

24 de agosto, 2023

Resultado fiscal julio 2023: continúa el deterioro

- **Resumen y conclusiones**

El Sector Público Nacional registró en julio un déficit primario de \$334.366 millones, anotando una suba nominal de 95,1% versus julio 2022. De esta forma, se acumula un rojo de \$2.215.060 millones en lo que va del año, o alrededor de 1,35% del PBI; el Tesoro debería tener un rojo máximo de 0,55% en lo que resta del 2023 para cumplir la meta anual de 1,9%. En los últimos años, el déficit de esta parte del año ha superado cómodamente el 1% del PBI.

A pesar del ajuste derivado de la devaluación fiscal llevada a cabo a fines de julio, el salto discreto del lunes post-PASO sin ancla fiscal y/o monetaria, exacerbó los desequilibrios macro con un fuerte traslado a precios; así, el humor social se deterioró rápidamente y se espera que, para contener la caída en el poder adquisitivo de los salarios, y calmar la tensión, el Gobierno anuncie un paquete de medidas que impactarán sobre el gasto, agregando un deterioro mayor a medio punto del producto en lo que queda del año.

En julio, por segunda vez en el mandato de Sergio Massa, los gastos crecieron por encima de la inflación de forma interanual (2,6%), mientras que los ingresos cayeron 8 puntos porcentuales. El factor más determinante fue el aumento real del gasto social, con la partida de programas sociales aumentando 233,5% i.a. en términos nominales, y erogaciones relacionadas a jubilados y pensionados más del 120%.

En cuanto a los ingresos, nuevamente, el equipo económico no pudo contrarrestar la caída de ingresos por derechos de exportación que registraron una baja de 73% a/a en términos reales; a diferencia de meses previos, ninguna otra partida tuvo una buena *performance* como para poder amortiguar la deprimida recaudación por comercio exterior. Dado el último salto discreto del tipo de cambio, agosto debiera mejorar en este aspecto, aunque el alto *pass-through* licuará toda ganancia del tipo de cambio real, siendo que se espera que el A3500 se mantenga fijo hasta las elecciones.

La necesidad fiscal para lo que resta del año estará en torno a los \$2,5 billones –dependiendo del paquete de medidas a anunciar–, por lo que vemos improbable el cumplimiento de la meta con el FMI. En la última licitación, el Tesoro logró un rollo importante que permite financiar el gasto corriente a costa de una mayor deuda indexada, y manteniendo la amenaza de los Puts otorgados por el BCRA. Una nueva sorpresa en las elecciones de octubre podría desencadenar un ejercicio masivo de Puts, poniendo nueva presión sobre la emisión monetaria que continúa en constante expansión por monetización del déficit, compra de bonos en el secundario y compra de USD, entre otros.

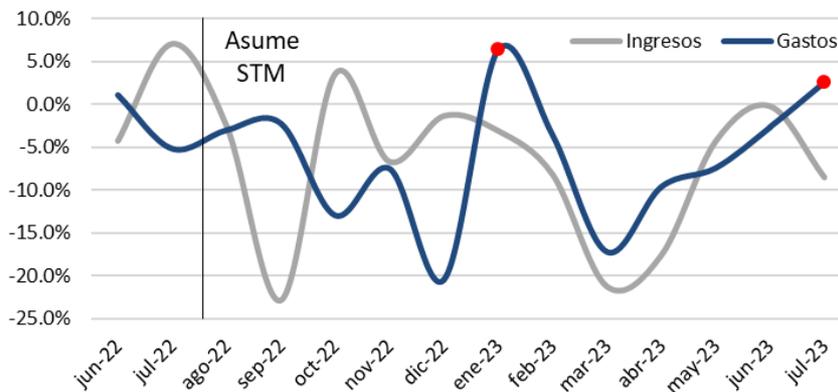
Producto de la devaluación del lunes 14 del corriente mes, esperamos que la inflación de agosto, septiembre y octubre esté cómodamente en las dos cifras, por lo que **se continúa recomendando tomar cobertura contra inflación hasta fin de año.**

