



IEA

Instituto de
Economía Aplicada



INFORME MACROECONÓMICO Y FINANCIERO

Informe mensual | septiembre 2024



UNIVERSIDAD
DEL ESTE
LA PLATA

ÍNDICE

Informe mensual de coyuntura económica del Instituto de Economía Aplicada (UDE).....	3
Segmento fiscal	4
Segmento monetario y cambiario.....	5
Segmento social	9
Especial: Presupuesto 2025.....	11

Informe mensual de coyuntura económica del Instituto de Economía Aplicada (UDE)

El mes de septiembre trajo consigo importantes novedades en materia económica para un gobierno nacional que atraviesa la segunda etapa de su programa económico.

En este aspecto se destacan el (delgado) retorno al superávit fiscal, las modificaciones en el impuesto PAIS que retrotrajeron su alícuota para importaciones a los valores previos a la asunción del gobierno, la baja de los dólares financieros y el crecimiento de los depósitos en dólares producto del blanqueo. Asimismo, se publicaron los datos de empleo y pobreza, con un incremento leve en el primer caso y uno preocupante en el segundo.

Sin embargo, la presentación del presupuesto 2025 fue el hecho relevante que se robó la atención de los analistas económicos. Tanto los supuestos macroeconómicos abordados como así también los patrones de ingresos y gastos, estos últimos con una flexibilidad inusitada a la baja en caso de caída de la recaudación, han sido materia de debate y prometen eclipsar la agenda política en las próximas semanas.

Así, durante el presente informe, se propone dar un pantallazo a las aristas fiscales, monetarias, cambiarias y financieras, y las condiciones sociales, con el objetivo de tener una mirada integral de la macro nacional.

Por otra parte, se anexa como apartado especial, una revisión de las premisas planteadas en el presupuesto 2025 buscando dilucidar qué expectativas tiene el Gobierno Nacional para el próximo año y si estas tienen consonancia con el presente.

Segmento fiscal

El sector público nacional durante el mes de agosto (última información disponible) volvió a alcanzar el superávit financiero luego de un mes de julio en donde la estrategia de disciplina fiscal del gobierno nacional tambaleó por primera vez. Si bien en aquel caso, el desvío del sendero superavitario fue debido al pago de intereses y amortización de capital, esto puso en evidencia una limitante al ajuste del gasto primario, el cual ya no mostraba tanta flexibilidad a la baja para continuar cumpliendo de forma religiosa la regla fiscal.

Resultado fiscal del sector público nacional del mes de agosto 2024, en base caja

Concepto	ago-24	ago-23	var. real i.a
Ingresos totales	8.748.467	3.018.391	-14%
Tributarios	8.139.053	2.716.534	-11%
Rentas de la propiedad	257.947	156.938	-51%
Otros ingresos corrientes	351.452	144.704	-28%
Ingresos de capital	15	215	-98%
Gasto totales	7.848.807	3.055.356	-24%
Prestaciones sociales	4.568.935	1.618.648	-16%
Subsidios económicos	1.144.264	391.538	-13%
Gastos de funcionamiento y otros	1.385.689	532.808	-23%
Transferencias corrientes a provincias	227.543	114.436	-41%
Transferencias a universidades	233.829	100.808	-31%
Otros Gastos Corrientes	35.629	31.362	-66%
Gastos de capital	252.920	265.756	-72%
Resultado primario	899.660	-36.964	-823%
Resultado financiero	3.531	-384.505	-100%

Fuente: Elaboración propia en base a Ministerio de Economía e INDEC

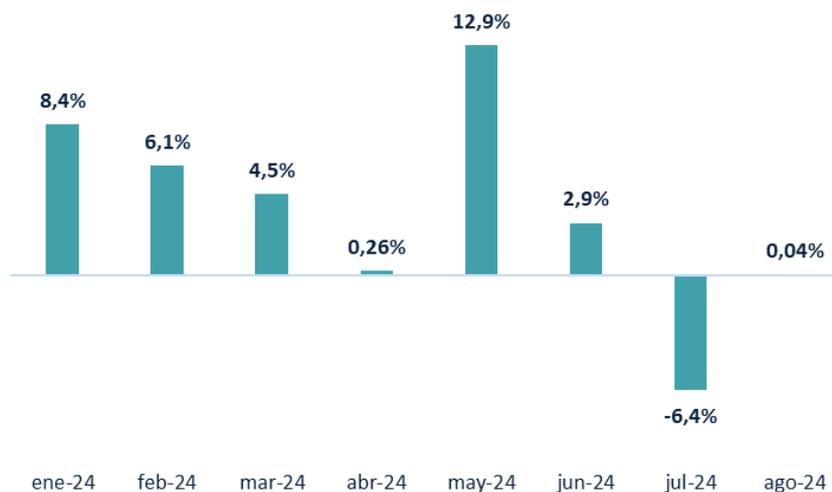
No obstante, y ya sin los grandes vencimientos de intereses julio, agosto reencontró su cauce volviendo a resultados positivos en términos financieros, aunque escuetos. En este aspecto, el mismo alcanza solo el 0,04% de los ingresos totales, siendo el valor más ajustado entre los positivos.

