

26 de junio, 2023

Resultado fiscal mayo 2023: incumplimiento a la vista

- **Resumen y conclusiones**

El Sector Público Nacional registró en mayo un déficit primario de \$247.651 millones, lo que representa un incremento nominal del 29,3% en relación al mismo mes del 2022, y una mejora en términos reales de casi un 40%. De esta manera, se acumula un déficit de \$1.268.952 millones para los primeros 5 meses y se necesita un superávit de \$87.552 millones en junio para cumplir con la meta trimestral del FMI. La meta anual, por ahora, se mantiene en 1,9% del PBI y su cumplimiento luce cada vez más difícil.

En el mes de mayo, los ingresos volvieron a sufrir una caída en términos reales versus el mismo mes del año pasado, aunque la reducción de gastos fue mayor. Así las cosas, con ayuda del dólar “soja” 3, los ingresos cayeron menos que las erogaciones –no pasaba desde fines 2022–. Específicamente, los ingresos se redujeron 4,4% real interanual, mientras que los gastos 7,5%. Si bien los derechos de exportación sufrieron una baja del orden del 45%, los ingresos tributarios relacionados a la actividad, como IVA neto de reintegros y débitos y créditos, ayudaron a morigerar la caída. Por el lado del gasto, un fuerte ajuste en prestaciones sociales y transferencias corrientes a provincias permitieron reducir las erogaciones en términos reales.

A diferencia de los primeros meses del año, en mayo se observó un aumento del gasto destinado a subsidios económicos, explicado principalmente en la erogación efectiva del diferimiento de pagos de fines del año pasado. Es de esperar que el ajuste de tarifas energéticas efectivizado en mayo comience a impactar en los próximos meses, a su vez que el Gobierno siga reduciendo el stock de deuda flotante.

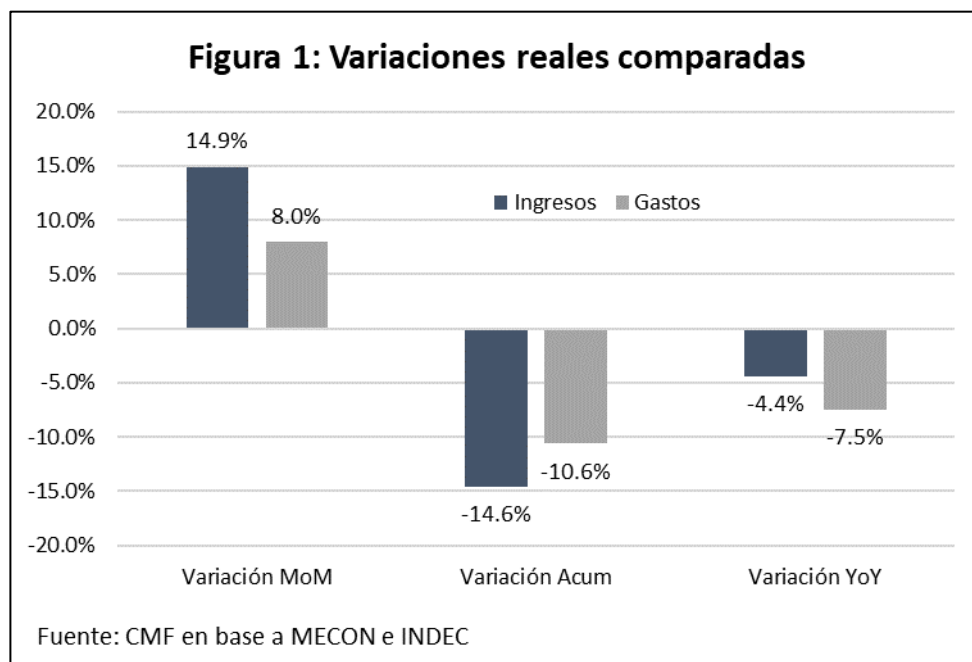
A pesar del dólar “soja” 3, el SPN vuelve a sufrir una fuerte caída en ingresos por derechos de exportación y no logra contener ese faltante para poder equilibrar las cuentas. El resultado del mes de mayo hubiera sido sensiblemente peor en caso de no haberse llevado a cabo el PIE III para el complejo sojero. En el resultado de junio debería verse el impacto de la finalización del dólar diferenciado para la soja en la recaudación por derechos de exportación. Según las liquidaciones de economías regionales por el MULC, el golpe en recaudación será importante.

