

23 de mayo, 2023

Resultado fiscal abril 2023: se acentúa el déficit

• Resumen y conclusiones

El Sector Público Nacional registró en abril un déficit primario de \$331.373 millones, un incremento nominal cercano al 318% en relación al mismo mes del 2022. Al igual que meses anteriores, el Gobierno atribuye el deterioro del resultado fiscal a caída en ingresos por retenciones a las exportaciones debido a la sequía. De esta manera, el déficit acumulado del año asciende a \$1.021.300 millones y se extiende el rojo fiscal en lo que va del año. La meta anual se mantiene en 1,9% del PBI, y luce casi imposible que se pueda cumplir.

En el mes de abril, los gastos tuvieron un ajuste importante de forma anual en términos reales, aunque los ingresos sufrieron una mayor baja real en el mismo período, lo que continúa deteriorando las cuentas públicas. Los gastos se redujeron 9,6% i.a. en términos reales, mientras que los ingresos lo hicieron en 17,7%. La caída en gastos se explica principalmente por un nuevo ajuste en Subsidios económicos en Transporte (-45,9% i.a.) y Asignaciones familiares (-38,4% i.a.); por el lado de Ingresos, nuevamente los Derechos de exportación explicaron gran parte del deterioro al sumar a las arcas un 67,9% menos en términos reales que el año pasado.

Al parecer continúa la misma dinámica observada meses anteriores en donde se producía un leve ajuste en las partidas de gastos, pero las mismas se veían contrarrestadas por una baja más que proporcional en el nivel de ingresos. Si bien la sequía ha contribuido a acentuar el deterioro, los Ingresos tributarios excluyendo los relacionados al comercio exterior también registran una nueva caída real en términos interanuales. Para el mes de mayo se espera una leve mejora en torno a los Derechos de exportación dado el incremento parcial de las liquidaciones en las últimas semanas.

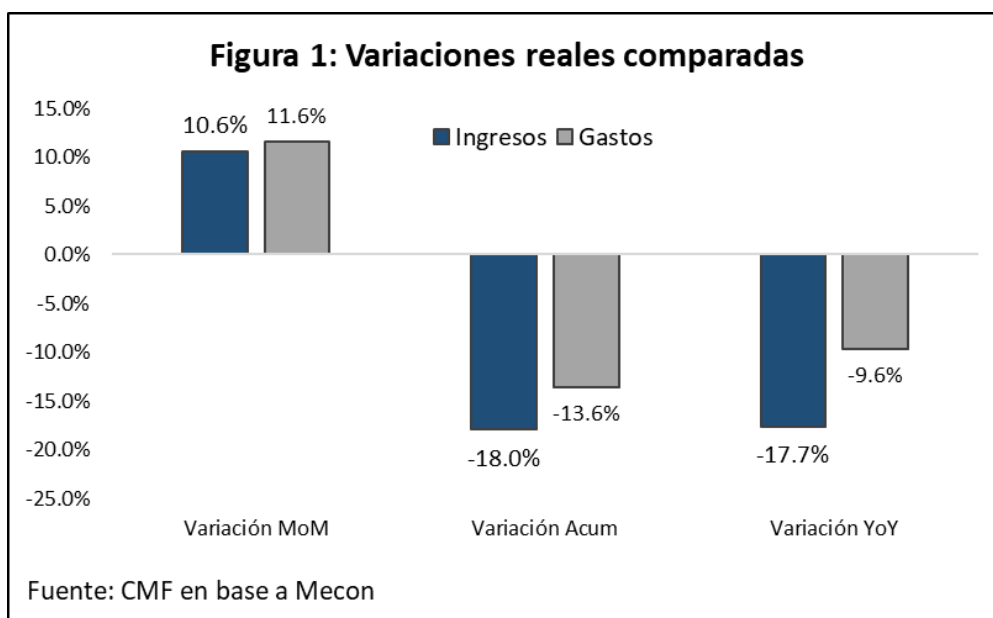
Según lo anunciado por Economía, los Subsidios energéticos continuarán experimentando una reducción a la vez que se incrementen las tarifas energéticas para determinados sectores de consumo. De todas formas, los Gastos de capital continúan al alza y la mayor explicación reside en las transferencias a ENARSA para financiar la construcción del Gasoducto Néstor Kirchner.

