

## UN PRESUPUESTO QUE BUSCA APUNTALAR EL ANCLA FISCAL Y GENERAR EXPECTATIVAS DE RECUPERACIÓN DE LA ACTIVIDAD

El Gobierno presentó el proyecto de Ley de Presupuesto 2025 que proyecta una marcada desaceleración de la inflación y una veloz recuperación de la actividad

Luego del discurso del Presidente en el Congreso el domingo pasado se conoció el texto completo del proyecto de Ley de Presupuesto 2025, que el Gobierno espera comenzar a debatir en la Comisión de Presupuesto la próxima semana.

El escenario macroeconómico anticipa una recuperación del PIB al 5% luego de una caída del 3,8% este año. En tanto, la inflación y el tipo de cambio tendrían una variación anual del 18,3% durante el próximo año.

Al mismo tiempo, el Gobierno prevé que el 2024 cierre con una inflación del 104,4%, lo que requiere una inflación no superior al 3,2% en septiembre y un promedio mensual de 2,2% en los últimos tres meses del año. En tanto que en 2025 la tasa de inflación promediaría el 1,4% mensual y el *crawling peg* disminuiría del 2% actual al 1,4% proyectado.

A partir de estos supuestos se construye la proyección de cálculo de recursos impositivos: se asume que en 2025 los ingresos impositivos crecerían 29,4% (suba real del 9,4%). Los cerca de \$5,4 billones de recaudación del impuesto PAIS en 2024 serían compensados con aumentos en la recaudación de IVA (+\$5,19 bill.), Derechos de Exportación (+\$5,36 bill.) y Ganancias (+\$3,82 billones).

El proyecto incorpora (art. 1) una regla fiscal por la cual el Sector Público Nacional "deberá

### Proyecciones económicas Presupuesto Años 2024-2027

Variables		2024	2025	2026	2027
PIB	var. % a/a	-3,8	5,0	5,0	5,0
Inflación (fin de período)	var. % a/a	104,4	18,3	11,6	7,4
Tipo de Cambio (fin de período)	\$/USD	1.019,9	1.207,0	1.347,0	1.446,0
Balanza comercial	Mill. USD	21.972,0	20.748,0	18.673,0	16.025,0
Resultado Primario	% del PIB	1,5	1,3	n/d	n/d

FUENTE: @SuramericanaV en base a INDEC

### INGRESOS IMPOSITIVOS En millones de pesos

Concepto	2024 (1)	2025 (2)	Var (%) (2) / (1)
Ganancias	9.301.129,1	13.125.238,5	41,1
Bienes Personales	422.825,5	326.732,6	-22,7
IVA Neto de Reintegros	19.217.745,0	24.712.819,9	28,6
Impuestos Internos	1.074.815,8	1.442.738,3	34,2
Derechos de Importación	2.879.181,2	4.325.071,1	50,2
Derechos de Exportación	5.344.904,6	10.712.570,9	100,4
Tasa de Estadística	573.270,6	878.062,0	53,2
Combustibles y Dióxido de Carbono	830.915,9	2.122.413,5	155,4
Monotributo Impositivo	159.282,8	472.911,0	196,9
Créditos y Débitos en Ctas. Banc. y otras Op.	9.209.577,8	12.342.520,5	34,0
Para una Argentina Inclusiva y Solidaria	5.385.778,0	0,0	-100,0
Otros Impuestos	626.400,8	751.483,0	20,0
<b>Total</b>	<b>55.025.826,9</b>	<b>71.212.561,3</b>	<b>29,4</b>

FUENTE: @SuramericanaV en base a Proyecto de Ley de Presupuesto

obtener a partir del Ejercicio 2025 y en todos los ejercicios subsiguientes, un resultado financiero equilibrado o superavitario". Así, frente a cualquier desvío en los ingresos proyectados que afecte negativamente el equilibrio financiero, los gastos deberán, como mínimo, recortarse en la misma proporción.

En ese sentido, se proyecta equilibrio financiero a partir de un superávit primario del 1,3% del PIB que iguala el servicio de intereses de la deuda.

El Gasto total proyectado suma \$117,55 billones y registraría un aumento del 32,8% (12,3% real) en 2025 a partir de una mayor participación en las erogaciones de los Servicios Sociales (principalmente Seguridad Social y Salud) y en Servicios de Defensa y Seguridad que se compensan con menor participación de los Servicios Económicos (Energía, Combustible y Minería) y del servicio de la Deuda Pública.

