tardar en recuperar.**

**¿Será este el Plan antiinflacionario definitivo? ¿O es un esquema preparatorio para lanzar más adelante otro tipo de Plan de estabilización diferente?**

## ANTECEDENTES DE APRETONES MONETARIOS RECESIVOS

### ALVARO ALSOGARAY Y ROBERTO ALEMANN CON FRONDIZI: casi 1000 días

- **ALSOGARAY: 671 días** (25/6/59 – 25/4/61). **ALEMANN: 263 días** (26/4/61 – 12/1/62).
- **DENOMINADOR COMÚN: desplome de los agregados monetarios en términos reales.** A fines de 1961, la **base monetaria era 40% inferior** a la de fines de 1958 y el **M3** (base monetaria más depósitos) era **25% menor**.
- **INFLACIÓN:** seis meses previos a la asunción de Alsogaray **10% mensual**. Los 1000 días (treinta meses) de Alsogaray - Alemann: se derrumba a **1,5% mensual** (de 200% anual a 20%).
- **PBI:** fuerte **contracción de 6,5%** en 1959. **Rebote** de lo perdido, no crecimiento, **al 7%** en 1960 por boom inversor desarrollista y **para ahí**.

### ALSOGARAY CON GUIDO (1962); ALEMANN CON GALTIERI (1982)

- **ALSOGARAY 1962:** inflación 3% mensual con **caída** de 2% del PBI
- **ALEMANN 1982 (Malvinas):** inflación 8% mensual con **caída** de 3% del PBI

Apretón con Frondizi: la inflación bajó fuerte y el PBI rebotó después de caer fuerte. El programa quedó a mitad de camino por un golpe militar.

Demás apretones: “fallaron” y encima fueron recesivos.



# APRETONES RECESIVOS VERSUS PLANES NO RECESIVOS

## De menor a mayor duración: Austral (menos de 2 años), Convertibilidad (casi 10 años), Real en Brasil (hasta hoy)

### PLAN AUSTRAL (14 de junio de 1985)

#### Inflación

En %	Prevía dic-84	'Preparatoria' ene-jun 85	A los 6 meses	Al año	A los 2 años
Interanual	700,0	1.100,0	380,0	50,0	120,0
Mensual	20,0	30,0	3,0	6,8	10,0

#### PBI - var. % (trimestral - desestacionalizado)

	Trimestre			
	I	II	III	IV
1985	-4,8	-3,5	-2,7	4,7
1986	2,4	2,5	3,8	-2,1

### CONVERTIBILIDAD (1º abril de 1991)

#### Inflación

En %	Prevía dic-90	'Preparatoria' ene-mar 91	A los 6 meses	Al año	A los 2 años
Interanual	1.300,0	300,0	115,0	25,0	12,0
Mensual	5,0	11,0	1,5	1,3	1,0

(febrero: 27)

#### PBI - var. % (trimestral - desestacionalizado)

	Trimestre			
	I	II	III	IV
1991	-0,6	5,4	2,9	3,1
1992	2,6	3,0	-0,2	-1,3

### PLAN REAL (1º de julio 1994)

#### Inflación

En %	Prevía jun-94	'Preparatoria' ene-jul 94	A los 6 meses	Al año	A los 2 años
Interanual	5167	4204	648	28	15
Mensual	50,8	6,9	0,8	3,7	1,3

#### PBI - var. % anual

	1994	1995
	5,3	4,4

# EL "CORE": APRETÓN FISCAL

## Primer trimestre 2024: fortísima reversión en pesos nominales

Sector público no financiero

	2023	2024	
	\$ MM	\$ MM	Var. % anual
<b>Ingresos totales</b>	<b>5.020</b>	<b>17.805</b>	<b>255</b>
Tributarios	2.791	11.111	298
<u>Impuesto PAIS</u>	114	1.740	1.424
<u>Retenciones</u>	194	1.217	529
Seguridad social	1.768	5.093	188
Otros	462	1.600	246
<b>Gasto primario</b>	<b>5.710</b>	<b>13.936</b>	<b>144</b>
Prestaciones sociales	1.147	3.860	236
Salarios	763	2.295	201
Prestaciones previsionales	2.124	5.121	141
Otras partidas	483	1.175	143
Subsidios económicos (corrientes)	530	1.097	107
Transferencias corrientes a provincias	163	143	-13
Gasto de capital (*)	500	246	-51
<b>Resultado primario</b>	<b>-690</b>	<b>3.868</b>	
Intereses	722	2.735	279
<b>Resultado financiero</b>	<b>-1.412</b>	<b>1.133</b>	

Inflación  
anual en el  
primer  
trimestre:  
**275%**

(\*) Incluye subsidios para gastos de capital y transferencias de capital a provincias

Fuente: MacroView S.A. en base a Ministerio de Hacienda

# RADIOGRAFÍA DEL AJUSTE FISCAL

## A precios constantes de “hoy”

En \$ MM

PRECIOS CONSTANTES DE MARZO 2024				
	2023	2024	Variación	
			\$ MM	En %
<b>Ingresos totales</b>	<b>20.930</b>	<b>19.994</b>	<b>-936</b>	<b>-4%</b>
<u>Tributarios</u>	<u>11.620</u>	<u>12.500</u>	<u>879</u>	<u>8%</u>
Impuesto PAIS	474	1.924	1.450	306%
Retenciones	821	1.411	590	72%
Ganancias	2.033	1.279	-754	-37%
Resto tributarios	8.293	7.886	-407	-5%
<u>Seguridad social</u>	<u>7.392</u>	<u>5.713</u>	<u>-1.679</u>	<u>-23%</u>
<u>Otros</u>	<u>1.917</u>	<u>1.782</u>	<u>-136</u>	<u>-7%</u>
<b>Gasto primario</b>	<b>23.791</b>	<b>15.473</b>	<b>-8.318</b>	<b>-35%</b>
Prestaciones previsionales	8.845	5.702	-3.143	-36%
Prestaciones sociales	4.759	4.259	-500	-11%
Subsidios económicos (corrientes)	2.225	1.206	-1.018	-46%
Salarios	3.181	2.558	-622	-20%
Transferencias corrientes a provincias	679	161	-518	-76%
Gasto de capital (*)	2.082	274	-1.808	-87%
Universidades	730	545	-185	-25%
Resto	1.290	767	-523	-41%
<b>Resultado primario</b>	<b>-2.861</b>	<b>4.521</b>	<b>7.382</b>	

El impuesto PAIS y las retenciones neutralizan la licuación de los ingresos

**-8.318** Baja del gasto primario

- 50%** Licuación: mitad Milei, mitad Massa
- 30%** Motosierra
- 20%** Pedal

### DESAFÍOS Y SUPUESTOS RESTO 2024:

Nueva fórmula jubilatoria  
Actualización tarifas  
Provincias: mantener recorte  
Combustibles, moratoria,  
blanqueo, Ganancias

(\*) Incluye subsidios para gastos de capital y transferencias de capital a provincias

# EL APRETÓN MONETARIO DETRÁS DEL APRETÓN FISCAL

## Se emite a la mitad de la inflación

Enero - Abril 2024

En Billones de pesos

		Var. M3**	Var. Préstamos	Inflación
<b>Variación de la Base Monetaria</b>	<b>+ 3,5 B</b>			
→ var. % 4 meses:	<b>38%</b>	50%	30%	<b>67%</b>
→ var. % 12 meses:	<b>142%</b>	162%	141%	<b>293%</b>

(\*\*): M3: Circulante en poder del público + Depósitos totales en \$

que salen de:

### 1. Sector Externo

- Compra de dólares
- Bopreal (neto de Lediv)

+ 5,1 B

+ 10,0

-4,9

*Sí, porque  
compra dólares*

### 2. Sistema financiero

- Intereses de pases
- Esterilización con pases

+0,1 B

9,0

-8,9

*No, porque sigue  
colocando pases*

### 3. Tesoro

- Emisión del BCRA por recompra de títulos en el mercado secundario y put options de los bancos
- Efecto contractivo del Tesoro
  - a) Por compra de dólares al BCRA
  - b) Por rescate de títulos públicos en poder del BCRA

-1,6 B

7,2

-8,8

-3,6

-2,2

-3,0

- Superávit primario: 4,3 B
- Sobrecolocación de deuda: 3,5 B
- Colchón inicial de pesos: 1,0 B

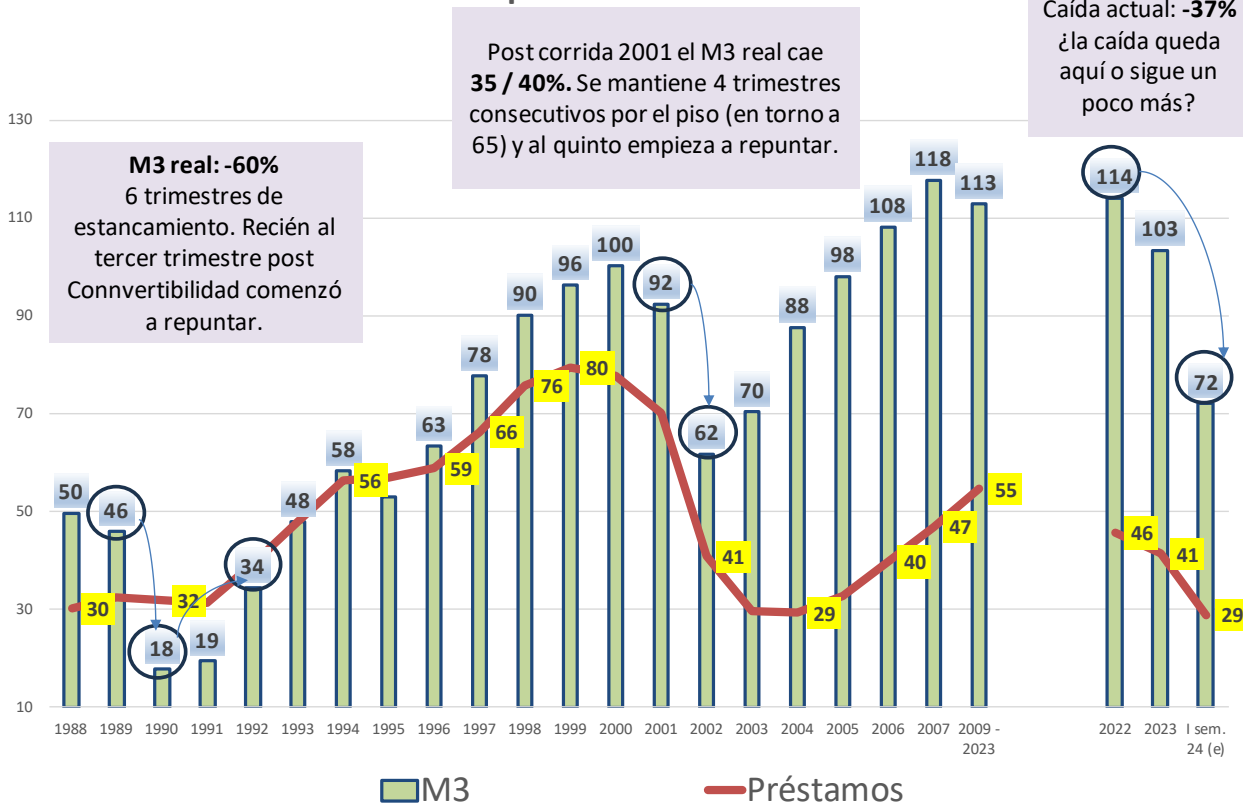
en pesos

en dólares

# EL APRETÓN MONETARIO ACTUAL: PARECIDO A LO QUE PASÓ EN 2001 - 02

## AGREGADOS MONETARIOS Y PRÉSTAMOS EN TÉRMINOS REALES

A pesos de abril-24



## b) PENSANDO PARA ADELANTE: Apretón y seca versus inercia de los que “piden cancha”

- Aun con apretón monetario, pueden quedar **mecanismos que “piden cancha” y retardan y obstaculizan la baja inflacionaria** (excepto una “recesionaza”).
- **LOS QUE PIDEN CANCHA:** ligadas a **dólar, tarifas y salarios**
  - **Inercia cambiaria:** ¿se evitará el atraso del dólar oficial? ¿Cómo? Si no se evitara, ¿subiría la brecha? ¿**Habrá impacto inflacionario?**
  - **Inercia tarifaria:** las tarifas se están actualizando pero arrastran todavía gran atraso ¿**El gobierno pone el pie en el freno para “asegurarse” una inflación estadística más baja en mayo, junio?** Tarifas corren detrás de la devaluación y la inflación ¿**Habrá impacto inflacionario?**
  - **Inercia salarial:** los sindicatos pugnan por empardar la inflación. Los informales están atrasadísimos ¿**Habrá impacto inflacionario?**

Inercias y desalineamientos pueden hacer **más lenta y menos lineal** la reducción de la inflación. O llevar a **un apretón monetario más fuerte** y a una recesión más larga.