Si bien en términos mensuales el déficit fiscal mostró una mejora, la misma no parece sostenible. Una proyección educada de la situación fiscal sugiere un incumplimiento con el FMI y necesidades de financiamiento de unos \$ 3 billones en lo que resta del año. Si a esa brecha financiera se le agrega la continua apatía del sector privado para renovar deuda del Tesoro, la traducción financiera es la necesidad de monetización a un ritmo mensual de alrededor del 9%, lo que impone un piso alto a la dinámica inflacionaria.

- Resultado fiscal**

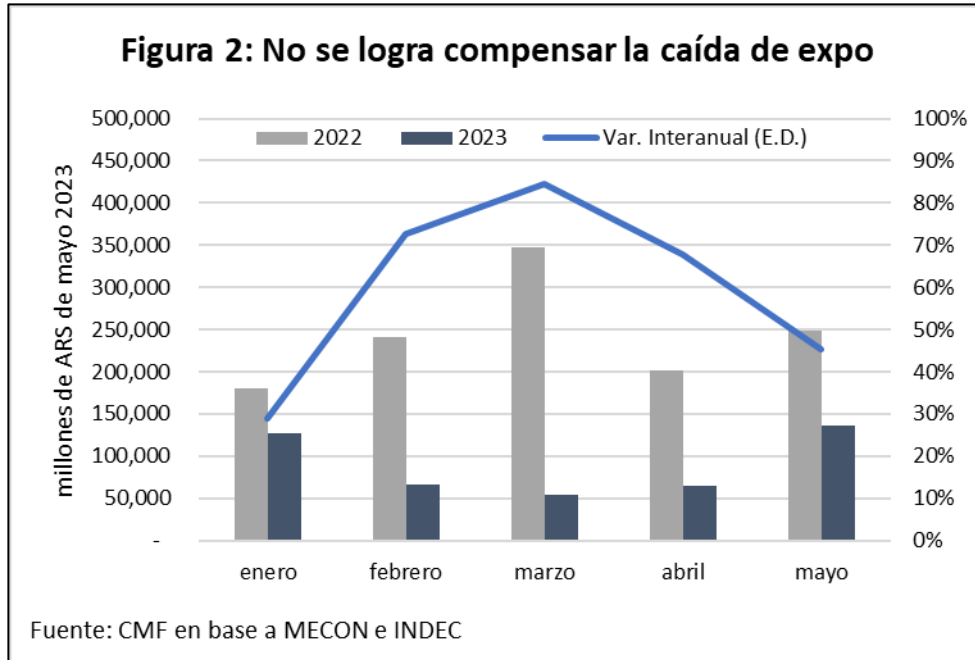
El resultado fiscal primario para el mes de mayo alcanzó un déficit de \$247.651 millones y así se acumulan \$1.268.952 millones en los primeros 5 meses del año. Al incluir los intereses de deuda, el déficit financiero del quinto mes del año se incrementa notablemente a \$631.072 millones.

En relación al mes anterior, las erogaciones aumentaron un 8% en términos reales, explicado principalmente por un fuerte aumento en subsidios económicos. Por el lado de los ingresos, el dólar “soja” 3 permitió un importante incremento del 14,9% real. En la comparativa interanual, los gastos primarios bajaron 7,5% liderado por un fuerte ajuste del gasto social, mientras que los ingresos, por primera vez desde fines de 2022, cayeron menos que las erogaciones (-4,4%) explicado por una buena recaudación tributaria. La comparativa acumulada muestra la tendencia que se veía en meses previos, donde los ingresos caen en mayor medida que los egresos deteriorando el resultado fiscal primario (**Figura 1**).