En síntesis, la dinámica de los últimos dos meses pareciera indicar que los efectos motosierra y licuadora no tienen mayor margen para continuar dando usufructo como lo hicieron durante los primeros meses del año y que posiblemente, se haya alcanzado el tamaño mínimo del estado en términos de gasto, sin tener en cuenta futuras privatizaciones de empresas públicas. Por supuesto que la cuestión del tamaño del Estado, es un conflicto no resuelto en la Argentina y quizás sea el centro nodal de las disputas políticas de los diferentes espacios del arco nacional. En el caso del proyecto económico del gobierno nacional actual, ese valor mínimo a alcanzar en términos teóricos estaría aún lejos, dado que se busca reducir también la carga impositiva sin sacrificar el superávit fiscal, pero en términos políticos y sociales parece estar en un punto crítico, en donde mayores recortes pueden poner en peligro la imagen y sustentabilidad del proyecto político a mediano y largo plazo.

Esto último se reafirma en el hecho de que el presidente Milei señaló que la regla fiscal para el 2025 incluye, en caso de caída de ingresos, una baja en el gasto, pero solo en aquel que es de carácter discrecional, aceptando implícitamente que los grandes agregados del gasto nacional ya no tienen

margen para continuar sufriendo recortes.

Resultado financiero como % de los ingresos totales



Fuente: Elaboración propia en base a Ministerio de Economía

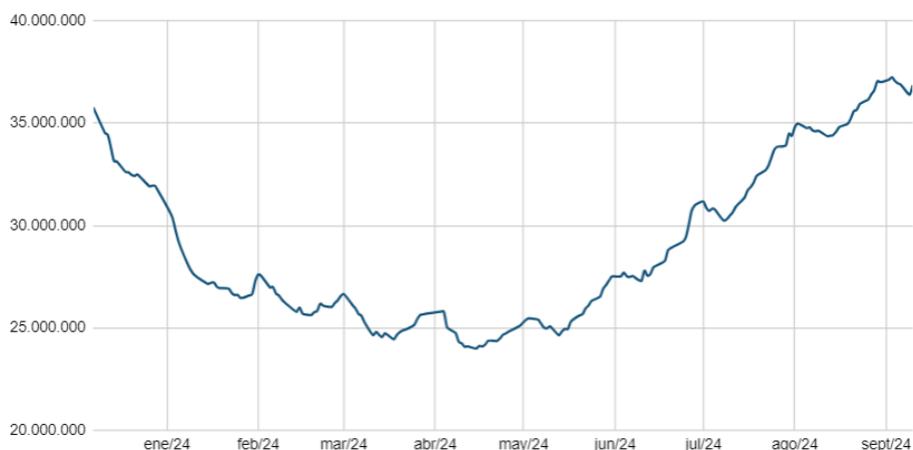
Por todas estas cuestiones, los próximos meses, y sobre todo el 2025 tendrán en el centro del debate a los recursos del gobierno nacional. Aquí se combinan tres restricciones, una de carácter político, una ideológica y una económica. La primera se basa en la necesidad del gobierno nacional de engrosar sus arcas de cara al próximo año para minimizar el conflicto con gobernadores (dado que buena parte del gasto discrecional pasible a ser ajustado es orientado a las provincias) y el malestar social creciente. En segundo término, el discurso anti impuesto del espacio político que conduce el presidente Milei pone en jaque la posibilidad de crear nuevos impuestos e incluso, en el mensaje del presupuesto 2025 asumió el compromiso de devolver recursos a la sociedad en caso de que la recaudación supere lo previsto. Por último, el ciclo económico recesivo atenta contra la necesidad de mejorar los ingresos y sólo a través de una implementación exitosa del RIGI, un impulso del crédito privado y/o condiciones externas sumamente favorables podrá revertirse y mejorar las tensiones enfrentadas por el gobierno tanto desde el lado de los recursos como de los gastos.

Por lo pronto, la recaudación no muestra señales de recuperación y la caída en los tributos de forma interanual (-11%), no tiene el mejor aspecto. En este aspecto, son destacables en primer lugar la caída en el IVA (por su magnitud en la recaudación total) del 14% respecto a agosto de 2023 y la merma en derechos de importación (por la magnitud de su variación) del 33% i.a.

Segmento monetario y cambiario

En términos monetarios, las novedades de septiembre pasaron por el llamado "Punto Anker", surgido de declaraciones del Ministerio de Economía, según las cuales tenían previsto en algún punto del programa económico no llegar a renovar el 100% de los vencimientos del Tesoro debido a un proceso de "crowding-in". El mismo consistiría (según el Gobierno) en que la desinflación y la recuperación económica deberían empujar el crédito privado hasta un punto donde los bancos preferirán reducir su exposición a deuda pública y utilizar estos recursos para prestar al sector privado. De esta manera la "remonetización" de la economía pasaría por el desarme de las LEFI pero también por el desarme de las LECAP de corto plazo, para lo cual el Tesoro cuenta con \$15 billones depositados en la cuenta corriente del BCRA.

