

ESEADE



Informe Semanal
Económico

Año 2 – N°50

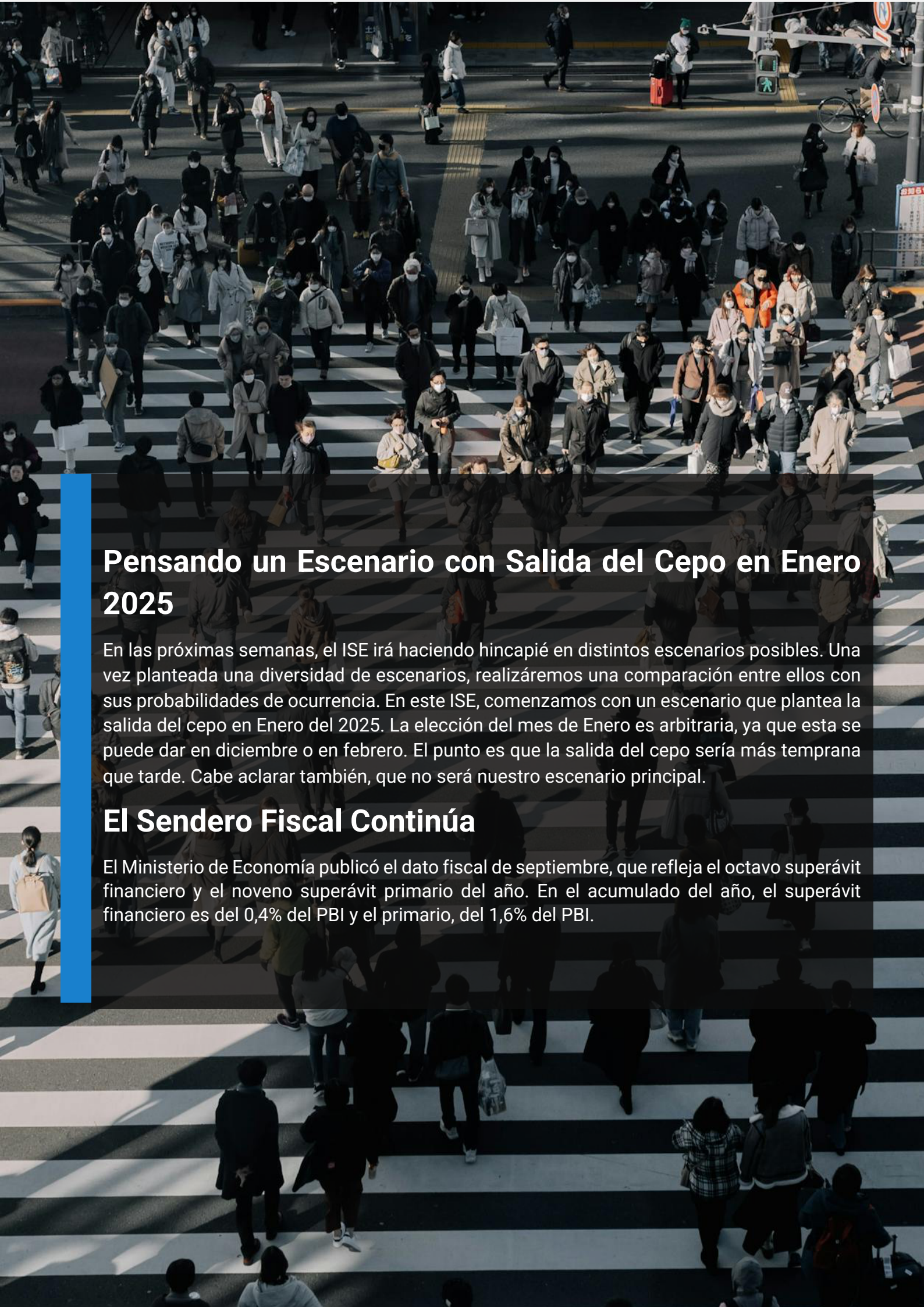
17/10/2024

Informe Semanal Económico



Por Iván Cachanosky

Director Dpto. de Economía y Cs. Sociales ESEADE



Pensando un Escenario con Salida del Cepo en Enero 2025

En las próximas semanas, el ISE irá haciendo hincapié en distintos escenarios posibles. Una vez planteada una diversidad de escenarios, realizaremos una comparación entre ellos con sus probabilidades de ocurrencia. En este ISE, comenzamos con un escenario que plantea la salida del cepo en Enero del 2025. La elección del mes de Enero es arbitraria, ya que esta se puede dar en diciembre o en febrero. El punto es que la salida del cepo sería más temprana que tarde. Cabe aclarar también, que no será nuestro escenario principal.

El Sendero Fiscal Continúa

El Ministerio de Economía publicó el dato fiscal de septiembre, que refleja el octavo superávit financiero y el noveno superávit primario del año. En el acumulado del año, el superávit financiero es del 0,4% del PBI y el primario, del 1,6% del PBI.

Pensando un Escenario con Salida del Cepo en Enero 2025

En las próximas semanas, el ISE irá haciendo hincapié en distintos escenarios posibles. Una vez planteada una diversidad de escenarios, realizaremos una comparación entre ellos con sus probabilidades de ocurrencia. En este ISE, comenzamos con un escenario que plantea la salida del cepo en Enero del 2025. La elección del mes de Enero es arbitraria, ya que esta se puede dar en diciembre o en febrero. El punto es que la salida del cepo sería más temprana que tarde. **Cabe aclarar también, que no será nuestro escenario principal.**

En lo que resta del 2024, el BCRA seguirá con su política cambiaria actual, devaluando el tipo de cambio al 2% mensual. De esta manera, el tipo de cambio a diciembre de fin de año se ubica en \$ 1.020. En cuanto a la inflación, la misma no quebraría el umbral del 3% y estaría entre 3,2% y 3,6% mensual en el último trimestre.