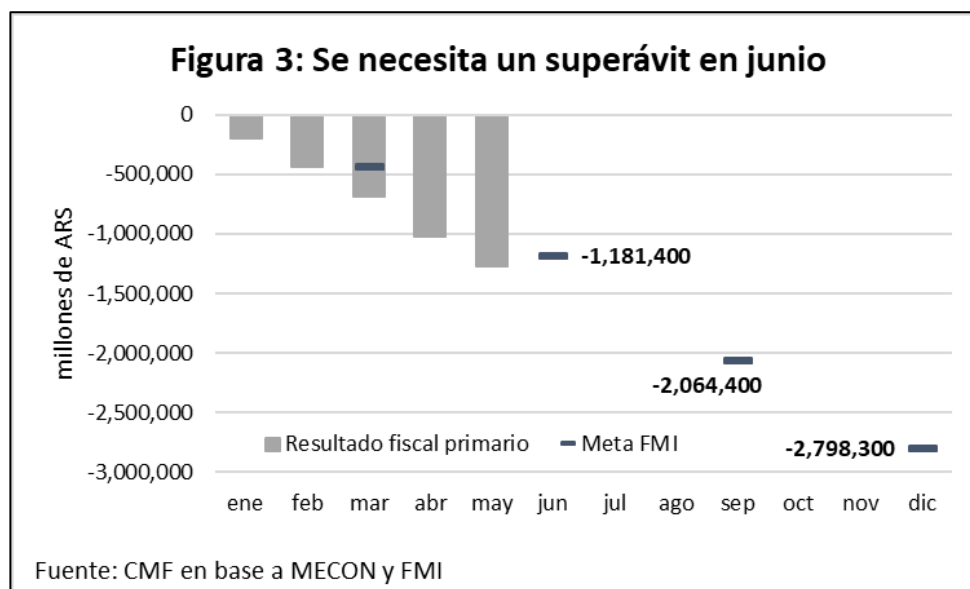


A diferencia de lo esperado, el ajuste de tarifas energéticas no pareció tener efecto alguno sobre el proceso de reducción de gasto en subsidios, lo que puede estar explicado por la cancelación parcial del stock de deuda flotante producto del diferimiento de pagos llevado a cabo a fines del año pasado para cumplir la meta fiscal.

Una vez más, la fuerte sequía afectó la recaudación por derechos de exportación que no muestra mejoras sustanciales a pesar del dólar “soja”. En marzo es donde más se sufrió la caída en recaudación con respecto al mismo período del 2022, aunque en mayo también fue considerable (-45%) (**Figura 2**). Según estimaciones del Gobierno, entre enero y mayo se perdieron \$670.000 millones (0,4% del PBI) en ingresos por estos derechos no percibidos. Si bien esto es un hecho, no estuvo acompañado de un movimiento plenamente compensador en el gasto público.



A los efectos del programa con el Fondo Monetario Internacional luce casi imposible el cumplimiento de la meta del segundo trimestre del año, ya que se deberá lograr un superávit de \$87.552 millones en junio para lograrlo (**Figura 3**). A su vez, la estacionalidad propia del gasto, usualmente exacerbada en años electorales, hace que sea muy difícil lograr la meta anual. Es de esperar que se busque una renegociación de estos objetivos con el Fondo.



• Ingresos y gastos

Desde el punto de vista de los ingresos, se acumularon \$2.311.572 millones en mayo, mayormente explicado por la recaudación tributaria que, a pesar de haber caído en términos interanuales (-4,7% real), avanzó 12% en términos reales versus el mes de abril. Entre los tributos más destacados se encuentran el IVA neto de reintegros (14,8% a/a), débitos y créditos (+12,4% a/a) y bienes personales (67,4% a/a) (**Figura 4**). Cabe mencionar que, en caso de excluir el efecto negativo en los ingresos de la recaudación tributaria de derechos de exportación, la variación real interanual de los ingresos hubiera sido positiva en 0,8%.

Un importante punto a destacar es que el 31 de mayo finalizó el Programa Incremento Exportador III para el complejo sojero, principal liquidador de divisas en mayo, por ende, fundamental en la recaudación del Estado. De esta manera, junio mostrará el fuerte impacto en los ingresos de esta medida. Según las liquidaciones cursadas por el MULC de economías regionales, los ingresos por comercio exterior serán sensiblemente menores.

En cuanto a los gastos, por primera vez en este 2023, cayeron más que los ingresos al acumular \$2.559.223 millones, un 7,5% menos en términos reales que mayo 2022. Una vez más, el ajuste vino por el lado del gasto social, con partidas de asignaciones familiares cayendo hasta 36,8% a/a en términos reales, asignaciones universales para la protección social -26,2% a/a y jubilaciones y pensiones -10,2% a/a. En este aspecto, y a pesar de la proximidad de las elecciones, no hubo un cambio de tendencia; aun así, no se debe descartar un aumento en el gasto social en los próximos meses.

Por el lado de los subsidios, y como fue discutido anteriormente, llama la atención el incremento del gasto en términos reales de energía (+25,8% a/a). Como se puede ver en la **Figura 5**, cuando se lo compara con el mes pasado, también hubo una suba del gasto en subsidios, en este caso, tanto en energía como en transporte. El gasto de capital (+36,6% a/a) sigue mostrando un fuerte avance como viene sucediendo hace varios meses, con especial enfoque en infraestructura energética por el pago de las obras del Gasoducto NK.