## c) EL DESAFÍO: BAJAR LA INFLACIÓN SIN CAER EN TRAMPAS CLÁSICAS

i) La **trampa de los PRECIOS ATRASADOS** (una desinflación con los **precios relativos** que no terminan de “alinearse”):

→ Hacer que la tasa de inflación baje pero con **un conjunto de precios acumulando artificialmente una suba muy inferior al resto.**

ii) La **trampa de la PAZ DE LOS CEMENTERIOS** (una **recesión honda** y larga, subproducto de la insistencia fiscal y monetaria “sin” programa)

→ Que la inflación baje en el marco de una recesión y después **la economía tarde mucho en recuperarse** o lo haga sólo parcialmente y quede boyando en un nivel bajo.

iii) La **trampa del ATRASO CAMBIARIO** (con un crawling - peg que apunta a que el dólar discipline a la tasa de inflación a la “**tablita**” no escrita)

→ Que la inflación baje gracias a la estabilidad nominal del dólar oficial pero **a costa de incubar un atraso cambiario incompatible con los equilibrios macroeconómicos (interno y externo).**

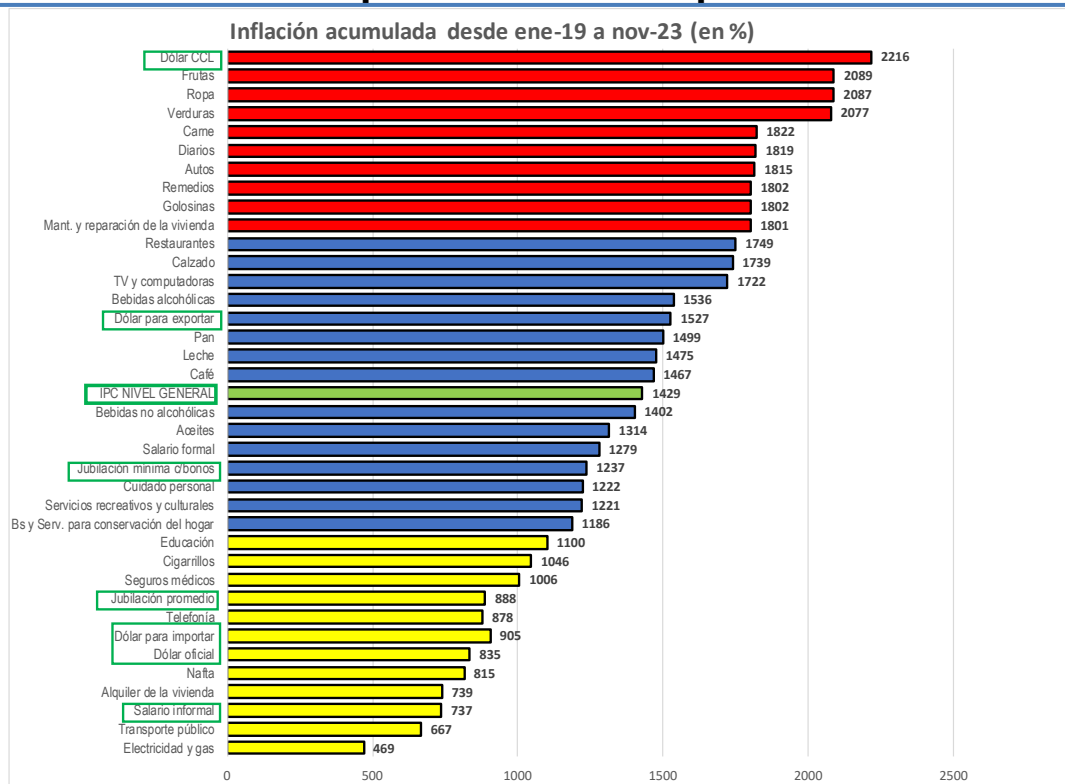
En las tres trampas es fácil caer y de las tres es difícil salir. Las tres pueden conducir a una desinflación incompleta, costosa y/o no duradera.

**CLAVE: tener programa integral, ganar confianza y horizonte**

# i) LA TRAMPA DE LOS PRECIOS DESALINEADOS

## Sin acomodar los precios atrasados , no se podrá estabilizar

### La herencia de precios relativos que recibió Milei



Gatillar un reacomodamiento de precios relativos **sin generar una inflación descontrolada** (SE LOGRÓ).

Reacomodar con el menor impacto social por **atrasar poder de compra** (SE ATRASÓ MÁS).

Devaluar lo justo y no correrle tanto el arco al **reacomodamiento de las tarifas** (NO SE LOGRÓ).

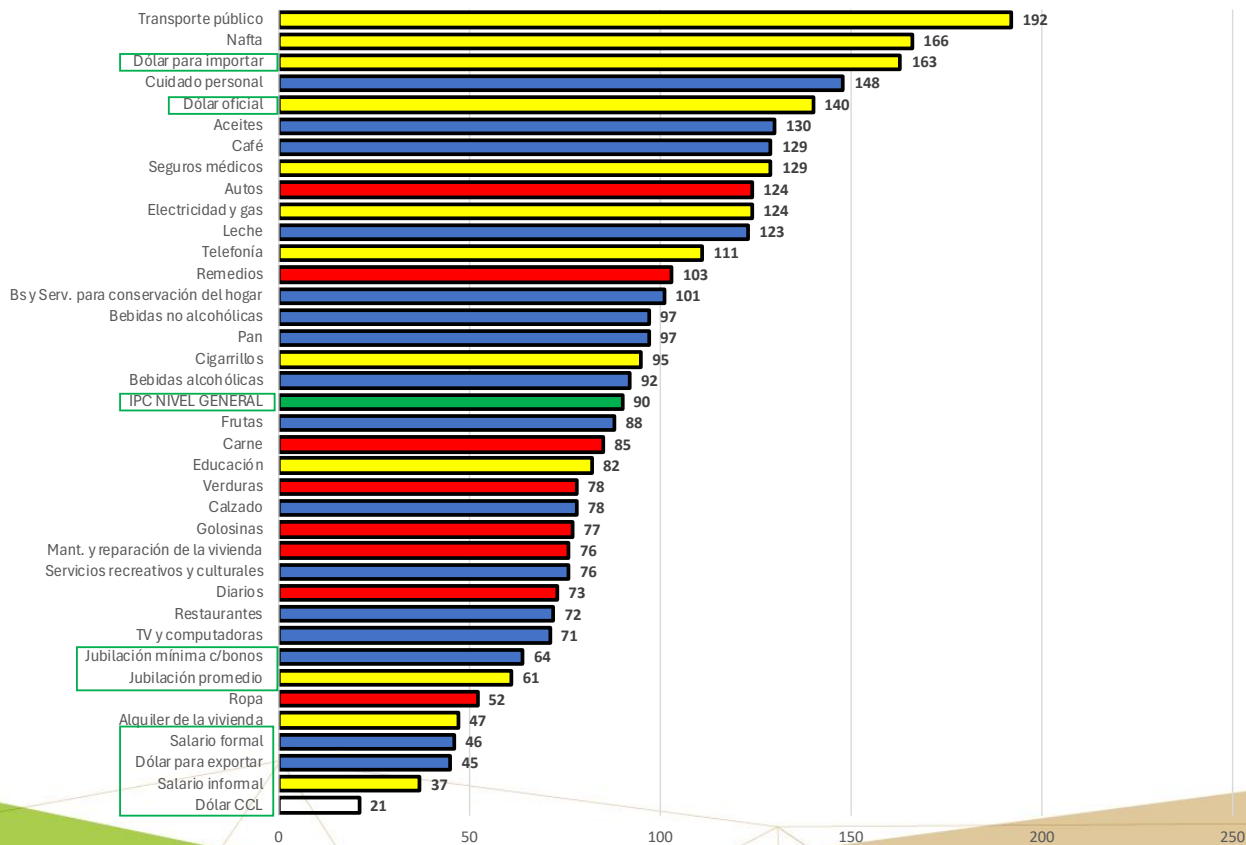


# EL MOVIMIENTO DE LOS PRECIOS EN CUATRO MESES DE MILEI

Bueno: ranking liderado por la inflación amarilla.

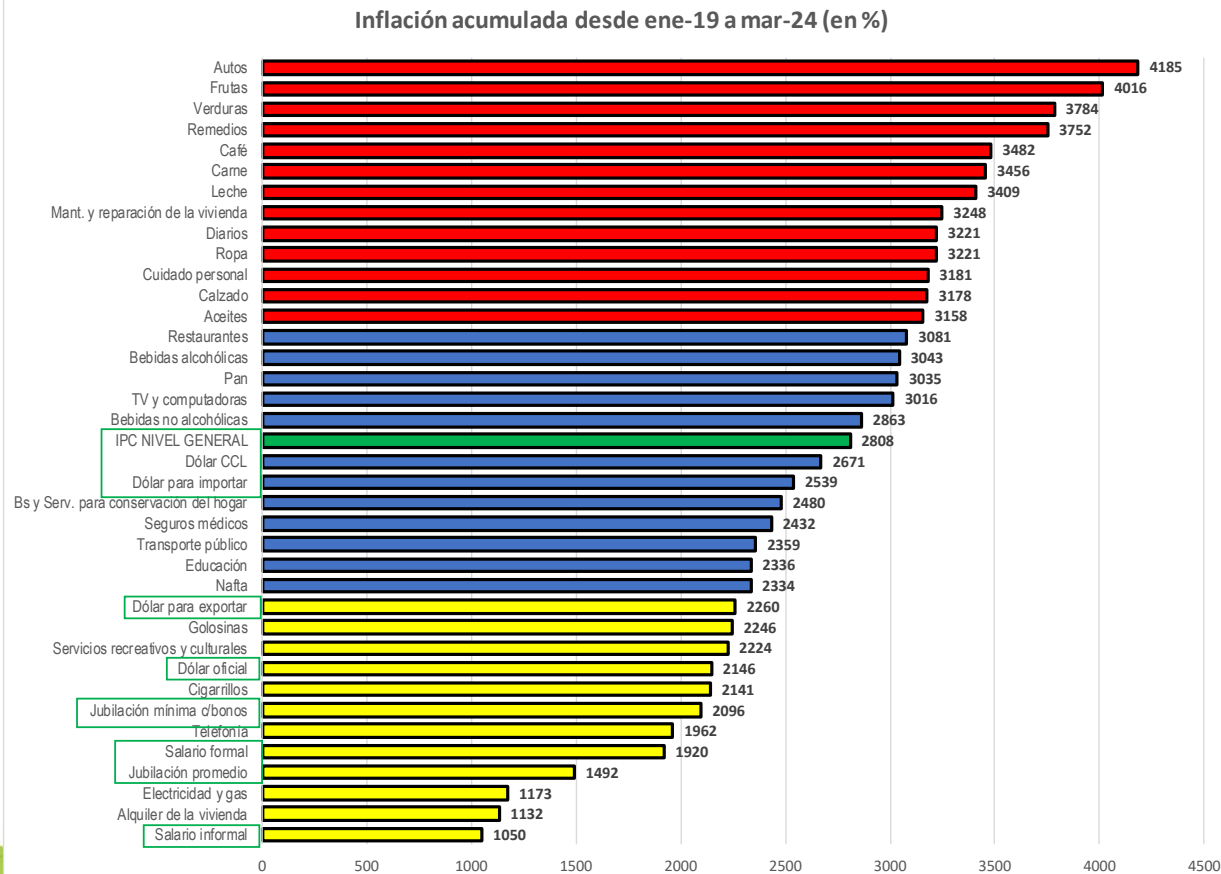
No tan bueno: sigue habiendo amarillos abajo

Inflación acumulada desde nov-23 a mar-24 (4 meses - en %)



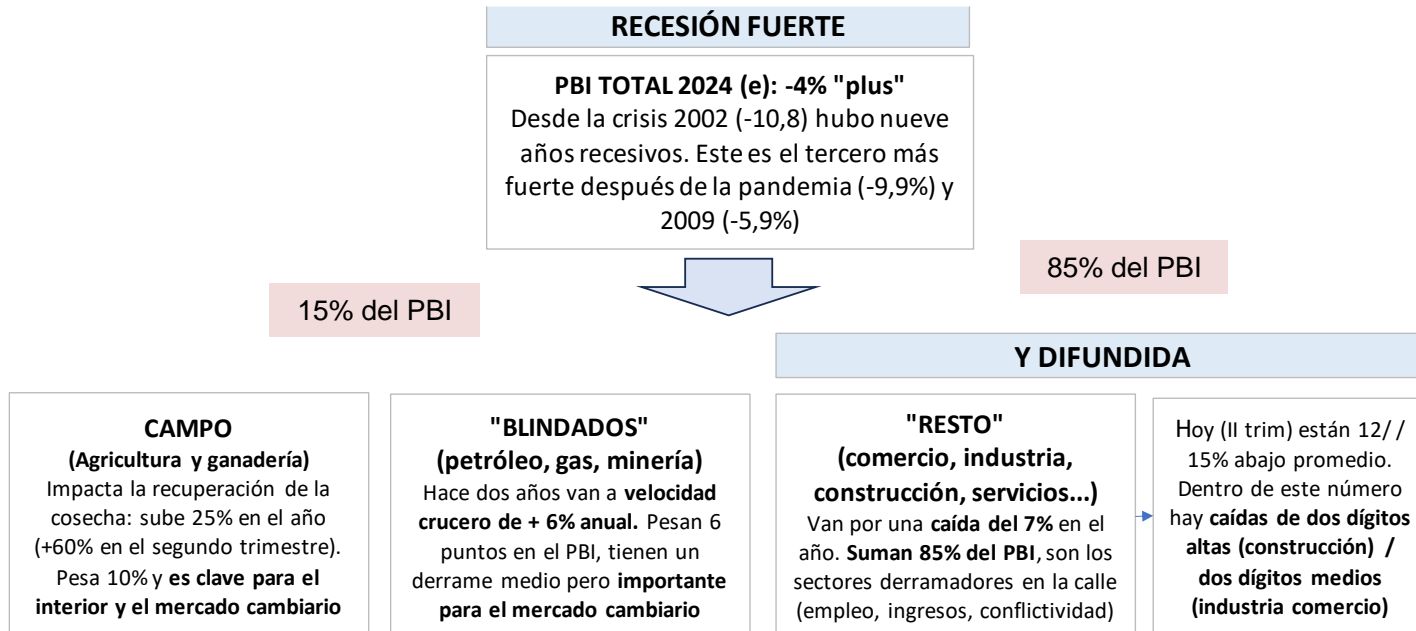
# UN BALANCE DEL REACOMODAMIENTO DE PRECIOS RELATIVOS

## Al proceso de emparejamiento de precios todavía le falta. Hay precios que van a seguir subiendo y está el desafío de sostener el tipo de cambio real.