En Enero, el gobierno libera los controles de capitales y el tipo de cambio se deprecia un 22% hasta los \$1.250 por dólar. A diferencia de lo que dice el gobierno; creemos que, si en ese mes se quiere salir del cepo, el tipo de cambio que equilibra oferta y demanda de dólares en el mercado cambiario es más alto que el actual. El traspaso de la devaluación a precios de esa devaluación se compensaría en parte por la reducción del 7,5% remanente del impuesto PAIS y del dólar *blend* (liquidación del 20% de las exportaciones al dólar paralelo). De esta manera, la inflación en 2024 cierra en torno al 120% y en 2025 cercano al 35%.

En cuanto a la actividad económica, este año caería 3,9%, reflejo de que la recuperación económica está siendo más lenta de lo que esperaba el gobierno en un primer momento. En 2025, la economía crecería 3,3% producto de un aumento de la inversión y del consumo privado, parcialmente compensado por unas exportaciones netas negativas (importaciones crecen más que exportaciones). El consumo público crecería marginalmente.

En el plano del comercio exterior, la devaluación limitaría el aumento en la demanda por importaciones por crecimiento económico ubicándose en torno a los US\$ 65.000 millones, mientras que, por una cosecha que en cantidades sería 6% mayor a la campaña anterior y un sector energético que exportaría alrededor de US\$ 15.000 millones, las exportaciones alcanzarían los US\$ 85.000 millones. Así, la balanza comercial de bienes estaría en US\$ 20.000 millones.

A diferencia del 2024, no esperamos que el gobierno continúe con el dólar *blend* (esquema de liquidación de exportaciones 80% en el MULC y 20% en el CCL) dado que la brecha dejaría de existir. De esta manera, se lograría aumentar la oferta de dólares en el MULC por exportaciones. Por otro lado, las importaciones se normalizarán y se podrán pagar inmediatamente, medida que aumentaría la

demanda de dólares por importaciones. El gobierno ya venía acomodando gradualmente el esquema de pago de importaciones. Recordemos que pasó de pagarse la gran mayoría de las importaciones de cuatro cuotas a dos cuotas. En el neto de la eliminación del dólar *blend* y la normalización del esquema de pagos de importaciones, habría mayor oferta neta de dólares en el MULC.

