

**ESEADE**



Informe Semanal  
Económico

Año 2 – N°42

22/08/2024

# Informe Semanal Económico



**Por Iván Cachanosky**

Director Dpto. de Economía y Cs. Sociales ESEADE



## Septiembre: ¿Devaluación compensada o inflación (muy) baja?

Luego de la aprobación de la Ley Bases y del Paquete Fiscal, que restableció el impuesto a las ganancias, el gobierno prometió bajar los 10 p.p. que aumentó en diciembre. La primera pregunta que aparece es si el gobierno va a cumplir o no esa promesa. Es esperable que suceda la reducción del impuesto por el hecho de que el gobierno quiere que el mercado le crea. No cumplir con esta promesa atentaría contra la credibilidad que tanto cuesta construir. La segunda pregunta es cuándo. Sabemos que sería en septiembre, pero no es lo mismo el 1° que el 30 del mes. La tercer pregunta es si el gobierno va a “compensar” la baja del tributo con una devaluación del tipo de cambio oficial.

En este informe se propone hacer un análisis de tres impactos que generaría la reducción del impuesto, suponiendo que se reduce el 1° de septiembre con y sin compensación con devaluación: Fiscal, cambiario / reservas e inflación.

## Superávit primario, pero déficit financiero en julio

En esta sección, se analiza el resultado fiscal de julio, primer mes en donde el gobierno mostró un rojo en el resultado financiero (incluyendo intereses).

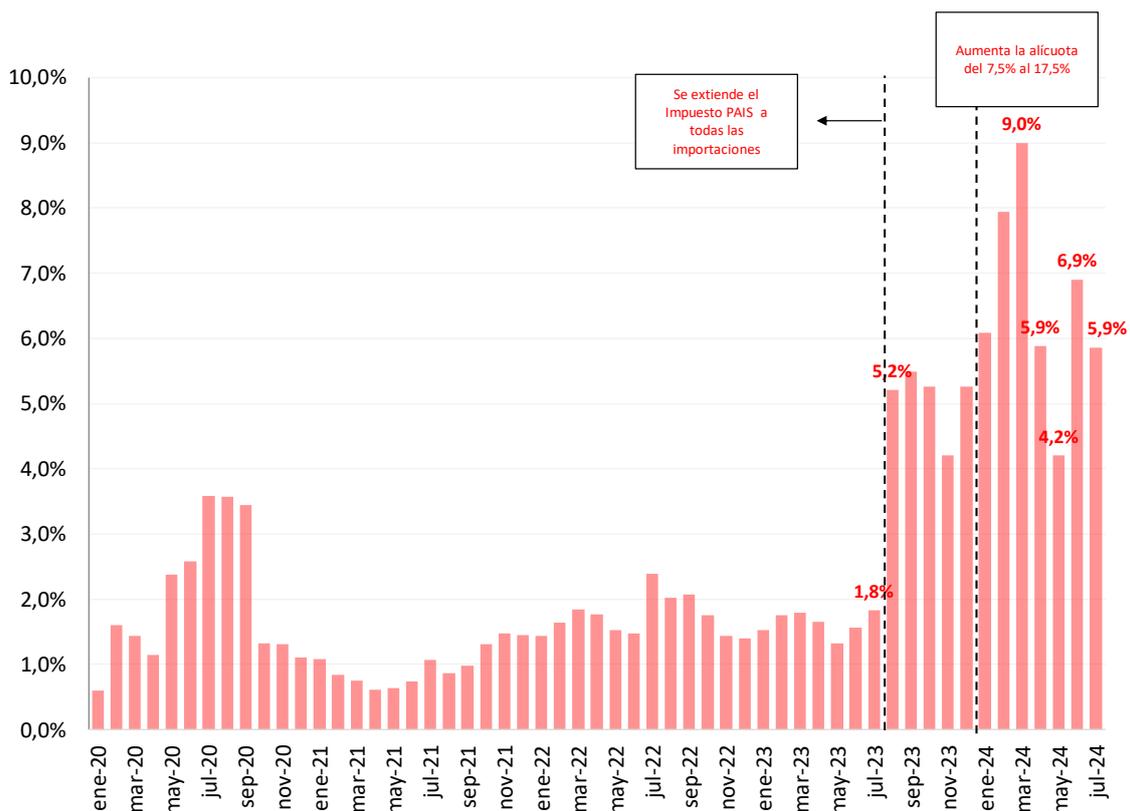
## Septiembre: ¿Devaluación compensada o inflación (muy) baja?