• **Resultado fiscal**

El resultado fiscal primario para el mes de julio alcanzó un déficit de \$334.366 millones y así se acumulan \$2.215.060 millones en los primeros 7 meses del año. Al incluir los gastos por intereses, el rojo fiscal de julio aumenta a \$754.243 millones. En términos del producto, el déficit primario ya alcanza el 1,35%, y dada la estacionalidad del gasto y el paquete de medidas a anunciar, creemos difícil el cumplimiento de la meta de 1,9% del PBI para 2023.

En relación al mes anterior, las erogaciones cayeron 10,6% en términos reales, explicado principalmente por el fuerte gasto en salarios de la administración pública del mes de junio. Los ingresos, por su parte, tuvieron una leve caída de 1,6% real. En cuanto a su medida interanual, por segunda vez desde que asumió Sergio Massa como ministro de Economía –la primera fue en enero–, el gasto aumentó en términos reales versus mismo período del año pasado, mientras que los ingresos mostraron una caída de casi 9 puntos porcentuales. **(Figura 1)**

Figura 1. Variación real interanual

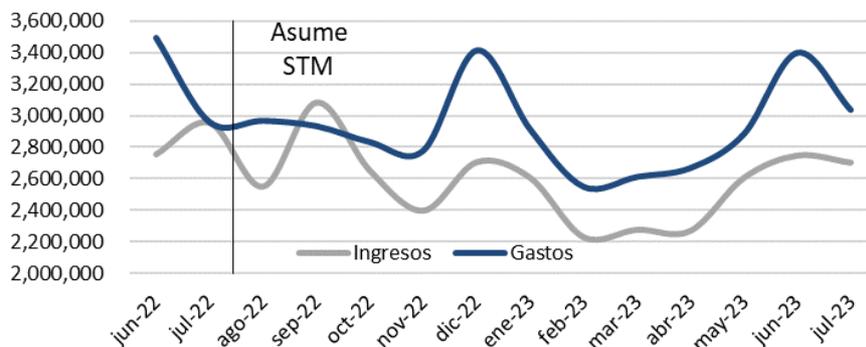


Fuente. CMF en base a MECON e INDEC

A pesar de cierto ajuste en el gasto llevado a cabo por la gestión de Sergio Massa, la caída de ingresos no pudo lograr mantener un solo mes de superávit primario desde septiembre 2022 (**figura 2**). El constante deterioro de las cuentas públicas, que el Gobierno solo atribuye a la sequía, debe ser subsanado para equilibrar la macro y pensar en una economía ordenada, con reglas de juego claras y previsibilidad. La próxima gestión debe poner máximo esfuerzo en recuperar el equilibrio primario, en conjunto con un ordenamiento de los precios relativos.

Figura 2. Ingresos y gastos en términos reales

ARS jul '23



Fuente: CMF en base a MECON e INDEC

Como mencionamos en el informe de junio, esperamos que continúe el deterioro en las cuentas públicas. No vemos factible una reversión de la tendencia del rojo fiscal primario que se mantiene desde octubre 2022. La caída en la actividad económica hará mella sobre los ingresos con una mayor participación del gasto en el resultado de los próximos meses. En los próximos días, se espera que el Gobierno anuncie nuevas medidas como respuesta al deterioro generado por la devaluación del 22% llevada a cabo el lunes post-PASO, por lo que el ahorro que se habría logrado con la devaluación fiscal de fines de julio, sería menor, quedando aproximadamente más de medio punto del producto de desequilibrio.