La balanza de servicios se volvería más negativa. En 2024 terminaría con un déficit en torno a US\$ 4.000 millones producto de un déficit pequeño en el primer semestre, producto de la convivencia con un tipo de cambio real muy alto (al que se suma el 17,5% del impuesto PAIS más otros impuestos como la percepción a cuenta de Ganancias) sumado a un déficit de US\$ 500 millones promedio en el segundo semestre por la apreciación cambiaria y la baja de 10 p.p. del impuesto PAIS. En 2025 el déficit se profundizaría por la convivencia de un dólar turista mucho más apreciado que en 2024. No solamente por la apreciación del dólar oficial sino también por la eliminación total del impuesto PAIS. Por esta cuenta el déficit rondaría los US\$ 7.000 millones.

Un gran supuesto que hacemos en el mercado cambiario es que el cepo se libera también para el giro de utilidades y dividendos. De esta manera, de ser prácticamente cero en los años con cepo, se pasaría a tener un déficit de US\$ 3.000 millones.

Los intereses que paga el gobierno por un lado suben, debido al esquema de *step up* que se estableció en la reestructuración del 2020. Esto implica que los intereses son crecientes en el tiempo, pero por otro lado bajan ya que los intereses del programa con el FMI están atados a una tasa variable, que se mueve al compás de las tasas de EE.UU., Europa y Reino Unido que están en franco descenso. Además, el FMI redujo los sobrecargos que pagaba la deuda contraída por Argentina con el organismo. Al FMI le debemos pagar US\$ 2.500 millones en concepto de intereses (antes del cambio en la sobretasa eran US\$ 3.000 millones).

Con estas estimaciones, la cuenta corriente en 2025 (base caja) sería superavitaria en US\$ 3.000 millones. La mayor incidencia positiva se daría por la eliminación del *blend* sumado al aumento en las exportaciones, mientras que la mayor incidencia negativa vendría por el lado de mayores importaciones (bienes y servicios) y utilidades y dividendos.

Por el lado de la cuenta capital esperamos que entren dólares, aunque no por deuda del gobierno, sino por Inversión de cartera, algo por IED y por préstamos financieros de empresas privadas. Como resultado, habría un superávit también en la cuenta capital de US\$ 1.000 millones.

Con estos supuestos, el BCRA lograría una acumulación de reservas de aproximadamente US\$ 4.000 millones. Esta acumulación de reservas tiene en

cuenta los pagos de capital que tiene que hacer el gobierno (están neteados en la cuenta capital).

La cuentas fiscales se mantendrían equilibradas tanto en 2024 y 2025. En 2025 los ingresos subirían 0,3 puntos del PBI a 17,9%, por un aumento en la recaudación por aportes y contribuciones a la seguridad social (mayor salario real), mayores ingreso por impuesto a las ganancias (se cobraría todo el año en vez de 4 meses) y un incremento de recaudación de impuestos ligados a la actividad. Esta suba de ingresos se vería parcialmente compensada por la eliminación del impuesto PAIS. En cuanto a los gastos, los mismos subirían a 16,4% del PBI (versus 15,3% del PBI estimado para 2024). El gasto en prestaciones sociales aumentaría por el aumento en términos reales de las jubilaciones y pensiones, sumado a un incremento marginal de Transferencias a Provincias y Gasto de Capital que suponemos que crecen en términos del PBI, aunque siguen muy por debajo del promedio. Los subsidios económicos seguirán ajustándose, reflejando que el gobierno continuaría con el ajuste en las tarifas de los servicios públicos. Los intereses en términos del PBI suman 1,5% del PBI, igual al superávit primario estimado.