Crédito a privados en millones de pesos constantes del 31 de agosto de 2024



Fuente: Elaboración propia en base al BCRA

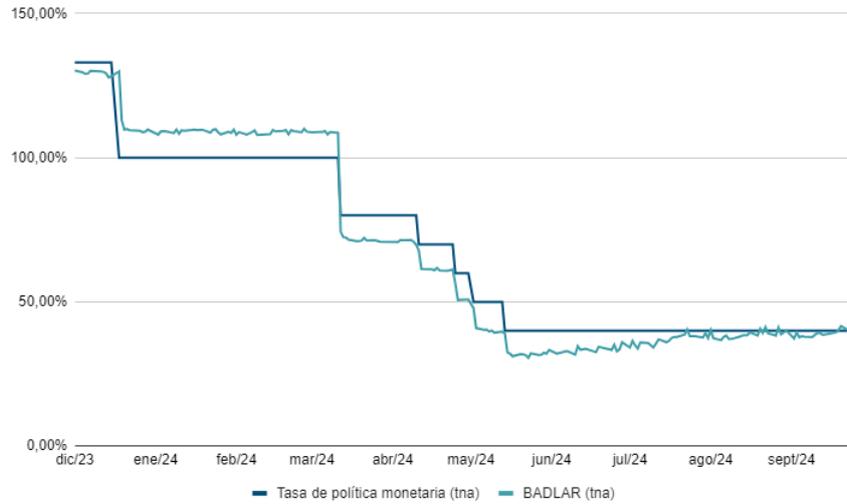
El roll-over parcial se dio efectivamente en la última licitación, llevada a cabo el 25 de septiembre, donde sólo se renovó el 67,3% de los vencimientos, lo que implica volcar \$2,32 billones a la economía. La canasta de instrumentos ofrecida por finanzas fue similar a las licitaciones anteriores: Varias opciones de LECAP de un mes a un año y algunos BONCER (a 2025 y 2026). La Secretaría de Finanzas había convalidado tasas algo mayores a mitad de septiembre, y esta vez decidió ponerles un tope en el 3,98% TNA para las LECAP más largas.

En este contexto, no quedan claros los objetivos del Gobierno Nacional. En la licitación de mitad de septiembre funcionarios como Federico Furiase (director del BCRA, ex economista de la Consultora Anker junto a Caputo) habían declarado que la suba de tasas de las LECAP era una “señal *hawkish*” para combatir la inflación. ¿La prioridad entonces es combatir la inflación (*hawkish*) o volcar recursos al sector privado vía crédito (*dovish*)?

Por su parte, la tasa de política monetaria se mantiene fija en 40% TNA, hacia la cual ha convergido progresivamente la tasa BADLAR, alcanzado un spread entre ambas de cero por primera vez desde que el Gobierno liberó la tasa de los plazo fijos el 12 de marzo. A pesar de ello, los ahorristas continúan sufriendo licuación, dado que las tasas se mantienen negativas, tanto en la medición ex-ante (utilizando el REM) como en la medición ex-post (utilizando el IPC). Para los próximos seis meses, el REM espera una inflación promedio de 3,4%, equivalente al 40,8% nominal anual.

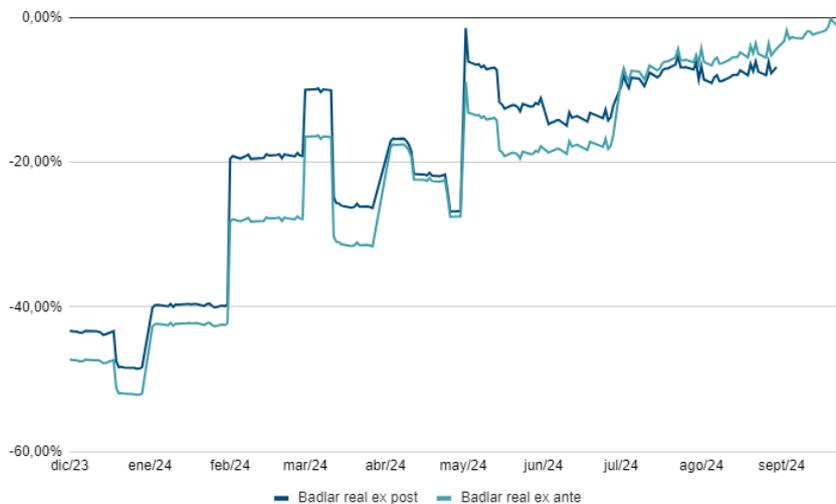
Por el lado cambiario, El Gobierno retrotrajo el Impuesto País para las importaciones de bienes y los fletes al nivel previo a su asunción (del 17,5% al 7,5%), con la expectativa de que esto se trasladara a precios y poder perforar el piso inercial de la inflación del 4%, para lo cual habrá que esperar hasta la publicación del índice, aunque experiencias pasadas indican que esta relación no es lineal. Por citar un ejemplo, en agosto del 2019 Macri eliminó el IVA de los alimentos, en plena campaña electoral. A pesar de ello, la inflación mensual promedio de dicho rubro entre agosto y noviembre fue del 4,5%, incluso por encima de la inflación general, que fue en promedio del 4,4%.

