

21 de octubre, 2022

Resultado fiscal de septiembre 2022: meta cumplida, futuro incierto

- **Resumen y conclusiones**

El Sector Público Nacional registró en septiembre un superávit primario de \$5.284 millones, llevando el resultado acumulado en el año a -\$1.096.052 millones; en lo que va del 2022 el déficit fiscal acumula un 1.35% 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 superávit del mes de septiembre ascendería a \$80.624,3 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 revisión de septiembre se cumplió con un margen de \$61.000 millones dada la meta de rojo fiscal permitido para el período enero-septiembre ubicada en \$1.157.000 millones.

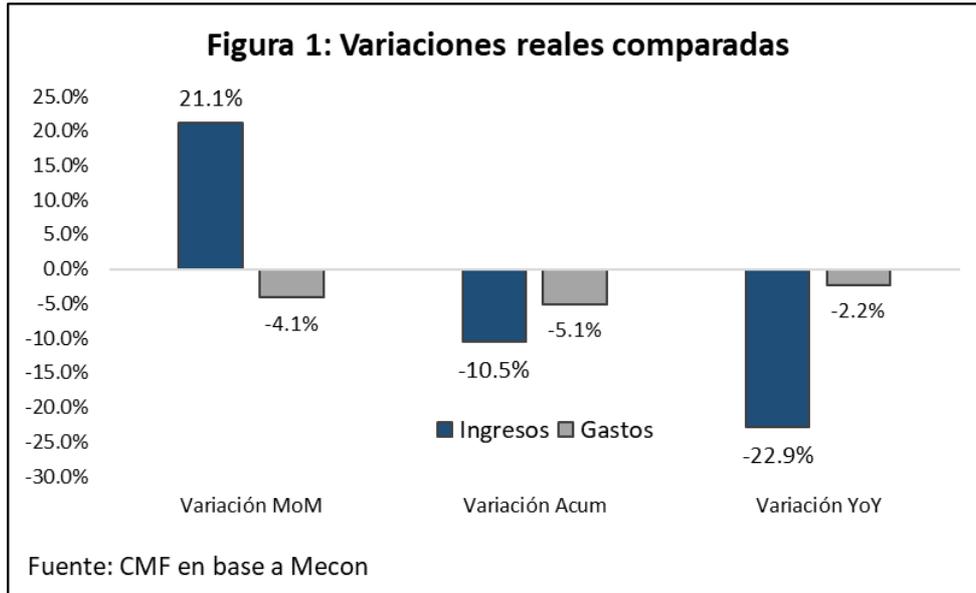
En relación a los números de agosto, se mejoraron ampliamente los ingresos, lo cual explica la mayor parte de la relativa mejora mensual. En términos anuales, las variaciones muestran una dinámica diferente a la comparación mensual, los gastos han crecido 41.1% mientras que los ingresos lo hicieron en un 78.9%, ambos por debajo de la inflación de los últimos 12 meses que totaliza 83%. En términos mensuales, los derechos de exportación explican la mayor parte de la variación ya que la liquidación generada por la aplicación del dólar “soja” se situó en niveles récord. Como contrapartida a estos ingresos, se produjo una emisión cercana al 25% de la base monetaria. Para los meses que restan del corriente año, la dinámica se puede ver desfavorecida dado que estacionalmente es de esperar un aumento relativo del gasto y continuar con la tendencia de meses previos.

Los elevados niveles inflacionarios marcan la pauta que la mejora fiscal a través de licuación se producirá en caso de mayores incrementos en los niveles de precios. Esta dinámica podría contribuir a una mayor inestabilidad que implique un deterioro fiscal elevado. A su vez, aumentos de tasas de interés presionarán un mayor déficit cuasi-fiscal que retroalimenta el deterioro de expectativas de corto plazo. **En este entorno, se favorece posicionamiento en instrumentos que permitan cobertura inflacionaria, la cual podría escalar los próximos meses.**

- **Resultado fiscal**

El resultado fiscal primario para el mes de septiembre alcanza un superávit de \$5.284 millones. En el acumulado del año, el resultado primario arroja un negativo de \$1.096.052 millones. Esta cifra equivale a un 1.35% del PBI. El déficit financiero, incluyendo los pagos de intereses de la deuda pública, se ubica en \$4.444 millones.