## ii) LA TRAMPA DE LA PAZ DE LOS CEMENTERIOS

### RECESIÓN 2024: ESTÁ SIENDO DE LAS FUERTES PARA BAJAR LA INFLACIÓN ¿CUÁN LARGA? ¿CUÁN PROFUNDA?



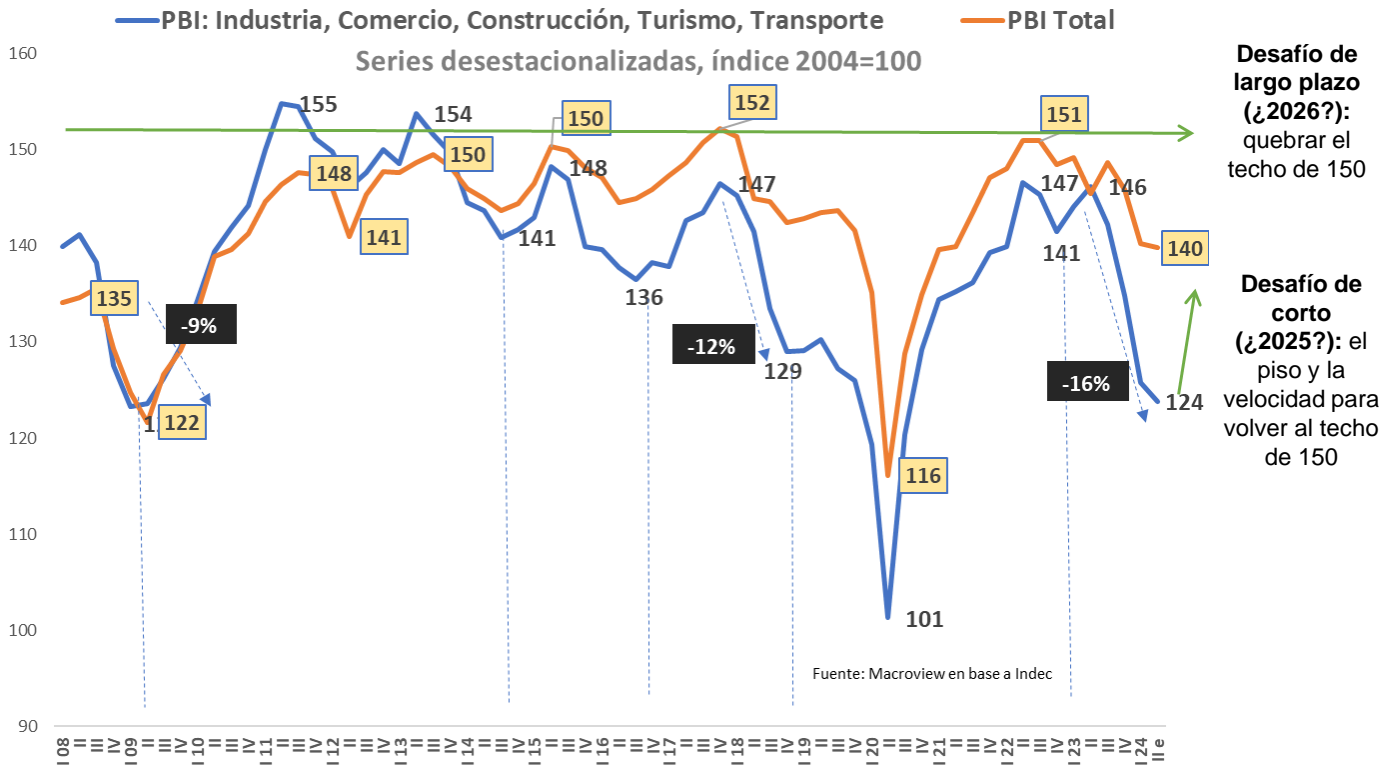
#### Ítem de memorando: las recesiones en el último cuarto de siglo

PBI: VAR % ANUAL

2001	2002	2009	2012	2014	2016	2018	2019	2020	2023	2024 e
-4.4	-10.8	-5.9	-1.0	-2.5	-2.1	-2.6	-2.0	-9.9	-1.6	-4.3

Fuente: Macroview en base a Indec

# DESAFÍO “CHIKUITO” (PISO Y REBOTE) VERSUS DESAFÍO “GRANDE” (CRECIMIENTO)

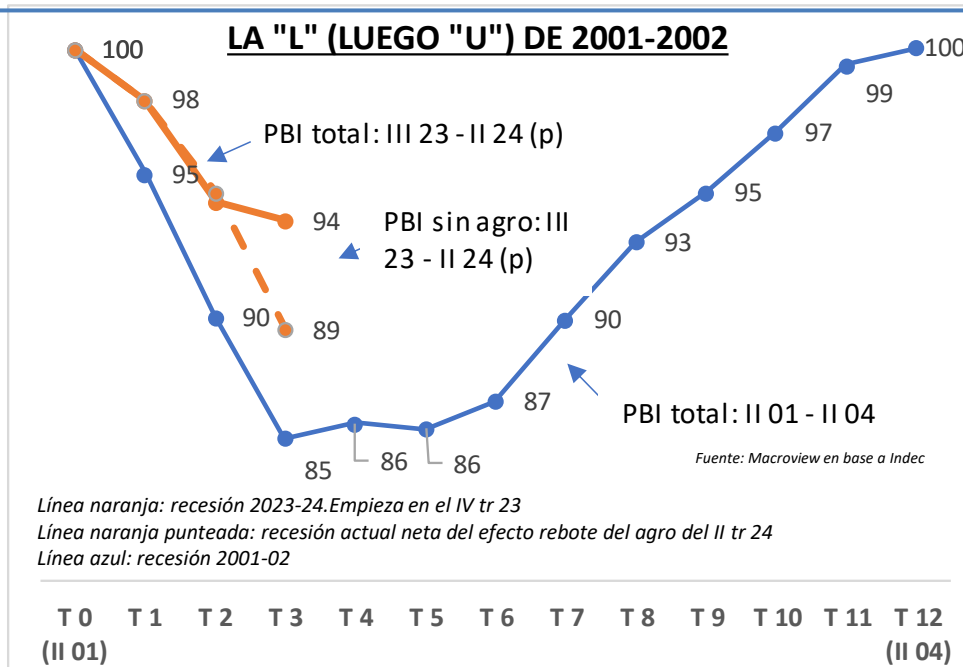


- CORTO PLAZO ¿2025?: rebotar.
- MEDIANO PLAZO ¿2026?: romper el estancamiento estructural y crecer.

# PISO Y REBOTE I: CASI A LA 2002 SALVO POR CAMPO Y VACA MUERTA

## Larga y honda: empezó como "L" y terminó en "U"

### PBI DESESTACIONALIZADO - TRIMESTRE PREVIO AL INICIO DE LA RECESIÓN = 100

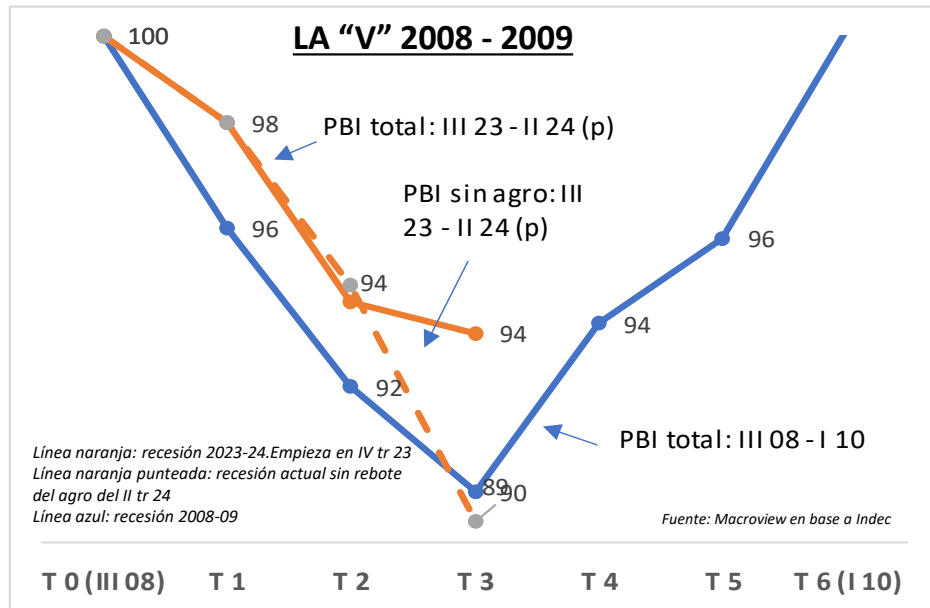


- La recesión 2001: shock macro local (corrida bancaria), licuación de stocks (corralito y pesificación), "hiper desempleo".
- Tuvo 3 trimestres de derrumbe (aunque venía de 11 de caídas continuas), 4 de parate (base de la "L") y demoró 6 trimestres hasta llegar al punto de partida.
- CLAVE: A la recesión actual (línea naranja) le faltaría un tercer trimestre de derrape para ser 2002.

# PISO Y REBOTE II: YA ES PEOR QUE 2009

## Honda pero corta: una típica “V” (con kirchnerismo)

PBI DESESTACIONALIZADO - TRIMESTRE PREVIO AL INICIO DE LA RECESIÓN = 100

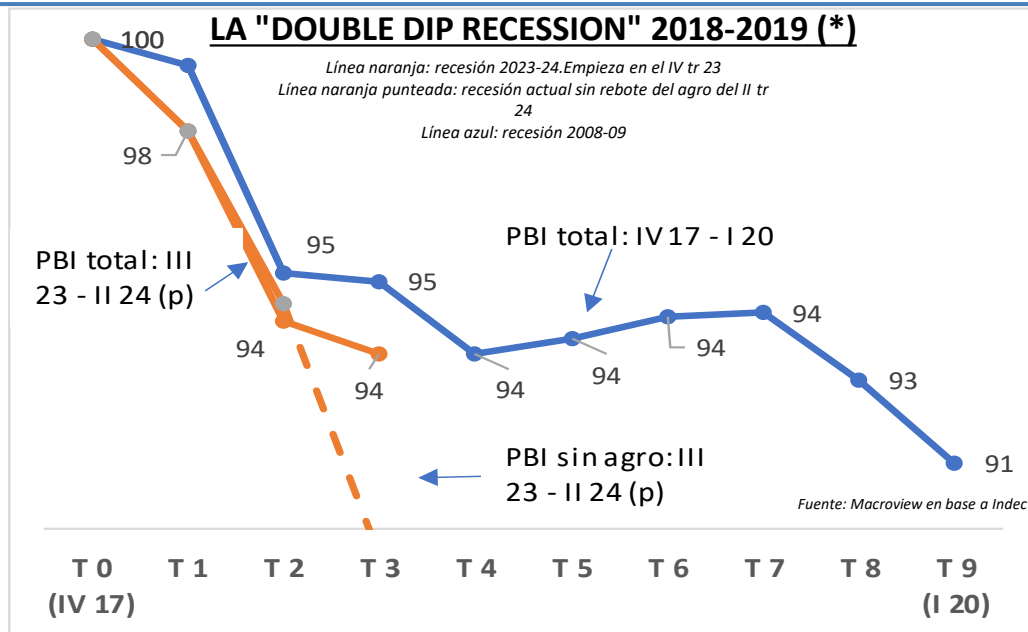


- La recesión 2008-09: shock externo (crisis financiera de EE.UU.) + sequía climática local.
- Disipados los shocks exógenos rebotó rápido para volver al punto de partida.
- Hubo “política activa” para ayudar al proceso (política fiscal “anticíclica”, estatización de AFJP, AUH, fondo de la soja).
- CLAVE: La recesión actual (línea naranja) ya es más profunda y no tiene los determinantes de aquel episodio, ni en la caída ni en el potencial rebote ni en el activismo.

# PISO Y REBOTE III: 2018-19

## Mucho menos profunda pero muy larga

PBI DESESTACIONALIZADO - TRIMESTRE PREVIO AL INICIO DE LA RECESIÓN = 100



- La “doble recesión” 2018-19: corrida financiera y crisis de sector con una “mini” sequía climática en 2008
- Hubo 4 trim. de derrumbe (venía de una recuperación débil en 2017) seguidos de 3 trimestres de rebote suave, para volver a caer 2 trimestres más. Estaba para rebotar por “remonetización”. Cambió el gobierno y vino la pandemia.
- CLAVE:** La recesión actual (línea naranja) tiene un arranque mucho peor. Y, como en aquel entonces, determinantes de rebote muy difusos. Falta todavía ver dónde para la actual caída

## RESUMEN DE LAS ÚLTIMAS RECESIONES

	HONDA	NO HONDA
CORTA	2009	2012 2014 2016
LARGA	2002	2018 - 2019

2024 ya está dentro del grupo de las recesiones hondas ¿Quedará entre las cortas o las largas?