El incremento del déficit fiscal para abril era de esperar y hacia adelante se proyectan números aún más deteriorados de las cuentas públicas; la carga política de los meses por venir marca un escenario en donde la política gane más fortaleza sobre un eventual intento de equilibrar los números fiscales. En un contexto de mayor caída de la actividad, los Ingresos sufrirían de forma más que proporcional acentuando aún más el rojo fiscal previamente mencionado. Para financiarlo se estima que continúe la emisión monetaria e incluso la misma se podría incrementar. La inflación parecería ser el único instrumento disponible para reducir levemente las erogaciones en términos reales. **Dados los riesgos incipientes del aumento de la nominalidad y el creciente stock de deuda a vencer, consideramos atractivo instrumentos con máximo dos meses de duración e indexados a CER o tipo de cambio buscando cierto resguardo por nuevos saltos en las principales variables económicas.**

• Resultado fiscal

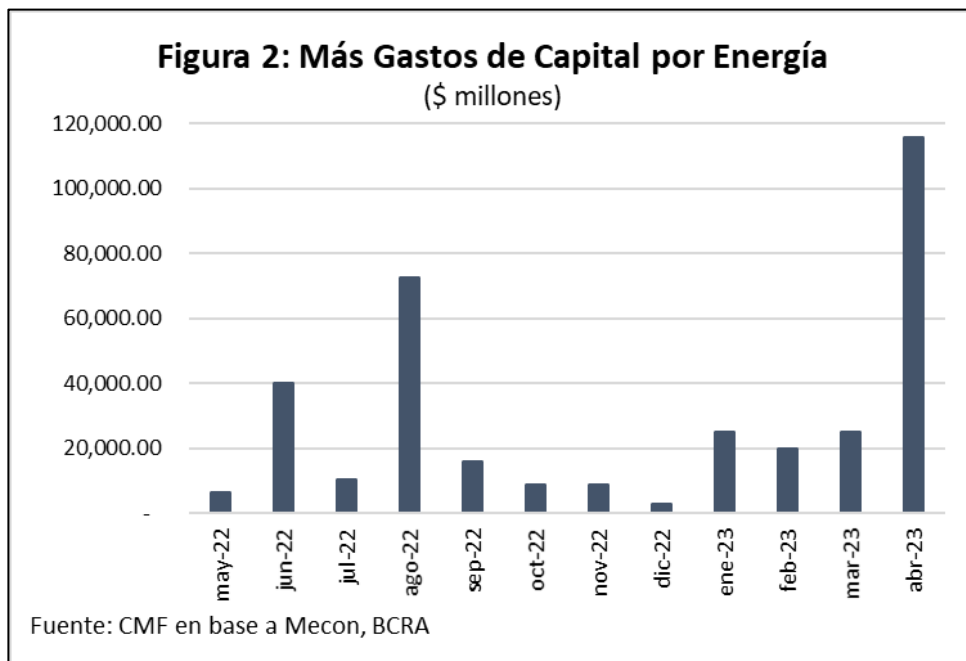
El resultado fiscal primario para el mes de abril alcanzó un déficit de \$331.373 millones; esta cifra se acumula con los \$689.927 millones del primer trimestre, llevando el rojo fiscal del primer cuatrimestre a \$1.021.300 millones, alcanzando el 0,59% del PBI en lo que va del 2023. El déficit financiero para marzo, incluyendo los pagos de intereses de la deuda pública, se ubicó en \$407.388 millones.

En relación al mes anterior, las erogaciones aumentaron un 11,6% en términos reales, explicado principalmente por un fuerte aumento en Subsidios económicos. Por el lado de los ingresos, estos aumentaron 10,6% mensualmente por una leve mejora en Aportes y contribuciones a la seguridad social. En la comparativa interanual, los Gastos primarios cayeron 9,6% liderado por la reducción de erogaciones en Subsidios económicos particularmente en Transporte, mientras que los Ingresos lo hicieron en un 17,7% por fuerte caída en la recaudación por Derechos de exportación. La comparativa acumulada muestra la misma tendencia, con los ingresos mostrando una mayor caída en términos reales que los gastos (**Figura 1**).