Los riesgos de este escenario es que la devaluación del tipo de cambio sea mayor a la esperada debido a que las exportaciones y/o los ingresos de capital sean menores a los estimados. Esto podría suceder por un clima más seco que reduzca nuestra proyección de cosecha, precios de *commodities* menores que reduzca el valor de las exportaciones de granos y energía o por incertidumbre política que haga que los capitales esperen al 2026 para entrar. +

CUADRO I: ESCENARIO SALIDA DEL CEPO MARZO 2025

Fecha	Tipo de cambio oficial			Inflación		Actividad económica		
	ARS/USD	m/m	Brecha	m/m	y/y	Índice	m/m	Var. Anual.
ene-24	818	27%	49%	20,6%	254,2%	142,9	0,1%	
feb-24	835	2%	41%	13,2%	276,2%	142,6	-0,2%	
mar-24	850	2%	26%	11,0%	287,9%	140,7	-1,4%	
abr-24	869	2%	23%	8,8%	289,4%	139,2	-1,0%	
may-24	887	2%	29%	4,2%	276,4%	140,0	0,5%	
jun-24	904	2%	45%	4,6%	271,5%	139,6	-0,3%	
jul-24	923	2%	44%	4,0%	263,4%	142,0	1,7%	
ago-24	942	2%	37%	4,2%	236,7%	141,4	-0,4%	
sep-24	961	2%	30%	3,4%	208,8%	141,8	0,3%	
oct-24	981	2%	24%	3,2%	194,2%	142,2	0,3%	
nov-24	1.000	2%	20%	3,2%	169,3%	142,7	0,3%	
dic-24	1.020	2%	17%	3,6%	122,4%	143,1	0,3%	-3,9%
ene-25	1.242	22%	0%	3,7%	91,2%	143,6	0,3%	
feb-25	1.282	3%	0%	3,6%	74,9%	144,0	0,3%	
mar-25	1.326	3%	0%	3,7%	63,4%	144,5	0,3%	
abr-25	1.361	3%	0%	3,0%	54,6%	145,0	0,3%	
may-25	1.386	2%	0%	2,1%	51,6%	145,4	0,3%	
jun-25	1.408	2%	0%	1,9%	47,7%	145,9	0,3%	
jul-25	1.431	2%	0%	1,9%	44,7%	146,4	0,3%	
ago-25	1.450	1%	0%	1,7%	41,2%	146,9	0,3%	
sep-25	1.469	1%	0%	1,6%	38,8%	147,4	0,3%	
oct-25	1.488	1%	0%	1,5%	36,6%	147,8	0,3%	
nov-25	1.515	2%	0%	2,2%	35,2%	148,3	0,3%	
dic-25	1.554	3%	0%	2,9%	34,2%	148,8	0,3%	3,3%