Tasa de política monetaria y BADLAR de bancos privados (TNA)



Fuente: Elaboración propia en base al BCRA

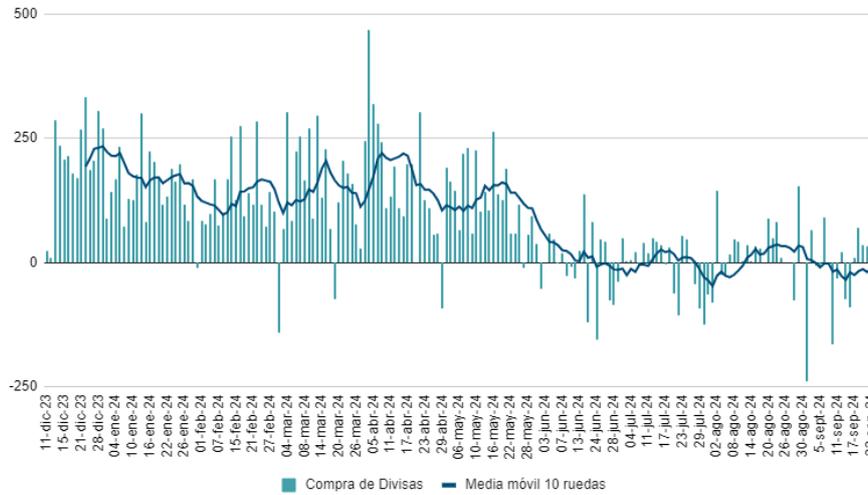
Tasa BADLAR real ex-ante y ex-post



Fuente: Elaboración propia en base al BCRA

La medida llega en un momento en el cual el BCRA cuenta con una agenda desafiante por delante, dado el cambio en el esquema de pagos, que sobrecarga los meses de septiembre, octubre y noviembre. Esto se viene traduciendo en nulas compras de reservas en el MULC, con jornadas de ventas por hasta USD 200 millones. Con reservas negativas por alrededor de USD 4 mil millones, esta dinámica luce insostenible hacia fin de año.

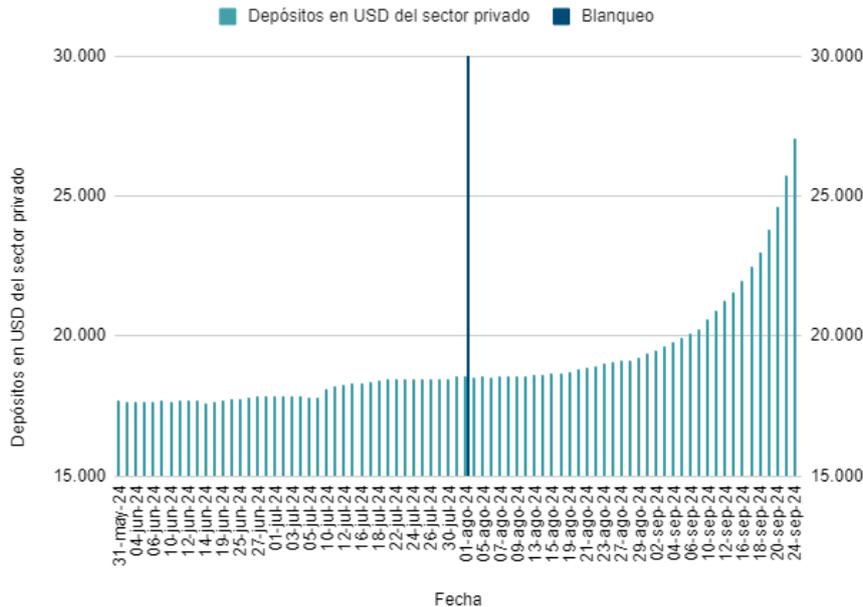
Compra de Reservas Internacionales



Fuente: Elaboración propia en base al BCRA

Por su parte, el CCL, el MEP y el blue tuvieron mayoritariamente bajas durante el mes. Esto podemos vincularlo con el crecimiento de depósitos en dólares del sector privado producto del blanqueo, asumiendo que parte de los mismos se invierten en instrumentos financieros, presionando hacia arriba la cotización en USD de bonos y acciones y bajando los tipos de cambio. Entre el 1 de agosto y el 24 de septiembre, los depósitos en dólares privados crecieron un 45,9% (USD 18.553 millones a USD 27.066 millones).

Depósitos privados en USD del sector privado



Fuente: Elaboración propia en base al BCRA

La duda que persiste es cuántos de esos depósitos quedarán en el sistema financiero (siendo que

aquellos que blanquean menos de USD 100.000 pueden retirarlos a partir del 1ero de octubre) y además que sucederá en el mercado cambiario una vez que este enorme influjo de dólares se acabe. Por lo pronto, la etapa 1 (única para blanquear dinero en efectivo) fue extendida hasta fines de octubre.

Otra novedad del mes, fue el DNU 846/24, que reformó una norma previa en la cual se habilitaban canjes de deuda pública en moneda nacional por fuera del artículo 65 de la Ley de Administración Financiera. La modificación implica que esos canjes pueden ser en cualquier moneda (tanto los valores a suscribir como los valores a recibir). El citado artículo es el que impone la obligación de que dichos canjes impliquen una mejora para el Estado en el monto, en los intereses o en el plano de la deuda (al menos dos de tres). La publicación del DNU indica que el gobierno está buscando una solución para los vencimientos de deuda que se avecinan: Si no logra negociar con el FMI, y no consigue capital suficiente mediante un REPO (en las últimas horas trascendió que se negocia por USD 3.000 millones con un banco americano), podría ofrecer un canje voluntario a cambio de mayor cupón para estirar los plazos.

