

23 de agosto, 2022

Resultado fiscal de julio 2022

- **Resumen y conclusiones**

El Sector Público Nacional registró en julio un déficit primario de \$75.947 millones, llevando el resultado acumulado en el año a -\$876.628 millones; en lo que va del 2022 el déficit fiscal acumula un 1.1% del PBI. Este dato no contempla las Rentas de la Propiedad (ingreso derivado de financiamiento neto en las licitaciones del Tesoro), si se incluyera dicho ingreso, el rojo del mes de julio desciende a \$1.945 millones. Sin embargo, el límite establecido según el FMI para computar las rentas de la propiedad del 0.3% del PBI ya fue alcanzado en junio. El déficit fiscal compatible en el marco del acuerdo de Facilidades Extendidas del FMI es de -2.5% del PBI y la siguiente revisión será en septiembre.

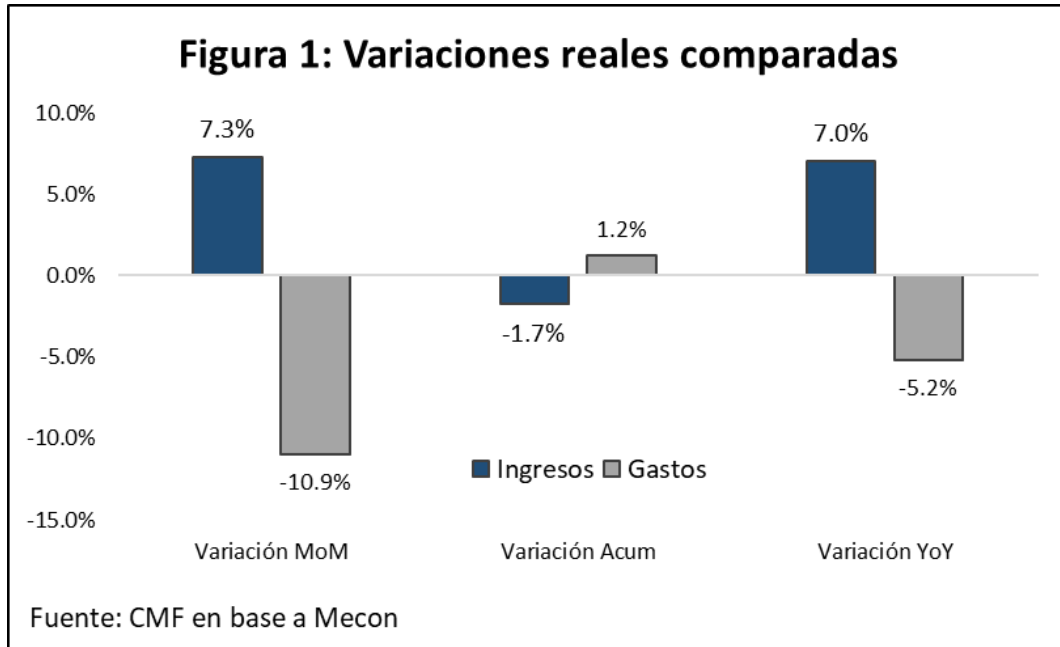
En relación a junio, las cuentas fiscales han presentado una leve mejora. Los gastos han crecido menos que los ingresos, un 62% en los últimos 12 meses versus un 82.8% respectivamente. Parte de esta disminución de gastos en términos reales se explica por una desaceleración en las principales partidas de Subsidios Económicos. El nuevo equipo económico comandado por Sergio Massa ha resaltado la importancia de llevar a cabo un sendero de ordenamiento fiscal y para lo que resta del año, según el anuncio del día 20/08, se dispuso una compensación por créditos presupuestarios que incrementaría las arcas del Administración Central por \$128.000 millones netos. De todas formas, para que la baja del déficit fiscal sea consistente los próximos meses, el nuevo equipo económico deberá anunciar medidas concretas que permitan dilucidar un sendero fiscal que contribuya a estabilizar la macro.