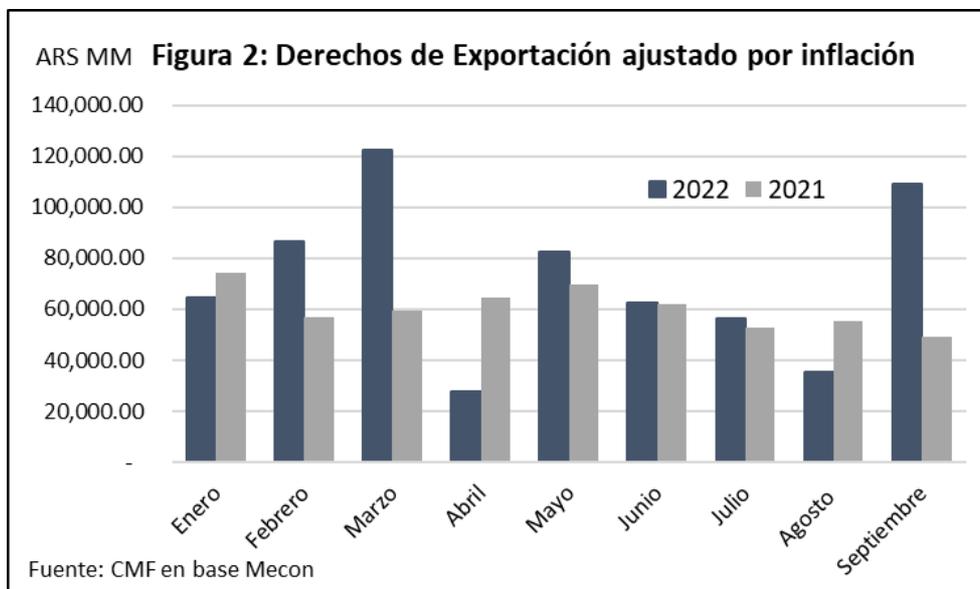
En relación al mes anterior, las erogaciones se reducen un 4.1% en términos reales, mientras que los ingresos reportan un incremento de 21.1%. Sin embargo, la comparación difiere con respecto al año previo donde los ingresos se reducen 22.9% contra una disminución del 2.2% para los gastos, ambas variaciones medidas en términos reales. **(Figura 1).**



Se debe destacar que la variabilidad en la medición de las evoluciones anuales y mensuales se produce por los ingresos derivados de los DEGs facilitados por el FMI en septiembre del 2021, los cuales totalizaron \$427.400 millones. Sin tomar en consideración dicho giro, la variación interanual en términos de ingresos se traduce a un incremento real de 22.5%.

En relación a las variaciones acumuladas anuales, se repite el comportamiento mencionado anteriormente. Los ingresos se retraen 10.5% en términos reales mientras que los gastos lo hacen en un 5.1%. Sin tomar en consideración el ingreso proveniente del FMI, en términos acumulados la variación es de -4.1%. Esto implica que, si tomamos en cuenta los primeros 9 meses de ambos años, tanto ingresos como gastos han crecido menos que la inflación.

