

24 de julio, 2023

Resultado fiscal junio 2023: meta incumplida

- **Resumen y conclusiones**

El Sector Público Nacional registró en junio un déficit primario de \$611.743 millones, lo que representa un incremento nominal del 115% versus junio 2022, prácticamente el mismo rojo que un año atrás. Así, se acumulan \$1.880.694 millones de déficit en el primer semestre incumpliendo la meta del segundo trimestre por casi \$700.000 millones. Al momento de escribir estas líneas, la meta anual de déficit fiscal primario sigue firme en 1,9% del PBI. Luce muy difícil que la meta fiscal actual se cumpla, ya que implicaría que el SPN tenga un rojo primario de \$1.100.000 millones en el segundo semestre, algo improbable dada la estacionalidad del gasto público y la falta de medidas más contundentes. Los anuncios del fin de semana en materia cambiaria/impositiva pueden, en el mejor de los casos, recuperar la mitad del *gap* actual entre meta y realidad, quedándole todavía un mayor déficit por más de medio punto del producto bruto.

De esta manera, se cae la última meta por cumplir con el FMI, debido a que la meta monetaria y de acumulación de reservas netas ya habían sido descartadas. Esto supone un pasivo importante a la hora de renegociar la extensión del acuerdo, más aún si se quiere lograr un anticipo de desembolsos por parte del organismo. El panorama se prevé complejo, aunque el anuncio de una devaluación discreta del tipo de cambio oficial sectorizada confirmaría cierto acercamiento con Washington.

En el mes de junio, los ingresos se movieron en línea con la inflación en términos interanuales, mientras que los gastos tuvieron un ajuste de casi 3 puntos porcentuales a precios constantes. Así, se cumple el segundo mes consecutivo en el que los ingresos viajan a un mayor ritmo que los gastos. Tanto ingresos como gastos han aumentado en el último bimestre, aunque es de esperar que, en los próximos meses, los egresos tomen un mayor ritmo y los ingresos se deterioren o mantenga estables. Aun así, en línea con lo sucedido los últimos meses, el ajuste sobre el gasto social se hace notar con una caída del 11% en términos reales versus junio 2022.

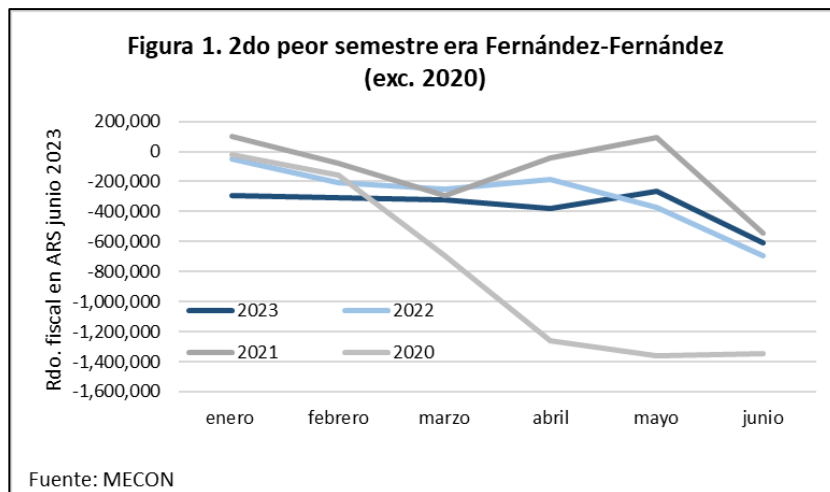
Por primera vez en el último trimestre, el impacto en ingresos por derechos de exportación es positivo en términos reales, ya que, para esta época del año, la liquidación de soja suele finalizar, por ende, la comparación deja de estar impactada por la sequía del agro. A su vez, todavía sigue vigente el dólar diferenciado para economías regionales, por lo que hubo cierto incentivo a liquidar para ese sector permitiendo una recaudación en línea con la inflación del período.

