

21 de abril, 2023

Resultado fiscal marzo 2023: nuevo incumplimiento

- **Resumen y conclusiones**

El Sector Público Nacional registró en marzo un déficit primario de \$257.856 millones, un incremento nominal cercano al 160% en relación al mismo mes del 2022. Una vez más, el Gobierno atribuye el deterioro del resultado fiscal a caída en ingresos por retenciones a las exportaciones debido a la sequía. De esta manera, la meta del primer trimestre queda incumplida al sumar \$689.927,8 millones de déficit siendo que la meta trimestral era de un máximo de \$441.000 millones. La meta anual se mantiene en 1,9% del PBI, y luce difícil de que se pueda cumplir.

Si bien los gastos tuvieron un ajuste importante de forma anual en términos reales, los ingresos cayeron más en el mismo período, lo que llevó a un fuerte deterioro de las cuentas públicas. Los gastos se redujeron 17% i.a. en términos reales, mientras que los ingresos lo hicieron en 21,4%. La caída en gastos se explica principalmente por un ajuste en Subsidios económicos (-68,4% i.a.) y Asignaciones familiares (-36,3% i.a.); por el lado de Ingresos, nuevamente los Derechos de exportación explicaron gran parte del deterioro al sumar a las arcas un 84,4% menos en términos reales que el año pasado.

El sinceramiento parece haber llegado, pero no a tiempo, ya que finalizado el primer trimestre del año se incumple una nueva meta con alto riesgo de que sea incumplida la meta fiscal del segundo trimestre. Aun así, el sinceramiento de precios energéticos que se debe llevar a cabo para poder mejorar las cuentas públicas no es practicable en un año electoral donde se espera que el golpe en actividad venga por el lado de mayores restricciones a las importaciones.

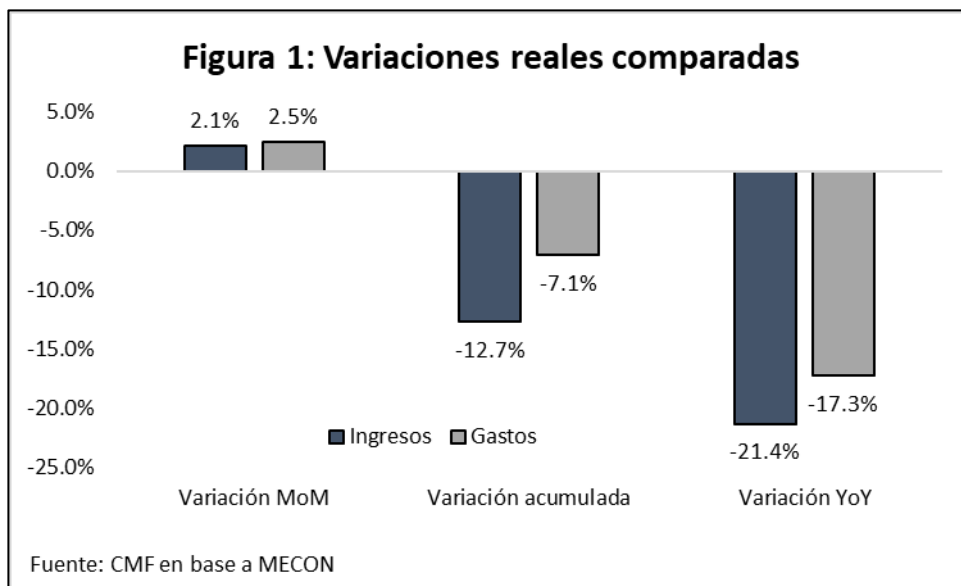
En los últimos meses se vio como la reducción real del gasto en subsidios energéticos fue reemplazado por erogaciones de capital en Energía para financiar la construcción del Gasoducto Néstor Kirchner algo que, a priori, es motivo de celebración, ya que permitirá avanzar en el autoabastecimiento de gas y eventualmente volver a exportar a países vecinos. Llamativamente, en un año electoral, el ajuste también pasa por Asignaciones familiares y Jubilaciones, lo que es de esperar que haya cierto aumento en la transferencia de recursos a estas partidas que ya se empezó a ver en el mes bajo análisis.