El Impuesto PAIS actualmente se cobra a todas las importaciones, tanto de bienes como de servicios, así como los pagos en moneda extranjera que puede llegar a hacer un argentino que viaja al exterior. Sin embargo, esto no siempre fue así. Antes de julio del 2023, las importaciones estaban exentas de este impuesto, pero Sergio Massa, Ministro de Economía de ese entonces, buscó una forma de subir el tipo de cambio sin devaluar y gravó a las importaciones con una alícuota de 7,5%. A esto se lo denominó como “devaluación fiscal”. A la hora de asumir el nuevo gobierno de Javier Milei, la alícuota aumentó 10 p.p. a 17,5% para buscar fortalecer los ingresos fiscales en un contexto de alto déficit fiscal, recesión económica y con la reciente eliminación de la cuarta categoría del impuesto a las ganancias.

El hecho de aumentar la base imponible (incluyendo a las importaciones) y subir la alícuota (del 7,5% al 17,5%) hizo que el porcentaje de la recaudación total que se hace vía Impuesto PAIS crezca en gran medida, representando en el acumulado del año hasta julio el 6,3% de la recaudación total.

### GRÁFICO I: RECAUDACIÓN DEL IMPUESTO PAIS

En % de la recaudación total – Ene-20 – Jul-24



Fuente: elaboración propia en base a Ministerio de Economía

Luego de la aprobación de la Ley Bases y del Paquete Fiscal, que restableció el impuesto a las ganancias, el gobierno prometió bajar los 10 p.p. que aumentó en diciembre. La primera pregunta que aparece es si el gobierno va a cumplir o no esa promesa. Es

esperable que suceda la reducción del impuesto por el hecho de que el gobierno quiere que el mercado le crea. No cumplir con esta promesa atentaría contra la credibilidad que tanto cuesta construir. La segunda pregunta es cuándo. Sabemos que sería en septiembre, pero no es lo mismo el 1° que el 30 del mes. La tercer pregunta es si el gobierno va a “compensar” la baja del tributo con una devaluación del tipo de cambio oficial.

En este informe se propone hacer un análisis de tres impactos que generaría la reducción del impuesto, suponiendo que se reduce el 1° de septiembre con y sin compensación con devaluación: Fiscal, cambiario / reservas e inflación.

### Impacto Fiscal

La reducción de 10 p.p. de la alícuota del impuesto PAIS tendría un efecto del 0,34% del PBI en la recaudación tributaria. El gobierno naturalmente esto lo sabe, pero dice que puede cubrir el agujero fiscal con la recaudación adicional del impuesto a las ganancias, blanqueo, moratoria, etc. En caso de que se atrase la eliminación al 30 de septiembre, el costo fiscal se reduciría a 0,25% del PBI aproximadamente. Hay que destacar que una devaluación del 10% no compensaría la recaudación del impuesto PAIS (para mantener la recaudación constante del impuesto habría que devaluar un 133%), aunque si aumentaría la recaudación por derechos de exportación, importación y tasa estadística. En este sentido, no se ven incentivos claros en compensar la recaudación pérdida del impuesto PAIS con una devaluación del 10%.