Como se indicó en el informe fiscal del mes pasado, el deterioro fiscal mantendrá su tendencia, por lo que el cumplimiento de la meta de 1,9% del PBI es prácticamente imposible, al tener en cuenta que la necesidad fiscal para lo que queda de 2023 es de aproximadamente 3 veces el déficit permitido. En las últimas semanas se profundizó el financiamiento monetario del déficit y esperamos se mantenga, a pesar de la reticencia del fondo. **Así las cosas, el financiamiento del gasto deja una inflación piso que se mantendrá en niveles elevados para los próximos meses, y el constante riesgo latente de una espiralización mayor.**

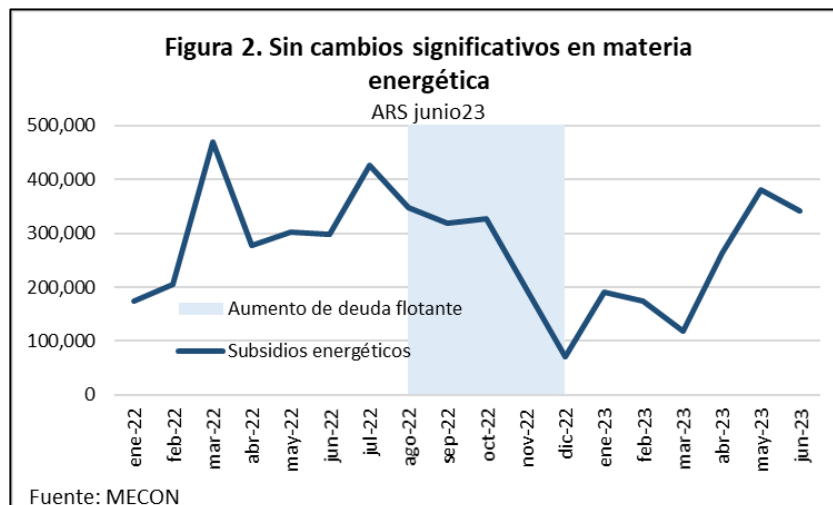
• **Resultado fiscal**

El resultado fiscal primario para el mes de junio alcanzó un déficit de \$611.743 millones y así se acumulan \$1.880.694 millones en el primer semestre del año. Cuando se compara la dinámica vista en los primeros 6 meses de 2023 con el mismo período de años anteriores, la actual es preocupante, ya que es el segundo peor año de la gestión Fernández-Fernández (exc. 2020). **(Figura 1)**

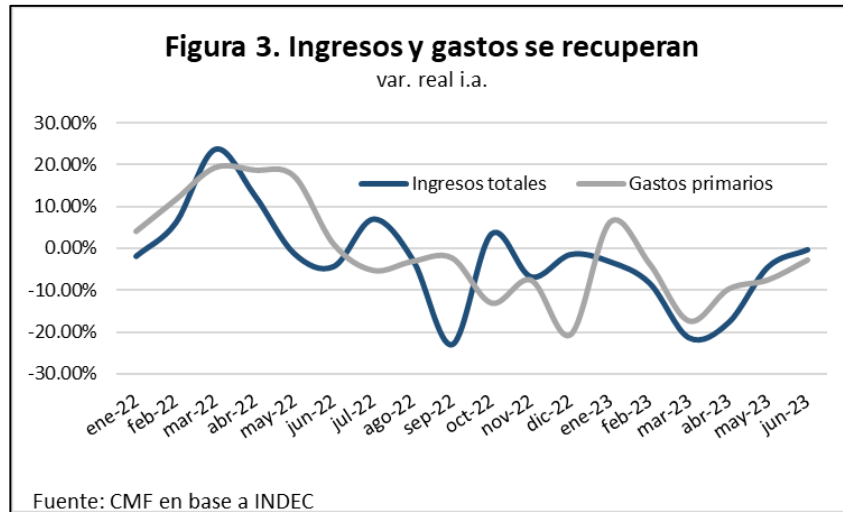
En relación al mes anterior, las erogaciones aumentaron un 17,8% en términos reales, principalmente explicado por la estacionalidad del mes de junio, mientras que los ingresos lo hicieron en un 5,5%. En cuanto a la comparación interanual, los ingresos se movieron en línea con la inflación del período, mientras que las erogaciones tuvieron un ajuste del 2,7%, siendo la caída en prestaciones sociales (-10,7%) la más significativa. En el acumulado del primer semestre, los gastos cayeron 9% en términos reales mientras que los ingresos perdieron 12% frente a la inflación.