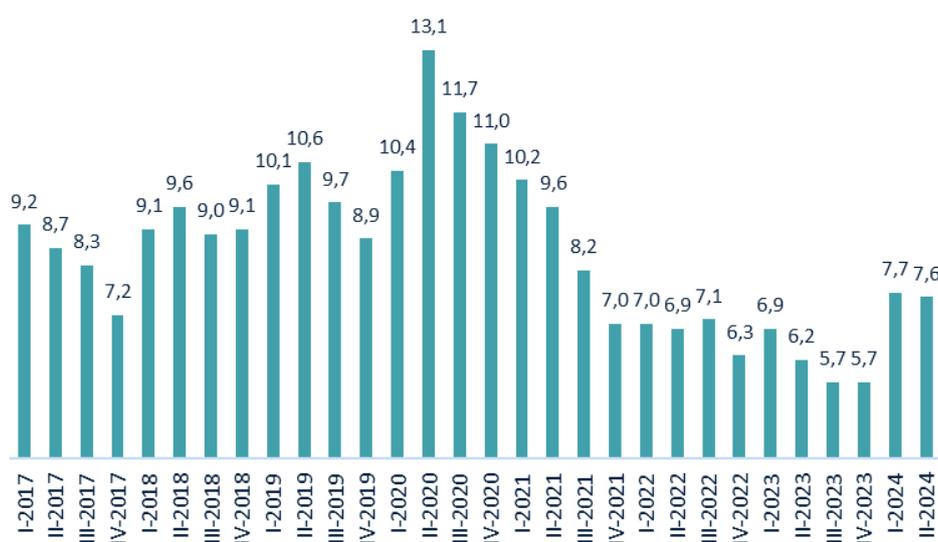
Por lo pronto, en el mercado financiero “flujo mata fundamentos”, y la entrada de dólares al sistema financiero parece pesar más que las inconsistencias del programa económico.

Segmento social

En las últimas semanas de septiembre, se dieron a conocer tres indicadores relevantes para la medición de la situación social en nuestro país: el desempleo, la pobreza y los salarios.

En primera instancia se presentó el dato de desempleo, el cual se podría caracterizar a priori como favorable al gobierno dado que su valor para el segundo trimestre del año, 7,6%, no llega a superar al resultado del último trimestre de 2023 en 2 puntos porcentuales. Teniendo en perspectiva la fuerte caída económica atravesada durante el año, la intuición indicaría que desde el Gobierno Nacional se esperaba un resultado mucho peor.

Porcentaje de la población desocupada

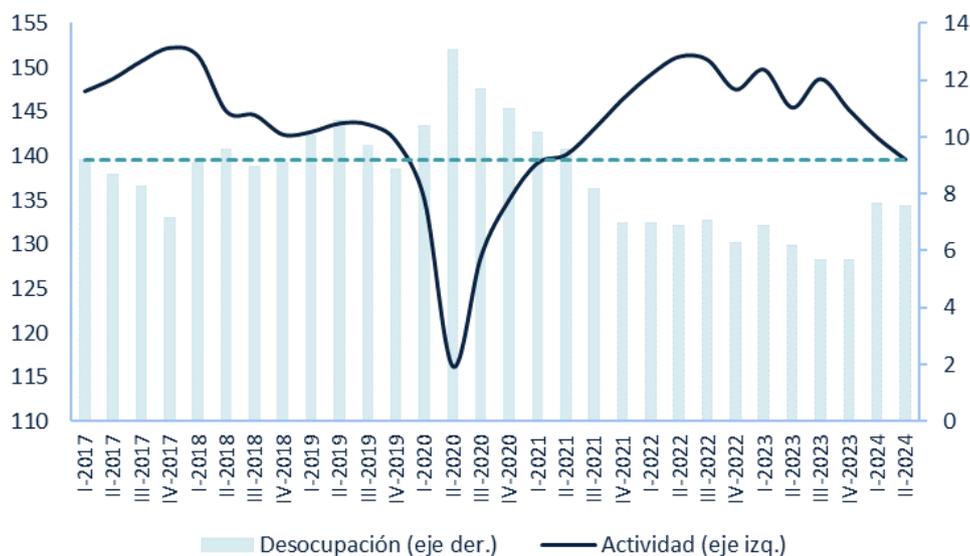


Fuente: Elaboración propia en base a INDEC

Esto último puede corroborarse al evaluar el desempleo en conjunto con el nivel de actividad para cada

trimestre. A partir del siguiente gráfico se puede observar la evolución trimestral de la actividad económica medida por el estimador mensual de actividad económica y el nivel de desempleo. Para niveles de actividad similares a los actuales, como el IV trimestre del 2019, y el I y II trimestre del 2021, los niveles de desempleo observados fueron sensiblemente mayores al exhibido (8,9%, 10,2% y 9,6%, respectivamente).

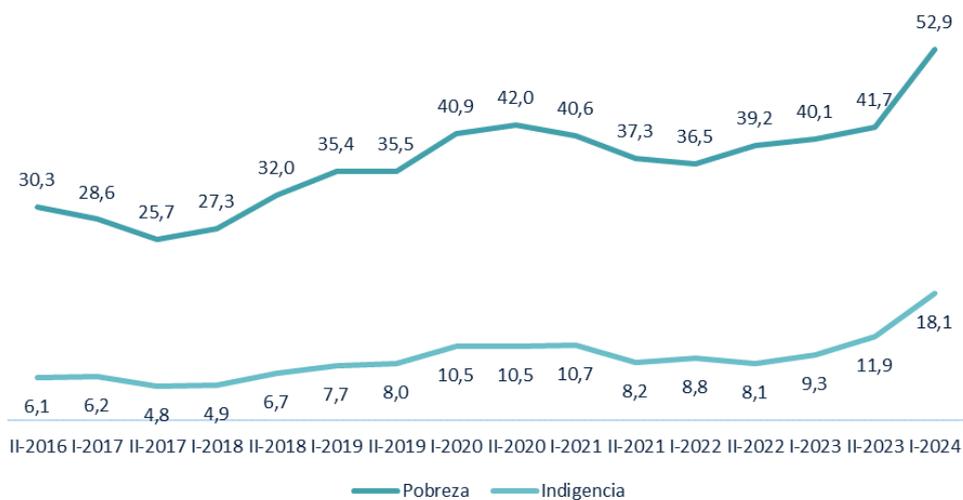
Desocupación y niveles de actividad (EMAE)