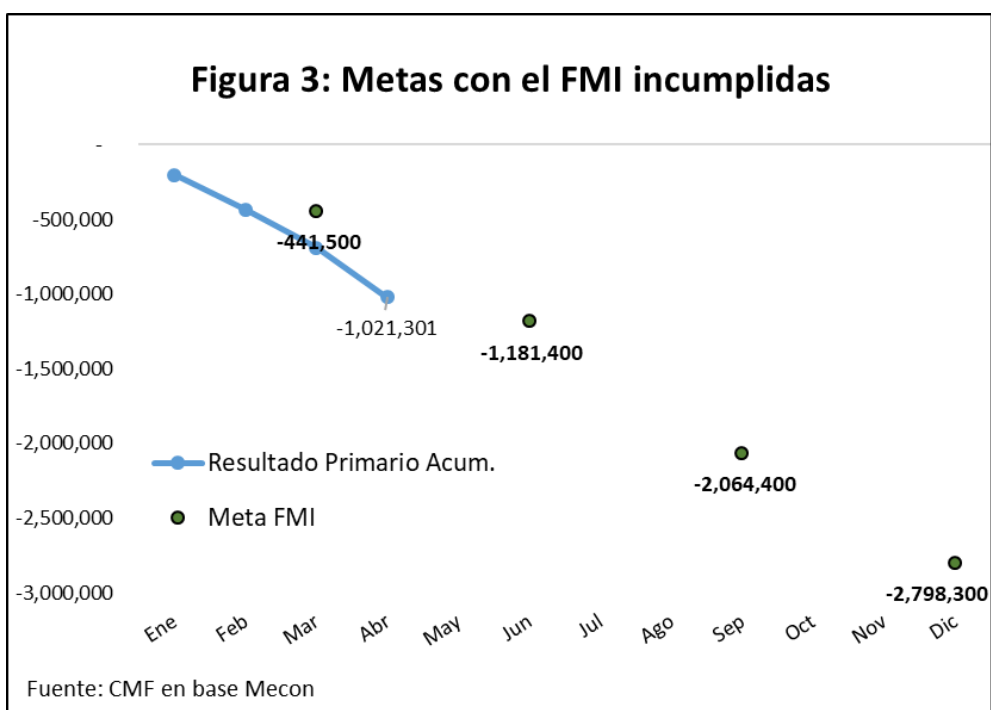


Se repite la dinámica de los primeros meses del año en donde la reducción de gastos en subsidios energéticos tuvo como contrapartida un aumento del gasto de capital para la construcción del Gasoducto Néstor Kirchner a través de financiamiento vía ENARSA. Para mayo se espera una mayor reducción en los mencionados subsidios.

El esfuerzo fiscal que conlleva dicha reducción en las erogaciones por subsidios, tal como se menciona, se ve compensado por una fuerte suba en los Gastos de capital; de esta forma se espera que la construcción del Gasoducto continúe implicando mayores incrementos en la partida de Gastos. En la **Figura 2** se puede observar que a partir de diciembre las erogaciones crecen y el máximo gasto mensual se alcanza en abril.



A los efectos del programa con el Fondo Monetario Internacional, la meta del primer trimestre fue incumplida y se espera un nuevo incumplimiento para la meta fiscal del segundo trimestre. Por una cuestión estacional, y por el calendario electoral, se estima que será muy difícil lograr sostener el déficit a raya y mantener los niveles fiscales tal como los ha definido el FMI. **(Figura 3)**



• Ingresos

Los Ingresos totales del Sector Público Nacional acumularon \$1.866.321 millones en abril, con una variación interanual de 71,9% versus el mismo mes del año 2022. Las principales causas del aumento nominal están explicadas por los Ingresos tributarios (+87,9% a/a) que representaron el 91% de los Ingresos totales.

Los Ingresos tributarios sumaron un total de \$1.697.561 millones; dentro de las partidas que lo integran, se destacan Impuestos internos e Iva neto de reintegros con una variación anual del 125,7% y 115,2%, respectivamente presentando un avance por encima de la inflación del período; los Aportes y contribuciones a la seguridad social crecieron en línea con la inflación del período. Una vez más y en línea con lo que viene sucediendo desde comienzos de año, los Derechos de exportación vuelven a marcar una fuerte caída interanual en términos nominales de 33% ingresando solo \$59.803 millones a la caja del Tesoro; los Derechos de importaciones, por su lado, sumaron \$60.528 millones versus \$36.262 millones del año pasado (+66,9% i.a.).

