

23 de diciembre, 2022

Resultado fiscal de noviembre 2022: Gastos siguen ajustando

- **Resumen y conclusiones**

El Sector Público Nacional registró en noviembre un déficit primario de \$227.838 millones, llevando el resultado acumulado en el año a -\$1.453.012 millones; en lo que va del 2022 el déficit acumula un 1.9% del PBI. El déficit fiscal compatible en el marco del acuerdo de Facilidades Extendidas del FMI es de 2.5% del PBI o \$2.015.700 millones, por lo que el rojo de diciembre no debería superar los \$562.688 millones. El cumplimiento de la meta es prácticamente un hecho, la variación real negativa de las partidas de gastos explica la mejora en dicha previsión.

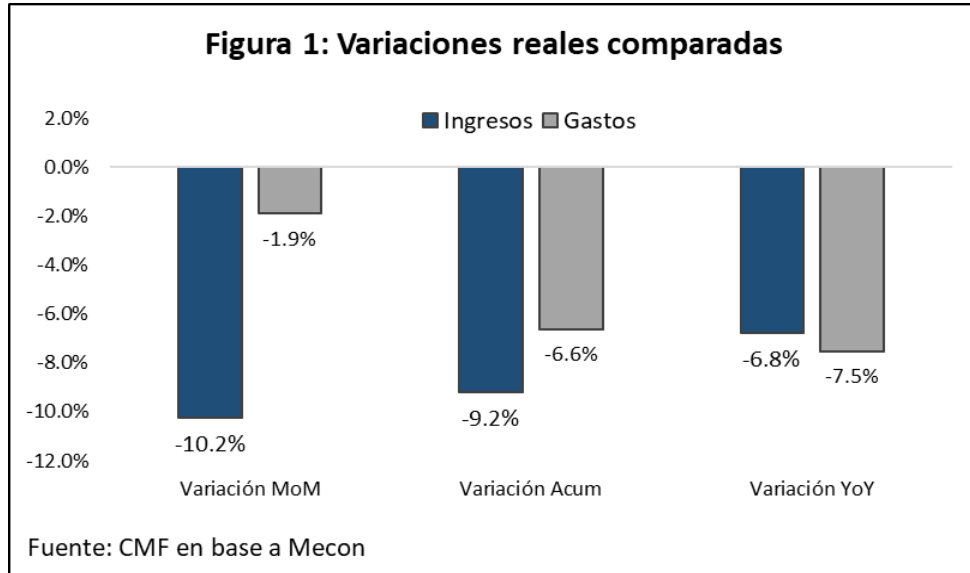
En relación a los números de octubre, los Ingresos Tributarios disminuyeron en términos reales, principalmente explicado por el deterioro en Derechos de Exportación, debido a una menor liquidación del complejo oleaginoso. En términos anuales, los Ingresos Totales mostraron una variación real negativa de 6.8%, mientras que los gastos retrocedieron nuevamente de forma real en un 7.5%. Los ingresos mantienen sus mayores variaciones reales anuales en las partidas ligadas a la evolución de la actividad económica, tales como Ganancias e IVA neto de reintegros. Para las erogaciones, los Subsidios principalmente de Energía, registran una importante baja interanual medida en términos reales.

La tendencia fiscal denota que se continúa acentuando la herramienta de la licuación en las principales partidas de Gastos, buscando lograr de esta forma, un sendero fiscal más saludable. La reducción real en subsidios energéticos y Transferencias Corrientes a Provincias son una clara confirmación de lo observado meses anteriores. Sin embargo, aún resta un largo camino en la resolución de los principales desajustes que todavía el mercado mira de reojo. Los incipientes desequilibrios monetarios y la necesidad financiera de cara al 2023, podría incrementar la presión fiscal y, a su vez, generar una mayor desconfianza para los instrumentos emitidos por el Tesoro, más aún si se toma en cuenta la gran cantidad de vencimientos para los primeros meses del año. **Dado el camino de desaceleración inflacionaria de corto plazo y la posibilidad de reducción en las tasas de referencia, consideramos que las Ledes con vencimiento en los próximos meses se posicionan como las más atractivas.**

- **Resultado fiscal**

El resultado fiscal primario para el mes de noviembre alcanza un déficit de \$227.838 millones. En el acumulado del año, el resultado primario arroja un negativo de \$1.453.012 millones. Esta cifra equivale a un 1.9% del PBI. El déficit financiero para noviembre, incluyendo los pagos de intereses de la deuda pública, se ubicó en \$531.277 millones.