Fuente: Elaboración propia en base a INDEC

Por otra parte, se dieron a conocer los resultados de la pobreza e indigencia para el primer semestre del año, datos que efectivamente afectaron al gobierno de Milei por su desproporcionado incremento, pasando de 41,7% en el segundo semestre de 2023 a 52,9% para el caso de las personas bajo la línea de pobreza y de 11,9% a 18,1% con relación a la indigencia.

Evolución de la pobreza e indigencia (% de personas)



Fuente: Elaboración propia en base a INDEC

Estas cifras superan holgadamente los resultados de exhibidos en recesiones previas, la más sonante podría ser la referida al COVID-19 con niveles ostensiblemente menores. Rápidamente distintos analistas catalogaron a estos valores como históricos y comparables principalmente con la crisis del 2001 y 2002.

Para finalizar, si bien el dato de salarios del mes de julio fue positivo en términos reales, lo previamente señalado eclipsó esta buena noticia para el gobierno nacional. En síntesis, el sector público registró incrementos del 6,7% y el sector privado registrado del 6,3%, superiores al 4% de inflación y culminando el cuarto mes consecutivo en el que los salarios superan al IPC. Posiblemente este factor incida positivamente en la reducción de la pobreza e indigencia de cara al segundo semestre, aunque difícilmente estos valores se retrotraigan a diciembre del 2023, culminando un primer año sumamente complejo en materia social para el Gobierno de Milei.

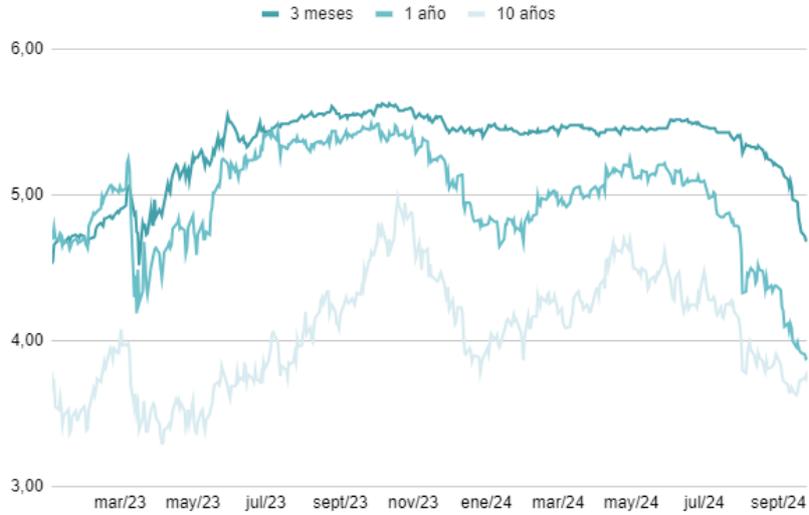
Especial: Presupuesto 2025

El Gobierno Nacional presentó el Presupuesto 2025, en un grandilocuente discurso durante el domingo 15 de septiembre por la noche, que dejó más bien sabor a poco, en el sentido de que no reveló más detalles sobre la orientación económica que reforzar (una vez más) el compromiso con el equilibrio fiscal.

Para analizar el Proyecto, partimos de los supuestos macroeconómicos sobre los cuales se asienta. En principio, el Proyecto presenta una estimación de caída del PIB en el 2024 por -3,8% seguido por un rebote en el 2024 por +5,0%. Este rebote, en teoría, estaría principalmente liderado por la inversión (+9,9%) y por las exportaciones (+7,7%), dejando rezagado al consumo privado (+4,5%) y al gasto público (+4,0%).

Un primer dato relevante de esta proyección es que el Gobierno no pretende que el consumo privado recupere todo el terreno perdido durante el 2024, evidentemente entendiendo que el público todavía tiene espaldas para aguantar ajustado un año más. Según la proyección, en 2025 el consumo se situará un -2,0% respecto al año 2023. Pese a ello, el Gobierno es optimista en cuanto a la inversión, que crecerá de la mano de las exportaciones, en un esquema dependiente de la demanda externa. En ese marco, habrá que seguir muy de cerca la evolución de la situación internacional. Durante septiembre la FED dio el primer paso en un nuevo ciclo de bajas de su tasa de referencia, con una disminución de 0,5% cuando la mayoría de los analistas esperaban 0,25%. Esta baja puede indicar que desde la Reserva Federal de EEUU se prevé un alto riesgo de que la economía global entre en recesión, lo cual echaría por tierra esta proyección macroeconómica. Posteriormente, China también recortó sus tasas, mostrando la misma tendencia.