El canje de deuda efectuado en el mes de julio, donde se ha logrado estirar el grueso de vencimientos de agosto, septiembre y octubre para mediados del año próximo, presenta un esquema peligroso en términos de cantidad de deuda indexada; del total de la deuda del Tesoro, el 81% ya se encuentra compuesto por instrumentos CER o Dollar-Linked. **La persistencia inflacionaria y el aumento en el ritmo de devaluación otorgan protección dada su indexación, y un mayor atractivo frente a instrumentos de tasa fija, que, pese a la suba de tasas por parte de BCRA, aún el rendimiento esperado luce insuficiente.**

- **Resultado fiscal**

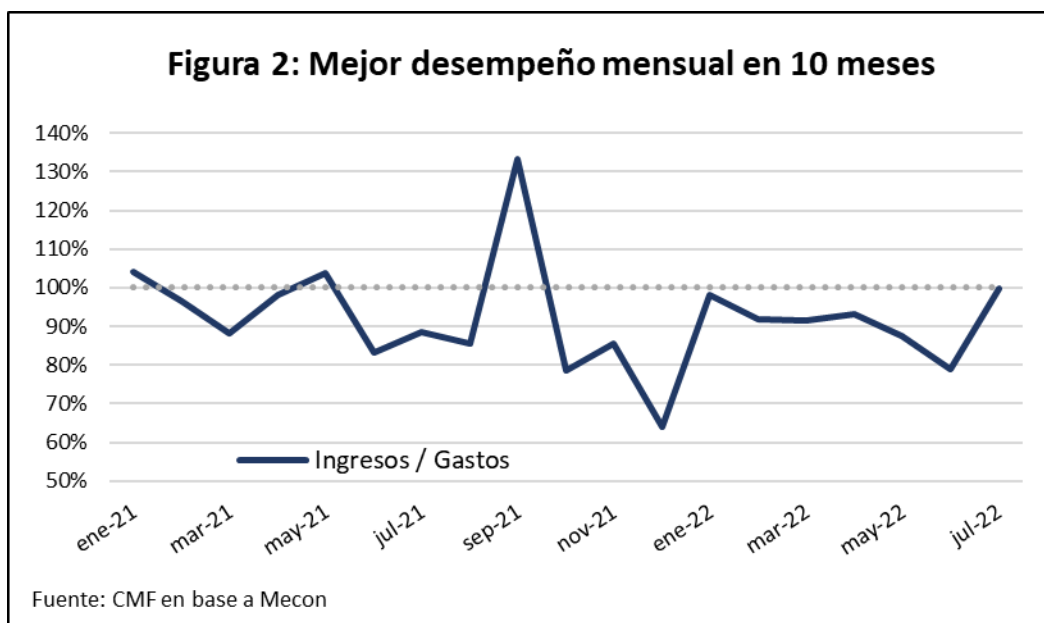
El resultado fiscal primario para el mes de julio alcanza un déficit de \$75.947 millones. En el acumulado del año el rojo primario alcanza \$876.628 millones. Esta cifra equivale a un 1.1% del PBI. El déficit financiero, incluyendo los pagos de intereses de la deuda pública, se ubica en \$131.663 millones.

Los gastos se reducen en términos proporcionales contra los ingresos. Medido mensualmente, las erogaciones se reducen un 10.9% en términos reales, mientras que los ingresos se incrementan un 7.3%. La misma dinámica se sostiene para la comparación de julio del corriente año contra el mismo mes del año anterior, donde los ingresos se incrementan 7.0% contra una reducción del 5.2% para los gastos, ambas variaciones medidas en términos reales. **(Figura 1).**



