

Informe de Coyuntura Nacional

FEBRERO 2025

Resumen ejecutivo



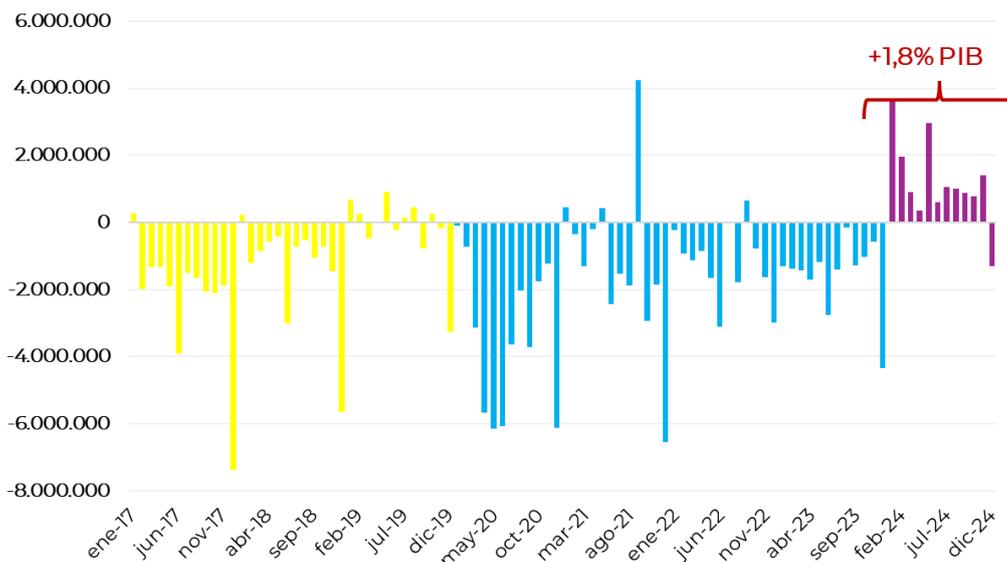
- **Sector Público:** el 2024 cerró con superávit primario (1.8% del PIB) y financiero (0.3% del PIB). Los gastos corrientes del Sector Público Nacional se ajustaron un 27.5% en términos reales. Terminó la vigencia del Impuesto PAIS luego de 5 años.
- **Sector Externo:** Las exportaciones crecieron un 19.4% y las importaciones cayeron 17.5%, cerrando con un superávit comercial de casi 18.900 millones en 2024. La gran estrella de 2024 fue la balanza comercial energética, que pasó de un déficit de 14 millones en 2023 (y de 4.300 millones en 2022) a un superávit de +5.660 millones en 2024.
- **Actividad y Precios:** La inflación de 2024 fue de 117,8% y se espera que en 2025 sea del 25,9%. El IPC aumentó 2,7% durante diciembre. En noviembre de 2024 se observó el primer mes del año con un crecimiento interanual (0,1%) desestacionalizado en el nivel de actividad económica.
- **Sector Financiero:** La tasa de política monetaria se fijó en un 100% TNA el 13/12/2023, desde entonces el BCRA la bajó 8 veces hasta 29% TNA. Las reservas del BCRA aumentaron en 6.583 millones de dólares en 2024. Durante el año, el BCRA compró 18.710 millones en el MULC.

Sector Público



Por primera vez en 16 años, el Estado Nacional cerró el 2024 con superávit primario (1.8% del PIB) y financiero (0.3% del PIB). Esto implica un ajuste equivalente a casi 5 puntos del producto, considerando que 2023 cerró con un déficit financiero de 4.6% del PIB.

Resultado primario mensual en millones de pesos, a precios de diciembre de 2024
enero 2017- diciembre 2024



Fuente: Fundación Libertad en base a información de MECON e INDEC

- Si bien diciembre cerró con déficit financiero y primario, el 2024 finalizó con un superávit financiero de 1.76 billones de pesos, equivalentes a 0.3% del PIB. Por otra parte, el superávit primario fue de 1.8% del PIB, esto equivale a más de 10.4 billones de pesos.
- Llevando el resultado mensual de los últimos años todo a pesos de diciembre de 2024, el superávit primario de 2024 fue equivalente a 14.2 billones de pesos, cifra que contrasta fuertemente con el déficit de 18.5 billones en 2023 o el de 40.3 billones durante 2020 (primer año de la pandemia).

¿Cómo se explica el ajuste de 2024?