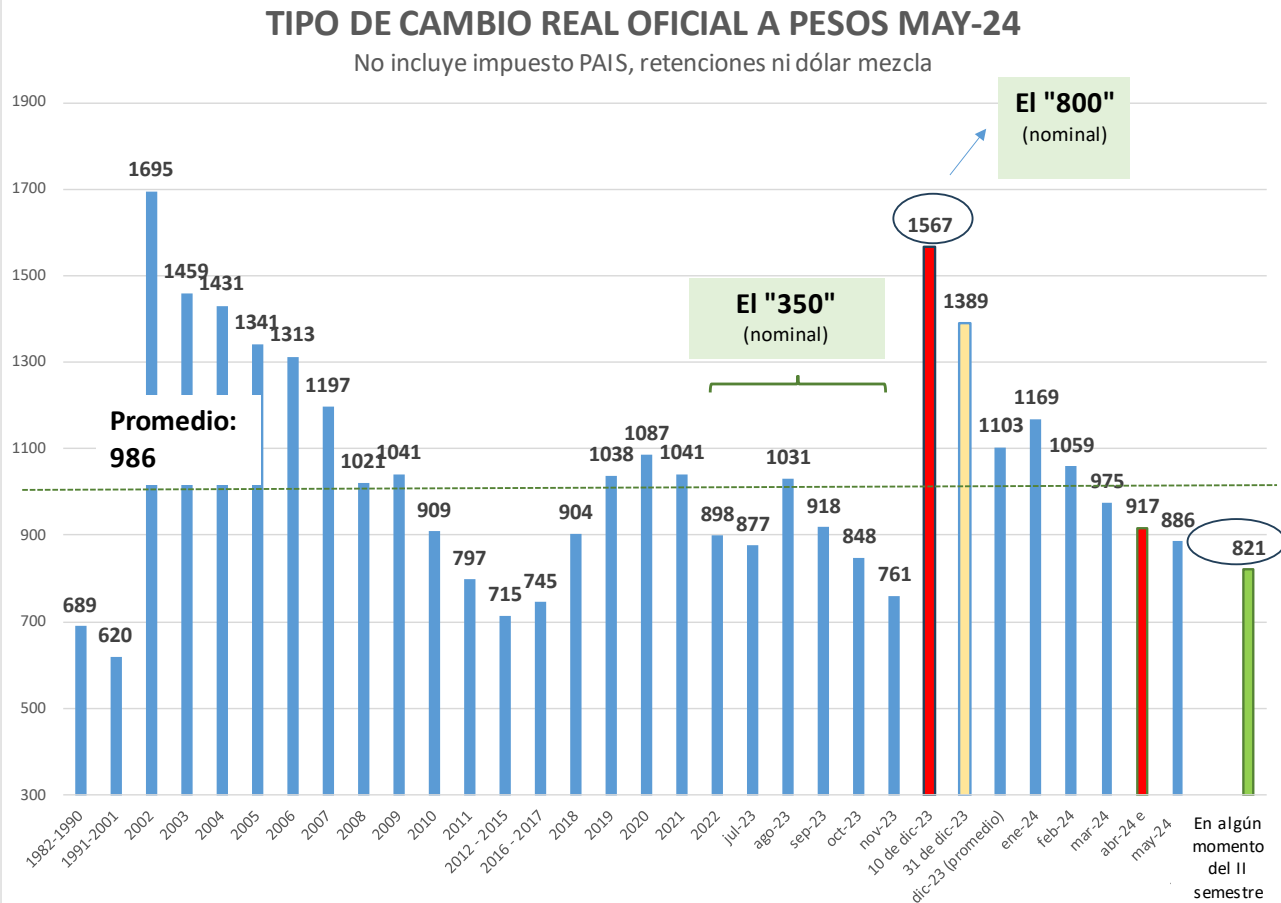


## SÍNTESIS DE RECESIÓN, PISO Y REBOTE

- **UNA RECESIÓN FUERTE: la caída del PBI en 2024 va a ser de las fuertes.** No va “a pasar desapercibida” como otras contracciones moderadas del pasado reciente (ejemplos: 2012, 2014, 2016, 2023). Por más que el agro y lo extractivo “ayuden”, **el gran resto de la economía derrapa más que en 2008-09 o 2018-19 y no muy distinto a 2002 (las fuertes).**
- **POR AHORA NO ES 2002 PERO TAMPOCO LE FALTA MUCHO:** la caída hasta acá es equiparable. Puede frenar un trimestre antes si el gobierno deja de secar y licuar. Dependerá de cuán rápido y fuerte baje la inflación en los próximos meses.
- **REBOTE VA A HABER, NO TAN CERCANO:** el rebote va a venir en algún momento. Pero va a ser muy difícil que la economía dibuje una “V” (a la 2009 - 2010). Aun si tocara piso pronto, el rebote se hará esperar. Primero seguramente pasará por un tiempo por una “L”.
- **¿ACTIVISMO O “PASIVIDAD”?:** este gobierno **no va a implementar políticas activas facilitadoras** de un rebote como sí hizo el kirchnerismo tanto en 2003 como en 2009 - 2010. Seguramente quedará esperando una recuperación endógena ¿cuánto tiempo podría llevar?

**Rebote es rebote. No es crecimiento. No es quebrar el estancamiento estructural de más de una década.**

### iii) LA TRAMPA DEL ATRASO CAMBIARIO OLOR A EMPEZAR A ESTAR EN EL LÍMITE HAY...

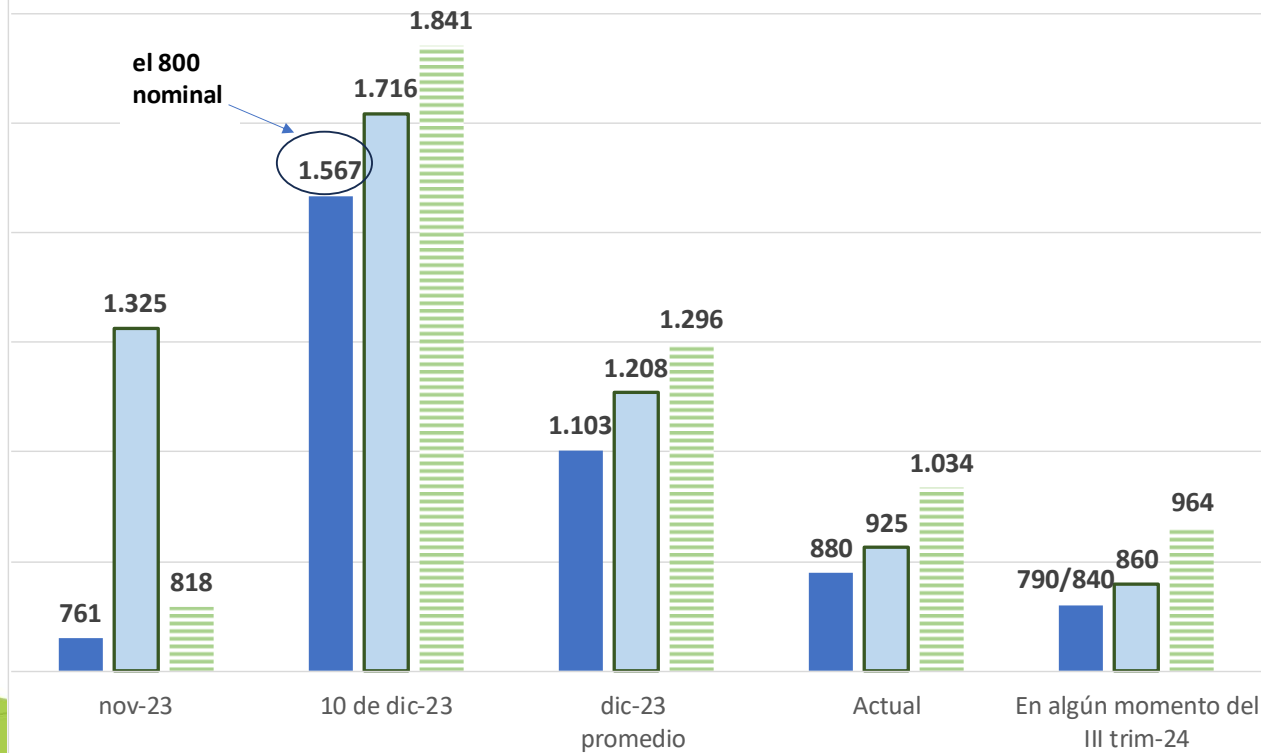


# “ATRASO” CAMBIARIO: SEGUIMIENTO DÓLAR POR DÓLAR (antes de ver el sector)

## TIPO DE CAMBIO REAL A PESOS DE MAY-24

Promedios mensuales

■ Dólar oficial ■ Dólar para exportar ■ Dólar para importar



## Tipo de cambio real bilateral Argentina / Brasil

Base TCN bilateral de Arg / Bras de abr-24 (promedios anuales, número índice)