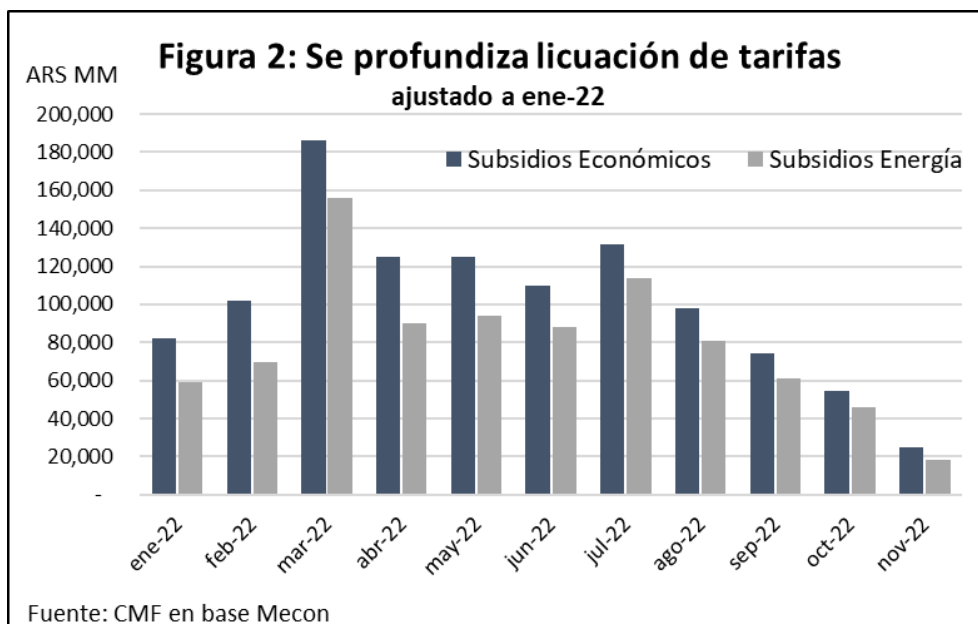
En relación al mes anterior, las erogaciones se reducen un 1.9% en términos reales, mientras que los ingresos reportan una baja del 10.2%. La caída en la recaudación se explica principalmente por Derechos de Exportación que retrocedió 75.3% real m/m. Esta misma dinámica se repite para las variaciones interanuales, donde los ingresos retroceden 9.2%, contra una caída menos pronunciada del gasto de 6.6%, ambas variaciones medidas en términos reales. **(Figura 1).**



En relación a las variaciones acumuladas anuales, el comportamiento entre Ingresos y Gastos es muy similar. La recaudación total se contrae un 6.8% en términos reales mientras que las erogaciones lo hacen en un 7.5%. El resultado fiscal negativo acumulado a noviembre tuvo una variación real interanual de 30.85%. Es decir, el déficit fiscal acumulado se acrecentó un 30.85% en términos reales versus el mismo período del año anterior.