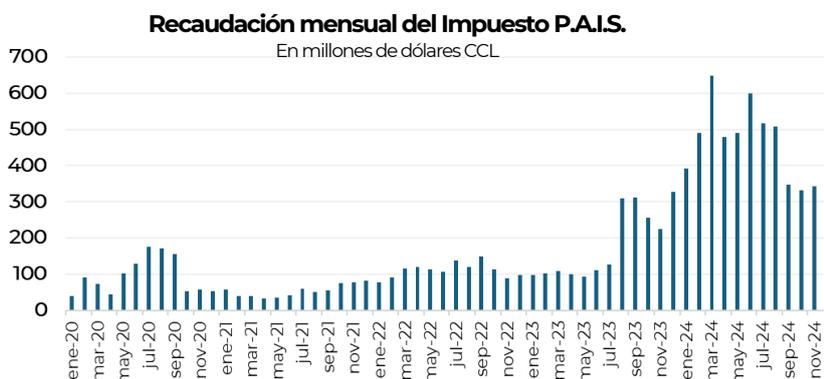
Participación en el ajuste total de gastos primarios por partida durante 2024 y variación real interanual

Partida	% del Ajuste Total	Recorte real vs. 2023
Obra pública	24%	-77,2%
Jubilaciones	19%	-16,4%
Otros Programas Sociales	13%	-32,5%
Subsidios energéticos	10%	-34,1%
Salarios del sector público	10%	-20,3%
Transferencias corrientes a provin	9%	-67,8%
Transferencias a universidades	3%	-25,5%
Subsidios al Transporte	3%	-28,9%
Otros	10%	
Gastos primarios totales		-27,5%

Fuente: **Fundación Libertad en base a información de MECON e INDEC**

- ¿Cómo se explicó el ajuste? Durante 2024 los ingresos totales cayeron un 5.6% respecto a 2023, hablando siempre en términos reales (tributarios -2.7% real i.a.), por lo tanto, si buscamos una explicación del superávit debemos mirar el lado de los gastos, que se contrajeron un 27.5% respecto a 2023. En este sentido, hubo algunos datos interesantes. Por ejemplo, el Ministerio de Economía informó que durante diciembre las empresas públicas registraron su primer mes de superávit operativo desde 2009. Además, se dio la disolución de 19 fondos fiduciarios. Sin embargo, mirando en términos absolutos, hay 3 componentes que explican más del 50% del ajuste.
- La obra pública fue llevada a su mínima expresión durante el año pasado, evidenciando un recorte real vs. 2023 superior al 77%. En concreto, explica el 24% de la contracción de los gastos primarios. Por otro lado, las jubilaciones explican el 19% del recorte durante 2024, aunque en este caso el recorte real fue del 16.4% (importante recordar que hubo cambio de fórmula y que esta partida significa casi un 40% del gasto total del Estado Nacional).
- El recorte en otros programas sociales explicó el 13% del ajuste total, aunque cabe destacar, por ejemplo, que la AUH no sólo no se contrajo, sino que se gastó en términos reales un 39% más que en 2024.
- Por otra parte, la quita de subsidios al transporte y la energía explicaron en conjunto un 13% del ajuste, mientras que la reducción de las transferencias a provincias explicó un 9% (aunque se contrajeron fuertemente, casi en un 68%). El recorte a universidades, que estuvo levemente por debajo en términos porcentuales del recorte total del gasto, explicó un 3% del ajuste.

- El 23 de diciembre terminó la vigencia del impuesto PAIS, instaurado como de emergencia a fines de 2019. Este impuesto duró 5 años y afectó tanto el comercio exterior como la compra de divisas para el atesoramiento por parte de las personas.
- Durante sus años de vigencia recaudó aproximadamente 10.527 millones de dólares, considerando la recaudación mensual y dividiéndola por la cotización mensual promedio del dólar CCL. Dicha recaudación implicó un promedio mensual de 175 millones de dólares, aunque vale destacar que se vio fuertemente acrecentada durante 2024, por efecto de la devaluación de diciembre de 2023 y la suba de alícuota a las importaciones durante los primeros meses del año. Durante 2024 recaudó aproximadamente 5.240 millones de dólares, +436 millones mensuales en promedio. Finalmente, el gobierno bajó la alícuota y decidió dejar vencer el impuesto al terminar su vigencia a fines del año pasado.