No se espera un cambio radical en el frente fiscal, principalmente por los motivos enunciados anteriormente. Lo fundamental pasará por contener la salida de dólares, probablemente ajustando el cepo cambiario, lo que afectará el nivel de actividad junto a un ajuste gradual de la partida de Subsidios económicos en un contexto de deterioro del poder adquisitivo de los ingresos de la sociedad. Se estima que en el mes de abril la cuenta de ingresos mejorará notablemente por la implementación del dólar "soja" aunque a expensas de un deterioro de la hoja de balance del BCRA que eventualmente será trasladada a precios. En este contexto, el Gobierno apuesta a una nominalidad elevada que permita licuar los gastos y tratar de no alejarse mucho de las metas del programa con el fondo. **Así, el atractivo por mantener cobertura en activos que ajusten por CER de corto plazo (no mayor a tres meses) es la opción más conservadora en meses donde la volatilidad se hará sentir.**

• **Resultado fiscal**

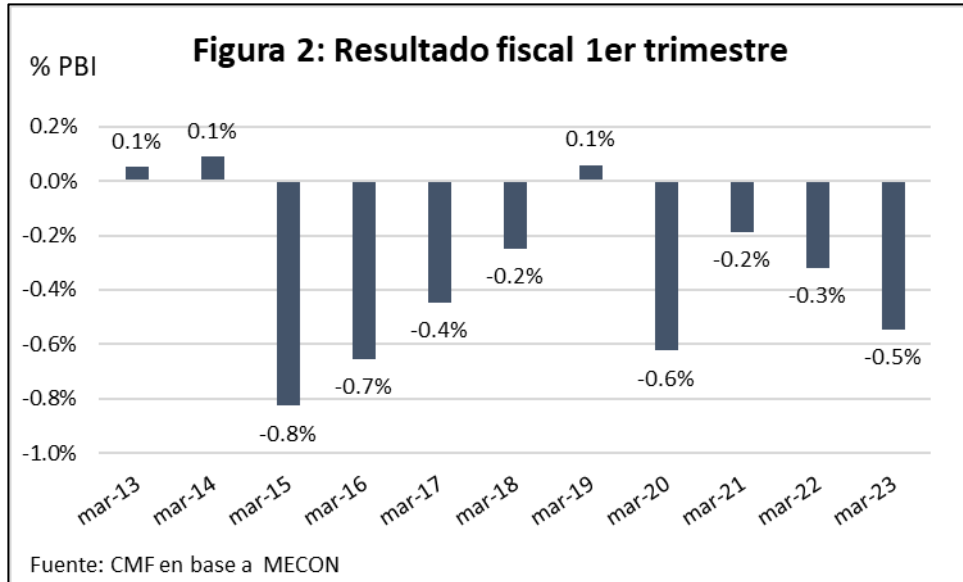
El resultado fiscal primario para el mes de marzo alcanzó un déficit de \$257.856 millones; esta cifra se acumula con los \$432.072 millones del primer bimestre, llevando el rojo fiscal del primer trimestre a \$689.927,8 millones, superando en un 56% la meta de déficit de \$441.000 millones. El déficit financiero para marzo, incluyendo los pagos de intereses de la deuda pública, se ubicó en \$388.006 millones.

En relación al mes anterior, las erogaciones aumentaron un 2,5% en términos reales, explicado principalmente por un fuerte aumento en partidas de programas sociales. Por el lado de los ingresos, estos aumentaron 2,1% mensualmente por una leve mejora en la recaudación de IVA y Derechos de importación. En la comparativa interanual, los Gastos primarios cayeron 17,3% liderado por la reducción de erogaciones en Subsidios económicos, mientras que los Ingresos lo hicieron en un 21,4% por fuerte caída en la recaudación por Derechos de exportación (**Figura 1**).