Por el lado de los tributos ligados a la actividad, la partida Iva neto de reintegros sumó a las arcas del Estado un total de \$413.203 para el corriente mes, lo que implicó un crecimiento interanual real de 3,1%. A su vez, se recaudó por concepto de Impuestos internos un total de \$31.264 millones, lo que es un 8,1% i.a. real.

Como indica el informe de Hacienda, por cuarto mes consecutivo la partida de ingresos por derechos cobrados al comercio exterior volvió a caer en términos reales cuando se lo compara contra el mismo período del año anterior. De todos modos, aun quitando de la ecuación a los tributos al comercio exterior, el crecimiento de los ingresos creció por debajo de la inflación del período (102,7% i.a. vs 108,8%).

Así, los Ingresos totales sufrieron una caída de 17,7% real contra abril 2022, siendo nuevamente el comercio exterior el mayor responsable de la pérdida de ingresos por parte del Estado. Los Ingresos tributarios tuvieron una variación de -10% real interanual, por lo que, una vez más, los impuestos relacionados a la actividad morigeraron la caída. Estas variaciones se pueden observar en la **Figura 4**.

Figura 4

Ingresos		Variación real i.a.	% del total de Ingresos
IVA neto de reintegros	↑	3.1%	22.1%
Débitos y créditos	↓	-5.3%	9.8%
Ganancias	↓	-8.2%	9.4%
Tributarios	↓	-10.0%	91.0%
Derechos de importación	↓	-20.1%	3.2%
Derechos de exportación	↓	-67.9%	3.2%

Gastos

El Gasto primario del SPN en el mes de abril ascendió a \$2.197.693 millones, lo que representa una suba nominal interanual de 88,7%. Los Gastos corrientes primarios representaron el 92% del gasto total y acumularon 2.020.695 millones versus el mismo período del año 2022 (+87,8% a/a). Prestaciones sociales, la cuenta más representativa del gasto (55% del total), generó una erogación de \$1.211.474 millones (+89,6% a/a). Por el lado de las jubilaciones, el aumento del gasto en esta partida fue de 91,3% nominal interanual casi exactamente que, en el mes de marzo, mientras que en Asignación universal fue de 77,5%. La cuenta de Asignaciones familiares activos, pasivos y otras volvió a hacer la cuenta de gasto social más afectada por el ajuste y aumentó solo 28,7% i.a. en términos nominales.

Los Subsidios económicos volvieron a mostrar un ajuste frente a las erogaciones de esta misma categoría un año atrás, ya que la suba de la partida fue de 75,7% cuando la inflación fue de 108,8%. Eso hace que la variación real interanual sea de -15,8%, siendo Energía (-5,7%) y Transporte (-45,9%). Es de esperar que esta dinámica continúe y se vea un ajuste mayor sobre la partida energética, ya que la segmentación implementada a partir de mayo hasta octubre cobrará el costo pleno del servicio a los hogares de mayores ingresos. Llama la atención el fuerte aumento mensual en subsidios energéticos, que puede estar explicado por estacionalidad, aunque la variación es 122% en términos reales y luce muy alto.

Jubilaciones nuevamente aumentó por debajo de la inflación anual al crecer solo 91,3% versus 108,8% de inflación anual. En los últimos meses, esta partida sufrió un fuerte deterioro al igual que otros gastos sociales como Asignación universal para protección social (-15% i.a. real) y Asignaciones familiares (-38,4% i.a.). Los salarios del sector público volvieron a mostrar un avance, en este caso de 8% en términos reales interanuales.

En cuanto a los Gastos de capital, estos acumularon \$176.999 millones al Gasto total, creciendo 99,4% de forma nominal interanual. Energía (+172,9% i.a.) y Educación (+5,2% i.a.) fueron las únicas partidas que mostraron avances en términos reales, mientras que Transporte (-26,4% i.a.), Educación (66,4% i.a.) y Agua potable y alcantarillado (-14,7% i.a.). mostraron caídas reales versus abril 2022.