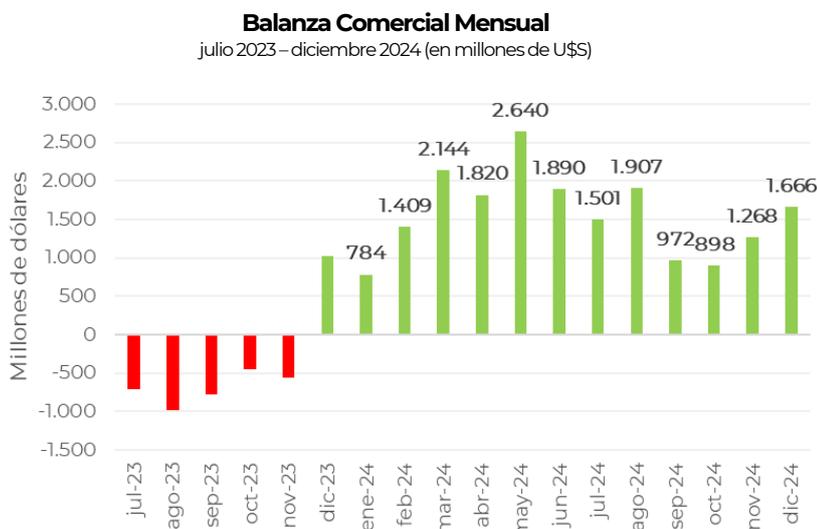


Fuente: **Fundación Libertad en base a información de MECON y fuentes del mercado financiero**

Sector Externo

Superávits Gemelos: 2024 también cerró con un superávit comercial de casi 18.900 millones de dólares. Todos y cada uno de los meses terminaron en verde.

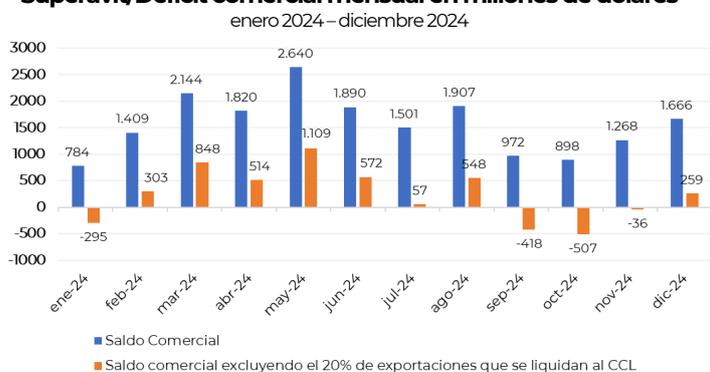
- Durante 2024 las exportaciones crecieron un 19.4%, lo que sumado a la contracción de las importaciones de 17.5% explicaron el pasaje de un déficit comercial de 6.900 millones de dólares durante 2023 a un superávit de casi 18.900 millones durante 2024.
- Productos Primarios y Manufacturas de origen agropecuario, con crecimientos i.a. en torno al 25% explicaron gran parte de la recuperación, pero también hubo un fuerte crecimiento en las exportaciones de combustibles y energías (+22.3%). En total, se exportó bienes por +79.700 millones de dólares en 2024.



Fuente: **Fundación Libertad en base a información del INDEC**

- Más modesto es el resultado si hacemos el cálculo teórico de la balanza comercial extrayendo el 20% de las exportaciones que se liquidan al CCL. Esto nos da una idea del poder de compra del BCRA de divisas generadas en el comercio exterior. Haciendo este cálculo nos da 2.954 millones, aunque no es preciso puesto que buena parte de las importaciones también comenzaron a realizarse al CCL y por fuera del mercado oficial. De todos modos, nos da una cifra "piso" relevante.
- En ese sentido, una cifra interesante para mirar son las compras del BCRA en el mercado oficial de cambios. Cabe destacar que al analizar su desempeño durante 2024 hay que considerar que no sólo pasan por este mercado las operaciones de comercio exterior, sino también, por ejemplo, las liquidaciones de operaciones financieras como los préstamos de la banca local a exportadores o la liquidación posterior a la emisión de obligaciones negociables emitidas en dólares por empresas locales. Estos componentes fueron muy relevantes en la última etapa del año, fundamentalmente posterior al blanqueo de capitales