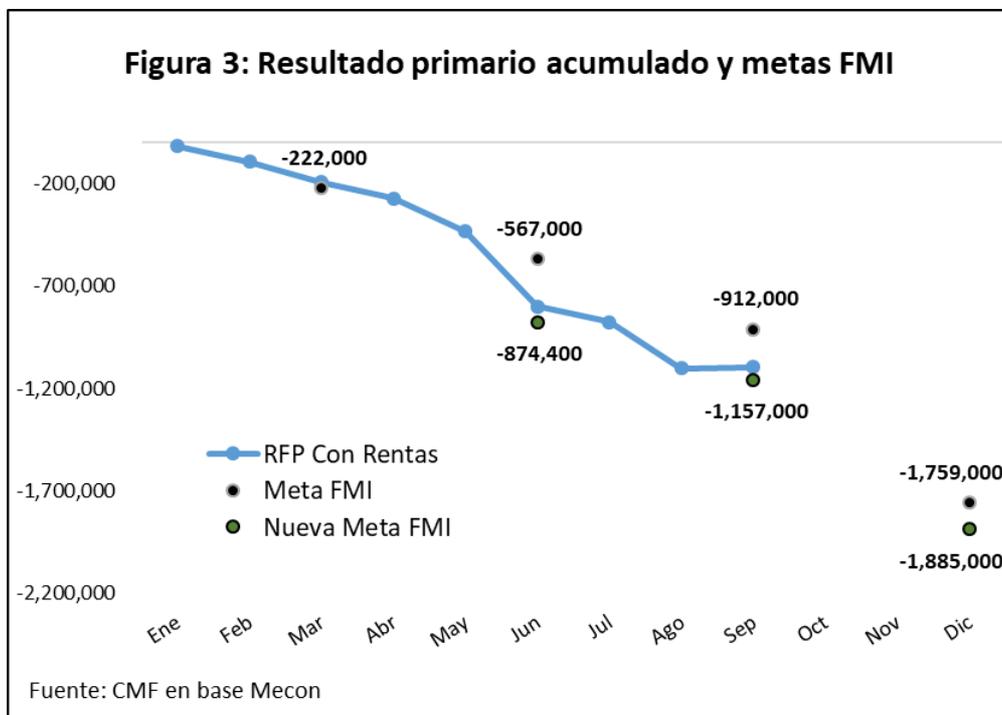
La gran explicación al superávit obtenido el mes de septiembre reside en la aplicación del dólar “soja” durante dicho mes. El incentivo a los exportadores a liquidar a un mayor tipo de cambio incrementó las ventas del complejo totalizando un saldo exportador sojero en torno a los USD 4.200 millones. Tal como se observa en la **Figura 2**, septiembre fue el segundo mes del año, ajustado por inflación, en donde se obtuvieron mayores ingresos derivados de Derechos de Exportación, se debe aclarar que



estacionalmente a partir de julio se desacelera la liquidación del complejo oleaginoso dado que finaliza la campaña de cosecha.

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 9 meses del año, el déficit acumulado del programa totaliza \$1.096.052 millones, o un 1.35% del PBI. Los primeros 9 meses del 2021 se había acumulado un 1.25% de déficit sobre PBI, denotando que pese a la dinámica del dólar “soja” el deterioro actual es levemente mayor.

Tal como muestra la **Figura 3**, la meta de septiembre se cumplió y con un margen estimado de \$61.000 millones. Hacia delante continúa la incertidumbre en relación a las metas a cumplir en el mes de diciembre, parte de las medidas fiscales anunciadas por Sergio Massa aún no se llevaron a cabo y las erogaciones de fin de año podrían implicar un mayor déficit que sobrepase los 2.5% establecido en el marco del acuerdo con el FMI.



• Ingresos

Los Ingresos Totales del Sector Público Nacional acumularon \$1.642.820 millones en septiembre, con una variación interanual de 41.1% versus el mismo período del año 2021. En septiembre 2021, los Ingresos Totales fueron estacionalmente más elevados por el ingreso de Derechos Especiales de Giro (DEGs) del FMI por un total de \$ 427.400 millones, por lo que, quitando el ingreso extraordinario, la variación interanual ascendería a 123%. De todas formas, el incremento del período se explica principalmente por Derechos de Exportación resultantes de la liquidación récord del complejo sojero.

Nuevamente, el total de ingresos fue impulsado principalmente, por los Ingresos Tributarios, que alcanzaron un total de \$1.444.653 millones (87.94% del total de Ingresos). En este caso, la novedad viene por el lado de Derechos de Exportación que acumuló un saldo de \$322.330 millones (+314.6% i.a.) y explica el motivo del superávit del mes. A su vez, Aportes y Contribuciones a la Seguridad Social, la subcuenta más representativa de Ingresos Tributarios, agregó \$382.008 millones al total de Ingresos, representando un 23.25% del total.