Tipo de cambio real de Brasil desde 1980

A pesos de abr-24 - Promedios de período

Peso Brasil s/ expo

En % 2023

Totales	18
Industriales	36

Actual 5,25

Promedio 1980 a hoy 3,5

1980 - 1998 2,8

1999 - 2000 3,8

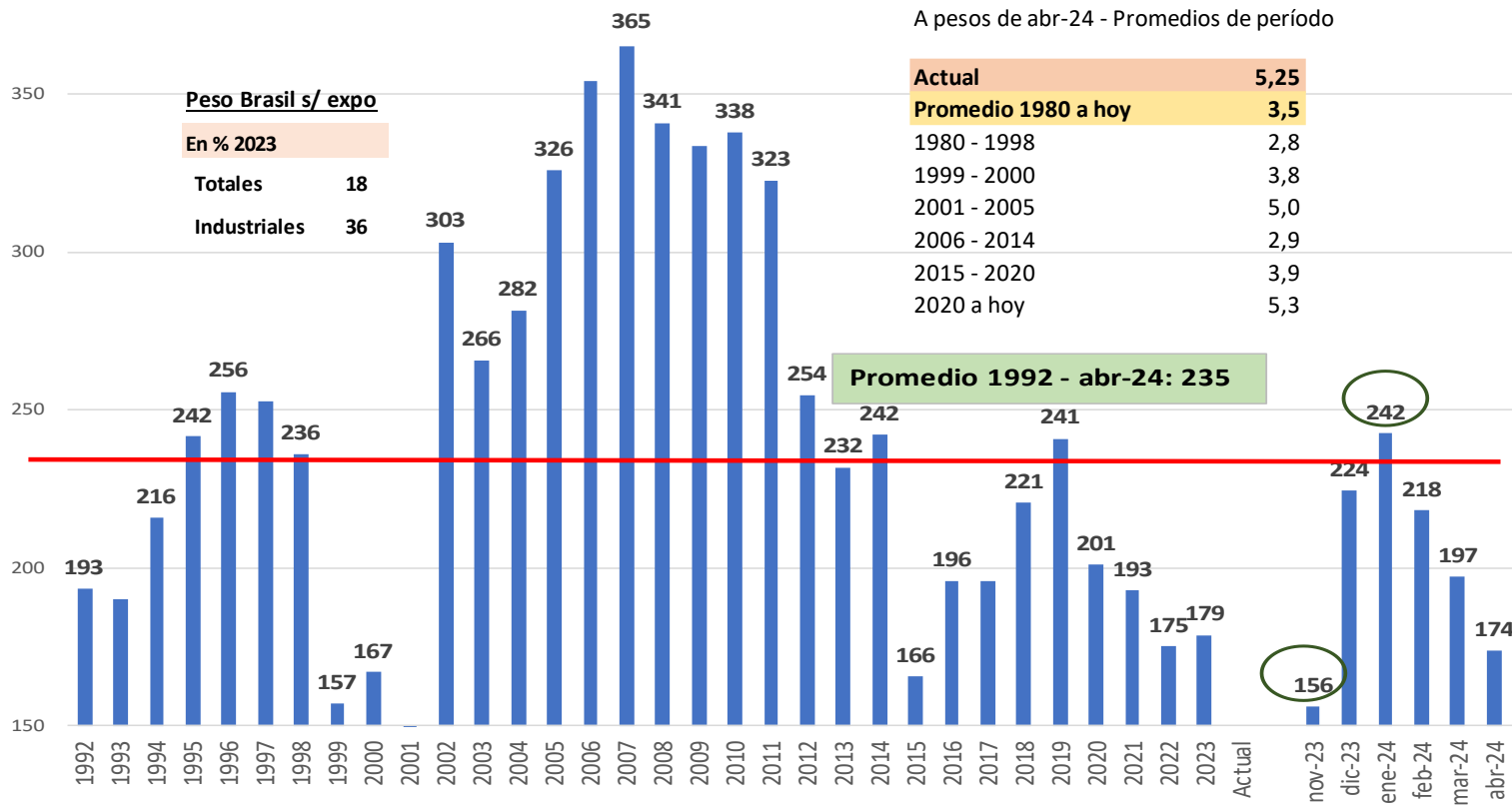
2001 - 2005 5,0

2006 - 2014 2,9

2015 - 2020 3,9

2020 a hoy 5,3

Promedio 1992 - abr-24: 235

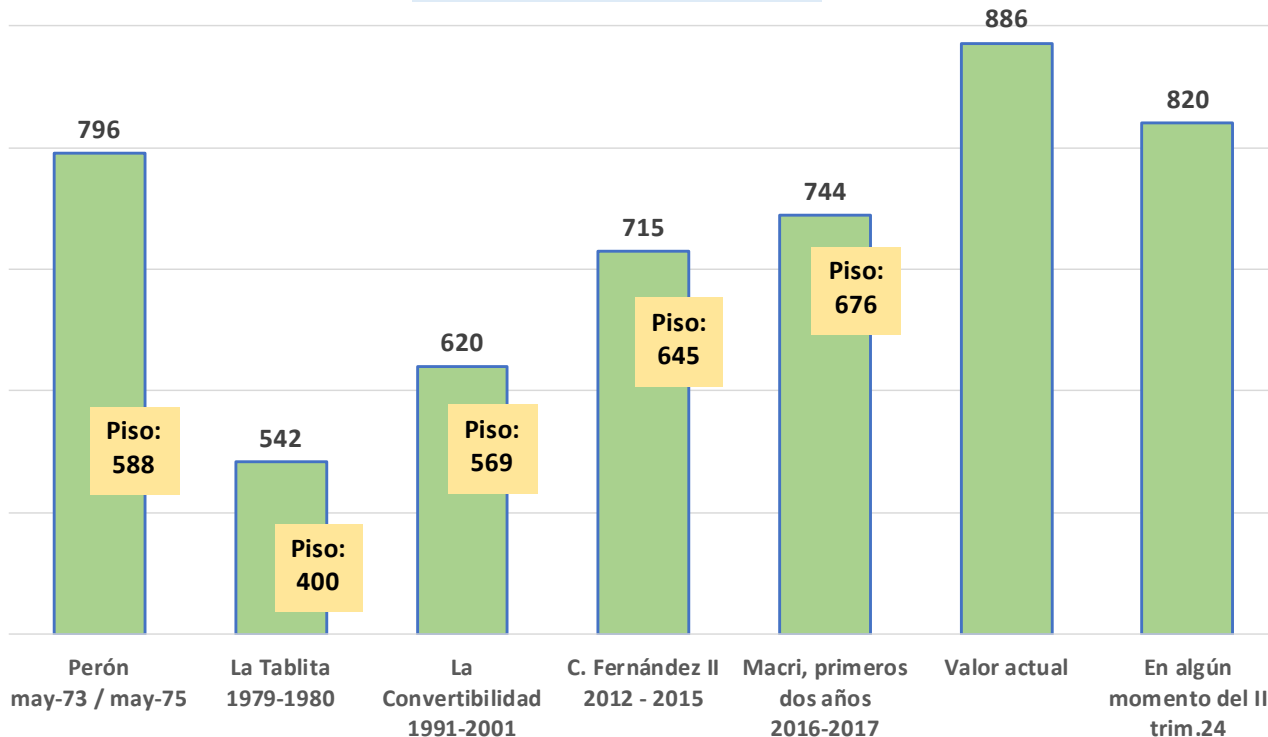


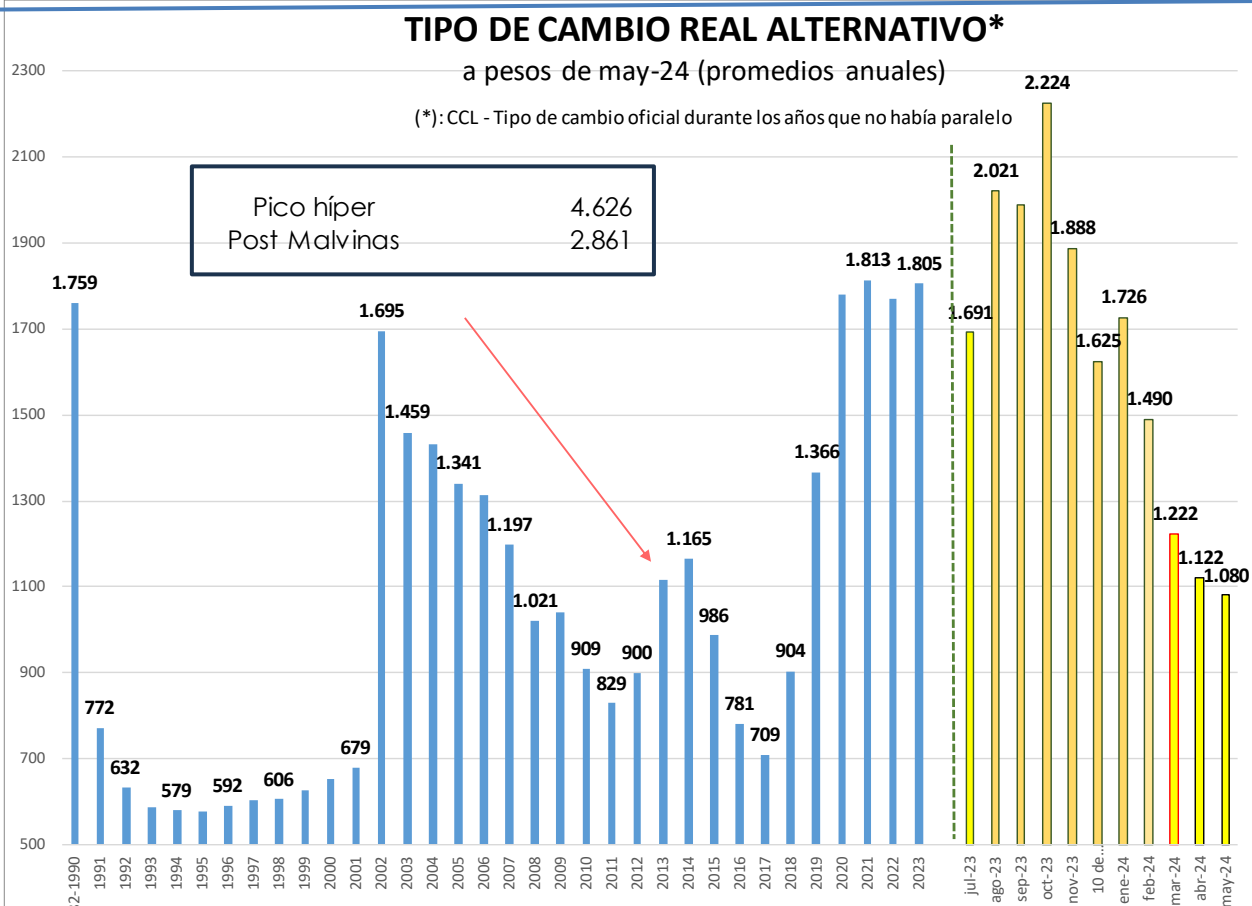
# EL DÓLAR HOY VERSUS LOS PERÍODOS DE MAYOR ATRASO CAMBIARIO

## RANKING DE ATRASOS CAMBIARIOS DE LOS ÚLTIMOS 50 AÑOS

TIPO DE CAMBIO REAL OFICIAL (a pesos de may-24)

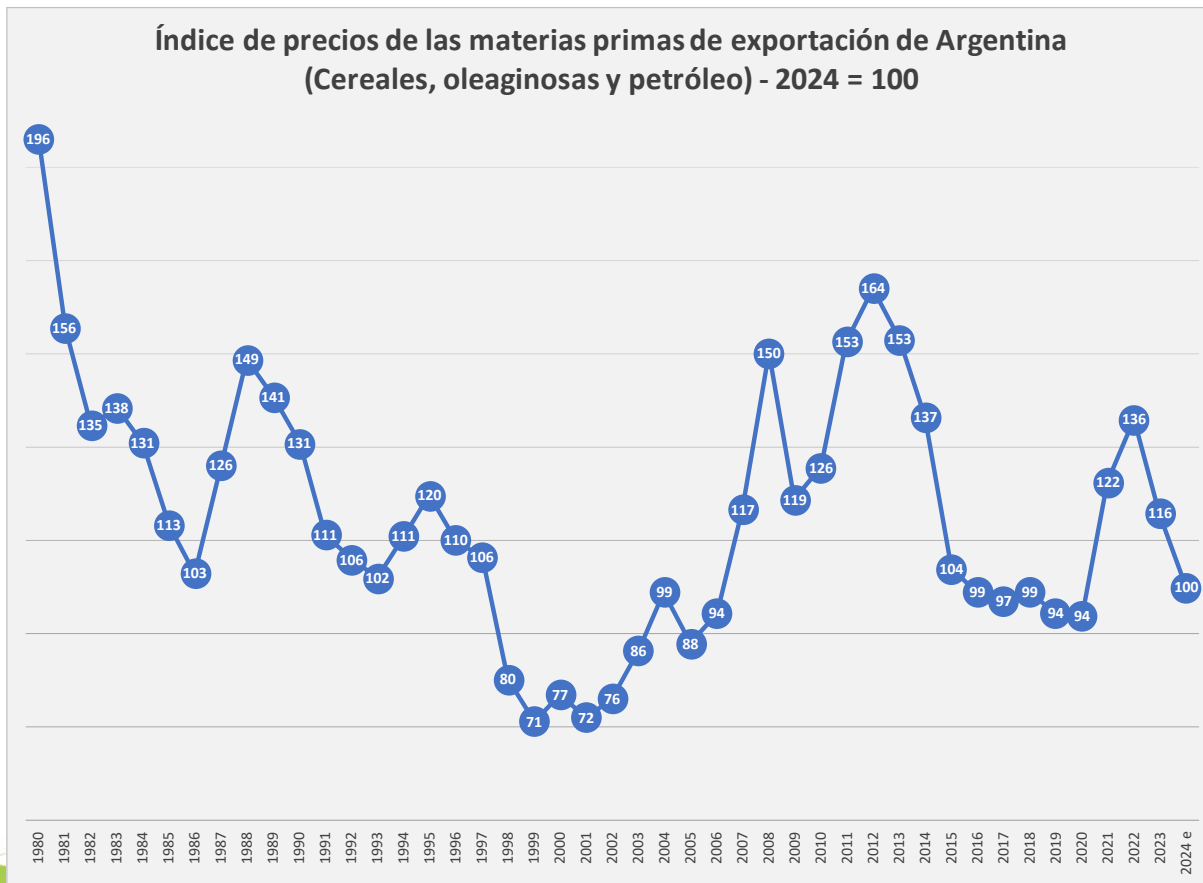
Promedio 1973 a hoy: 960





Brecha artificialmente baja en buena medida porque el 20% de las ventas de exportadores pasan por el CCL. Habrá que ver dónde se acomoda con un esquema más permanente

## ESCOLLO 1 PARA UN DÓLAR BAJO: PRECIOS INTERNACIONALES



# CON ESTE COMBO DÓLAR - RETENCIONES - PRECIOS ¿VENDE FLUIDO EL PRODUCTOR DE SOJA?

## TIPO DE CAMBIO REAL A PRECIOS DE MAY-24

Promedios de período

		TC real oficial	TC real de la soja	Retenciones a la soja	TCR de la soja neto de retenciones	Precio internacional FOB puertos argentinos US\$ / ton	Precio que recibe el productor* \$ por tonelada a pesos de may-24
Duhalde - Kirchner Tipo de cambio real súper alto con precios bajos	2002 - 2006	1.448	1.448	23,5%	1108	235	413.712
C. Fernández / M. Macri	2011 - 2017	585	585	30/35%	400	451	290.750
A. Fernández: precios altos							
Dólar Soja I	sep-22	867	1.118	33,0%	749	580	448.669
Dólar Soja II	dic-22	898	1.106		741	615	519.566
Dólar soja III	abr - may 23	859	1.141		764	546	403.641
Milei: Dólar blend y precios más bajos							
	ene-24	1.169	1.079	33,0%	723	440	391.981
	feb-24	1.059	1.061		711	441	334.731
	mar-24	975	987		661	425	288.850
	abr-24	917	968		649	430	267.120
	may-24	886	930		623	443	270.000

(\*): Cámara Arbitral de Cereales

Las inundaciones en Brasil presionan  
al alza las cotizaciones de la soja



# CON ESTE COMBO DÓLAR - RETENCIONES - PRECIOS ¿SIEMBRA FIRME EL PRODUCTOR DE TRIGO?

## TRIGO

Promedios de período

	TC real oficial a pesos de may-24 <small>Deflectado por IPC</small>	TC real del trigo a pesos de may-24* <small>Deflectado por costos de producción</small>	Retenciones al trigo <small>%</small>	TCR del trigo neto de retenciones <small>Deflectado por costos de producción</small>	Precio internacional FOB puertos argentinos <small>US\$ / ton</small>	Precio que recibe el productor en pesos constantes de may-24 <small>\$ / ton</small>
2014	771	957	23%	737	316	200.940
2015	666	951	23%	732	225	99.559
2016	781	1.117	0%	1.117	196	151.532
2017	709	1.066	0%	1.066	186	145.997
2018	904	1.093	4%	1.051	228	229.540
2019	1038	1.221	9%	1.112	228	240.688
2020	1087	1.279	12%	1.126	246	258.780
2021	1041	1.036	12%	912	285	270.421
2022	898	741	12%	652	405	306.291
2023	899	799	12%	703	328	258.591
oct-23	848	599	12%	527	303	234.969
nov-23	761	811		714	258	249.415
dic-23	1103	795		699	247	283.267
ene-24	1169	861		758	244	262.459
feb-24	1059	869		764	232	226.177
mar-24	975	876		771	221	197.179
abr-24	917	926		815	244	199.057
may-24	886	930		819	250	211.000

(\*): Tipo de cambio nominal deflectado por el costo de producción del trigo (excluyendo factor tierra) en un campo con un rinde de 30 QQ/Ha

Fuente: MacroView S.A. en base a BCRA, INDEC, Secretaría de Agricultura y Márgenes Agropecuarios (en el cálculo de los costos de producción)

## ESCOLLO 2 PARA UN DÓLAR BAJO: POCAS RESERVAS EN EL BCRA

### UNA FOTO DE LAS RESERVAS DEL BCRA AL 30 DE ABRIL DE 2024

US\$ M US\$ M

#### 1. Reservas Brutas 27.578

* En oro	4.613
* En DEGs	0
* En dólares	10.072
* En yuanes	12.893

#### 2. Pasivos en moneda extranjera 28.428

* Swap chino (yuanes)	17.893
* Depósitos de los bancos <sup>/1</sup> (dólares)	8.385
* SEDESA y otros (dólares)	2.000
* Swap BIS (dólares)	150

#### 3. Reservas Netas\*\* (1-2) -850

* En oro	4.613
* En DEGs	0
* En dólares	-463
* En yuanes	-5.000

(1): Efectivos mínimos de los bancos en el BCRA sobre un total de US\$ 19.200 de depósitos

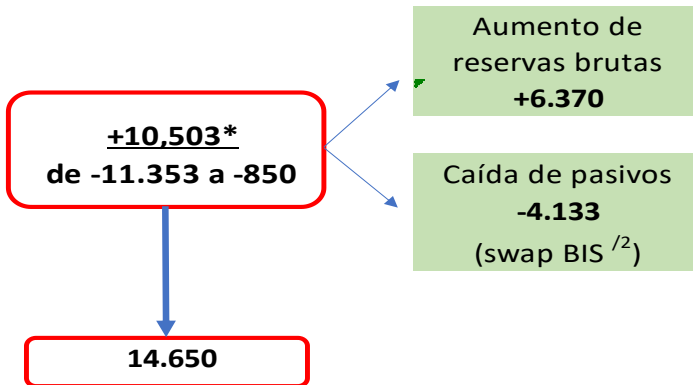
## EVOLUCIÓN DEL STOCK DE RESERVAS NETAS DEL BCRA: LA HERENCIA Y HOY

US\$ M	nov-23	10 de dic-23	31 de dic-23	mar-24	abr-24 e
TOTAL RESERVAS NETAS	10.381	-11.353	-8.649	-2.126	-850

### La suba de reservas desde que asumió Milei

Cifras en miles de millones de US\$

Mejora de las Reservas Netas<sup>/1</sup>  
desde el 10/12/23 al 30/04/2024 ( e )



### Factores de variación:

→ **Compras de dólares gobierno Milei al 30/4**

14.650

→ **Pagos netos de deuda en moneda extranjera**

-4.349

FMI neto (desembolsos superiores a pagos)

-755

Bonos

-1.561

Organismos Internacionales

-2.033

→ **Variación cotización oro y otros**

202

(1): Reservas brutas menos pasivos en dólares. No incluye como pasivo el BOPREAL, que si bien es un pasivo en dólares está vinculado a la base monetaria, no afectando por el momento a las reservas (sí lo hará a partir de julio 2024)

(2): La cancelación del swap con el BIS hace caer las reservas brutas pero no las netas, ya que se trata de la cancelación de un pasivo del BCRA y no del Tesoro.