Superávit/Déficit comercial mensual en millones de dólares



Fuente: **Fundación Libertad en base a información del INDEC**

Compras netas de dólares semanales por el BCRA



Fuente: **Fundación Libertad en base a información del BCRA**

- En concreto, durante 2024 el BCRA compró a través de este mercado 18.488 millones de dólares de los cuales 3.958 millones se concentraron en el último trimestre del año. Esto fue a contramano de lo estacional y ayudó a recuperar el ritmo de compras perdido en los meses meridionales del año. Además, la diferencia entre importaciones devengadas y pagadas siguió normalizándose y ya se encuentra en ratios cercanos al 90%, habiéndose normalizado los flujos comerciales, aunque la relación entre el crawl y la tasa siguen dando incentivos a retrasar algunos pagos.
- La gran estrella de 2024 fue la balanza comercial energética, que pasó de un déficit de 14 millones en 2023 (y de 4.300 millones en 2022) a un superávit de +5.660 millones en 2024. El sector pasó de ser un importador neto a un exportador neto y se espera que sea una importante fuente de divisas en los años venideros.

Balanza Comercial Energética



Fuente: **Fundación Libertad en base a información del INDEC**

Actividad y Precios

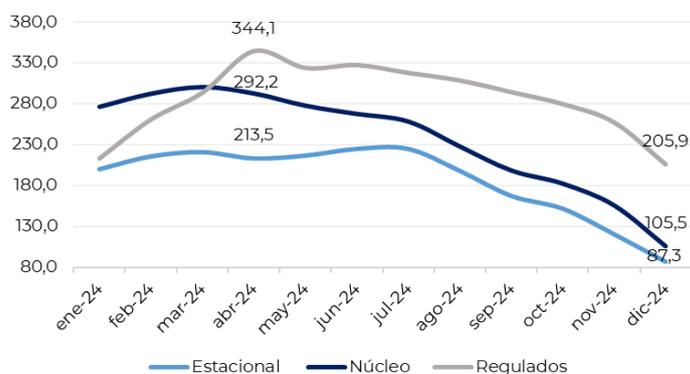


La inflación 2023 fue del 211,4%, la de 2024 se redujo a 117,8% y se espera que en 2025 sea del 25,9%. Por su parte, luego de la fuerte caída del nivel de actividad en los primeros meses del año pasado, desde mayo tomó una tendencia creciente.

- El nivel general de precios aumentó 2,7% en diciembre de 2024, con el dato conocido se puede confirmar cuál fue la inflación acumulada a lo largo del primer año (117,8%). El dato se constituye en un éxito al menos respecto al previsto en diciembre de 2023 para el año 2024. El REM de aquel momento pronosticaba que la inflación para el año iba a ser de 213%. Asimismo la inflación proyectada para 2025 en el REM de diciembre de 2024 es de 25,6%.
- En 2024, se experimentó un fuerte ajuste de precios relativos que llevó a alterar al alza la medición de inflación. Lo mismo se refleja en la variación del IPC por canasta. En 2024, los productos estacionales aumentaron 87,5%, la Inflación Núcleo fue de 105,5% y el aumento de los regulados fue de 205,9%.
- Los rubros de mayor aumento en el año fueron: Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles (248,2%), Comunicación (186,4%) y Educación (169,4%). Por otro lado los que menor aumentaron: Alimentos y bebidas no alcohólicas (94,7%), Equipamiento y mantenimiento del hogar (85,7%), Prendas de vestir y calzado (84,5%).