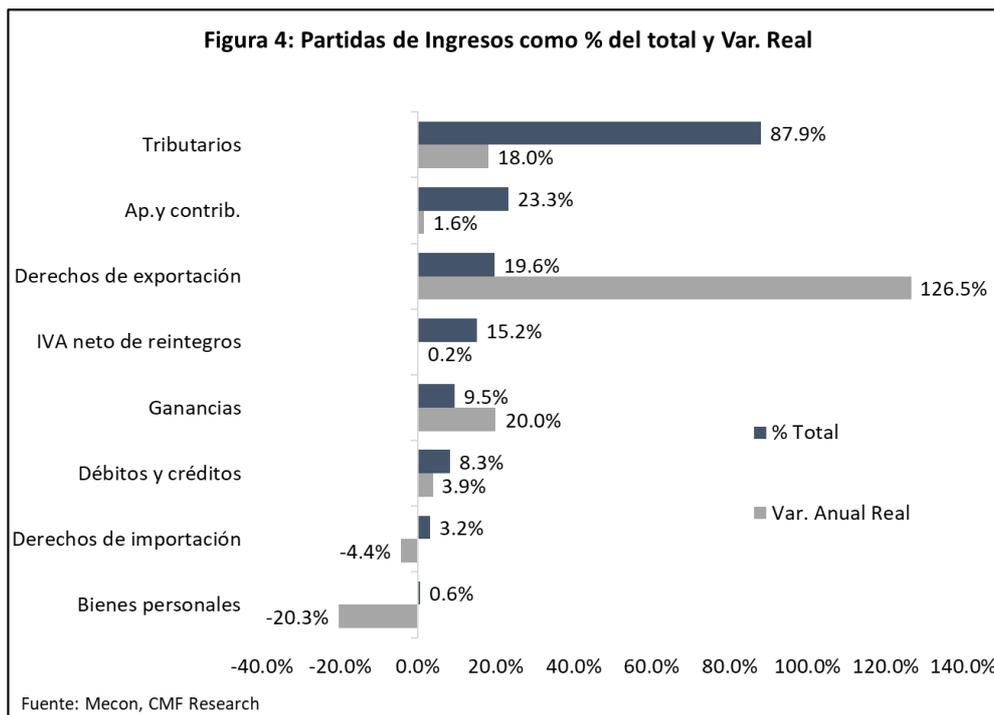
Los Ingresos Tributarios vinculados a la actividad económica también percibieron un incremento por encima de la variación de precios; la subcuenta de I.V.A. Neto de Reintegros acumuló un saldo de \$249.582 millones, levemente superando la inflación del período (83.4% vs. 83%). Por su parte, el impuesto a las transferencias conocido como Impuesto a los Débitos y Créditos, sumó \$135.912 millones al total de Ingresos (+90.1% i.a.); mientras que Ganancias sumó \$156.030 millones (+119.6% i.a.) en el mes.

En lo que respecta a las importaciones, los Derechos por Importación crecieron por debajo de la inflación acumulando \$52.687 millones versus \$30.124 del mismo período del año anterior (+74.9% i.a.).

Por último, ya por fuera del monto permitido por el Fondo Monetario Internacional, los ingresos por Rentas de la Propiedad, acumularon \$122.531 millones (+437.7% i.a.), cifra que contempla \$75.340 millones por emisiones primarias del Tesoro.

En términos reales, los Ingresos retrocedieron fuertemente (22.9% de forma interanual), principalmente explicado por la caída real de Otros ingresos corrientes (91.6% a/a) que contemplaba el recibo de los DEGs en el contexto de la pandemia del COVID-19. Por su parte, Ingresos Tributarios tuvieron un incremento real interanual de 18%, resultado que se explica por la suba real del 126.5% en Derechos de Exportación. Tal como mencionamos en el informe del mes pasado, la caída en la competitividad resultante de la apreciación cambiaria, fue resuelta temporalmente con el dólar “soja”, llevando a liquidaciones récord del complejo sojero, incrementando sustancialmente las arcas del Tesoro.

La mayor caída real proviene de la ya mencionada cuenta de “Otros ingresos corrientes”, seguido por Bienes Personales con una desaceleración del ingreso de 20.3% a/a. Por su parte, los Derechos por Importación también mostraron un retroceso real interanual del 4.4%. **(Figura 4)**



• **Gastos**

El Gasto del Sector Público Nacional en el mes de septiembre ascendió a \$1.562.196 millones, lo que representa una suba nominal interanual de 78.9%. Los Gastos Corrientes Primarios representaron el