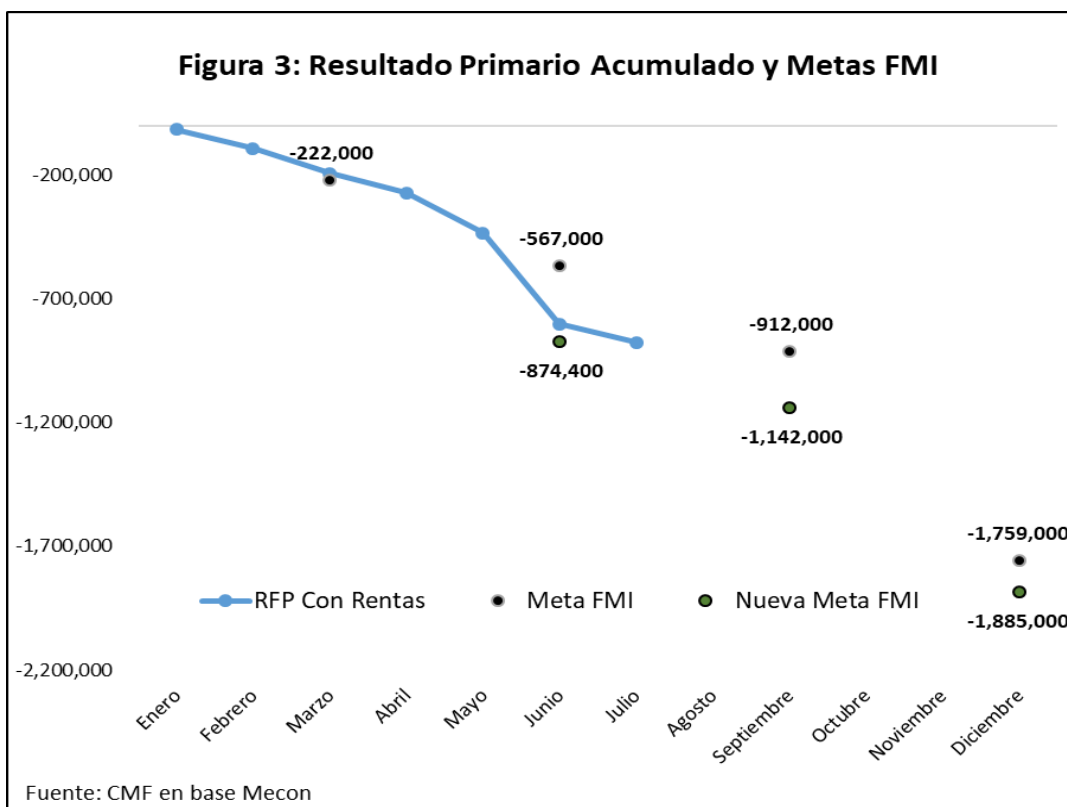
Las variaciones acumuladas anuales difieren de lo analizado anteriormente. Si se toma el acumulado de los primeros siete meses del 2021 contra los actuales primeros siete meses, los gastos aumentan un 1.2% en términos reales, mientras que los ingresos se reducen un 1.7%. Aún se requiere una mejor *performance* relativa de ingresos versus gastos para recuperar terreno en términos acumulados.

El mes de julio registra números fiscales favorables en función a lo que venía ocurriendo los últimos meses. Tal como se observa en la **Figura 2**, desde septiembre 2021 que la proporción de ingresos sobre gastos no se ubicaba en torno al 99%. De todas formas, se incluye en las partidas de ingresos las Rentas de la Propiedad, producto de colocación en licitaciones primarias, por un total de \$74.002 millones para el mes de julio.



A los efectos del programa acordado con el Fondo Monetario Internacional, la contabilización de Rentas de la Propiedad alcanzó su límite de 0.3% sobre el PBI en el mes de junio. Por lo que para julio no se computará como ingreso lo producido en las licitaciones del Tesoro. En los primeros 7 meses del año, el déficit acumulado del programa totaliza \$876.628 millones, o un 1.1% del PBI. Los primeros 7 meses del 2021 habían acumulado un 0.48% de déficit sobre PBI, por lo que la dinámica del año actual en relación a lo ocurrido el año pasado luce más estresada.