Al descomponer los 10 principales destinos del gasto por finalidad/función, que representan cerca del 78% del gasto total, se advierte que el grueso del ajuste del gasto recae sobre los subsidios energéticos (se proyecta una caída nominal de unos \$1,7 billones respecto a lo erogado en 2024).

En tanto, al considerar las fuentes de financiamiento (\$158,3 billones) previstas en el Presupuesto, resalta la colocación de instrumentos en pesos de corto plazo (52,7%) y largo plazo (16,2%). Además, a efectos de cumplir con lo estipulado por el art. 1 de la ley 27.612 (Fortalecimiento de la Sostenibilidad de la Deuda Pública), se solicita aprobación del Congreso Nacional para que un máximo del 18% del monto destinado a la emisión de títulos públicos pueda colocarse en moneda y bajo jurisdicción extranjera.

### Composición del Gasto por finalidad, en %

Gastos por Finalidad-Función	2024	2025	Diferencia
Servicios Sociales	67,0%	70,1%	3,1%
Deuda Pública	11,4%	9,9%	-1,4%
Servicios Económicos	11,7%	9,1%	-2,6%
Administración Gubernamental	4,9%	5,7%	0,8%
Servicios de Defensa y Seguridad	4,9%	5,2%	0,2%
<b>TOTAL</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	

FUENTE: @SuramericanaV en base a Proyecto de Ley de Presupuesto

### Principales componentes del Gasto Total

Gasto por Finalidad- Función	En % total	Var. Real
Seguridad Social	51,7%	15,6%
Educación y Cultura	5,7%	14,7%
Salud	5,6%	51,2%
Energía, Combustibles y Minería	4,3%	-36,8%
Promoción y Asistencia Social	3,6%	16,4%
Transporte	3,4%	40,8%
Ciencia, Tecnología e Innovación	1,4%	19,8%
Trabajo	1,0%	54,6%
Vivienda y Urbanismo	0,6%	-35,2%
Agua Potable y Alcantarillado	0,5%	5,3%
<b>TOTAL</b>	<b>77,7%</b>	<b>12,9%</b>

FUENTE: @SuramericanaV en base a Proyecto de Ley de Presupuesto

### Fuentes de Financiamiento Presupuesto 2025 (en millones de \$ y USD)

Fuentes Financieras	TOTAL en \$	TOTAL en USD <sup>(1)</sup>	En %
<b>Endeudamiento público e incremento de otros pasivos</b>	<b>158.377.326</b>	<b>131.216</b>	<b>99,8%</b>
Colocación de deuda en moneda nacional a corto plazo	83.609.571	69.271	52,7%
Obtención de préstamos a corto plazo	1.264.741	1.048	0,8%
Incremento de otros pasivos	4.776.100	3.957	3,0%
Colocación de deuda en moneda nacional a largo plazo	25.742.649	21.328	16,2%
<b>Colocación de deuda en moneda extranjera a largo</b>	<b>27.508.306</b>	<b>22.791</b>	<b>17,3%</b>
Obtención de préstamos a largo plazo	15.475.959	12.822	9,8%
Disminución de la inversión financiera	246.645	204	0,2%
<b>TOTAL</b>	<b>158.623.971</b>	<b>131.420</b>	<b>100%</b>

(1) considerando el tipo de cambio de fin de periodo (\$1.207) de 2025 proyectado en el Proyecto de Presupuesto.

**Mejora el clima financiero a partir del blanqueo y del contexto internacional a pesar de la pobre performance de las reservas del B.C.R.A. en el mes**

En lo que va del mes el B.C.R.A. acumula ventas netas en el mercado cambiario por unos USD316 millones, el peor registro desde julio de 2023 (USD469 millones).

Esta pobre performance se produce a pesar de que las liquidaciones del sector agroexportador totalizan en el mes un promedio diario de USD104,3 millones, lo que implica un alza del 12,2% respecto a un año atrás y se ubica un 28,4% por encima del promedio histórico 2011-2021.

En tanto, las reservas internacionales al 13.9 (último dato disponible) sumaban USD27.420 millones y se recuperan unos USD701 millones, explicado por el incremento en el efectivo mínimo en bancos por USD1.206 millones, a partir del crecimiento de los depósitos en dólares.