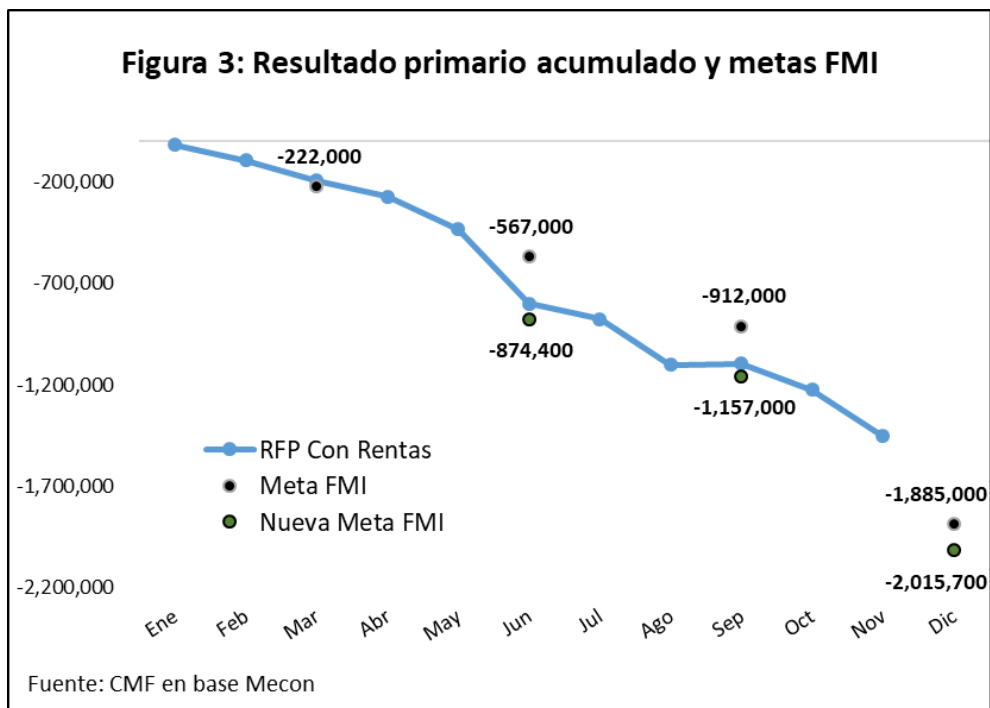
La reducción del 48.02% real del déficit de forma interanual se explica principalmente por la reducción proporcional en diversas partidas de Gastos. Tales como en Subsidios Económicos, Transferencias Corrientes a Provincias o la reducción observada en Prestaciones Sociales, más precisamente en Asignaciones Familiares. El ajuste sobre Jubilaciones es significativo, también.

Ajustado por inflación, los Subsidios Económicos y principalmente en Energía vuelven a anotar una caída mensual y ya se ubica en los menores niveles del corriente año. El pago a CAMMESA en el mes de noviembre implicó una erogación de \$58.285 millones, por lo que, al menos en dicho mes, no se puede observar un contundente diferimiento de pagos tal como ocurrió meses anteriores. Tal como se observa en la **Figura 2**, el ajuste en tarifas se viene profundizando ya que la disminución real colabora parcialmente con el ajuste de precios relativos necesario dada la distorsión de períodos previos.



A los efectos del programa acordado con el Fondo Monetario Internacional, el rojo fiscal para 2022 no debería superar el 2.5% sobre el PBI; en los primeros 11 meses del año, el déficit acumulado totaliza \$1.453.012 millones, o un 1.9% del PBI. En el mismo período de 2021, se había acumulado un 2.1% de déficit sobre PBI, por lo tanto, la dinámica fiscal comparada se ha comportado relativamente similar en términos acumulados.

Tal como muestra la **Figura 3**, se espera el cumplimiento de la meta fiscal del 2.5% del PBI establecida por el FMI. Para el mes de diciembre, el déficit permitido para no exceder dicha meta, es de \$562.688 millones, por lo que, si se toman en cuenta los mayores ingresos esperados dado el nuevo programa del Dólar “Soja”, sería de esperar que el límite establecido se cumpla con cierto margen.



• Ingresos

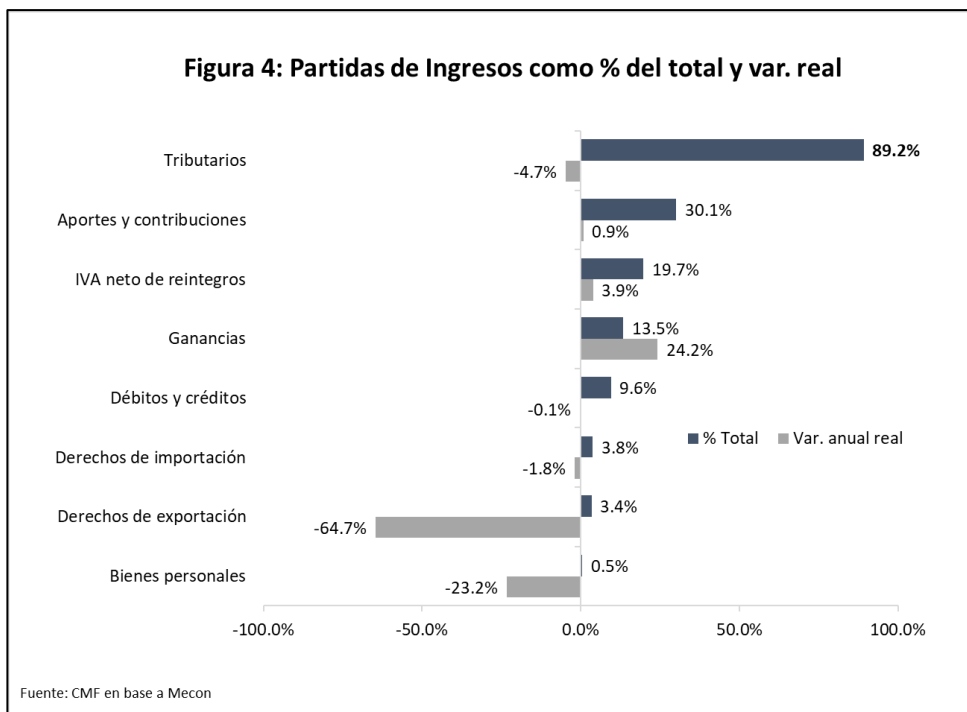
Los Ingresos Totales del Sector Público Nacional acumularon \$1.422.492 millones en noviembre, con una variación interanual de 79.4% versus el mismo período del año 2021. Las principales causas del aumento nominal están explicadas por los Ingresos Tributarios (+83.4% a/a) que representan el 89.2% de los Ingresos Totales.