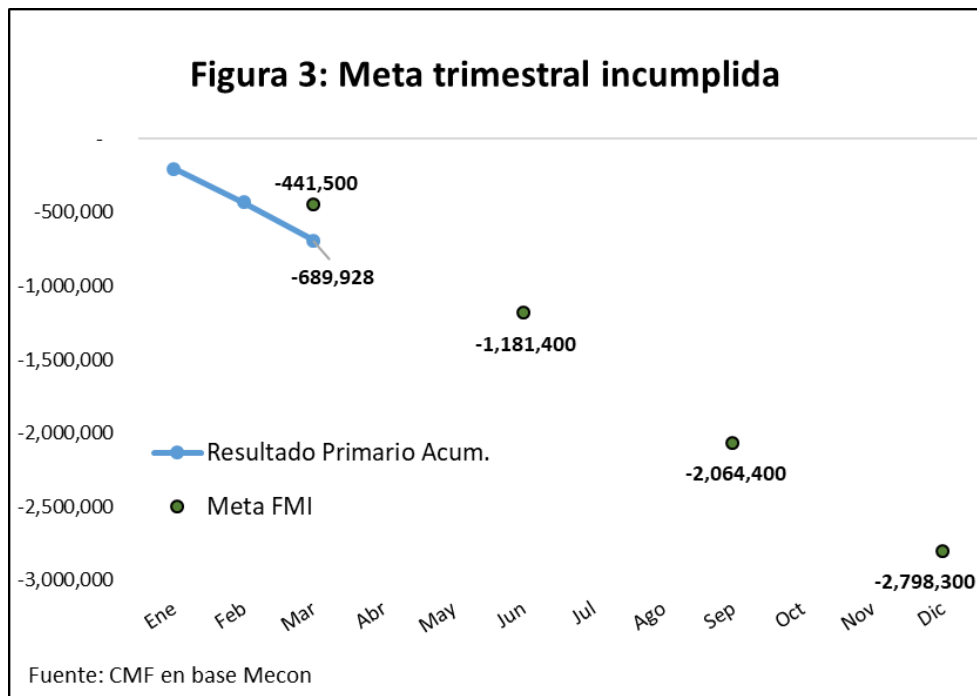


Al igual que en los dos primeros meses del año, la reducción de gastos en subsidios energéticos tuvo como contrapartida un aumento del gasto de capital para la construcción del Gasoducto Néstor Kirchner, como también obras en Vivienda y Transporte.

El resultado primario del primer trimestre del año 2023 muestra una clara tendencia en el deterioro de las cuentas públicas que, excluyendo el extraordinario 2020, supone el peor dato desde 2016, año en el cual se comenzaron a revertir los desequilibrios fiscales de la segunda gestión de CFK (**Figura 2**). En los últimos 12 meses, el déficit fiscal alcanza los 5 puntos del producto, por lo que la próxima gestión heredará un desgaste fiscal de magnitud similar al de 2015.



A los efectos del programa con el Fondo Monetario internacional, la meta del primer trimestre fue incumplida en un 56%, dejando un arrastre difícil de revertir para cumplir la meta del segundo trimestre. Por una cuestión estacional, y por elecciones, se estima que será muy difícil lograr mantener el déficit a raya y cumplir tanto el objetivo inmediato como el anual. **(Figura 3)**



• Ingresos

Los Ingresos totales del Sector Público Nacional acumularon \$1.726.776 millones en marzo, con una variación interanual de 60,7% versus el mismo mes del año 2022. Las principales causas del aumento nominal están explicadas por los Ingresos tributarios (+77,3% a/a) que representaron el 90,1% de los Ingresos totales.

Los Ingresos tributarios sumaron un total de \$1.556.313 millones; dentro de las partidas que lo integran, se destacan Iva neto de reintegros y Aportes y contribuciones a la seguridad social con una variación anual del 118,2% y 110,6%, respectivamente presentando un avance por encima de la inflación del período; al mismo tiempo, otras partidas también finalizaron con variaciones reales positivas, tal como Débitos y Créditos y Bienes Personales. Como era de esperar, la gran caída del mes volvió a estar explicada por los Derechos de exportación que solo aportó \$46.529 millones cayendo 68% en términos nominales versus el mismo período del año pasado. Derechos de importación, por su parte, recaudó \$67.672 millones y avanzó 72.4%, recuperando algo versus el mes pasado, pero con caída en términos reales.

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 \$385.691 para el corriente mes, lo que implicó un crecimiento real de 6,82%. Por tercer mes consecutivo se incrementaron los ingresos correspondientes a Débitos y Créditos que recaudó \$174.719, un 10,5% real más que marzo de 2022.

La sequía y la aparente mala praxis en términos cambiarios y de política económica siguen impactando negativamente en la partida vinculada a las exportaciones, que en el mes de marzo cayó 84,4% en términos reales. Por el lado de las importaciones, las mismas mostraron una recuperación mensual, aunque en términos anuales continúa con la tendencia a la baja en términos reales, ya que registra una variación negativa de 15,6% versus el mismo período del año 2022. Para el mes de abril se espera una recuperación en Derechos de exportación dado el nuevo programa de tipo de cambio diferencial, sin embargo, en términos agregados la recaudación por exportaciones se encuentra altamente deteriorada en lo que va del 2023.

Así, los Ingresos totales sufrieron una caída de 21,4% real contra marzo 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 -13,2% real interanual, por lo que impuestos a la actividad morigeraron la caída. Estas variaciones se pueden observar en la **Figura 4**.

Figura 4

| Ingresos | Variación real anual | % del total de Ingresos |
|-------------------------|----------------------|-------------------------|
| Bienes personales | ↑ 32.4% | 0.6% |
| Impuestos internos | ↑ 19.7% | 1.6% |
| Débitos y créditos | ↑ 10.5% | 10.1% |
| IVA neto de reintegros | ↑ 6.8% | 22.3% |
| Tributarios | ↓ -13.2% | 90.1% |
| Derechos de importación | ↓ -15.6% | 3.9% |
| Derechos de exportación | ↓ -84.4% | 2.7% |

- Gastos**

El Gasto primario del SPN en el mes de febrero ascendió a \$1.948.632 millones, lo que representa una suba nominal interanual de 69%. Los Gastos corrientes primarios representaron un 91,5% del gasto total y acumularon \$1.815.982 millones versus el mismo período del año 2022 (+64,2% a/a). Prestaciones sociales, la cuenta más representativa del gasto (60% del total), generó una erogación de \$1.191.542 millones (+96,7% a/a). Por el lado de las jubilaciones, el aumento del gasto en este ítem fue de 91,5% nominal interanual, mientras que en Asignación universal fue de 64,6%. La cuenta de Asignaciones familiares activos, pasivos y otras tuvo una suba de solamente 30,2% en términos nominales versus marzo 2022.