Tal como marca la **Figura 3**, la próxima revisión que efectuará el FMI será a fines de septiembre y el déficit permitido acumulado asciende a \$1.142.000 millones en función a las nuevas metas establecidas. De este análisis se puede extraer que para el bimestre de agosto-septiembre el déficit acumulado no debería superar los \$265.372 millones.



• Ingresos

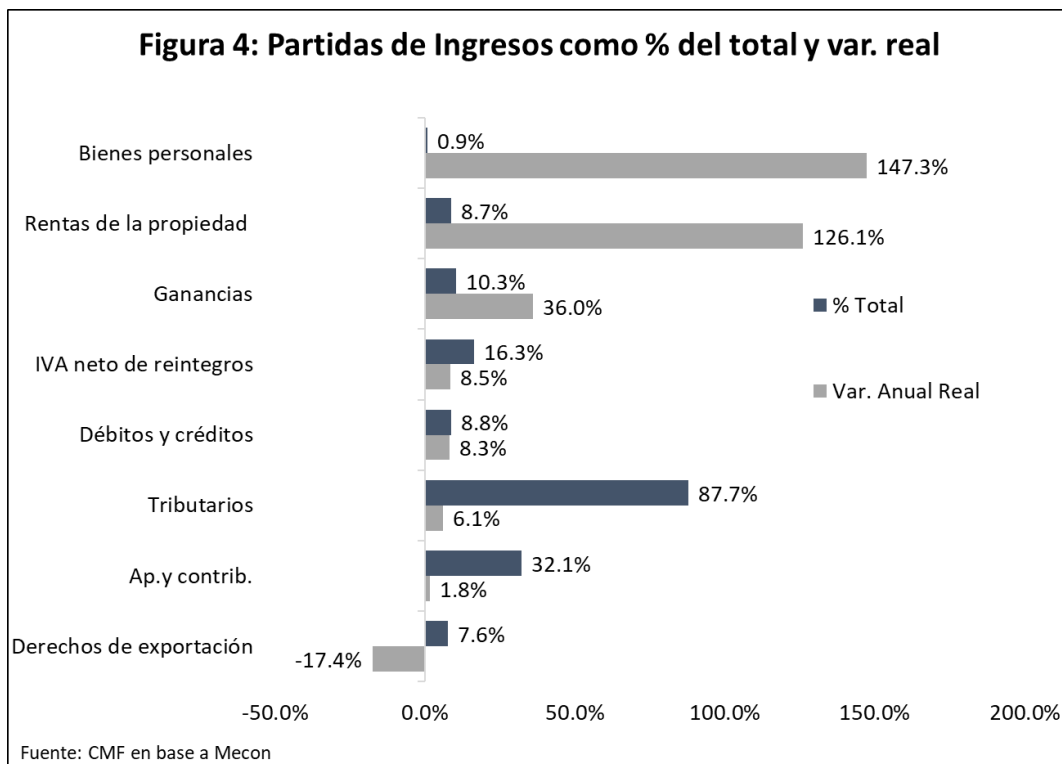
El crecimiento nominal anual de los Ingresos fue de 82.8%, totalizando \$1.384.926 millones en julio 2022. Este resultado fue impulsado principalmente por Ingresos Tributarios que alcanzaron un total de \$1.214.337 millones (87.7% del total de Ingresos). La subcuenta más representativa del rubro tributario en relación al total de Ingresos fue Aportes y Contribuciones a la Seguridad Social representando el 36.7% con un total de \$445.250 millones. En segundo lugar, se puede mencionar los ingresos por IVA Neto de Reintegros por \$225.593 millones, que representó el 19% del total. Por último, Ganancias sumó \$143.258 millones para las arcas del Estado, alcanzando un 12% del total de Ingresos.

En lo que respecta a los impuestos al comercio exterior, los Derechos por Exportación totalizaron \$105.081 millones (8.7% del total), mientras que los impuestos a las importaciones sumaron \$44.525 millones (3.7%).