Los Ingresos Tributarios sumaron un total de \$1.268.687 millones la gasto; dentro de las partidas que lo integran, aquellas más representativas tuvieron variaciones por encima del nivel de inflación del período, como por ejemplo Ganancias (+138.9% a/a), Aportes y Contribuciones a la Seguridad Social (+94.1% a/a), mientras que el resto lo hicieron por debajo. Por su parte, los Ingresos No Tributarios tuvieron un gran desempeño sumando \$ 64.739 millones al gasto versus \$ 27.652 millones del mismo período del año previo, esto es, un aumento del 134.1%.

En cuanto a las partidas tributarias, destaca la recaudación de Ganancias con un ingreso de \$191.551 millones. Este incremento se debe principalmente al cobro de la segunda cuota del pago a cuenta extraordinario realizado por las sociedades. Más allá de cierta evidencia hacia la desaceleración de la actividad económica, tanto IVA Neto de Reintegros (+99.9% a/a), como Débitos y Créditos (+92.1%), tuvieron un gran desempeño creciendo por encima y en línea con la inflación, y recaudando más de \$415.000 millones para el Tesoro.

Habiendo finalizado el dólar soja a comienzos de octubre, los ingresos por Derechos de Exportación se derrumbaron notablemente, ya que el grueso de exportaciones fue liquidado en los dos meses anteriores. De esta manera, la recaudación cayó 32.1% nominal interanual. Por su parte, los Derechos de Importación recaudaron \$54.478 millones versus \$28.840 millones de noviembre 2021, creciendo un 88.9%.

En términos reales, los Ingresos Totales cayeron un 6.8% interanual, revirtiendo de esta forma el crecimiento real experimentado en octubre. Ingresos Tributarios tuvo una caída real del 4.7%, aunque las partidas más representativas tuvieron incrementos reales positivos; Aportes y Contribuciones a la Seguridad Social creció 0.9% a/a, IVA Neto de Reintegros 3.9% a/a y Ganancias 24.2% a/a. El motivo de la caída real de Ingresos se puede explicar por la gran disminución en la recaudación de Derechos de Exportación (-64.7% real interanual) y Bienes Personales (-23.2%), y, en menor medida, por la baja de Rentas de la Propiedad (-50.8%) e Ingresos de Capital (-22.1%). **(Figura 4)**



• Gastos

El Gasto Primario del SPN en el mes de noviembre ascendió a \$1.650.331 millones, lo que representa una suba nominal interanual de 77.9%. Los Gastos Corrientes Primarios representaron un 90.57% del gasto total y se incrementaron \$639.888 millones versus el mismo período del año 2021 (+74.9% a/a). Prestaciones Sociales volvió a ser la cuenta más representativa del gasto (55.77% del total), generando una erogación de \$920.440 millones (+84.3% a/a) en el undécimo mes del año. De esta forma, la mayor parte del gasto se movió 4 puntos por debajo de la inflación, mientras que la mayor parte del ajuste vino por parte de Subsidios Económicos que sólo tuvo un crecimiento nominal interanual de 34.8% contra una inflación de 92.40% del período.