• Ingresos y gastos

Desde el punto de vista de los ingresos, en julio, el fisco acumuló \$2.701.716 millones, lo que representa una caída de casi 9 puntos porcentuales versus el mismo período del año pasado. Al igual que en los primeros cinco meses del año –junio no mostró caída interanual real del ingreso por derechos de exportación–, la recaudación por liquidaciones de comercio exterior afectó fuertemente a los ingresos totales. En este mes en particular, solo IVA (+10,3%) y aportes y contribuciones (+5,8%) ayudaron a contener la caída en ingresos por el atraso cambiario, pero no hubo partidas que hayan tenido una *performance* destacable.

El Gobierno atribuye una merma en la recaudación en el período enero-julio por derechos de exportación de más de \$900.000 millones o un 0,5% del PBI, lo que da a pensar que es probable que, en caso de que no se cumpla la meta del 1,9%, se atribuya dicho incumplimiento a la sequía. Lo cierto es que la caída de ingresos en esta partida fue considerable durante lo que va de 2023, que en julio llegó a 73% interanual en términos reales. **(Figura 3)**

Por el lado de los gastos, y como ya fue mencionado anteriormente, por segunda vez en la gestión Massa, éstos crecieron en términos reales interanuales (+2,6%) luego de 5 meses de contracción. En los últimos meses, se ha observado que, en aquellos períodos de ajuste del gasto social, las erogaciones por subsidios económicos subieron sustancialmente; este mes en particular, la dinámica se dio al revés, lo que podría responder a una estrategia de compensación para no exacerbar el gasto en un mes en particular. Así, las transferencias para subsidiar tarifas tuvieron una caída de 42 puntos porcentuales. Mientras tanto, el gasto de capital se mantiene firme y aumentó 41,3% a/a. **(Figura 4)**

Figura 3

Ingresos totales	Variación real a/a	Variación real m/m
IVA	↑ 10.34%	↓ -5.12%
Aportes y contrib.	↑ 5.80%	↑ 36.75%
BB.PP.	↓ -0.06%	↓ -68.98%
Débitos y Créditos	↓ -3.35%	↑ 2.75%
Tributarios	↓ -6.92%	↓ -2.78%
Ds. Impo	↓ -10.91%	↓ -6.35%
Ds. Expo	↓ -72.84%	↓ -73.03%

Figura 4

Gastos primarios	Variación real a/a	Variación real m/m
Otras Programas Sociales	↑ 56.27%	↑ 11.79%
Gastos de capital	↑ 41.25%	↓ -2.74%
Salarios	↑ 7.90%	↑ 32.71%
Asignación Universal para Protección Social	↑ 6.93%	↑ 10.60%
Prestaciones sociales	↑ 3.68%	↓ -22.49%
Gastos corrientes primarios	↓ -0.01%	↓ -11.31%
Subsidios económicos	↓ -32.87%	↓ -22.73%
Energía	↓ -41.91%	↓ -27.73%

- **Conclusiones**

- El resultado primario del mes de julio fue en línea con lo esperado. Si bien el ahorro derivado de la devaluación fiscal de fines de julio puede morigerar el desequilibrio, el deterioro de expectativas y las potenciales nuevas medidas para restablecer parte del poder adquisitivo perdido por el salto discreto y el *pass-through* resultante, hará que la meta anual sea prácticamente incumplible.
- La dinámica de subsidios económicos parece estar relacionada a una estrategia de distribución del gasto, siendo que en los meses con ajustes en partidas sociales aumentan las erogaciones por subsidios económicos, mientras que los meses como julio, donde el gasto social aumenta fuertemente, se observa una contracción considerable en tarifas y transporte.
- Dado el escenario electoral de tres tercios, creemos que el gasto social mantendrá su tendencia alcista, así también como la deuda flotante.
- Para el trimestre ago-sep-oct estimamos inflación mensual de dos dígitos, producto del traslado a precios de una devaluación discreta sin ancla fiscal o monetaria. **En ese escenario, continuamos favoreciendo cubrirse con títulos CER de corto plazo. Asimismo, si bien los DL no capturaron todo el salto discreto, sirven como cobertura de tipo de cambio en un escenario de continuo deterioro de expectativas.**

CMF Research – FBerra