En ese sentido, motorizado por el blanqueo de capitales, los depósitos privados en dólares suben en lo que va del mes unos USD2.196 millones, el mayor registro para un mes de los últimos cinco años y acumulan en 2024 una suba de USD5.763 millones.

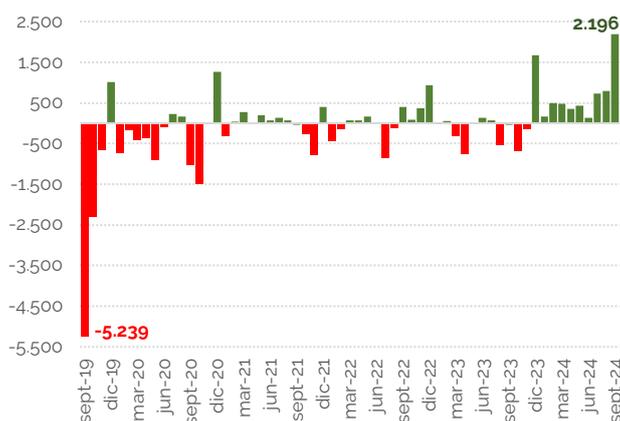
Por otra parte, continúa la baja en la brecha cambiaria, que luego de haber perforado el promedio en la gestión Milei (34.1%) el pasado 5 de septiembre alcanzó el menor valor en cuatro meses al oscilar alrededor del 25%. El actual nivel de la brecha es similar al registrado luego de la devaluación de diciembre de 2023 y a mediados de mayo pasado, antes que el B.C.R.A. decidiera la última baja de 10 puntos porcentuales en su tasa de política monetaria.

**Saldo intervención en el MULC del B.C.R.A. (en millones de USD)**



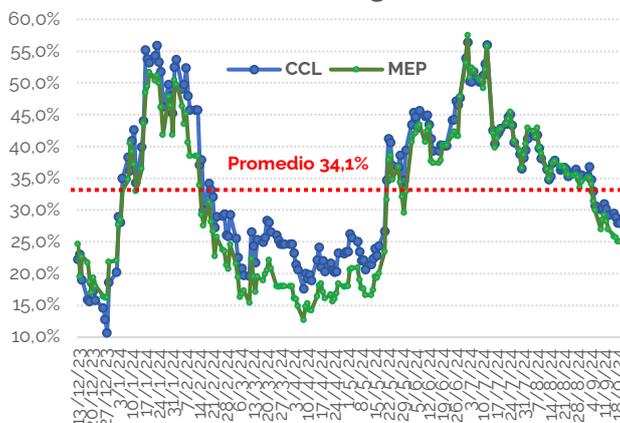
FUENTE: @SuramericanaV en base a B.C.R.A.

**Depósitos privados en dólares (variaciones mensuales, en millones)**



FUENTE: @SuramericanaV en base a B.C.R.A.

**Brechas cambiarias gestión Milei**

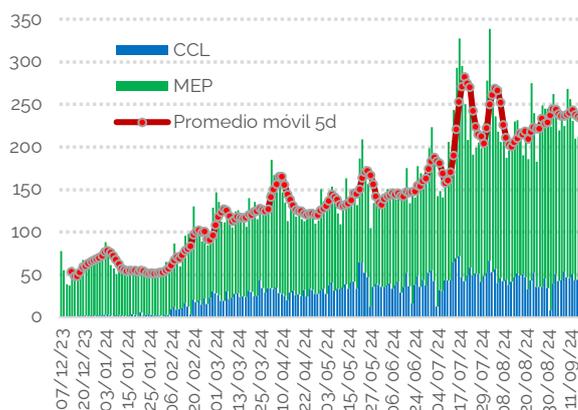


FUENTE: @SuramericanaV en base a BYMADATA

Este jueves la CNV publicó la RG 1018 que suprime el régimen de calendarización de las operaciones en MEP/CCCL al eliminar la necesidad del preaviso de cinco días en las operaciones mayores a los 200 millones de pesos para residentes, y en las operaciones en general para no residentes.