Figura 4

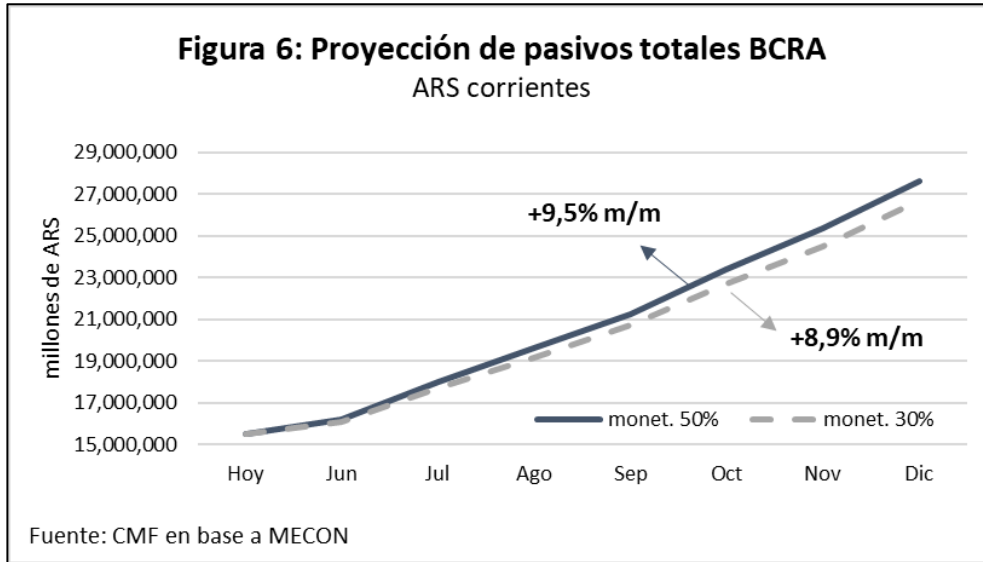
Ingresos	Variación real a/a	Variación real m/m
IVA neto de reintegros	↑ 14.8%	↑ 3.0%
Débitos y créditos	↑ 12.4%	↑ 10.5%
Ganancias	↓ -12.1%	↑ 56.4%
Tributarios	↓ -4.7%	↑ 12.0%
Derechos de importación	↓ -2.1%	↑ 13.8%
Derechos de exportación	↓ -45.4%	↑ 111.2%

Figura 5

Gastos	Variación real a/a	Variación real m/m
Gastos de capital	↑ 36.6%	↑ 26.8%
Jubilaciones y pensiones contributivas	↓ -10.2%	↓ -5.7%
Prestaciones sociales	↓ -19.5%	↓ -1.2%
Gastos corrientes	↓ -10.5%	↑ 6.4%
Asignación Universal para Protección Social	↓ -26.2%	↓ -12.1%
Subsidios económicos	↑ 14.1%	↑ 40.4%
Asignaciones Familiares Activos, Pasivos	↓ -36.8%	↓ -10.7%

• Conclusiones

- Si bien el resultado fiscal del mes de mayo supuso una mejora en términos reales con respecto al déficit observado el año pasado, la tendencia sigue mostrando que el deterioro de las cuentas públicas está lejos de resolverse.
- Junio debiera mostrar un peor resultado en la medida en que se confirme un mayor impacto negativo en la recaudación por derechos de exportación al haber finalizado el PIE III para el complejo sojero.
- A diferencia de lo que se imaginaba, el impacto en base caja del ajuste tarifario energético no será sustancial al ir reduciéndose el stock de deuda flotante.
- Una vez más el gasto social volvió a sufrir el ajuste por parte del Tesoro, aunque no debe descartarse un aumento del gasto en esta partida.
- No creemos posible el cumplimiento de la meta trimestral con el FMI por la necesidad de obtener un resultado superavitario para lograrlo, en un mes históricamente deficitario para las arcas públicas.
- Una proyección educada de la situación fiscal sugiere no sólo incumplimiento con el FMI, también implica necesidades de financiamiento de unos \$ 3 billones en lo que resta del año. Si a esa brecha financiera se le agrega la continua apatía del sector privado para renovar deuda del Tesoro, la traducción financiera es la necesidad de monetización a un ritmo mensual de alrededor del 9%, lo que impone un piso alto a la dinámica inflacionaria. **(Figura 6).**



CMF Research – FABERRA