# ESCOLLO 3 PARA UN DÓLAR BAJO: LA SUSTENTABILIDAD DEL MERCADO CAMBIARIO

US\$ M - Acumulado del período

	I semestre	II semestre	Acumulado 2024	
<b>MERCADO CAMBIARIO</b>				
<b>COMPRAS DEL BCRA</b>	15 / 16.000	1.000 / 2.000	16.000 / 17.000	Dependiendo del monto de préstamos financieros de bancos locales
<b>Saldo comercial cambiario</b>	17.000	3.000	20.000	
Exportaciones	32.000	31.000	63.000	
Importaciones CIF <sup>(1)</sup>	-15.000	-28.000	-43.000	US\$ 13.000 M de nueva deuda comercial por no pago de importaciones
	-28.000	-28.000	-56.000	
<b>Demanda minorista</b>	-1.200	-1.200	-2.400	
				Muy dependiente de la brecha
<b>Demanda mayorista</b>	0 / -800	0 / -800	0 / -1.600	
<b>VENTAS MEP DE EXPORTADOR</b>	8.000	¿ 7.000 ?	15.000	Venteo de dólares blend

(1): Incluyen pagos de fletes y seguros

# SABIENDO QUE ESTE AÑO TODAVÍA HAY QUE SEGUIR PAGANDO DEUDA EN DÓLARES

## Los vencimientos en dólares de 2024

En millones de US\$

<b>FMI (Pagos NETOS)</b>	<b>387</b>
Pagos de capital	4.559
Intereses	2.697
Menos: Desembolsos	6.869
<b>Organismos (NETO) <sup>/1</sup></b>	<b>5.792</b>
Pagos (capital + interés)*	5.850
Capital ene-abr:	3.722
Intereses 2.728	2.127
Menos: Desembolsos	58
<b>Bonistas</b>	<b>4.222</b>
Capital	1.243
Intereses	2.979
<b>BOPREAL</b>	<b>1.141</b>
Capital	1.000
Intereses	141
<b>TOTAL</b>	<b>11.543</b>
Capital	3.598
Interés	7.945

(\*): Incluye devolución préstamo puente de CAF por 960 M  
(usado para el pago al FMI de dic-23)

(1): Además vencen US\$ 5.000 M del swap con China

Fuente: MacroView S.A. en base a Ministerio de Economía

## Simulación de la evolución de las reservas netas en 2024

Sin ingresos de préstamos ni desembolsos

de Organismos Internacionales

US\$ M

**Reservas netas al 31/12/23 -8.649**

Variación de las reservas +4.500 / 5.500

Pagos netos de deuda -11.543

Compras de dólares del BCRA +16.000 / 17.000

**Reservas netas al 31/12/24 -3.149 / -4.149**

## SÍNTESIS DE BAJAR LA INFLACIÓN 2024

- La prioridad 2024 es bajar fuerte y rápido la tasa de inflación.
- El programa desinflacionario actual es un **apretón fiscal - monetario fuertemente recesivo**. La inflación baja y también baja fuerte la actividad.
- La **licuación de los pesos de la economía (sequía monetaria)** es el instrumento desinflacionario por excelencia del “Plan oficial”.
- **¿Será este el Plan antiinflacionario definitivo?** ¿O es solo un esquema transitorio o preparatorio para lanzar más adelante otro tipo de Plan de estabilización diferente?
- Esta forma de bajar la inflación **puede hacer caer a la política económica en tres trampas: 1) la trampa de la paz de los cementerios; 2) la trampa del atraso cambiario; 3) la trampa de los precios atrasados**. Las tres **pueden conducir a una desinflación incompleta y/o costosa y/o no duradera**.
- La **inflación bajó respecto al fogonazo del verano y seguirá bajando más** ¿Estará hacia fines de año en un dígito mensual bajo? Puede ser ¿Pero a qué costos? ¿Será sostenible?

## B) FUTURO (2025 - ...)

### a) ¿SE LIBERA EL DÓLAR ¿CUÁNDO? ¿ESTE AÑO? ¿EL QUE VIENE? AGENDA PARA SALIR (ORDENADAMENTE) DEL CEPO (¿DE TODO EL CEPO?)

#### DIEZ PRE - REQUISITOS

#### SITUACIÓN ACTUAL

- 1) Tener equilibrado el **fisco**
- 2) Haber **bajado la inflación** a un dígito mensual bajo
- 3) Tener la **tasa de interés** en moneda local en valores no negativos
- 4) Haber bajado el **spread de los bonos** soberanos a valores compatibles con el acceso a los mercados de deuda
- 5) Evitar el **atraso cambiario** del dólar oficial
- 6) Brecha baja sin ayuda del blend
- 7) Liberar los **pagos de importación** nuevas
- 8) Eliminar las **regulaciones cruzadas** en el acceso al MEP / CCL
- 9) Recomponer las **reservas** del BCRA y tener “cerrada” la caja en dólares (FMI, organismos, China, bonistas)
- 10) Reducir el **impuesto PAÍS** para importar.

SÍ, PERO...

FALTA

NO

A MITAD DE  
CAMINO

LUZ AMARILLA

NO

TODAVÍA NO

POR EMPEZAR

MEJORA PERO  
FALTA

NO

## EL VALOR DEL DÓLAR DE CORTO PLAZO: ¿BAJO?

- **ESCENARIO ACTUAL.** Aun con la inflación en baja, devaluando sólo 2% mensual en unos meses se iría a un “dólar incómodo”.
- **RAZONES DE LA INCOMODIDAD DE UN TIPO DE CAMBIO “BAJO”:** al **superávit fiscal** le falta consolidarse; las **reservas netas** recién están en cero, la **brecha** está artificialmente baja; los **precios internacionales** no son tan buenos; quedan este año **pagos gordos** en dólares por realizar y en 2025 y 2026 vence mucho más; el **real brasileño** está débil.
- **UMBRAL DE DÓLAR BAJO.** Un tipo de cambio real de **700 / 750** pesos de hoy (C. Fernández 2015 y Macri 2017) fue el preanuncio de presión cambiaria e inestabilidad macro. **Fue así en aquella macro en estanflación, una con cepo y la otra no, fiscal y monetariamente desbalanceada.**
- **LA CONVERTIBILIDAD.** Esta otra macro estable, desregulada, capitalizada y en crecimiento, estuvo diez años con un tipo de cambio real promedio de **600 pesos** de hoy.
- **¿Está la macro actual (5 meses de Milei) para funcionar con un dólar “bajo”?** Mientras la salida de capitales esté en descenso, el BCRA compre reservas y haya superávit comercial, no es un problema inmediato. **Pero la mecánica y la lógica de “la tablita” no escrita de hoy genera dudas.**



## EL VALOR DEL DÓLAR DE LARGO PLAZO: ¿BAJO?

- **Definir un tipo de cambio real de equilibrio, cuán atrasado está, etc., es una tarea compleja.** Depende de innumerables variables y factores. Es una medición cambiante en el tiempo.
- **Cuatro variables claves:** i) productividad, ii) términos de intercambio, iii) nivel del gasto público, iv) movimiento de capitales.
- A **mayor** productividad, **mejores** términos de intercambio, **menor** gasto público y **mayor** entrada de capitales, **menor** es el tipo de cambio real necesario que necesitaría la economía a largo plazo.
- **Con un programa económico exitoso**, aumentaría con el tiempo la productividad, ingresarían capitales y el fisco se haría más solvente. Estos factores presionarían a la baja el tipo de cambio real de equilibrio.
- **Los términos de intercambio son una variable exógena.** En inestabilidad es una variable clave. En estabilidad, con el gasto público más bajo, mayor productividad y mayor ingreso de capitales, un impacto negativo (y con el tiempo la constitución de fondos anticíclicos) **repercutiría menos gravemente.**

**¿Argentina tendrá a largo plazo un tipo de cambio bajo? ¿Con algún control preventivo de capitales? ¿Con algún límite al atesoramiento (a la 2003 - 2010)? ¿Cómo se acomodaría el agro en un escenario así?**

## b) ¿SE RETORNA AL MERCADO DE CAPITALLES? ¿2025? UNA NECESIDAD POR LOS VENCIMIENTOS DE DEUDA EN DÓLARES

En millones de US\$

	2024	2025	2026	2027
	TOTAL ANUAL			
<b>FMI (Pagos NETOS)</b>	<b>387</b>	<b>2.555</b>	<b>3.652</b>	<b>7.051</b>
Pagos de capital	4.559	0	1.108	4.660
Intereses	2.697	2.555	2.543	2.390
Menos: Desembolsos	6.869	0	0	0
<b>Organismos (NETO) + China</b>	<b>10.792</b>	<b>4.868</b>	<b>4.572</b>	<b>4.436</b>
Pagos (capital + interés)*	5.850	4.868	4.572	4.436
Capital	3.722	2.926	2.801	2.829
Intereses	2.127	1.943	1.771	1.607
Menos: Desembolsos	58			
Swap China	5.000			
<b>Bonistas</b>	<b>4.222</b>	<b>9.186</b>	<b>9.137</b>	<b>9.973</b>
Capital	1.243	6.044	6.044	6.930
Intereses	2.979	3.143	3.093	3.043
<b>BOPREAL</b>	<b>1.141</b>	<b>1.643</b>	<b>988</b>	<b>5.250</b>
Capital	1.000	1.361	722	5.000
Intereses	141	282	266	250
<b>TOTAL</b>	<b>16.543</b>	<b>16.610</b>	<b>17.360</b>	<b>21.460</b>
Capital	8.598	10.330	10.675	19.419
Interés	7.945	7.923	7.674	7.291

ene-abr:  
2.728

**2025-...:**  
**Nuevo acuerdo FMI.**  
**Nuevos programas**  
**con los organismos.**  
**¿¿Bonistas??**  
**¿¿Superávit**  
**comercial??**  
**¿¿Retorno a los**  
**mercados??**

(\*): Incluye devolución préstamo puente de CAF por 960 M (usado para el pago al FMI de dic-23)

Fuente: MacroView S.A. en base a Ministerio de Economía

**CAJA EN DÓLARES: LE PONE PISO ALTO AL DÓLAR, "OBLIGA" A SUPERÁVIT COMERCIAL Y A VOLVER A LOS MERCADOS EN ¿2025?**

# ¿SE VUELVE AL RADAR DE LOS FLUJOS INTERNACIONALES DE CAPITALS?

## COSTO DEL FINANCIAMIENTO EMERGENTE

	(A)	(B)	(C)		
	Tasa Bonos Tesoro EEUU % (*)	Spread Latam puntos básicos (*)	Tasa Latam TIR % (*)	Spread Argentina puntos básicos	Tasa Argentina TIR %
Último período con ingreso de capitales a la Argentina (2016-17)	2.5	190	4.4	450	7
HOY (Abr 2024)	4.5	200	6.5	1250	17

(\*) Promedio bonos del Tesoro a 2, 7 y 10 años

(\*\*) Promedio spread EMBI Brasil, México, Colombia, Perú, Chile, Paraguay, Uruguay. Tasa Latam es igual a spread más tasa EEUU