### CUADRO I: IMPACTO FISCAL DE LA BAJA DE 10 P.P. EN EL IMPUESTO PAIS

| Mes    | Importaciones | Recaudación con 17,5% | Recaudación con 7,5% | Diferencia en pesos | TC oficial   | En % del PBI  | Recaudación en % del PBI hasta junio |
|--------|---------------|-----------------------|----------------------|---------------------|--------------|---------------|--------------------------------------|
|        | I             | II=I*17,5%*V          | III=I*7,5%*V         | IV=III-II           | V            | VI            | VII                                  |
| ene-24 | 4.613         | 660.666               | -                    | -                   | 818,4        |               | 0,11%                                |
| feb-24 | 4.121         | 602.185               | -                    | -                   | 834,9        |               | 0,10%                                |
| mar-24 | 4.335         | 645.031               | -                    | -                   | 850,2        |               | 0,11%                                |
| abr-24 | 4.708         | 715.754               | -                    | -                   | 868,8        |               | 0,12%                                |
| may-24 | 5.012         | 777.885               | -                    | -                   | 886,9        |               | 0,13%                                |
| jun-24 | 4.679         | 739.968               | -                    | -                   | 903,7        |               | 0,13%                                |
| jul-24 | 5.223         | 843.148               | -                    | -                   | 922,5        |               |                                      |
| ago-24 | 5.274         | 868.173               | -                    | -                   | 940,7        |               |                                      |
| sep-24 | 5.131         | 861.571               | 369.245              | -492.326            | 959,5        | -0,1%         |                                      |
| oct-24 | 5.131         | 878.810               | 376.633              | -502.177            | 978,7        | -0,1%         |                                      |
| nov-24 | 5.056         | 883.232               | 378.528              | -504.704            | 998,3        | -0,1%         |                                      |
| dic-24 | 4.752         | 846.807               | 362.917              | -483.890            | 1.018,3      | -0,1%         |                                      |
|        |               |                       |                      |                     | <b>Total</b> | <b>-0,34%</b> |                                      |

0,7%

Fuente: elaboración propia en base INDEC, BCRA y estimaciones propias

### Impacto Cambiario / Reservas

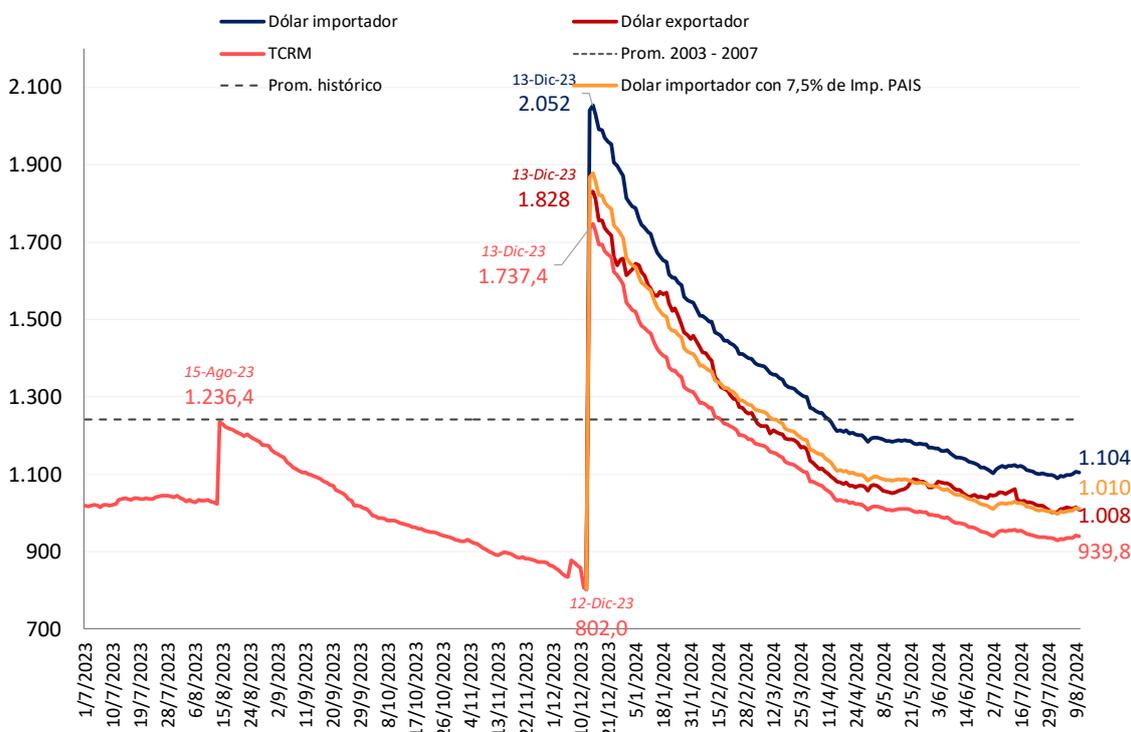
Otro impacto que tendría la baja en el impuesto PAIS sería en el abaratamiento de los bienes importados. El TCR importador se ubicaría en un nivel similar al TCR exportador que resulta del dólar *blend* (80% dólar oficial y 20% en CCL). En este sentido, las importaciones se abaratarían un 8,5%. Dado que la elasticidad de las importaciones al tipo de cambio real está en torno a 1, esto implicaría un aumento de las importaciones entre septiembre y diciembre de US\$ 1.700 millones. A esto se suma el efecto de las dos cuotas de las importaciones. Si el gobierno compensa la medida con una

devaluación del 10%, no habría impacto en la demanda de dólares, aunque sí aumentarían las exportaciones, si es que no cambia el *blend*.