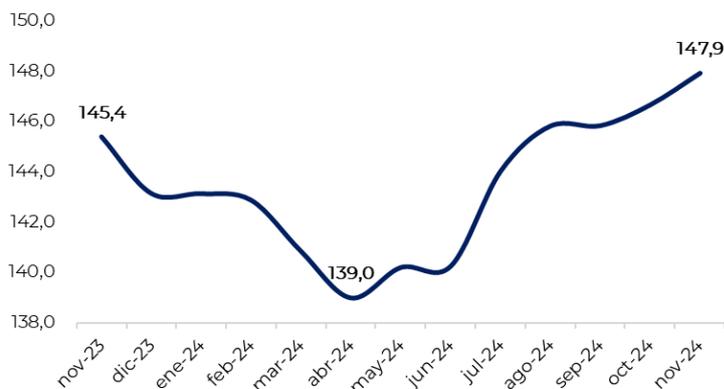
Variación Interanual por categorías

enero 2024 – diciembre 2024



Índice EMAE desestacionalizado

noviembre 2023 - noviembre 2024



Fuente: **Fundación Libertad** en base a información del INDEC

- En lo que atañe a la actividad económica, en noviembre de 2024 se observó el primer mes del año con un crecimiento interanual (0,1%) desestacionalizado, además la variación respecto a octubre de 2024 fue de 0,9%. A partir de mayo de 2024 la actividad económica dejó de caer y permaneció en tendencia creciente mostrando una recuperación en "V" y llegando a los niveles de 2023 hacia fin de año.
- Asimismo, tanto los sectores que cayeron como los que traccionaron el nivel de actividad económica fueron bien diferenciados. A lo largo del año Agricultura, ganadería, caza y silvicultura y Explotación de minas y canteras fueron los sectores con mayor incidencia positiva a la vez que Industria Manufacturera, Construcción y Comercio mayorista, minorista y reparaciones los sectores de mayor incidencia negativa.
- Puntualizando en noviembre de 2024, con relación a igual mes de 2023, cinco sectores de actividad que conforman el EMAE registraron subas en noviembre, entre los que se destacan Pesca (164,6%) e Intermediación financiera (9,9%).

- La actividad Intermediación financiera (9,9%) fue, a su vez, la de mayor incidencia positiva en la variación interanual del EMAE, seguida por Explotación de minas y canteras (7,1%) y Pesca (164,6%). Asimismo, en noviembre los sectores Construcción (-14,2%), Industria manufacturera (-2,3%) y Comercio mayorista, minorista y reparaciones (-1,3%) le restaron un punto porcentual a la variación interanual del EMAE.

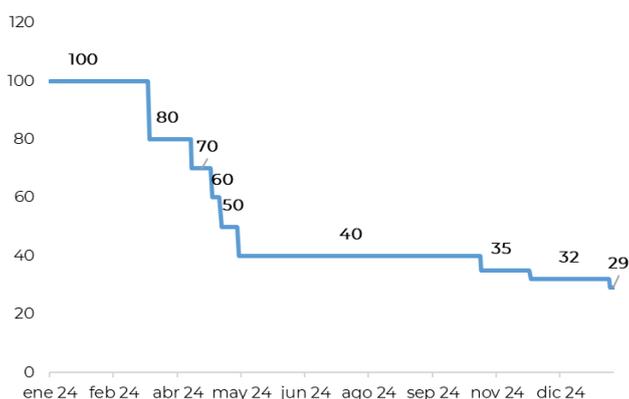
Sector Financiero



Programa del Gobierno: estabilidad monetaria mediante reducción de la emisión por el déficit fiscal y cuasifiscal, ancla cambiaria, acumulación de reservas y recomposición de la demanda de dinero.

- Para comprender la baja de la inflación y el desempeño del nivel de actividad, descritos en la sección anterior es necesario detenerse en el programa monetario planteado por el gobierno el 11 de diciembre de 2023. En el mismo se planteó alcanzar la estabilidad monetaria mediante la reducción de la emisión generada indirectamente a causa del déficit fiscal y cuasifiscal.
- La piedra angular del esquema planteado es el superávit fiscal primario (1.8 del PIB) y secundario (0.3 del PIB), explicado en la primera parte del informe. Para sostener el ancla cambiaria (la devaluación mensual del 2% a los largo de 2024 y que a partir de febrero será del 1%) necesaria para alinear expectativas inflacionarias, fue fundamental acumular reservas por el sector externo (se alcanzó un superávit comercial de 18.900 millones de dólares), tal como se detalló en el segundo segmento del informe.
- La tasa de política monetaria se definió como la correspondiente a los países pasivos a un día, fijándose en un 100% TNA a partir del 13 de diciembre, lo que representó una reducción de 33 puntos porcentuales al comienzo de la nueva administración. Durante 2024, el BCRA continuó disminuyendo la tasa de referencia en siete ocasiones adicionales, alcanzando un 32% TNA hacia el cierre del año. El 30/1/25 anunciaron que se reducirá a 29% TNA.
- En la primera etapa del programa se vio un salto inflacionario, tasas de interés reales fuertemente negativas y una caída del nivel de actividad. Lo mismo permitió realizar parte del ajuste fiscal y reducir el excedente monetario reflejado en la magnitud de pasivos remunerados (cuasi fiscal).