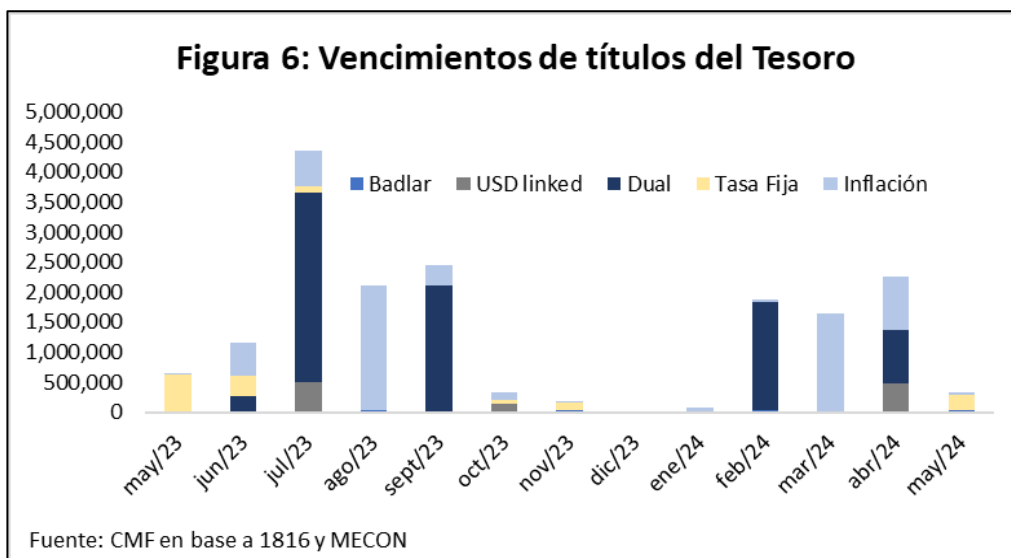
La licuación de las principales variables del gasto se mantiene firme, siendo el gasto social y los subsidios la principal fuente de ajuste del Tesoro. Así, el Gasto primario se contrajo casi 10 puntos porcentuales en términos reales comparado con abril del año pasado, con los Gastos primarios cayendo 10,1% real. Por su parte, los Gastos de capital cortaron la racha alcista y también vieron mermar su suba en términos reales con una caída de 4,5% interanual. **(Figura 5).**

Figura 5

Gastos		Variación real i.a.	% del total de Gastos
Gastos de capital	↓	-4.5%	8.1%
Jubilaciones y pensiones contributivas	↓	-8.4%	33.1%
Prestaciones sociales	↓	-9.2%	55.1%
Gastos corrientes	↓	-10.1%	91.9%
Asignación Universal para Protección Social	↓	-15.0%	2.1%
Subsidios económicos	↓	-15.8%	13.0%
Asignaciones Familiares Activos, Pasivos	↓	-38.4%	2.6%

• Conclusiones

- El resultado fiscal del mes de abril vuelve a confirmar la tendencia de fuerte deterioro de las cuentas públicas, al no poder recomponer la caída en ingresos por derechos de exportación con un mayor ajuste del gasto.
- Los subsidios muestran un importante ajuste en términos interanuales, aunque el fuerte avance mensual llama la atención. La puesta en marcha del cobro del 100% del costo pleno del servicio de electricidad para los sectores de mayores ingresos, impactará en los próximos meses.
- El gasto social volvió a sufrir el ajuste por parte del Tesoro, aunque es de esperar alguna recomposición de las jubilaciones y el salario mínimo de cara a las elecciones presidenciales.
- Las estimaciones de cosecha se siguen ajustando a la baja por lo que la dinámica en cuanto a tributos al comercio exterior no debería de cambiar, ya que el ajuste del cepo importador también afectará a los derechos de importación.
- Será muy complicado que el Tesoro pueda cumplir la meta fiscal del segundo trimestre, ya que, por una cuestión estacional, conforme avanza el año el déficit suele profundizarse.
- La cantidad de vencimientos del Tesoro hasta septiembre implican un financiamiento que, de no existir demanda de privados, conllevará a una mayor expansión monetaria. **(Figura 6)**
- El ritmo inflacionario creciente y la debilidad por sostener el frágil nivel de reservas internacionales puede traer efectos indeseados en la nominalidad y acrecentar el ritmo de expansión monetaria. Un salto devaluatorio no es descabellado dado lo que indican los futuros de Rofex. **Los diversos escenarios indican cautela y es por ello que se prefiere tomar posición en instrumentos preferentemente indexados y de duración no mayor a dos meses.**



FBerra, EYemal