Tasa de interés efectiva del Tesoro de EEUU



En cuanto a la inflación y el tipo de cambio, el Gobierno proyecta que ambas variables se moverán al unísono durante 2025. De esta forma, proyecta en ambos casos un incremento de punta a punta del año del 18,3%. Esto implica un dólar a fin del 2025 de \$1.207. Estas magnitudes coinciden exactamente con realizar el siguiente supuesto, rudimentario pero curiosamente efectivo: El *crawling-peg* del 2% permanece inalterado hasta mayo del 2025, luego se reduce al 1% mensual.

La posible tablita de Milei-Caputo

Fecha	Dólar oficial	Var mensual	Var acumulada
Diciembre 24	\$1.020		
Enero 25	\$1.040	2,0%	2,0%
Febrero 25	\$1.061	2,0%	4,0%
Marzo 25	\$1.082	2,0%	6,1%
Abril 25	\$1.104	2,0%	8,2%
Mayo 25	\$1.126	2,0%	10,4%
Junio 25	\$1.137	1,0%	11,5%

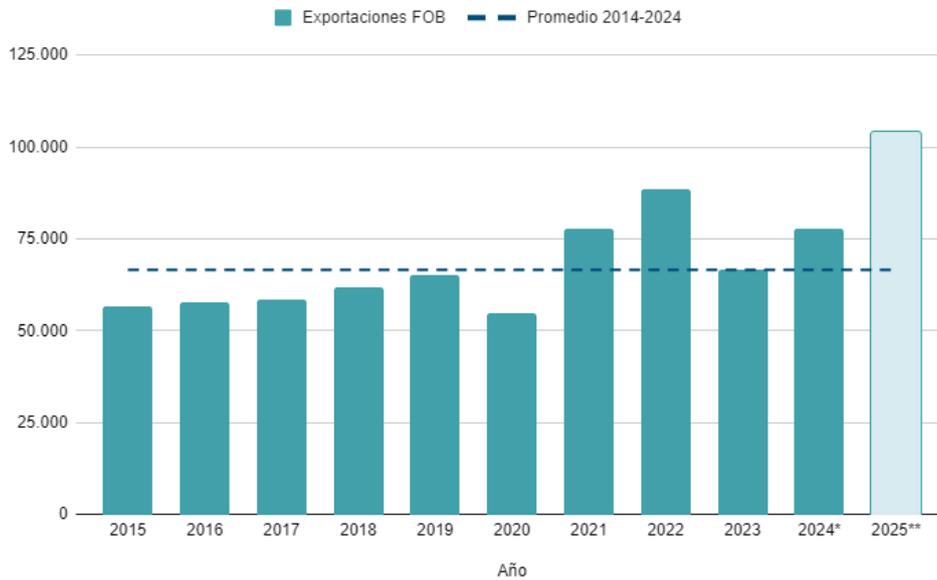
<i>Julio 25</i>	\$1.149	1,0%	12,6%
<i>Agosto 25</i>	\$1.160	1,0%	13,8%
<i>Septiembre 25</i>	\$1.172	1,0%	14,9%
<i>Octubre 25</i>	\$1.183	1,0%	16,0%
<i>Noviembre 25</i>	\$1.195	1,0%	17,2%
<i>Diciembre 25</i>	\$1.207	1,0%	18,3%

Esto nos da un indicio importante: O bien el gobierno no levantará el cepo a lo largo del 2025, y buscará por todos los medios defender este esquema cambiario con reservas que actualmente carece; o bien se levantará el cepo de manera sorpresiva en algún momento del año, presumiblemente durante el primer trimestre, para mantenerlo lo más lejos posible del proceso electoral. Esta segunda opción sería grave, porque implicaría una falsedad de las proyecciones de inflación (que acompañan a las de tipo de cambio). Y si bien, no resulta extravagante que un Gobierno subestime las expectativas de inflación para el año presupuestado, en este caso hay una particularidad: De acuerdo con el anuncio de Milei, si los ingresos superan lo presupuestado (en este caso, por mayor nominalidad) éstos no se volcarán a incrementar el gasto público. Únicamente ajustará el gasto indexado por ley (jubilaciones, por ejemplo), mientras que los llamados gastos discrecionales sufrirán un ajuste mucho mayor al presentado en el proyecto, que permanece velado.

Para finalizar, en el proyecto los dólares para defender al *crawling peg* surgirían de un superávit comercial similar al del año actual. Se proyectan exportaciones por USD 104.030 millones e importaciones por USD 94.512 millones.

Por el lado de las exportaciones, esto supone un incremento del 56,2% respecto al promedio de los últimos diez años, del 17,6% respecto al año de mayores exportaciones de la historia (2022) y del 33,8% respecto al año actual (asumiendo que en el último cuatrimestre se mantiene la tendencia de los primeros ocho meses). Estos valores parecen muy difíciles de alcanzar, incluso considerando mejores rindes de la cosecha y mejora en la balanza energética: La Bolsa de Comercio de Rosario estima entre USD 2.000 y 4.000 millones de ingresos extra por mayores rindes en la cosecha de granos. Por el lado energético, la consultora Economía y Energía estimó en agosto un crecimiento de las ventas al exterior por USD 1.134 millones. Dado que las exportaciones en 2024 rondarán los USD 77.700 millones, sería necesario incrementar las exportaciones del resto de los rubros (o mejoras en los precios internacionales) por un total de USD 21.196 millones.