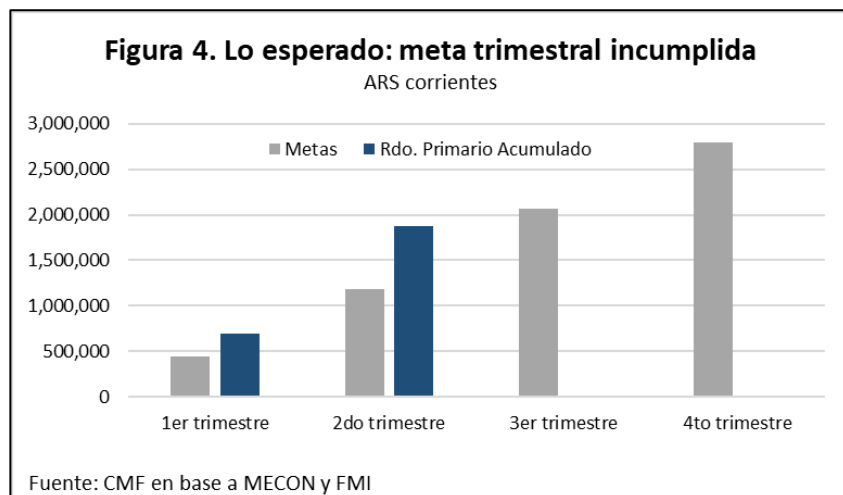
El efecto del ajuste de tarifas energéticas tuvo un impacto menor sobre los subsidios económicos, lo que se puede deber a cierto pago de stock de deuda flotante que impactó en el mes de junio. Durante el primer semestre del año, la tendencia fue claramente positiva y el ajuste no parece haber sido sustancial, como muestra la **figura 2**. No vemos cambios relevantes en este aspecto, a pesar de los pedidos expresos del FMI y la oposición. Será fundamental que la próxima gestión focalice sobre el ajuste de precios relativos, en especial, el tarifario energético, para recomponer un sector altamente perjudicado por la intervención estatal.



En marzo se dio el piso de caída interanual real en ambas cuentas del balance primario, y en el último trimestre se registró una recuperación (menor caída del gasto y menor caída del ingreso) que se mantuvo vigente en todos los meses, como puede apreciarse en la **figura 3**. De cara al próximo semestre, esperamos que esta tendencia cambie con cierto deterioro en los ingresos, por menor actividad económica, y mayor gasto que amplíe la brecha de variación real interanual actual.



El dato de junio confirma lo anunciado en los meses previos, la meta fiscal acordada con el FMI para el segundo trimestre del año fue incumplida (**figura 4**). El desvío fue mucho mayor al esperado, ya que la diferencia fue de \$700.000 millones –un 59%–. La dinámica actual de gastos e ingresos supone un abandono total de las actuales metas fiscales, por lo que, de no lograr un reajuste de éstas, el cumplimiento del objetivo anual luce prácticamente imposible. Hay varios factores que hacen impracticable que se logre: estacionalidad y elecciones son las principales. El reciente anuncio de créditos subsidiados para jubilados, bonos y ajustes a efectivizarse en jubilaciones y salarios mínimos que impactan sobre planes sociales son un claro ejemplo de lo que puede venir en los próximos meses.



Los anuncios del fin de semana en materia cambiaria/impositiva apuntan a cubrir el *gap* primario que existe entre la meta acordada y la trayectoria actual. El gobierno anticipa recursos por \$1,3 billones en lo que resta del año resultante de estas medidas, pero tal estimación pareciera sobreestimar el impacto de las mismas. En el mejor de los casos estimamos que el gobierno recupere la mitad de esos recursos, quedándole todavía un mayor déficit por más de medio punto del producto bruto.

• Ingresos y gastos

Desde el punto de vista de los ingresos, en junio, el fisco acumuló \$2.584.204 millones, prácticamente igual en moneda constante versus mismo período del año 2022. Por primera vez en varios meses, el impacto de la sequía no afectó los ingresos por derechos de exportación, ya que el período comparativo casi no tiene en cuenta liquidación por soja por la estacionalidad de la cosecha, a su vez que en junio todavía seguía vigente el dólar diferenciado para economías regionales que ayudaron a repuntar un poco la recaudación. Entre los tributos que mayor incidencia tuvieron en el mes se destacan aportes y contribuciones con casi \$700.000 millones, aunque se observa una caída real en términos interanuales, lo que da muestra de cierta dificultad de los salarios privados de mantener el ritmo de la inflación, seguido por IVA neto de reintegros y Ganancias —éste último incidido por el primer anticipo del período fiscal 2023 de las sociedades con cierre de balance a diciembre 2023—.