Tasa de Política Monetaria

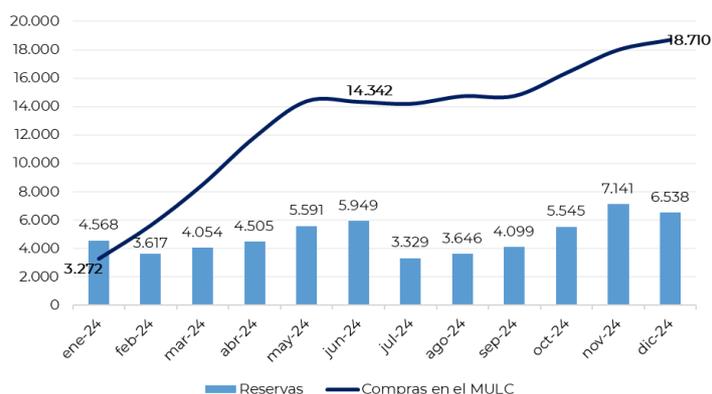


Variación Mensual de Base Monetaria a precios constantes y sin estacionalidad

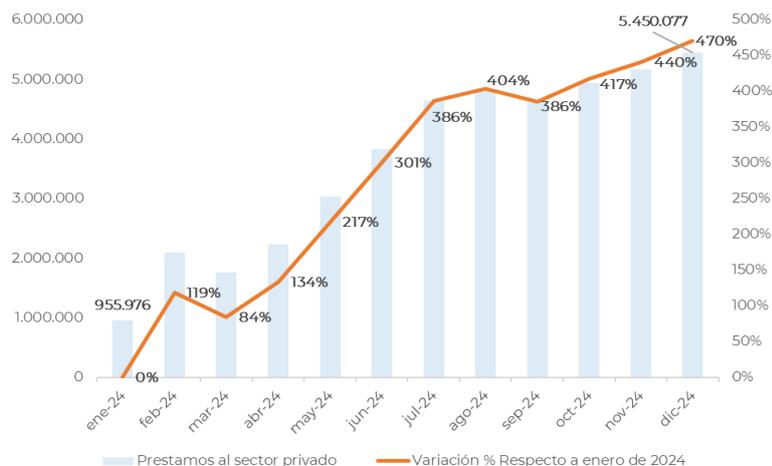


- A fines de julio con la finalidad de absorber el excedente monetaria restante, a la vez que se sostenía el frente fiscal, se emitieron LEFIS, cambiando parte de la deuda remanente y reducida en términos reales (el stock inicial fue de 20 billones) del BCRA por deuda del tesoro. Desde entonces no hay emisión por pago de interés a causa de la emisión generada por operaciones de esterilización. Además, se canjearon las opciones PUTs eliminando emisión contingente de 13 billones debido a la adhesión del 74% de las entidades financieras al canje.
- Además desde ese momento del año se fijó el valor real de la base monetaria en 47,7 billones de pesos equivalentes al 30 de abril. Desde ese momento se esteriliza la emisión generada mediante la compra de reservas en el MULC a través de intervenciones en el mercado CCL lo que permitió contener la brecha cambiaria y fijar la base a costas de la utilización de parte de las divisas obtenidas por la liquidación de quienes acceden al mercado oficial.
- En cuanto a las reservas, en 2024 las mismas aumentaron 6.583 millones de dólares luego de caer 21.525 millones en 2023. El mayor factor que explica la acumulación de reservas en 2024 fue la compra de 18.710 millones en el MULC para el que fue determinante el superávit de la balanza de pagos.

Variación acumulada reservas brutas y saldo en el MULC
Enero 2024 – diciembre 2024 (millones USD)



Total préstamos mensuales al sector privado (millones de pesos) y variación % respecto a enero de 2024



Fuente: **Fundación Libertad en base a información del BCRA**

- Por su parte, se profundizó la recomposición de la demanda de dinero y el crecimiento de los agregados monetarios se concentró principalmente en la creación secundaria por el repunte del crédito al sector privado. A lo largo de 2024 los préstamos al sector privado acumularon una expansión de aproximadamente \$35,5 billones, consistente con un crecimiento real s.e. de 60,5% respecto a diciembre de 2023.
- De manera consistente con la caída de la inflación y yendo a la coyuntura más inmediata, en diciembre de 2024 los plazo fijo UVAs es decir que ajustan por inflación cayeron 15,8% intermensual a la vez que el plazo fijo tradicional registró un aumento de 3,3%. Se entra en 2025 con un escenario de tasas activas positivas, tomando como pauta la mediana de las proyecciones de inflación del REM y la tasa para depósitos mayoristas (TAMAR), y se consolida la demanda por instrumentos de tasa fija.