Dentro de Prestaciones Sociales, Prestaciones del INSSJP (+26% a/a), y Otros Programas Sociales (+10.4% a/a) fueron los principales drivers del aumento real interanual. Mientras que Asignaciones Familiares, Activos, Pasivos y Otras (-25.3%) y Jubilaciones y Pensiones Contributivas (-9.2%) representaron la parte de mayor ajuste real.

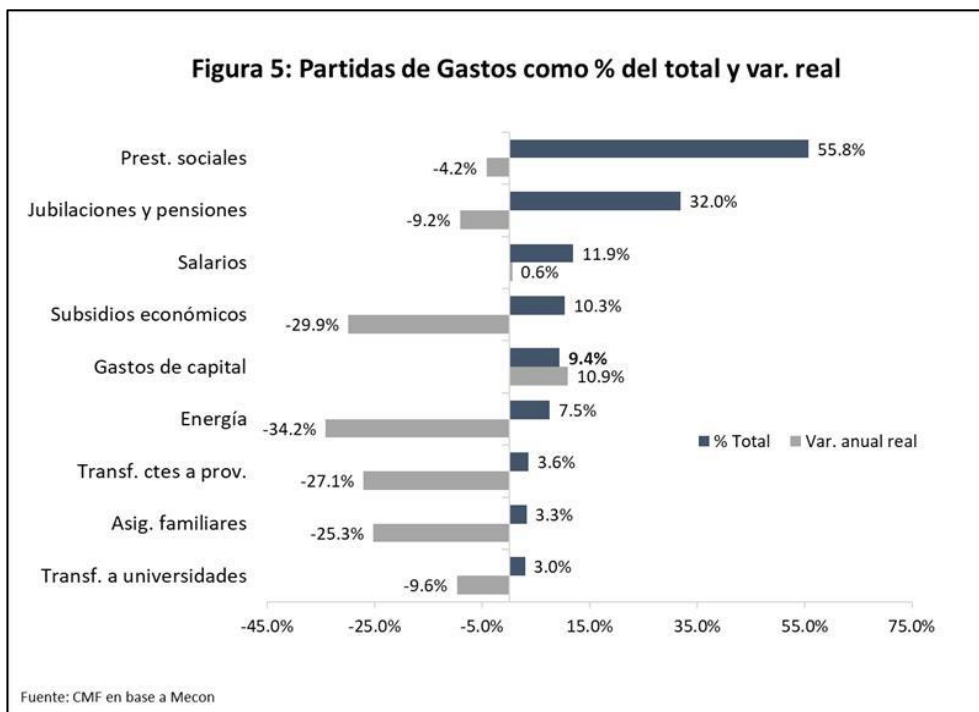
Por su parte, como antes se menciona, Subsidios Económicos aportó \$170.601 millones al gasto total, con un incremento nominal de 34.8% versus el mismo período del año 2021. Los subsidios energéticos crecieron \$26.122 millones los últimos 12 meses, principalmente explicado por transferencias a CAMMESA por \$58.286 millones, aunque tomando en cuenta la totalidad de pagos, se produjo una disminución en términos reales de 34.2%. La reducción en subsidios a Transporte también es considerable con una baja real de 10% de forma interanual.

Otra partida que sufrió ajustes en noviembre versus el mismo período de 2021 fue Transferencias Corrientes a Provincias, con una disminución real de 27.1%, siendo Seguridad Social (-53.2%) y Salud (-45.5%) las áreas más perjudicadas por la baja del gasto.

En cuanto a los Gastos de Funcionamiento y Otros, el monto gastado ascendió a \$256.103 millones, lo que implica un aumento del 84.4% de forma nominal interanual, por debajo de la inflación; el avance se explicó principalmente por la subcuenta de Salarios que contribuyó al gasto con una cifra total de \$196.359 millones (+93.5% a/a, un crecimiento real de 0.6%).