En términos reales, la mejor performance vino por el lado de bienes personales que mostró una variación interanual de 15,9%, seguido por el tributo ligado a la actividad de IVA neto de reintegros con una suba de 14,2% interanual; impuestos internos también logró anotar una importante mejora (+11,5%) versus junio 2022. **(Figura 5)**

En cuanto a los gastos, por segunda vez consecutiva en este 2023, cayeron más que los ingresos al acumular \$3.195.947 millones, un 2,7% menos en términos reales que junio 2022. Nuevamente, el ajuste vino por el lado del gasto social, con jubilaciones mostrando caídas de hasta 7,4% versus el mismo período del año pasado, y asignaciones familiares y pensiones no contributivas bajas de 25,9% y 31,9%, respectivamente. Las erogaciones en gastos de capital se mantienen con la tendencia alcista experimentada durante todo el primer semestre, aunque en este caso, los pagos relacionados a inversión en energía fueron sensiblemente menores (-30,8%) en moneda constante a los realizados en junio 2022. Mientras que aquellos en vivienda y agua potable mostraron variaciones positivas de 3 dígitos.

Como se menciona anteriormente, subsidios económicos mostró una merma en términos mensuales, pero al compararlo al mismo período del año pasado, el gasto se aceleró notablemente en casi 15 puntos porcentuales. Por último, los salarios del sector público mejoraron su poder de compra al avanzar por encima del nivel de inflación. **(Figura 6)**

Figura 5

Ingresos totales	Variación real a/a	Variación real m/m
IVA neto de reitegros	↑ 14.2%	↑ 8.3%
Débitos y créditos	↓ -2.8%	↓ -0.3%
Ganancias	↓ -18.0%	↓ -4.0%
Tributarios	↓ -1.3%	↑ 7.5%
Derechos de importación	↓ -6.8%	↑ 8.0%
Derechos de exportación	↑ 0.4%	↑ 47.2%

Figura 6

Gastos primarios	Variación real a/a	Variación real m/m
Gastos corrientes	↓ -3.9%	↑ 19.8%
Gastos de capital	↑ 13.4%	↓ -0.9%
Prestaciones sociales	↓ -10.7%	↑ 36.2%
Jubilaciones	↓ -7.4%	↑ 59.8%
Subsidios económicos	↑ 14.9%	↓ -6.6%
Salarios	↑ 4.6%	↑ 11.2%

• Conclusiones

- El resultado primario del mes de junio fue peor a lo esperado, y el desvío de la meta de \$700.000 millones da cuenta del abandono por completo de las metas fijadas por el FMI. El nuevo impuesto a las importaciones puede reducir el gap con la trayectoria actual, pero difícilmente pueda evitar un déficit bastante superior al 2% del PBI.
- Se estima que la dinámica para los próximos meses sea de mayor desaceleración de ingresos y aumento del gasto que resultará en un deterioro de las cuentas públicas. El escenario base de déficit fiscal primario está en torno al 2,5%-3,0% del PBI.
- Como mencionamos en el informe del mes pasado, los subsidios económicos siguen suponiendo un problema a resolver, ya que el ajuste tarifario no se ve reflejado en las partidas del gasto, posiblemente por pago de deuda flotante.
- La tendencia de ajuste del gasto social se mantiene intacta, pero ya se ven los primeros intentos de recuperar parte de lo perdido con créditos subsidiados o pago de bonos a jubilados. Esta dinámica podría profundizarse al acercarse las elecciones.
- Lo observado durante el último mes en cuanto a financiamiento monetario del déficit seguirá a la orden del día, lo que pondrá presión sobre los precios. Los esfuerzos del FMI por hacer claudicar la dominancia fiscal no tendrán efecto alguno y quedará como objetivo a resolver por la próxima administración.

CMF Research – FABERRA