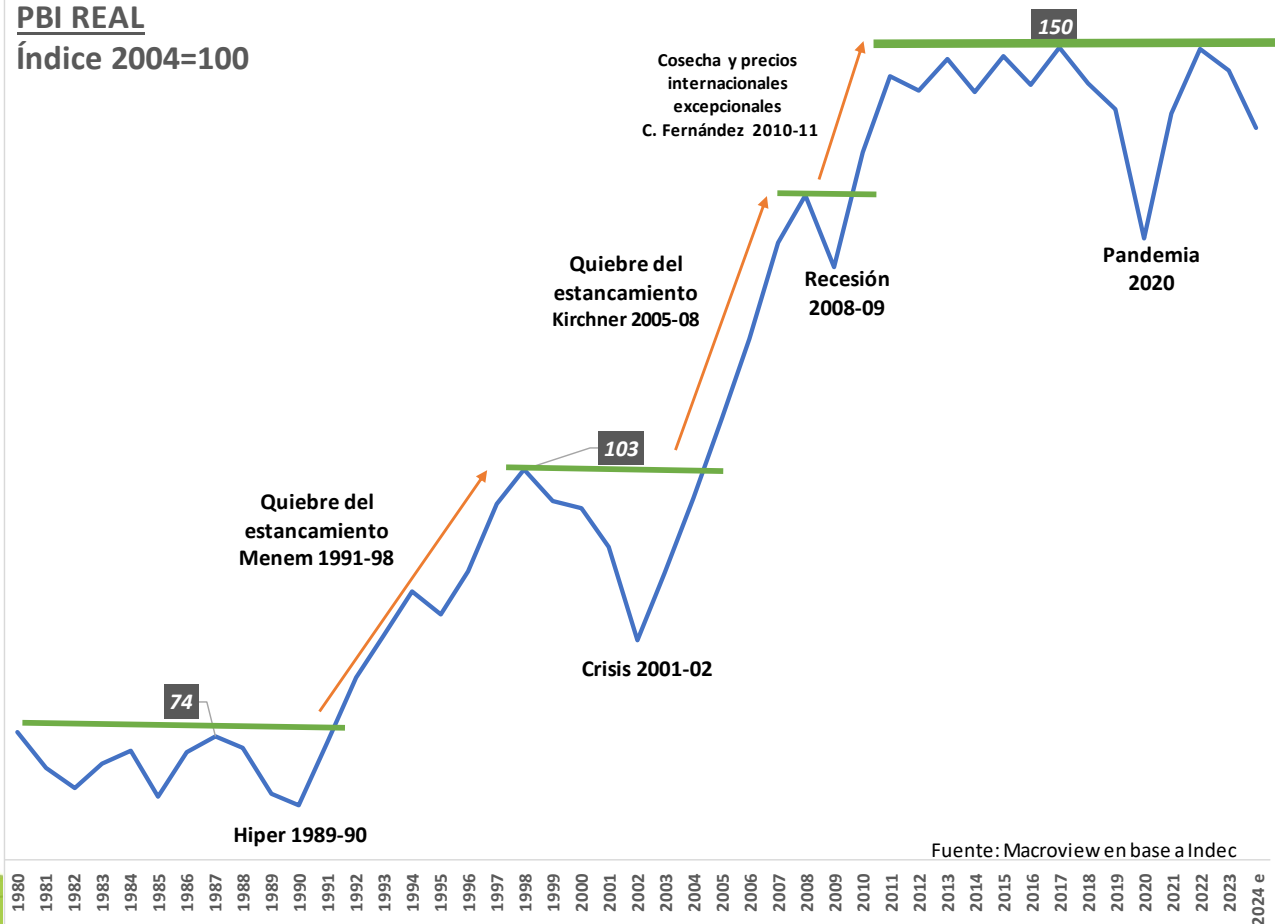
Fuente: Macroview en base a bloomberg y Bancos Centrales

- A diferencia del breve período donde Argentina entró en radar de los flujos de capitales internacionales (2016-17) **hoy la tasa libre de riesgo en el mundo "juega". Es alta y torna aún más selectivos a los inversores.**
- **No obstante, Latam tiene “flujos garantizados”.** Entran los grandes (México, Brasil, Chile), los medianas (Colombia, Chile, Perú) y los chicas (Paraguay, Uruguay, Costa Rica, Panamá, etc).
- **Se evalúa: solvencia** (reservas), **estabilidad** (Banco Central con metas serias), **consistencia** (sostenibilidad fiscal, libre entrada y salida de capitales) **y gobernabilidad** (respeto a las reglas y contratos).
- **En Argentina, a pesar de la suba del 100% de los bonos, sigue sin haber acceso** a los mercados. La deuda soberana rinde más de 15% y eso tiene que **ser como mínimo de un dígito para entrar a la liga emergente.** Y para lo cual hay que cumplir las condiciones.

## c) ¿SE QUIEBRA EL ESTANCAMIENTO ESTRUCTURAL? ¿2026?

### PBI REAL

Índice 2004=100



Fuente: Macroview en base a Indec

# CÓMO SE SALE DEL ESTANCAMIENTO ESTRUCTURAL

<u>Referencias clave:</u>		PBI	=	Consumo privado	+	Consumo público	+	Inversión	+	Expo	-	Impo
	➡ <i>Peso en PBI (%)</i>	100		70 / 72		'12 / 13		'16 / 21		'21 / 23		21 / 26
▶ <b>Promedio 10 años</b> (2013 - 2023)		➡ <i>Var % anual</i>	0.3%	0.6%		1.5%		1.0%		-0.5%		1.7%
▶ <b>Promedio años de crecimiento</b> (2013, 2015, 2017)		➡ <i>Var % anual</i>	2.7%	3.8%		5.0%		6.4%		-1.2%		8.1%
▶ <b>Promedio recesiones fuertes</b> (2009, 2018, 2019)		➡ <i>Var % anual</i>	-3.5%	-4.6%		-0.9%		-14.8%		0.4%		-13.9%
↳ <b>2023</b>	➡ <i>Var % anual</i>	-1.6%	1.1%	1.2%		-1.9%		-7.0%		2.2%		
↳ <b>2024 proyectado</b>	➡ <i>Var % anual</i>	-4.0%	-8%	-10%		-25%		15%		-25%		

Fuente: Macroview en base a Indec

- **Consumo privado:** debajo de otras recesiones fuertes. No muy distinto a 2002
- **Consumo público:** restringido por el ajuste fiscal.
- **Inversión:** en un bache; sin obra pública y con la privada aún sin reanimarse
- **Exportación:** ayuda pero no alcanza
- **Importación:** alineada a la recesión

## SALIDA VÍA CONSUMO: REQUIERE RECUPERAR UN SALARIO REAL MUY DECAÍDO (COYUNTURAL Y ESTRUCTURALMENTE)

<i>\$ x mes a precios de abril 24</i>	<b>Formal</b> (6,5 M personas)	<b>Informal</b> (8 M personas)	<b>Público</b> (3,5 M personas)
2001	1,200,000	1,000,000	1,800,000
2002	970,000	700,000	1,300,000
Promedio 2006-2017	1,400,000	1,099,952	1,400,000
2019	1,200,000	850,000	1,100,000
nov 23	1,150,000	650,000	1,050,000
dic 23	1,000,000	550,000	900,000
ene 24	1,000,000	510,000	850,000
feb 24	980,000	470,000	830,000
mar 24	1,000,000	470,000	820,000
abr 24 - e	990,000	450,000	780,000
<b>Caída estructural</b>	<b>-18</b>	<b>-41</b>	<b>-25</b>
Nov 2023 vs. Prom 2006-17			
<b>Caída coyuntural (adicional)</b>	<b>-14</b>	<b>-31</b>	<b>-26</b>
abr 24 / nov 23			

Fuente: Macroview en base a Indec y Ministerio de Trabajo

- **Formales (poco más de 1 / 3 del empleo): pujando contra la inflación; en el nivel de 2002**
- **Informales y públicos (2/ 3): perdiendo por goleada; 40 a 50% abajo de 2002**
- **Será una salida seguramente lenta**

## SALIDA VÍA INVERSIÓN: SI SE DA, NO SERÁ RÁPIDO

- Hubo **dos oleadas de inversiones fuertes** en la Argentina de las últimas décadas: una en los 90 con **Menem** y la otra en los 2000 con **N. Kirchner**. En ambas, la inversión superó varios años seguidos los **20 puntos** anuales del PBI
- **La oleada de los 90**. Tuvo como basamento el **modelo de confianza**: reglas de juego estables, estabilidad macro y tributaria, dólar bajo, riesgo - país bajo, acceso al crédito. Primero un alto nivel de inversión en servicios (ligado a privatizaciones). Después, fue derramando al resto. Mucho **“fierro hundido”** a largo plazo.
- **La oleada de los 2000**. Tuvo como basamento el **modelo de reinversión de rentabilidad**: dólar alto, tasas de interés bajas, políticas macro expansivas, reinversión, elevada liquidez, mucho consumo. Primero alto nivel de inversión en sectores consumo - internistas. Después, fue derramando a otros sectores. Inversiones más de negocios de corto plazo.
- **¿Puede darse una tercera oleada con la administración Milei?** Debería ser **al estilo del modelo de confianza**. **Recrear aquel escenario pro - inversión llevará tiempo**. La “lluvia de inversiones” de Macri falló. No hay hoy privatizaciones de peso que den el puntapié inicial ¿Será el RIGI el iniciador? ¿Serán las actividades extractivas (minería, energía)? ¿El agro?

# SALIDA VÍA EXPORTACIÓN: MOTOR POCO CONFIABLE NUNCA FUE LLAVE DE UNA RECUPERACIÓN

## Exportaciones: últimos años

US\$ M	2011	2022	2023	2024 (e)
<b>Total</b>	<b>83.000</b>	<b>88.400</b>	<b>66.800</b>	<b>78.000</b>
Agroindustria	33.700	44.100	25.900	33.000
Alimentos	14.400	12.500	11.900	13.000
Industria	23.800	20.600	18.500	19.000
Autos	10.200	8.700	9.000	8.000
Resto	13.600	11.900	9.500	11.000
Energía y minería	11.100	11.200	10.500	13.000

## QUIÉN EMPUJA

**Agroindustria:** al vaivén del clima y los precios (2022 ¿techo?)

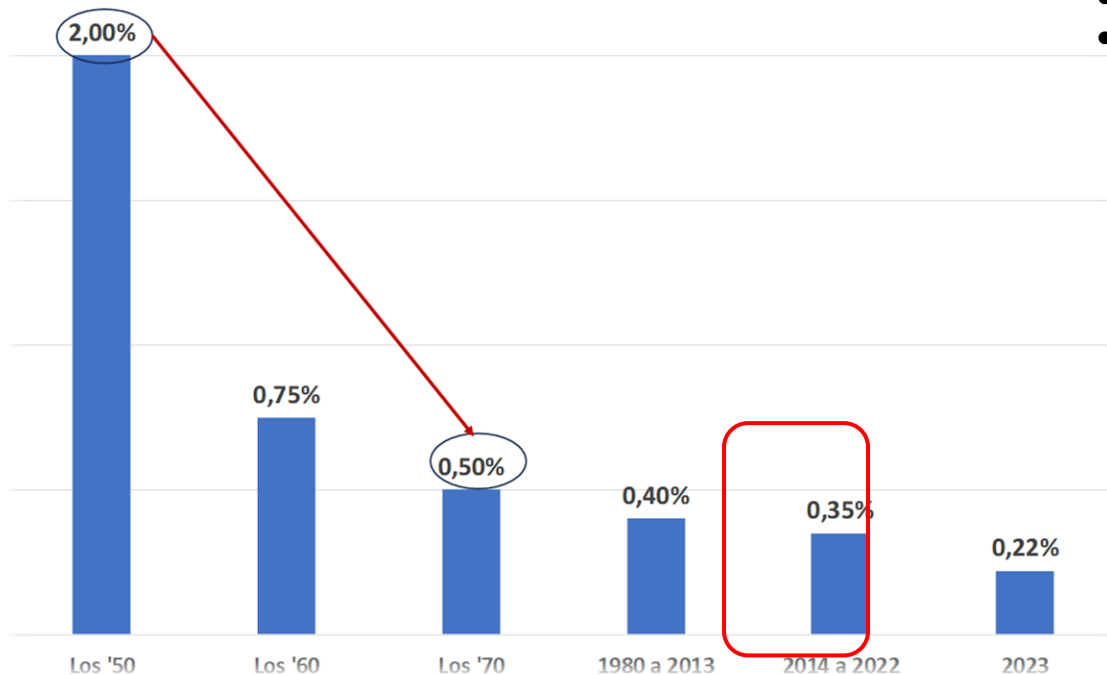
**Alimentos:** estancados

**Industria:** en caída

**Energía y minería:** empuja, de a poco



## Participación de las exportaciones argentinas en el comercio mundial



### Exportaciones 2023

- Con la participación actual de 0,22% **66.800**
- Cuánto serían con las participaciones pasadas

→ Con 0,35%	105.000
→ Con 0,4%	120.000
→ Con 0,5%	150.000
→ Con 0,75%	227.000
→ Con 2,0%	600.000

## Participación de Argentina en las importaciones brasileñas (%)

1991	1995	2003	2007	2011	2015	2021	2023
7,1	13,5	9,4	8,6	7,6	5,8	5,4	4,5

Fuente: Indec y BCRA

# SALIDA VÍA CRÉDITO: ¿REMONETIZACIÓN? ¿EN PESOS? ¿EN DÓLARES?

## Stock en % del PBI

	PRÉSTAMOS		DEPÓSITOS	
	En pesos	En dólares	En pesos	En dólares
C. Fernández II	11,0	0,6	17,5	1,5
Macri	10,2	3,1	14,5	6,5
A. Fernández	5,5	0,6	15,5	2,5

En los '90 el **crédito bimonetario** llegó a **23,5%** del PBI

## El crecimiento de los argendólares en la era Milei

### Sistema financiero en dólares

US\$ M	nov-23	abr-24	
<b>Depósitos</b>	<b>16.500</b>	<b>19.200</b>	<b>+2.700</b>
S. Público	2.400	1.900	
S. Privado	14.100	17.300	
<b>Encajes</b>	<b>14.100</b>	<b>13.800</b>	<b>-300</b>
Efectivo en bancos	4.600	5.000	
En el BCRA	9.500	8.800	
<b>Préstamos a. S. Privado</b>	<b>3.600</b>	<b>6.000</b>	<b>+2.400</b>

