

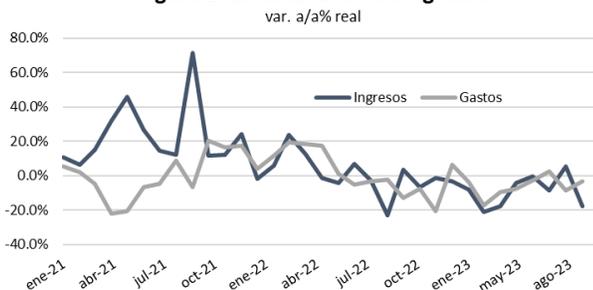
Resultado fiscal: continúa el deterioro de las cuentas públicas

El Sector Público Nacional registró en septiembre un déficit primario de \$380.473 millones. Al incluir los intereses de la deuda pública neta de pagos intra-sector público, el rojo fiscal totalizó \$511.532 millones. En lo que va del año, el déficit fiscal primario acumula \$2.632.498 millones (1,6% del PBI vs. 1,4% del PBI en el mismo período de 2022). La tendencia continúa deteriorándose, con un fuerte aumento del desequilibrio en los últimos meses.

En septiembre, los derechos de exportación (-85,5% a/a real) vuelven a sufrir las consecuencias de la sequía, aunque es probable que también haya impactado el alto nivel de incertidumbre imperante por las elecciones. Cabe destacar que la base de comparación es alta, ya que en septiembre de 2022 se llevó a cabo el primer Programa de Incremento Exportador, siendo el más exitoso hasta la fecha. Según CIARA, el dólar “soja” ya no sirve como estrategia para aumentar la liquidación del sector, dado que el tipo de cambio diferencial pierde atractivo día a día. Igualmente, se espera que en los próximos meses mejore la dinámica de liquidación simplemente por condiciones climáticas más favorables.

Los ingresos totales cayeron 18% en términos reales (Figura 1), fuertemente afectados por la baja recaudación por exportaciones como se comenta anteriormente, aunque tampoco puede destacarse una gran *performance* del resto de los ingresos tributarios. Una vez más, el impuesto PAIS volvió a ayudar a contener la caída de la recaudación al sumar ingresos 5 veces superiores a los alcanzados en septiembre 2022. También ayudó IVA neto de reintegros, que tuvo una variación positiva en términos reales (23,6% a/a).

Figura 1. Se deterioran los ingresos



Fuente: CMF en base a MECON

Por el lado del gasto, se volvió a evidenciar un ajuste en términos reales, con una caída de 3,6% interanual. Los gastos primarios totales acumularon \$3.590.371 millones, principalmente explicado por jubilaciones que representaron un 30% del gasto total. A pesar de la contracción en las erogaciones, se confirma un fuerte aumento en seguridad social (+54,4% a/a) y programas sociales (+45,7% a/a). La tendencia para los próximos

meses es de aumento del gasto en estas partidas, dado los anuncios del ministro Massa en septiembre.

Los subsidios económicos ajustaron fuerte en el período, con una caída real interanual de 49,1%, explicada por los subsidios energéticos que tuvieron una merma de 58,6% real. **Es probable que esto se deba a un aumento de la deuda flotante, teniendo en cuenta que no se ha anunciado un ajuste de tarifas o reducción permanente de subsidios.**

El aumento del gasto en ciertas partidas parece haber tenido el efecto deseado. Los datos de septiembre nos permiten identificar el fuerte incremento en sectores clave. Los gastos en salarios tuvieron nuevamente un aumento real en términos interanuales, logrando que los empleados del sector público sean los únicos asalariados formales con cobertura positiva frente a una inflación de casi 140%. Por otro lado, las transferencias discrecionales a provincias subieron más de 117% interanual, lo que demuestra una importante transferencia de recursos al aparato político del interior del país.

Mientras tanto, la deuda flotante continúa con un stock superior al billón de pesos. Es probable que se mantenga la tendencia al alza como estrategia para diferir pagos y evitar el impacto en el resultado fiscal en estos últimos meses, donde se espera un fuerte aumento del gasto.

El día domingo, el oficialismo sorprendió a los encuestadores y analistas privados al anotar una victoria contundente sobre LLA y JxC. De esta manera, el ballottage de noviembre queda abierto y aumentan las probabilidades de que Massa asuma formalmente como presidente el 10 de diciembre.

En cuanto a las cuentas públicas, creemos que el escenario para los próximos meses es de mayor deterioro producto de las medidas anunciadas post-PASO. No vemos factible el cumplimiento de la meta de déficit fiscal de 1,9% del PBI acordada con el FMI y sostenemos un rojo primario para el año 2023 de 2,8-3% del producto.

La victoria de Massa puso paños fríos a un tipo de cambio financiero que se había desbocado por una alta probabilidad de dolarización asignada por el mercado. Si bien esas chances han disminuido, el riesgo sigue latente; no se debe perder de vista el fuerte exceso de pesos en la economía, y la continua presión de los mismos sobre la inflación. **En este escenario, recomendamos tomar cobertura inflacionaria y/o, alternativamente sostener o aumentar posición en moneda extranjera, aprovechando la baja transitoria del tipo de cambio, aunque se espera cierta estabilidad en el corto plazo.**

CMF Research
FBerra & BCastillo