Por otro lado, las Rentas de la Propiedad agregaron ingresos por un total \$88.843 millones (o 0.11% del PBI). Esta cifra contempla un ingreso por emisiones primarias del Tesoro por \$74.002 millones.

Tal como indica la **Figura 4**, en términos reales, los Ingresos tuvieron un crecimiento del 7% de forma interanual, principalmente explicado por el avance real de la partida Ingresos Tributarios (+6.1% i.a.), dada su ponderación sobre el total de los primeros. Entre las partidas a destacar se encuentra Bienes Personales con un aumento real de 147.3%, explicado por el pago a cuenta y de la primera cuota del plan de facilidades de pago, y por el ingreso de declaraciones juradas que no habían ingresado en el mes de junio. Ganancias también tuvo un avance interanual real considerable, al crecer 36%, también explicado por el cobro de cuotas del plan de facilidades ejercicio 2021 y 2022, y segundo adelanto para personas jurídicas con cierre de balance en diciembre. Por su parte, el IVA Neto de Reintegros creció a un ritmo de 8.5% interanual considerando la inflación del período, producto del rebote de la actividad económica post-pandemia.

Por último, Rentas de la Propiedad creció 126.1% de forma real interanual, explicado principalmente, tal como se menciona anteriormente, por ingresos por colocación de emisiones primarias del Tesoro por \$ 74.002 millones.



• Gastos

El Gasto del Sector Público Nacional en el mes de julio ascendió a \$1.386.871 millones, lo que representa una suba del 62% nominal interanual. Nuevamente la partida de Prestaciones Sociales vuelve a ser la más representativa del gasto, contribuyendo con un 50% del total; el crecimiento nominal interanual ascendió a 62.8%. Las subcuentas de Prestaciones Sociales más representativas fueron Jubilaciones y Pensiones Contributivas con \$444.072 millones y Otros Programas Sociales con \$90.259 millones.

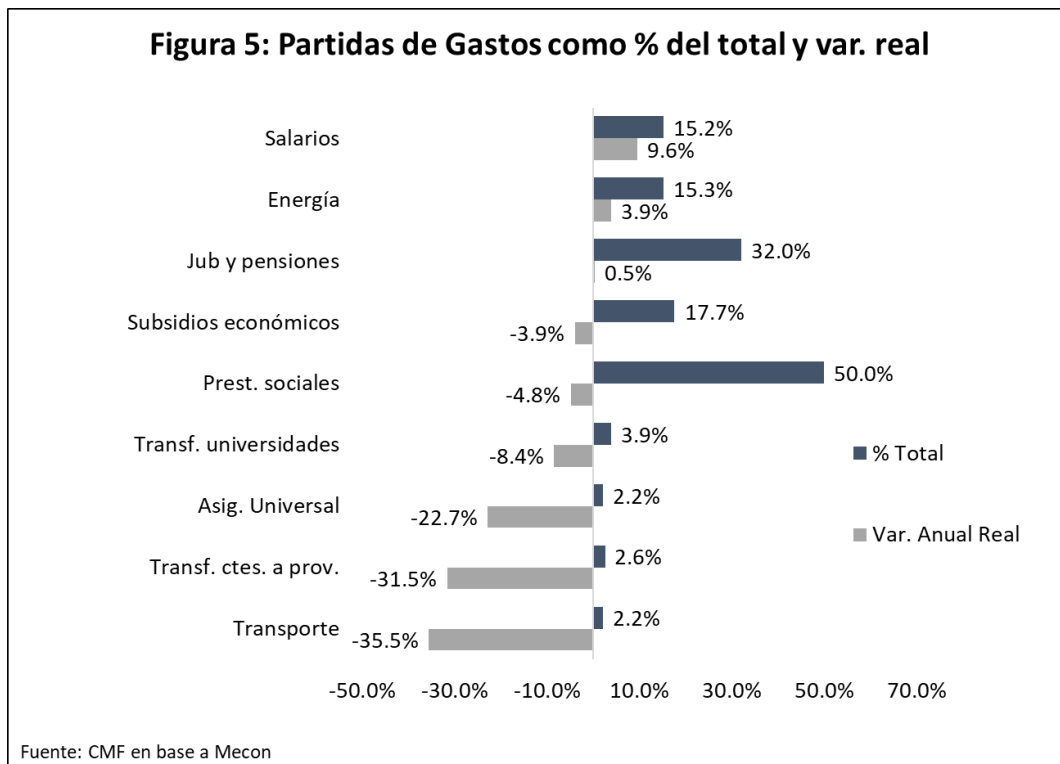
Por su parte, los Subsidios Económicos aportaron \$244.816 millones al gasto, representando casi un 18% del total gastado por la Administración Central. Desagregando la cuenta de Subsidios Económicos, se destaca Energía con un aporte al gasto de \$211.901 millones (+77.7% i.a.), y Transporte con \$ 30.896 millones (10.4% i.a.).