## d) ¿SE BAJAN IMPUESTOS? ¿RETENCIONES?

### Retenciones e impuesto PAÍS: vitales para 2024 ¿y también 2025?

\$ MM	2023 ANUAL	Objetivo oficial ANUAL	2024 Estimación ANUAL	I trim Realizado	9 meses Estimación
<b>a) Ingresos</b>	<b>32.320</b>	<b>+ 2.2 % PBI 113.000</b>	<b>106.100</b>	<b>17.805</b>	<b>88.100</b>
% PBI	17,1	19,3	17,1		
Impuesto PAIS/PBI	0,8	1,6	1,2		\$ 16.100 MM
Retenciones/PBI	0,8	1,3	1,4		
<b>b) Gasto primario</b>	<b>37.485</b>	<b>- 2.9% PBI 99.700</b>	<b>99.700</b>	<b>13.936</b>	<b>85.700</b>
% PBI	19,8	16,9	16,1		
<b>Resultado primario</b>	<b>-5.165</b>	<b>13.300</b>	<b>6.400</b>	<b>3.868</b>	<b>2.400</b>
% PBI	-2,7	2,5	1,0		
Intereses de deuda*	6.184	5% PBI 13.300	10.000		
<b>Resultado financiero</b>	<b>-11.349</b>	<b>0</b>	<b>-3.600</b>		
% PBI	-5,2	0,0	-0,7		

(\*) Excluyen pagos de única vez en diciembre 2023 por 1,1% del PBI

### SUPUESTOS MUY IMPORTANTES PARA LA ESTIMACIÓN 2024

- ➡ **Nueva fórmula jubilatoria:** las jubilaciones caen 10% real (-0,6% del PBI)
- ➡ **Subsidios:** con aumentos ulteriores, caen un tercio en términos reales
- ➡ **Provincias:** con ley aprobada, vuelven las transferencias discrecionales pero con caída real del 30% anual
- ➡ **Ingresos:** suben por Combustibles, Ganancias, moratoria y algo de blanqueo. El Impuesto PAIS sigue hasta diciembre de 2024

Fuente: Macroview S.A. en base a Ministerio de Economía

**FISCO 2025:**  
¿Qué sustituirá la licuación? ¿Y al  
impuesto PAÍS que vence?

**CLAVES:**  
fórmula previsional, reforma del  
Estado, reparto a provincias más  
suba de tarifas ¿obra pública?

**MUY DIFÍCIL:**  
espacio para bajar impuestos

# EL ACTUAL MAPA DE RETENCIONES

## Trigo: un actor que viene debajo de otros pero...

### Retenciones a la exportación

	Alícuota promedio	Exportaciones	Recaudación 2024	
	%	US\$ M	US\$ M	\$ MM
Tipo de cambio implícito: 950				
Complejo soja	31 / 33*	21.000	6.500	6.000
Trigo	12	2.000	250	200
Maíz	12	5.600	650	600
Resto de granos	7	5.400	350	300
Industria y alimentos	3 / 4	31.000	900	900
Combustibles, minería	6 / 8	13.000	900	700
<b>TOTAL RECAUDACIÓN</b>		<b>78.000</b>	<b>9.550</b>	<b>8.700</b>

(\*): Alícuota biodiesel 31% - 2022 grano y subproductos 33%. 2023 grano 33% y subproductos 31%

(\*\*): Productos regionales CERO a partir de sep -23

**BAJAR O ELIMINAR IMPUESTOS (EJEMPLO, RETENCIONES):**

**2024: IMPOSIBLE**

**2025: PROBABILIDAD BAJA**

**2026: POSIBLE, SÓLO CON CRECIMIENTO ECONÓMICO Y ÉXITO**

# VISIÓN ESTRUCTURAL DEL DESAFÍO FISCAL DE ARGENTINA

## Un montón de tarea por hacer

Promedios anuales en % del PBI	1993 2002	2003 2008	2009 2014	2015 2017	2018 2019	2020	2023	2024e
				PICO DE GASTO	LICUACIÓN	PANDEMIA	LICUACIÓN	MÁS LICUACIÓN
<b>Ingresos de la Nación</b>	<b>13,7</b>	<b>16,8</b>	<b>19,5</b>	<b>19,6</b>	<b>17,9</b>	<b>17,8</b>	<b>17,1</b>	<b>17,1</b>
<b>Gasto primario</b>	<b>13,0</b>	<b>14,0</b>	<b>20,9</b>	<b>23,5</b>	<b>19,4</b>	<b>24,2</b>	<b>19,8</b>	<b>16,1</b>
Jubilados	5,9	5,0	7,3	9,2	8,7	9,6	6,8	6,1
Subsidios	0,0	0,7	3,0	3,0	1,7	2,6	2,1	1,5
Asignaciones y planes	1,9	2,3	2,1	2,5	2,6	5,5	3,9	3,4
Sueldos	2,4	2,1	2,9	3,2	2,6	2,6	2,7	2,1
Gasto de capital	0,7	1,6	2,7	2,3	1,4	1,0	1,6	1,2
Resto	2,1	2,4	2,9	3,3	2,4	3,0	2,6	1,8
<b>Resultado primario</b>	<b>0,7</b>	<b>2,8</b>	<b>-1,3</b>	<b>-3,9</b>	<b>-1,5</b>	<b>-6,4</b>	<b>-2,7</b>	<b>1,0</b>
<b>Gasto primario de las provincias</b>	<b>11,4</b>	<b>11,9</b>	<b>14,0</b>	<b>15,7</b>	<b>14,6</b>	<b>15,5</b>	<b>16,0</b>	<b>15,0</b>
<b>Gasto consolidado</b>	<b>24,4</b>	<b>25,9</b>	<b>34,9</b>	<b>39,2</b>	<b>34,1</b>	<b>39,7</b>	<b>35,8</b>	<b>31,1</b>

2,6  
PAÍS y  
reten-  
ciones

(NACIÓN + PROVINCIAS)

**INGRESOS: CLAVADOS EN 17 PUNTOS HACE 7 AÑOS**

**GASTO: 3 PUNTOS ARRIBA DE LOS 90 DESPUÉS DE LA MEGA - LICUACIÓN 2023 Y 2024**

**JUBILADOS, SUELDOS Y OBRA PÚBLICA: VOLVIENDO A LOS 90 MEGA - LICUADOS**

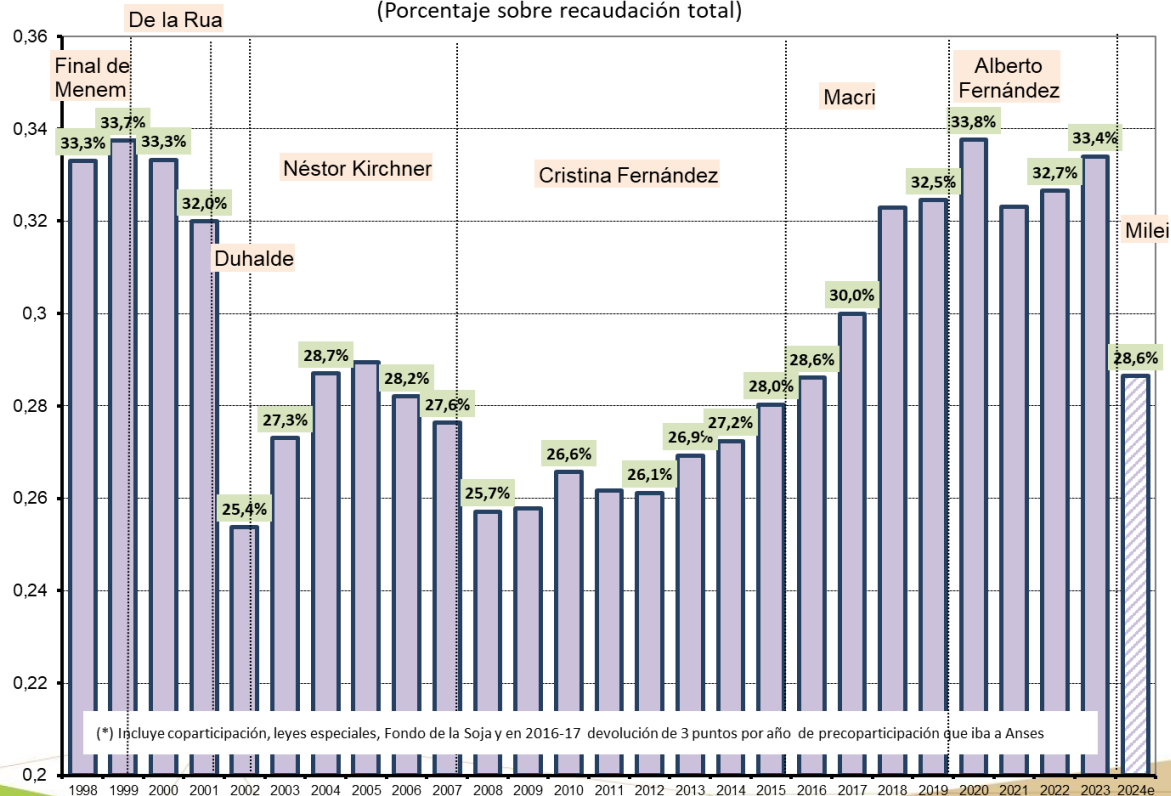
**PLANES SOCIALES: CASI DUPLICADOS**

**SUBSIDIOS: QUEDA 1,5 PUNTOS**

# CLAVE ESTRUCTURAL: EL REPARTO DE FONDOS ENTRE LA NACIÓN Y LAS PROVINCIAS

## Transferencias automáticas a Provincias como % de la recaudación

(Porcentaje sobre recaudación total)



Fuente: MacroView S.A. en base a Ministerio de Hacienda

## e) ¿HAY REFORMAS ECONÓMICAS “EN SERIO”? ¿2026?

- Un **programa económico completo** consta de tres patas: i) un **plan de estabilización macro**; ii) una **reforma del sector público**; iii) una **reorganización del sector privado**.
- Las **reformas del Presidente MENEM** cobraron **real envergadura después** que se lanzó con éxito el Plan de Convertibilidad.
  - **Antes** del Plan, se aprobó la **Reforma del Estado** (Ley 23.696) y la **Emergencia Económica** (Ley 23.697) y vino el **Decreto** de austeridad fiscal de caja de Erman.
  - **Después** del Plan, vino el **Decreto desregulador 2284 / 91** (31 de octubre de 1991).
- Las **reformas del Presidente MILEI** no van a ser la Ley Bases (si sale) ni el DNU (si sobrevive). Ambas son apenas una **señal positiva**. No son reformas que van al hueso. Falta mucho en materia laboral, tributaria, fiscal, desregulatoria, comercial, etc.)
- Si el gobierno se va afirmando a fuerza de resultados (baja de inflación y reactivación) y convalidara su proyecto político en la elección de medio término, **ahí podría avanzar en serio con las reformas (¿2026?)**. Muy difícil antes.

## f) CÓMO SE RECONSTRUYE LA POLÍTICA: 2025 / 2027 / 2031

- Hoy, el principal activo del oficialismo es que desde el 10 de diciembre de 2023 **toda la oposición está desmembrada y sin liderazgos** de peso.
- **PRIMER MOJÓN ES POLÍTICO - ECONÓMICO:** que el gobierno **baje la inflación** rápido y duraderamente. Y que la economía **se recupere** en un plazo razonable. O sea, consolidar el proyecto político del oficialismo **de cara a la elección de medio término (2025) a fuerza de resultados.**
- **SEGUNDO MOJÓN ES ELECTORAL:** el resultado de la legislativa de **octubre 2025.** Estará en juego si el oficialismo gana y se instala la opción de reelección, o no gana o pierde y queda “pato rengo”.
- **TERCER MOJÓN ES EL MAPA OPOSITOR:** cómo se da la reorganización camino a octubre 2025, ganadores y perdedores de la contienda de medio término ¿Aparecerán nuevos liderazgos? ¿Resurgirán los mismos de siempre? **¿Habrá algún sector opositor con chance de dar pelea en la presidencial 2027?** La reconstitución e institucionalización del país es a partir del ¿resurgimiento de partidos, de “personas”, de continuidad o cambio “ideológico”?
- **CUARTO MOJÓN: ¿cuatro u ocho años de Milei Presidente?** Si fueran cuatro, habrá sido porque su proyecto fracasó: en ese caso, ¿habrá espacio para que vuelva “algún proyecto del pasado” o se habrá reconstruido el escenario político? Si son ocho, habrá sido porque Milei fue exitoso. ¿Sería en este caso la posibilidad de “otra Argentina”?



## C) CONCLUSIONES: PRESENTE Y FUTURO

### → PRESENTE (2024): GOBERNABILIDAD Y BAJAR LA INFLACIÓN

- **GOBERNABILIDAD:** un gobierno con déficit de gobernabilidad. Posiblemente **lo arrastre al menos hasta la elección de medio término**. El después de octubre 2025 dependerá del resultado electoral.
- **INFLACIÓN:** va a bajar. A costa de recesión y con riesgo de atraso cambiario ¿Baja suficiente?: **test de 2024** ¿Baja transitoria o sostenible?: **test de 2025**.

### → FUTURO (2025 -...): POLÍTICA, CRECIMIENTO, SOLVENCIA FISCAL Y REFORMAS

- **POLÍTICA:** ¿qué sigue después de Milei 2024 - 2027? Dependerá de los resultados económicos ¿Reelige Milei? ¿Surgen nuevos liderazgos? ¿Es peronismo o es otros partidos?
- **CRECIMIENTO Y COMPETITIVIDAD:** difícil que motorice el consumo. Raro que empuje la exportación ¿Crédito, inversión, ingreso de capitales? ¿Tipo de cambio bajo o alto? **Test de ¿2026?**
- **SOLVENCIA FISCAL:** difícil que bajen impuestos hasta **¿2026?** Para pagar la deuda, se requerirá superávit fiscal y comercial y volver a los mercados en **¿2025?**. Otro acuerdo con FMI y desembolsos de organismos.
- **REFORMAS:** el verdadero test reformista quedará **para después de la elección de medio término**. Clave y corazón de mejora de competitividad.



**¡Gracias!**  
**MacroView S.A.**