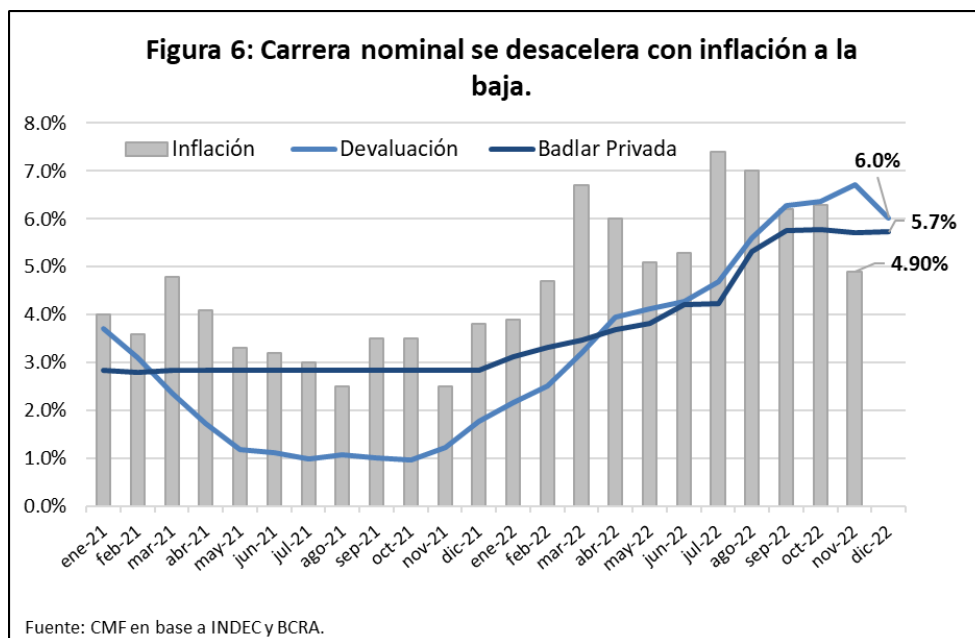
Los Gastos de Capital sumaron \$155.661 millones al gasto total, creciendo 113.4% de forma nominal interanual. Los mayores incrementos reales se dieron en el ámbito nacional de Energía (206.3% a/a) y Vivienda (1171.4% a/a).

Al igual que en octubre, el crecimiento real interanual del Gasto Primario fue negativo y en este caso registró una variación de -7.5%. Los Gastos Corrientes Primarios también experimentaron una caída real (-9.1%) donde el mayor ajuste fue en Subsidios Económicos (-29.9%) y Transferencias Corrientes a Provincias (-27.1%). Por su parte, Gastos de Capital, al igual que en octubre, vuelve a mostrar un incremento real interanual, en este caso, de 10.9%. **(Figura 5).**



Conclusiones

- El resultado fiscal del mes de noviembre muestra una reducción real con respecto al mismo mes del año anterior. Esto se da principalmente debido a un incremento por debajo de la inflación en las principales partidas relacionadas a erogaciones en Seguridad Social y Subsidios Económicos.
- Al igual que meses anteriores, los Subsidios Económicos siguen incrementándose por debajo de la inflación, por lo que se acentuaría el ajuste a través de licuación principalmente. La revisión tarifaria general se sigue postergando, por lo que el ajuste real parece dilatarse. El diferimiento de pagos no puede ser in aeternum.
- Se revierte la tendencia de los últimos meses y los ingresos han registrado un aumento por debajo del nivel general de precios. La caída en la actividad económica podría dificultar aún más la recaudación del fisco llevando a la necesidad de realizar un ajuste más fuerte en los gastos.
- Para el mes de diciembre, se podría observar un incremento en los ingresos, dada la recaudación por la aplicación del nuevo programa Dólar “Soja”. Sin embargo, las previsiones para los primeros meses del año próximo no serían las más optimistas, principalmente por el período electoral por venir en donde las cuentas fiscales suelen sufrir un marcado deterioro, ya que la agenda política pesa más a la hora de gestionar el presupuesto.
- **La deuda del Tesoro se ha mantenido relativamente estable durante el último mes, pero con una creciente participación pública, tanto en el mercado secundario como también en las licitaciones primarias. Esto ocurre en un contexto de creciente incertidumbre por parte de tenedores privados en relación a la alta carga de vencimientos previos al período electoral del 2023. Para los próximos meses, no se descartan incrementos de la volatilidad en las principales curvas. Dados las cifras de inflación recientes menor a lo esperado y una carrera nominal desacelerando (Figura 6), se favorece posicionamiento en Ledes que todavía muestran rendimientos atractivos para los próximos vencimientos.**



FBerra, EYemal