Otro efecto que podría producir es que aquellos importadores que antes importaban al CCL, que según una presentación del BCRA se estima en US\$ 9.000 millones en el primer semestre, ahora lo hagan a través del MULC. Esto genera dos efectos: menos demanda en el CCL y más demanda en el oficial. Así, el gobierno podría aprovechar a bajar o eliminar el dólar *blend* para migrar la oferta de dólares del CCL al oficial, acompañando a la demanda y reduciendo la cantidad de tipos de dólares en la economía. El efecto negativo sería un menor tipo de cambio exportador que desalentaría a las exportaciones.

### GRÁFICO II: TIPO DE CAMBIO REAL MULTILATERAL

A pesos del 12 de agosto – Último dato 12 de agosto del 2024



Fuente: elaboración propia en base INDEC, BCRA y estimaciones propias

#### Impacto inflacionario

En cuanto a la inflación, la reducción del impuesto PAIS impactaría en la inflación mayorista en 0,62 puntos porcentuales directo ya que la ponderación de los productos importados en el total del índice es de 7,29%. La ponderación en el IPC no está claro, pero podemos suponer que sería un poco menor el efecto. Esta es la razón por la que Caputo apuesta a que la inflación arranque con un "1" en septiembre y sería un golpe contra la mesa en lo que respecta a la lucha contra la inflación, principalmente desde lo discursivo ya que sabemos que se daría por un efecto de única vez. Si el gobierno compensa la baja del impuesto con una devaluación, no habría cambios en la inflación.

## CUADRO II: PONDERACIÓN DEL ÍNDICE DE PRECIOS MAYORISTAS

| Ponderación en el IPIM                       |              |
|--|--------------|
| <b>Nivel General</b>                         | <b>100</b>   |
| <b>Productos Nacionales</b>                  | <b>92,71</b> |
| Productos primarios                          | 19,36        |
| <i>Productos agropecuarios</i>               | 13,55        |
| <i>Productos pesqueros</i>                   | 0,68         |
| <i>Productos de minas y canteras</i>         | 5,13         |
| Productos manufacturados y energía eléctrica | 73,35        |
| <i>Productos manufacturados</i>              | 71,49        |
| <i>Energía eléctrica</i>                     | 1,86         |
| <b>Productos importados</b>                  | <b>7,29</b>  |