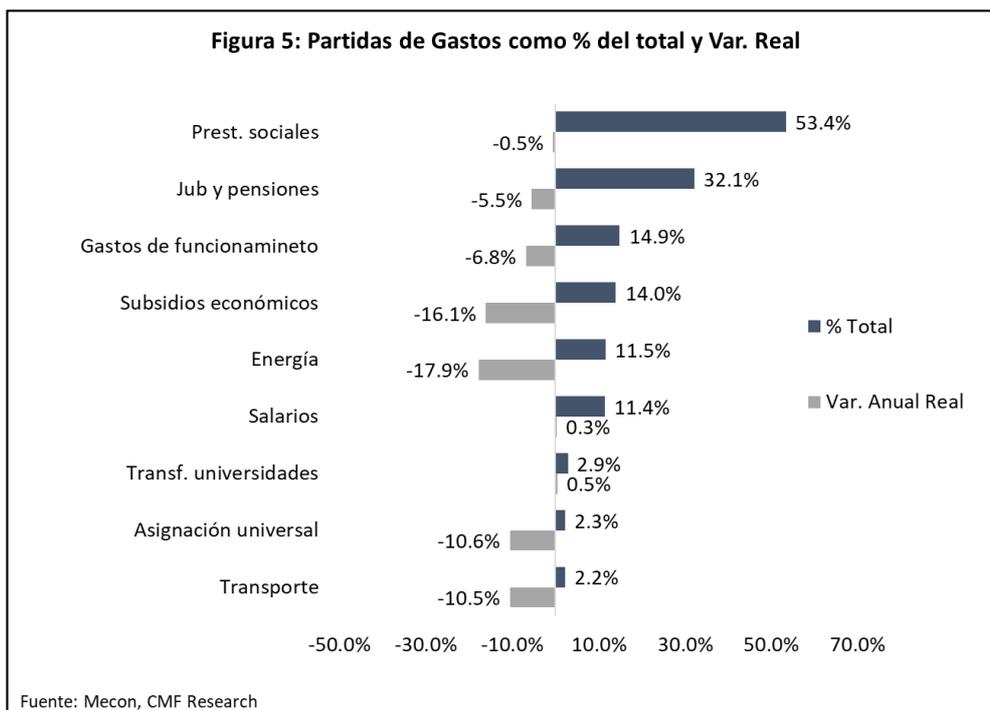
90.35% del gasto total y se incrementaron en \$593.646 millones versus mismo período de 2021; la subcuenta más representativa fue, como es habitual, Prestaciones Sociales con un monto de \$833.542 millones (+82.1% i.a.). Con el 60.25% de los gastos por Prestaciones Sociales, Jubilaciones y Pensiones Contributivas agregó \$502.218 millones (+72.9% i.a.) al total de gastos. Se destacó Asignaciones Familiares Activos, Pasivos y otras, con una suba nominal año a año de 149.9%, acumulando así \$61.386 millones; dicha suba contempla el refuerzo a beneficiarios por el Decreto N° 578/2022.

Por su parte, Subsidios Económicos aportó \$218.841 millones al gasto total, un incremento de 53.5% versus el mismo período del año 2021. De esta manera, se cumple otro mes más en el que el crecimiento del gasto en subsidios se encontraría por debajo de la inflación del período. Siendo que todavía no se confirmó el ajuste tarifario, luce como un aumento de la deuda flotante más que un ajuste real. Los subsidios a Energía totalizaron \$180.193 millones vs. \$119.872 millones del año pasado (50.3% i.a.), mientras que Transporte acumuló un gasto de \$34.564 millones (+63.8% i.a.).

En cuanto a los Gastos de Funcionamiento y otros, el monto erogado ascendió a \$232.484 millones, lo que implica un aumento del 70.5% de forma interanual; el avance se explicó principalmente por la subcuenta de Salarios que contribuyó al gasto con una cifra total de \$177.612 millones (+83.5% i.a. en línea con la inflación del período). Por último, las Transferencias Corrientes a Provincias destinadas a Educación crecieron a un ritmo interanual de 166.9% totalizando \$11.995 millones mientras que Salud lo hizo a un ritmo de 266.1% acumulando \$8.986 millones en el mes en cuestión.