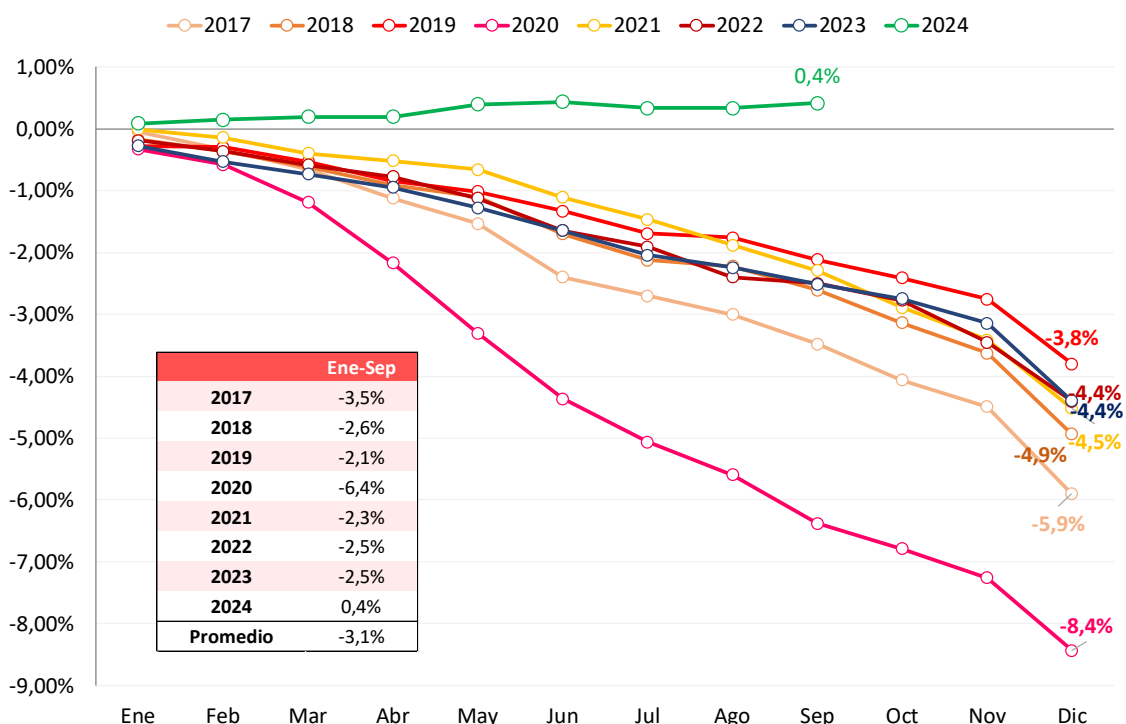
Fuente: elaboración propia en base a BCRA

El Sendero Fiscal Continúa

El Ministerio de Economía publicó el dato fiscal de septiembre, que refleja el octavo superávit financiero y el noveno superávit primario del año. En el acumulado del año, el superávit financiero es del 0,4% del PBI y el primario, del 1,6% del PBI.

GRÁFICO I: RESULTADO FINANCIERO

Acumulado mes a mes - En % del PBI - Años 2017 – 2024



Fuente: elaboración propia en base a Ministerio de Economía

Los ingresos cayeron un 8,1% en términos reales y, en lo que va de año, acumulan una merma del 6,3%. En septiembre se produjo un incremento importante en la recaudación del impuesto sobre los Bienes Personales (+429%ia en términos reales) debido al vencimiento del pago para quienes se adhirieron al REIBP. También hubo ingresos por moratoria tributaria por \$278.404 millones. Los derechos de exportación también tuvieron un buen mes, con un crecimiento del 55,1% en términos reales, debido a mayores liquidaciones. Según CIARA-CEC, se liquidaron US\$ 2.481 millones, lo que supone un incremento del 21,3%ia.