Fuente: elaboración propia en base a INDEC

### Conclusiones

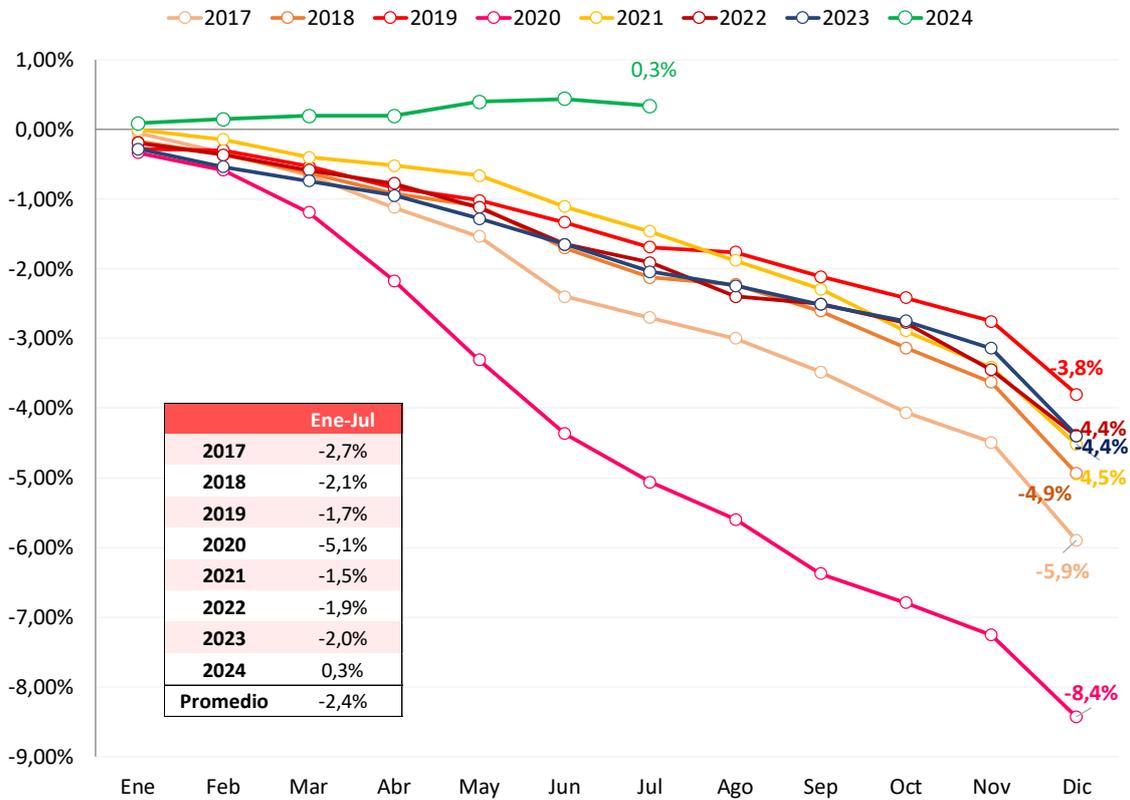
El inicio de la eliminación del impuesto PAIS para las importaciones de bienes (en servicios y turismo se mantendría en 17,5%) es una buena medida que va en dirección a la eventual salida del cepo y unificación cambiaria. Sin embargo, el gobierno podría aprovechar la oportunidad para que el tipo de cambio oficial recupere parte de la competitividad perdida en estos meses con una devaluación del 10% del tipo de cambio. Si bien el efecto inflacionario positivo se eliminaría, también se elimina el efecto negativo en las reservas, variable que el mercado está monitoreando diariamente para ver la capacidad de pago de la deuda en dólares. A pesar de este argumento, creemos que el gobierno optará por no compensar la baja del impuesto para acelerar el sendero de desinflación. En cuanto a las reservas, la apuesta del gobierno podría estar en un blanqueo con números mejores a los esperados y/o dólares de algún OO.II. (ex. FMI) que hoy no está en el radar.

### Superávit primario, pero déficit financiero en julio

En julio, el gobierno logró un superávit primario de \$908.233 millones gracias a la reducción del 23,6%ia en términos reales del gasto, mayor a la caída del 4,9%ia de los ingresos. Sin embargo, y a diferencia de los primeros seis meses del año, eso no llegó a compensar la gran carga de intereses que había en julio, producto del pago que había que hacer por los bonos reestructurados en 2020 (Bonares y globales) que llegaron a \$1,5 billones. Así, el resultado financiero fue negativo por primera vez en el año por \$600.957 millones.

GRÁFICO III: RESULTADO FINANCIERO

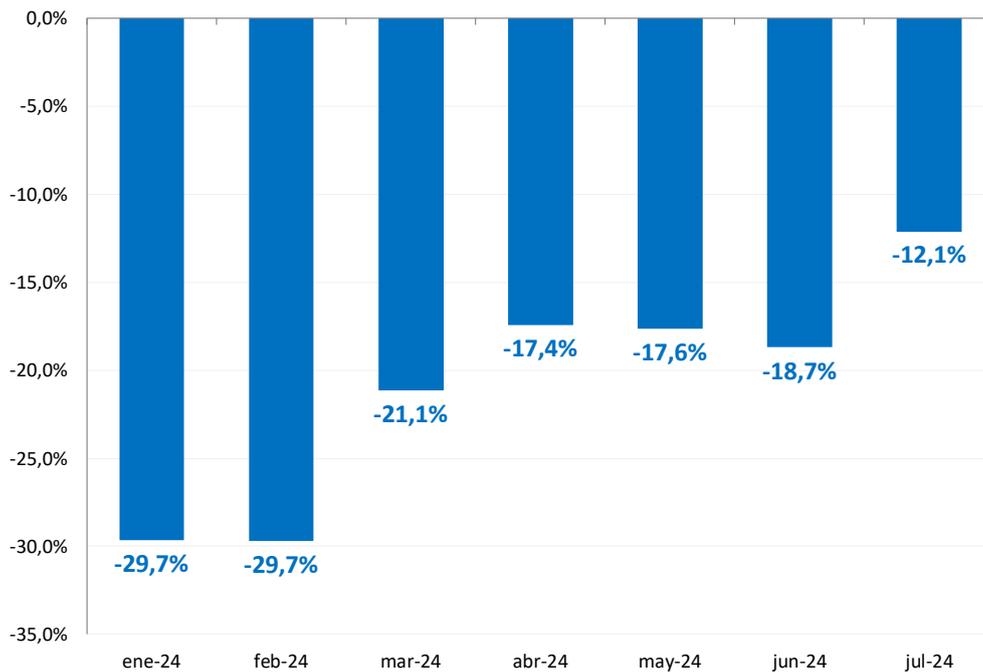
Acumulado mes a mes – Años 2017 – 2024 – Datos de 2024 hasta julio – En % del PBI