Exportaciones FOB 2015-2024 y estimación del Presupuesto para 2025

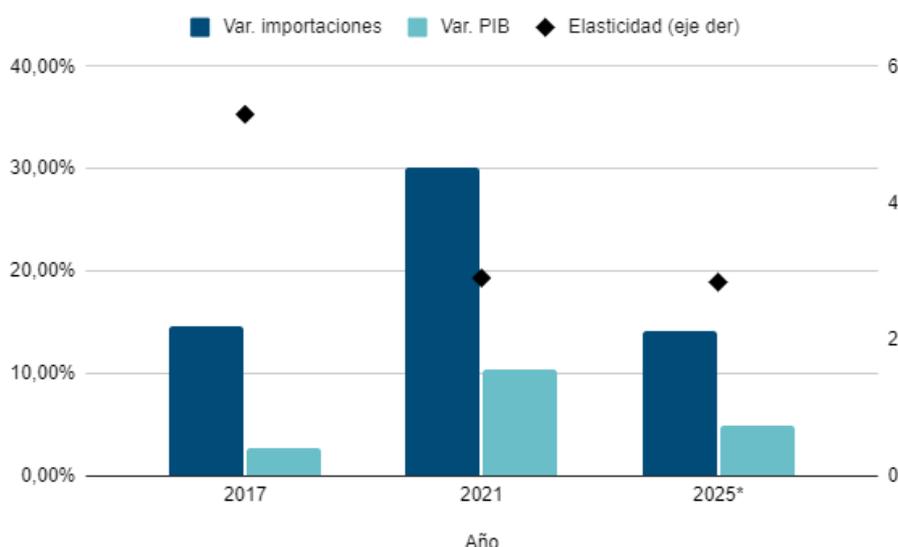


*: Año 2024 USD 77.763, estimado por IEA

** Año 2025 USD 104.030, según proyecto de Presupuesto 2025

Finalmente, por el lado de las importaciones, el Gobierno asume que éstas crecerán un 13,4% en valor, correspondiente a un 14,2% en cantidad y una caída del -0,7% en los precios. Nuevamente, esta estimación parece resultar excesivamente conveniente, al menos bajo el supuesto de un crecimiento del PIB del 5,0%. Estos valores arrojan una elasticidad producto de las importaciones de 2,8. Pero si observamos las recuperaciones económicas de episodios anteriores de rebote, post recesión, sólo encontramos un valor similar en el 2021 (post pandemia) cuando la recuperación se dio en el marco de mayores controles de importación (elasticidad 2,9 dada por suba de importaciones del 30,1% sobre crecimiento del PIB del 10,4%). En cambio, en el año 2017, con recuperación + apertura de importaciones, la elasticidad producto de las importaciones alcanzó 5,3 puntos (suba de importaciones del 14,7% sobre crecimiento del PIB del 2,8%). Esto significa que el crecimiento de las importaciones respecto al 2024 podría alcanzar el 25%.

Variación de las importaciones y el PIB en años seleccionados



* Año 2025 según proyecto de Presupuesto

En definitiva, se observa una inconsistencia en el proyecto de Presupuesto entre el crecimiento, las expectativas de la balanza comercial y el régimen cambiario-inflacionario. Se sobreestiman las exportaciones y se subestiman las importaciones para el crecimiento dado. Esto indica que el resultado de la balanza comercial no será suficiente para sostener el régimen de tipo de cambio actual. Incluso asumiendo un crecimiento mucho menor, se necesitaría un desempeño extraordinario del sector externo para lograr el saldo de USD 20 mil millones que se proyecta. Si esto no se cumple, es probable que la inflación sea mucho mayor a la programada, generando un ajuste sobre las partidas de gasto discrecional y mayores dificultades para la recuperación económica.

Por supuesto, esto repercutirá en el resto de las estimaciones del Presupuesto. Por el lado de los ingresos, se asume un importante crecimiento de los derechos a la exportación y de los aportes y contribuciones (dados respectivamente por el crecimiento de las exportaciones y del PIB), además del impuestos a los combustibles (que repercutirá en precios). Por el lado de los gastos, las partidas con crecimiento real (bajo el supuesto inflacionario antes discutido) son las transferencias a provincias (principalmente debido a mayores recursos para CABA, acorde al arreglo entre las dos jurisdicciones para el traspaso de los fondos), los servicios sociales, dentro de los cuales se plantea mayor presupuesto para salud y para la seguridad social (atada a la suerte de la inflación, dado la indexación de las jubilaciones). El gasto total pretende ajustarse un -0,2% real, fundamentalmente por el recorte de subsidios a la energía. Las universidades nacionales, lejos de la esperada recomposición, sufrirán nuevamente una merma en sus transferencias equivalente al -3,5%. Si la inflación fuera mayor a la esperada, es esperable que este rubro sufra las consecuencias, por lo cual el conflicto educativo está lejos de tener una resolución.

Datos de equipo

Director

Diego Bastourre

Equipo de Investigación

Martín Breinlinger

Kevin Castillo

Julián Chambó

María Eugenia de Irureta Aguilar

Federico Machado

Nicolás Sanvitale

Claudia Simonte

Secretario

Javier Gobbi

Datos de contacto

<https://iea.ude.edu.ar/>

iea@ude.edu.ar



ude.edu.ar



UNIVERSIDAD
DEL ESTE
LA PLATA