En las próximas jornadas podrá evaluarse el efecto de esta medida sobre el volumen operado y la evolución de la brecha. Desde el anuncio del Gobierno, a mediados de julio pasado, de intervención en este mercado para esterilizar las compras en el mercado cambiario, el volumen promedio diario ha aumentado desde unos USD150 millones a los USD235 millones.

**Volumen operado en MEP/CCCL**  
(totales diarios, en millones de USD)



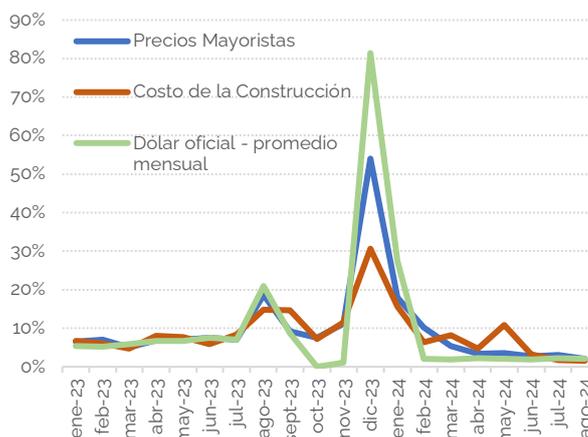
### Los precios mayoristas y el costo de la construcción desaceleraron en torno a la pauta devaluatoria mensual del 2%

Luego del salto cambiario en el dólar oficial en diciembre de 2023 y su impacto inflacionario, el gobierno ha logrado mantener un sendero de reducción de la inflación que se asienta principalmente en la estabilidad cambiaria y la caída de las ventas que caracterizan a este 2024.

La tasa de depreciación del tipo de cambio oficial es del orden del 2% mensual desde febrero, lo que frenó los precios de los bienes importados desde marzo. La inflación de los bienes importados promedió 0% en los últimos 6 meses.

A su vez, la inflación mayorista de los bienes nacionales se ha desacelerado notoriamente, ubicándose en 2,2% en agosto (contra 4% de mayo). La excepción es el precio mayorista de la electricidad, que en los últimos 4 meses aumentó un 39%.

**Precios Mayoristas, Costo de la Construcción y Dólar Oficial**  
(variación mensual en %)



FUENTE: @SuramericanaV en base a INDEC y B.C.R.A.

Esto permitió que la inflación mayorista de agosto se sitúe en 2,1%, valor similar al de diciembre de 2021. Desde entonces hasta abril de 2024 los precios mayoristas siempre estuvieron por encima del 4% mensual, con un pico de 54% en diciembre de 2023.

También el índice del costo de la construcción se desaceleró al 1,6% mensual en agosto, situándose por debajo de la pauta cambiaria y promedia un 1,7% de incremento mensual en los últimos 2 meses. Este índice muestra una tendencia decreciente desde marzo, aunque en el mes de mayo se vio impactado por el efecto de la recomposición salarial dispuesta para el sector.

**A pesar de la estabilidad cambiaria y la baja de la inflación la actividad y la inversión aún no se recuperan**

Mientras que el PIB volvió a caer en el segundo trimestre un 1,7% , la inversión cayó más de un 9% respecto al primer trimestre al tiempo que medido a precios constantes el PIB del segundo trimestre mostró el valor más bajo para un segundo trimestre desde 2009 (excluyendo 2020).

La menor caída de la actividad es explicada en gran parte por la recuperación del sector Agricultura, ganadería, caza y silvicultura (+81,2% ia) luego de la sequía, y por la mejora de las exportaciones (+31,4% i.a), mientras que las importaciones cayeron 22,5% i.a. En sentido contrario, la formación bruta de Capital Fijo, buen proxy de la inversión cayó 29,4% i.a. En términos sectoriales, Industria manufacturera cayó 13,7% i.a, Comercio 8,7% i.a. y la Construcción 19,7% i.a., todos aportando casi 4 puntos a la caída del PIB del segundo trimestre de 2024.