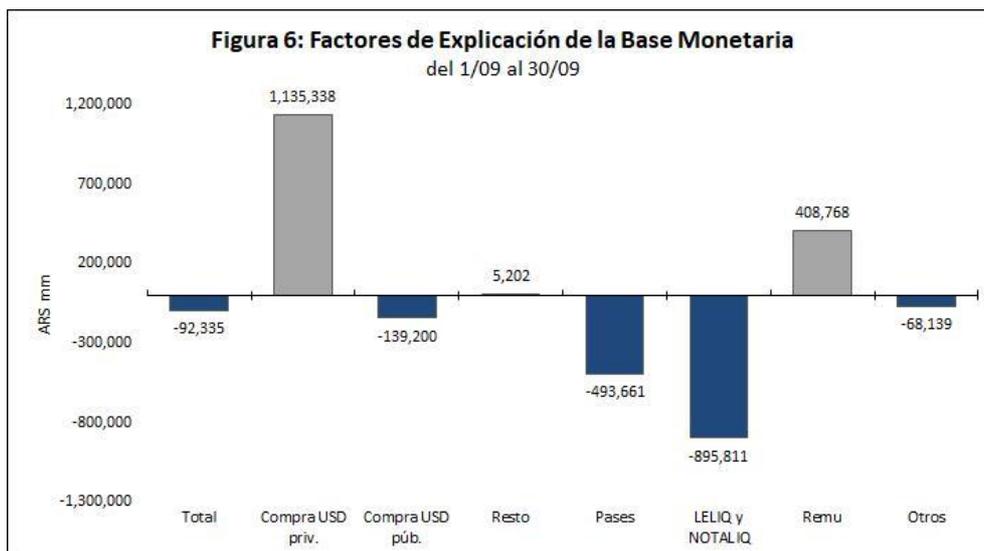
Los Gastos de Capital sumaron \$150.801 millones al gasto total, creciendo 171.8% de forma interanual. Los mayores incrementos se dieron en el ámbito nacional de Energía (816% i.a.) y Vivienda (2011.5%).

En términos reales, el crecimiento interanual del Gasto Primario fue negativo en 2.2%, explicado por la caída real de la cuenta más representativa, Gastos Corrientes Primarios (5.7%). Dentro de ella, Prestaciones Sociales tuvo una variación neutra año a año (-0.5%), mientras que Asignación Universal para Protección Social cayó 10.6%. (**Figura 5**). Los subsidios económicos a Energía vuelven a denotar un llamativo retroceso en términos reales (17.9% i.a.), mientras que Transporte también mostró una caída real de 10.5% a/a. Los Gastos de Capital en Vivienda destacan por su incremento del 1053.8% interanual real.



• Conclusiones

- El resultado fiscal del mes de septiembre no muestra una mejora en términos estructurales, ya que los ingresos derivados de Derechos de Exportación fueron temporales. Octubre debería volver a mostrar la misma dinámica de meses anteriores.
- Los subsidios siguen llamando la atención por su retroceso real con períodos previos similares sin una confirmación oficial de ajuste en sus partidas. Esto lleva a pensar que la deuda flotante seguiría aumentando.
- El costo por cerrar septiembre con superávit trajo consigo una enorme expansión monetaria futura medida por la absorción de Leliqs (**Figura 6**); dicho excedente podría volcarse a los dólares financieros en cualquier momento generando mayor presión sobre los precios.
- En función a lo ocurrido en septiembre, el plan radicaría en tomar medidas temporales y parciales durante los próximos meses, y mientras tanto lograr el cumplimiento de algunas metas del acuerdo con el FMI.
- En caso que no se apliquen las medidas fiscales correspondientes y previamente anunciadas, será difícil observar una baja persistente en el gasto que quite presión a la monetización del déficit y permita establecer un camino fiscal mas prudente y saludable para los próximos períodos.
- **Teniendo en cuenta esta dinámica, seguimos favoreciendo activos CER por sobre tasa fija y dollar-linked. La alta emisión y sin ancla de expectativas a la baja para los próximos meses, favorece la cobertura inflacionaria. Por otro lado, nuevos dólares derivados de nuevos impuestos quitan atractivo a los bonos que ajustan por la devaluación del dólar oficial. En caso de requerir ambas protecciones, los duales ya no lucen tan caros para cumplir dicho rol.**



FBerra, GCanonero, EYemal