Los Subsidios económicos mostraron nuevamente una fuerte contracción al reducirse 35,4% i.a. en términos nominales. La sumatoria del gasto en subsidios a la Energía y Transporte fue de \$143.560 millones. El ajuste del gasto estuvo repartido entre esas dos categorías que tuvieron una variación nominal de -48,5% y 23,8%, respectivamente. La caída en términos reales fue de dos dígitos alcanzando un 68,4% en Subsidios económicos, 74,8% en Energía y 39,4% en Transporte.

La partida de Jubilaciones se mantuvo nuevamente debajo de la inflación y creció 91,5%, mostrando una baja real interanual, esto implicó una erogación del Estado por \$679.505 millones. En contraposición, los Salarios volvieron a mostrar un crecimiento real interanual de 13%, generando un gasto de \$262.667 millones para el mes de marzo.

Los Gastos de Capital acumularon \$168.649 millones al gasto total, creciendo 146,2% de forma nominal interanual. Energía, Vivienda y Transporte tuvieron fuertes incrementos en términos reales superando el 2000% en Energía. Por el lado del gasto de capital en Educación y Agua potable, la caída fue de 66.8% y 32.5%, respectivamente.

Se profundiza la licuación de las principales partidas, el Gasto primario se contrajo 17 puntos porcentuales de forma interanual, aunque esto no se tradujo en una mejora en las cuentas públicas por un mayor deterioro de los ingresos. Los Gastos corrientes primarios experimentaron una baja real de 19,6%, donde el mayor ajuste se dio en Subsidios económicos. Por su parte, los Gastos de capital siguen incrementándose mes a mes y tuvieron una variación real positiva de 20,50% versus marzo 2022. **(Figura 5).**

Figura 5

| Gastos | Variación real i.a. | % del total de Gastos |
|---|---------------------|-----------------------|
| Otras Programas Sociales | ↑ 40.4% | 10.2% |
| Salarios | ↑ 13.0% | 13.2% |
| Prestaciones del INSSJP | ↑ 12.3% | 4.7% |
| Jubilaciones y pensiones contributivas | ↓ -6.2% | 34.2% |
| Asignación Universal para Protección Social | ↓ -19.4% | 3.5% |
| Prestaciones sociales | ↓ -19.6% | 91.5% |
| Asignaciones Familiares Activos, Pasivos | ↓ -36.3% | 4.1% |
| Subsidios económicos | ↓ -68.4% | 7.2% |

- **Conclusiones**

- El resultado fiscal de marzo continúa la tendencia de los dos primeros meses donde el Gobierno no puede mejorar los ingresos que compensen la caída por recaudación producto de la sequía.
- Los subsidios mantienen una tendencia clara de ajuste, aunque las erogaciones en Gastos de capital ponen presión sobre el nivel total de gastos.
- En el mes de marzo se vio un gran incremento mensual del gasto en programas sociales que venían sufriendo un fuerte ajuste en los últimos meses. Es de esperar que, conforme se acerquen las elecciones, las erogaciones en estas partidas aumenten, al igual que en jubilaciones que también fueron ajustadas fuertemente.
- En cuanto a ingresos, la dinámica no parece cambiar a excepción de meses excepcionales como abril donde el dólar “soja” puede inflar artificialmente la recaudación por derechos de exportación, pero luego la caída de la actividad producto de un mayor ajuste del cepo y una inflación en niveles muy elevados pone techo a la recaudación.
- La dinámica del mercado supone tomar cobertura ante una mayor espiralización inflacionaria que podría darse luego del salto discreto en los tipos de cambios financieros y la expansión monetaria resultante del Programa de Incremento Exportador 3. **En ese sentido, aun siendo benévolo en el ritmo de inflación, se recomienda tomar posición en Lecer antes que Ledes, con un plazo de inversión no mayor a 3 meses.**

Figura 6

| Ticker | TNA | Ticker | TNA | Spread |
|--------|---------|--------|---------|--------|
| X19Y3 | 80.23% | S31Y3 | 88.16% | 7.93% |
| X16J3 | 89.87% | S30J3 | 94.55% | 4.67% |
| X18L3 | 95.11% | S31L3 | 96.56% | 1.45% |
| X18S3 | 103.25% | TO23 | 110.02% | 6.77% |

FBerra, EYemal