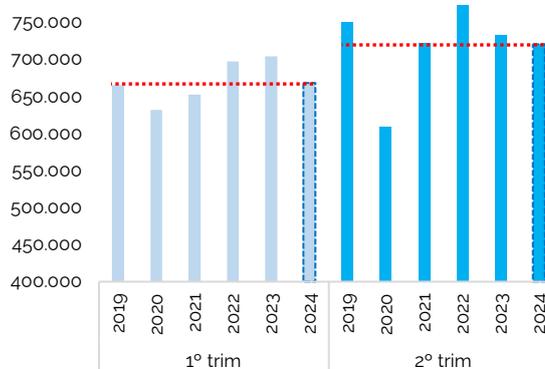
**Nivel de actividad**

(Var. % interanual y desestacionalizada)

	Var i.a	Var s.e
<b>PIB</b>	-1,70%	-1,70%
<b>Consumo privado</b>	-9,80%	-4,10%
<b>Inversión (FBC)</b>	-29,40%	-9,10%
<b>Exportaciones</b>	31,40%	3,90%
<b>Importaciones</b>	-22,50%	-5,50%

FUENTE: @SuramericanaV en base a INDEC

**Producto Interno Bruto (PIB)  
(en millones de \$ a precios de 2004)**



FUENTE: @SuramericanaV en base a INDEC

### Equilibrio financiero en agosto con Derechos de exportación e impuesto PAIS recaudando más que en 2023

En agosto el sector público logró nuevamente alcanzar un superávit financiero (0,04%) luego del déficit de julio. La recaudación tributaria se redujo un 11% real en agosto de 2024 comparado con agosto de 2023. En tanto, los gastos primarios cayeron un 24% en términos reales.

El impuesto PAIS y los derechos de exportación son las únicas fuentes impositivas que aportaron este año más recursos en términos reales que en 2023.

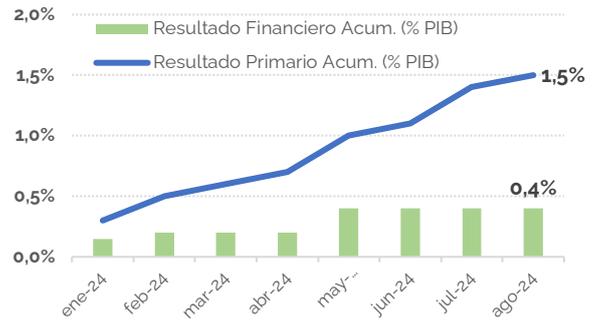
Siguen en baja los tributos vinculados a la actividad como el IVA (-14% i.a. en agosto), Ganancias (-28% i.a.) y derechos de importación (-33% i.a.). En tanto que los aportes y contribuciones a la seguridad social han caído entre un 6% y 9% i.a. en los últimos 3 meses.

### INTERNACIONAL: la FED inicia proceso de baja en su tasa de política monetaria

El miércoles el Comité de Política Monetaria (FOMC) decidió por 11 votos a 1 bajar la tasa desde el 5,25/5,50% al 4,75/5%, iniciando así un ciclo de relajamiento de la política monetaria luego del mayor incremento en los últimos 40 años que había llevado la tasa desde el 0,25% en marzo de 2022 al 5,25-5,50%.

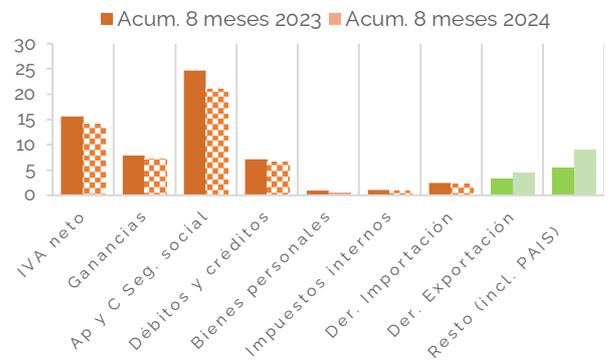
En tanto, la proyección de los miembros de la FED (*Dot plot*) muestra que la mayoría de los miembros considera que a fines de 2024 la tasa debería bajar otros 50 pbs acompañado por un descenso de otros 100 pbs durante 2025.

### Resultado primario y financiero (en % del PIB y acumulado 2024)



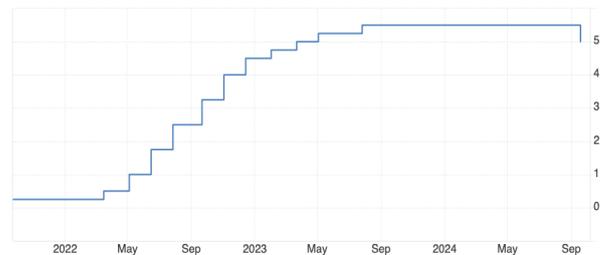
FUENTE: @SuramericanaV en base a MECON e INDEC.