En cuanto a Gastos de Funcionamiento y Otros, el monto ascendió a \$ 256.626 millones en julio, explicado principalmente por el aporte de la cuenta Salarios que tuvo una variación nominal interanual de 87.4%, registrando un total de \$ 210.831 millones. Por último, se puede destacar la cuenta Transferencias a Universidades con un gasto de \$54.290 millones (+56.6% i.a.).

En términos reales (**Figura 5**), el Gasto primario retrocedió 5.2% de forma interanual. Como se menciona anteriormente, Subsidios Económicos tuvo un desempeño llamativo, ya que tuvo una variación real a/a negativa de 4%, explicado principalmente por la caída de la subcuenta con mayor ponderación (Transporte) de 35.5%. El mes pasado se dio la misma dinámica, durante el mes de julio no hubo ningún anuncio con respecto a reducción de subsidios en transporte o en energía, por lo que se puede volver a entender esta situación como un diferimiento de pagos.

En lo que respecta a Salarios, la variación real interanual arroja un resultado positivo de 9.6%, explicado en el aumento de paritarias del SPN.

Por último, luego de un mes de junio con crecimiento interanual real, la partida Transferencias Corrientes a Provincias arrojó un retroceso real del 31.5% i.a.



• Conclusiones

- El resultado fiscal de julio presentó una leve mejora con respecto a la tendencia de los últimos meses, explicado principalmente en un ajuste real de las cuentas más representativas del gasto como Prestaciones Sociales (-4.8% i.a.), Subsidios Económicos (-3.9% i.a.) y Gastos de Funcionamiento y Otros (-2.7% i.a.).
- Los gastos en Subsidios Económicos probablemente se encuentren subestimados, tanto en este período como en el período de junio, ya que el impacto se debería corroborar desde el mes de agosto en adelante.
- El ahorro por aumento de tarifas (reducción de subsidios a la energía) y anticipo de ganancias anunciado en agosto, se ve compensado con un aumento del gasto por bono a jubilados.
- Sin un mayor esfuerzo fiscal considerable, el financiamiento requerido estimado se incrementa para 2023 dado el canje por bonos duales. **(Figura 6)**.
- La necesidad de fomentar el ahorro en moneda local, llevó las tasas de interés a un nivel muy elevado nominalmente en el mes de agosto, por lo que el ahorro generado por aplazar vencimientos se ve compensado por el déficit fiscal, y principalmente el incremento del déficit cuasi-fiscal producto del aumento de tasas por parte del BCRA.
- Teniendo en cuenta el poco impacto de las nuevas medidas, la tendencia actual sugiere un déficit primario para el 2022 mayor al 2.5% acordado con el FMI, y también mayor al 3.1% del año pasado.
- En caso de no acelerar la reducción del gasto, **la dinámica sigue favoreciendo los activos CER y Dollar-Linked**. El riesgo implícito de restructuración aumenta considerablemente para el año que viene, dada la mayor carga de vencimientos luego del canje efectuado en julio, en donde se ofrecieron bonos duales. En este escenario, se recomienda cautela para instrumentos con vencimiento posterior a junio del 2023.