Fuente: elaboración propia en base Ministerio de Economía

La caída del gasto interanual se explica por una continuación en el fuerte ajuste en el Gasto de Capital y Transferencias a Provincias que cayeron en términos nominales un 24% y 14,7% respectivamente y 81,2% y 76,5% en términos reales respectivamente. En cuanto a las Prestaciones sociales, el rubro más importante en el gasto, cayeron 12,1%ia. Si bien la caída sigue siendo de dos dígitos la dinámica muestra que se viene recuperando el gasto en este rubro debido al cambio en la fórmula previsional que el gobierno estableció por decreto (Ver Gráfico IV). Al atar la jubilación a la inflación de dos meses atrás, con una inflación descendente las jubilaciones ganan en términos reales haciendo que también lo haga el gasto que realiza el Estado en las mismas.

GRÁFICO IV: VARIACIÓN INTERANUAL REAL DEL GASTO EN PRESTACIONES SOCIALES



Fuente: elaboración propia en base Ministerio de Economía

Por su parte, los subsidios económicos cayeron 15,3% debido a la caída del 27,7% en los subsidios al Transporte y del 12,7% en los energéticos. Cabe destacar que hubo un mayor gasto respecto a junio, en gran medida por el hecho de que el gobierno postergó pagos a las transportadoras energéticos con el objetivo de mostrar un superávit financiero en junio, mes estacionalmente difícil por el pago de aguinaldos. Si bien se logró el superávit en junio, no había forma de lograr el superávit financiero en julio por la carga de intereses.

Las maniobras que hace el gobierno para mostrar superávits todos los meses se ven reflejadas en la diferencia entre el resultado fiscal base caja y el devengado. En julio hubo, en base devengado, un superávit financiero ya que el primario fue de \$2,2 billones. Sin embargo, como el gobierno pasó muchos gastos de junio a julio, para no mostrar un déficit primario en ese mes, el base caja dio menor y no se llegó a compensar los intereses con el superávit primario.

## CUADRO III: RESULTADO FISCAL BASE CAJA Y DEVENGADO

| En \$ MM           | Base Devengado |                 | Base Caja     |                 |
|--------------------|----------------|-----------------|---------------|-----------------|
|                    | Rdo. Primario  | Rdo. Financiero | Rdo. Primario | Rdo. Financiero |
| Enero              | 2.553          | 1.207           | 2.011         | 518             |
| Febrero            | 929            | -186            | 1.233         | 338             |
| Marzo              | -73            | -367            | 625           | 277             |
| Abril              | 469            | 155             | 265           | 17              |
| Mayo               | 2.500          | 1.324           | 2.332         | 1.184           |
| Junio              | -1.436         | -1.819          | 489           | 238             |
| Julio              | 2.242          | 870             | 908           | -601            |
| <b>Ac. 6 meses</b> | <b>7.184</b>   | <b>1.184</b>    | <b>7.862</b>  | <b>1.971</b>    |

Fuente: elaboración propia en base Ministerio de Economía, ASAP y OPC

## Iván Cachanosky

Director del Departamento de Economía y Ciencias Sociales

Director de la Maestría en Economía y Ciencias Políticas