### Recursos tributarios Enero-Agosto 2024 (en billones de \$ de Agosto de 2024)



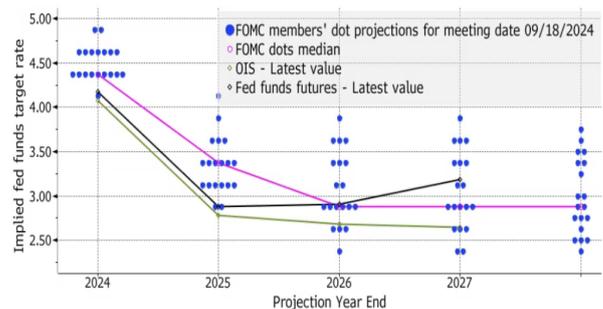
FUENTE: @SuramericanaV en base a MECON e INDEC.

### Tasa de política monetaria de la FED, en %



FUENTE: @SuramericanaV en base a Bloomberg

### Tasa apropiada de política monetaria a futuro Estimación miembros de la FED (Dot plot)



FUENTE: @SuramericanaV en base a Bloomberg

RESUMEN MERCADOS INTERNACIONALES<sup>(\*)</sup>

Tasas EE.UU.				Var. Sem	Var. Año	Precios Commodities		Var. Sem	Var. Año		
	FED	4,83%		-50 pbs	-50 pbs	Oro	2.614,30	1,3%	26,8%		
	1M	4,89%		-26 pbs	-71 pbs	Petróleo	72,05	5,0%	0,6%		
	3M	4,80%		-17 pbs	-60 pbs	Gas Natural	2,35	1,9%	-6,6%		
	6M	4,46%		-14 pbs	-80 pbs	Trigo	153,05	-0,8%	-9,8%		
	1Y	3,93%		-7 pbs	-86 pbs	Maíz	125,78	3,8%	-13,9%		
	10Y	3,73%		7 pbs	-15 pbs	Soja	273,75	2,7%	-21,7%		
Monedas				Var. Sem	Var. Año	Bolsas internacionales		Var. Sem	Var. Año		
		1,1166		0,8%	0,9%		Dow Jones	42.025,19	1,5%	11,5%	
		1,3281		1,1%	4,3%		S&P 500	5.713,64	1,6%	19,8%	
		142,62		0,8%	0,8%		NASDAQ	18.013,98	1,9%	20,0%	
		7,0675		-0,7%	-0,6%		Shenzhen	8.087,60	1,3%	-15,1%	
		5,4293		-3,5%	11,9%		IBOVESPA	133.122,67	-1,3%	-0,8%	
		962,50		0,3%	19,1%		S&P BYMA	1.847.053,09	1,6%	98,7%	
Tasas Argentinas				TNA	TEA	Var. Año	Dólar oficial, futuros y financieros		Var. Sem	Var. Año	
	Riesgo País (EMBI+), en pbs			1.310		-597 pbs		CCL	1.212,76	-2,4%	26,5%
	Pase 1d	40,00%		49,15%		-12231 pbs		MEP	1.193,47	-2,2%	21,2%
	Caución 1d	38,43%		46,82%		-9052 pbs		Exportador (80/20)	1.013,55	-0,4%	20,9%
	BADLAR Priv.	39,25%		47,21%		-13962 pbs		Turismo	1.542,00	0,2%	19,2%
	TMzo Priv.	41,00%		49,67%		-13583 pbs		BCRA	963,75	0,2%	19,2%
	PF Personas	37,54%		44,74%		-13524 pbs		ROFEX Dic '24	1.081,00	-1,4%	-45,7%

(\*) cierres al jueves 19.9

EQUIPO DE TRABAJO

**Fundador y Presidente:** Martín Guzmán

**Elaboración del informe:** Guillermo Hang, Melina Mallamace, Ramiro Tosi

DISCLAIMER: La información contenida en este documento se produce solamente con fines informativos y no constituye una oferta de compra ni una solicitud para vender, ni constituye base para ningún contrato o compromiso alguno que se adopte en materia de inversión.