CUADRO II: INGRESOS Y GASTOS

	sep-23	sep-24	Var interanual	Var ia. Real	Var. la. Acum.	Acum. sep-23 (Precios sep-24)	sep-24	Diferencia
Ingresos totales	3.209.898	9.114.215	183,9%	-8,1%	-6,3%	88.691.722	83.074.650	-5.617.072
Tributarios s/COMEX	1.763.807	4.937.611	179,9%	-9,4%	-1,5%	44.852.501	44.194.950	-657.551
COMEX	235.972	815.196	245,5%	11,8%	14,1%	6.780.820	7.736.688	955.868
Der. Expo.	111.110	532.561	379,3%	55,1%	36,6%	3.805.759	5.200.490	1.394.732
Der. Impo.	124.862	282.635	126,4%	-26,7%	-14,8%	2.975.061	2.536.198	-438.863
Seguridad Social	862.117	2.755.434	219,6%	3,4%	-13,5%	28.244.171	24.417.881	-3.826.290
Otros ingresos	348.001	605.974	74,1%	-43,6%	-23,7%	8.814.230	6.725.130	-2.089.100
Gasto primario	3.590.371	8.297.768	131,1%	-25,2%	-29,5%	100.327.818	70.731.474	-29.596.344
Prestaciones sociales	1.963.476	5.383.610	174,2%	-11,3%	-19,3%	55.010.858	44.388.423	-10.622.436
Subsidios económicos	265.463	711.952	168,2%	-13,2%	-34,3%	11.552.641	7.584.314	-3.968.327
Gasto de capital	377.368	313.014	-17,1%	-73,2%	-79,2%	8.857.781	1.845.702	-7.012.080
Gastos de funcionamiento	564.208	1.361.428	141,3%	-21,9%	-22,1%	16.405.765	12.776.346	-3.629.419
Transferencias a Prov.	200.056	176.392	-11,8%	-71,5%	-70,2%	3.247.151	968.360	-2.278.791
Otros gastos	219.802	351.373	59,9%	-48,3%	-39,7%	5.253.621	3.168.331	-2.085.290
Resultado primario	-380.473	816.447				-11.636.096	12.343.176	23.979.271
Intereses	131.059	349.816				6.535.824	9.111.188	2.100.677
Resultado financiero	-511.533	466.631				-18.171.919	3.231.987	21.878.594

Fuente: elaboración propia en base a Ministerio de Economía

En cuanto al gasto, este cayó un 25,2%, acumulando una disminución del 29,5% en el año. Las prestaciones sociales continúan desacelerando su caída interanual. En septiembre cayeron un 11,3% y acumulan en el año una caída del 19,3%. El gasto de capital sigue cayendo en términos nominales, en este caso, un 17,1%ia.

Hay que tener en cuenta que el Gobierno está emitiendo deuda que capitaliza los intereses, es decir, que esos intereses se contabilizan como pago de capital. Por lo tanto, estos no se tienen en cuenta en el superávit financiero mencionado en este informe. Si se tienen en cuenta los intereses capitalizados por LECAPs, el superávit financiero sería del 0%. Igualmente es destacable el esfuerzo fiscal del gobierno, reflejado en el abultado superávit primario.

CUADRO III: RESULTADO FISCAL E INTERESES DE LECAPs

	Resultado primario	Intereses	Resultado financiero	Resultado financiero	Resultado financiero acumulado	"Intereses" LECAPs	Resultado financiero con LECAPs	Resultado financiero con LECAPs	Resultado financiero con LECAPs acumulado
	En millones de pesos	En millones de pesos	En millones de pesos	En % del PBI	En % del PBI	En millones de pesos	En millones de pesos	En % del PBI	En % del PBI
ene-24	2.010.746	1.492.338	518.408	0,1%	0,1%		518.408	0,1%	0,1%
feb-24	1.232.525	894.412	338.112	0,1%	0,1%		338.112	0,1%	0,1%
mar-24	625.034	348.396	276.638	0,0%	0,2%		276.638	0,0%	0,2%
abr-24	264.952	247.543	17.409	0,0%	0,2%		17.409	0,0%	0,2%
may-24	2.332.205	1.148.634	1.183.571	0,2%	0,4%		1.183.571	0,2%	0,4%
jun-24	488.569	250.380	238.189	0,0%	0,4%		238.189	0,0%	0,4%
jul-24	908.253	1.509.210	-600.957	-0,1%	0,3%	378.089	-979.046	-0,2%	0,3%
ago-24	899.660	896.130	3.530	0,0%	0,3%	358.220	-354.690	-0,1%	0,2%
sep-24	816.447	349.816	466.631	0,1%	0,4%	1.598.163	-1.131.532	-0,2%	0,0%
oct-24						736.468	-736.468		
nov-24						1.187.940	-1.187.940		
dic-24						1.107.999	-1.107.999		
									Diferencia
									0,4%

Fuente: elaboración propia en base a Ministerio de Economía

Iván Cachanosky

Director del Departamento de Economía y Ciencias Sociales

Director de la Maestría en Economía y Ciencias Políticas