

# Update

## Macro-financiero

23 de septiembre de 2022



- El déficit primario acumulado en los primeros ocho meses del año asciende a AR\$ 1.101.337 millones, equivalente al 1,4% del PBI. Si proyectamos un escenario -optimista- en el que los ingresos se mantienen estables en términos reales en lo que resta del año, el gasto primario debería caer como mínimo 12% en términos reales en la medición interanual para cumplir con la meta acordada con el FMI (2,5% del PBI).
- Los subsidios económicos vienen liderando la desaceleración del gasto en los últimos 3 meses, pero hay que tener en cuenta que: 1) en julio no se devengaron pagos a CAMMESA, que explica dos tercios de los subsidios; y 2) la deuda exigible de la Administración Central computable al ítem “Transferencias” -la mayor parte atribuible a subsidios económicos- subió AR\$ 165.000 millones respecto al stock de mayo.
- A raíz de esto, Cammesa empezó a demorar los pagos a sus proveedores de combustibles y ya debe más de US\$ 1.500 millones a las compañías generadoras de energía y a las petroleras. Esta situación debería tender a regularizarse en los próximos meses y, a pesar del fuerte recorte de subsidios energéticos que ya está operativo, difícilmente veamos caídas muy abultadas en este ítem del gasto primario.
- El gasto en prestaciones sociales viene creciendo 5,5% en términos reales, gracias a que ya se otorgaron bonos extraordinarios por AR\$ 260.000 millones (0,3% del PBI). Habrá un refuerzo para asignaciones y jubilaciones mínimas entre septiembre y noviembre, que tendrá un costo fiscal de AR\$ 160.000 millones (0,2% del PBI) y contrarrestará parcialmente el ahorro por licuación que generará la fórmula de movilidad ajustando prestaciones al 16,2% en septiembre-noviembre, con una inflación que rondaría 21%.
- Hasta hoy, se liquidaron US\$ 5.345 millones a AR\$ 200 en el marco del Programa Incremento Exportador (el tipo de cambio promedió AR\$ 142,7). El Tesoro percibió el pago de retenciones adicionales por unos AR\$ 101.086 millones, pero debió colocarle letras intransferibles al BCRA por AR\$ 306.322 millones para cubrir la diferencia entre ambos tipos de cambio. El Presupuesto 2023 hace suponer que este subsidio se contabilizaría debajo de la línea, por lo que el programa aportaría recursos por 0,1% del PBI en septiembre en lugar de ampliar el déficit de 0,3 % del PBI si se computaran dichas transferencias arriba de la línea.
- Si bien el recorte del gasto necesario para cumplir con la meta acordada con el FMI luce por demás ambicioso, el gobierno cuenta con herramientas -tanto operativas como contables- para acercarse al déficit primario de 2,5% del PBI. La deuda exigible que monitorea el FMI cerró agosto en AR\$ 575.316 millones, unos AR\$ 37.000 millones por debajo del tope de AR\$ 612.200 millones que establece el acuerdo con el Fondo, que podría incluso ajustarse por inflación y aportar algo más de margen en el cuarto trimestre.

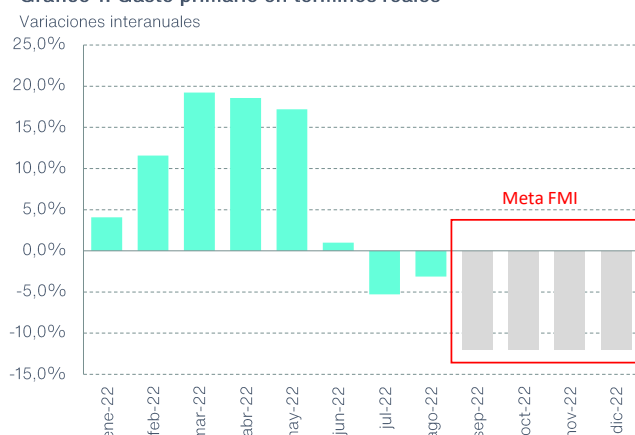
## CUMPLIR META FISCAL EXIGE CAÍDA REAL DEL GASTO PRIMARIO DE DOS DÍGITOS INTERANUAL

El déficit primario de agosto que monitorea el FMI fue de AR\$ 224.708 millones, llevando el registro acumulado en los primeros ocho meses del año hasta AR\$ 1.101.337 millones, equivalente al 1,4% del PBI (vs 0,9% del PBI en mismo período de 2021). Si proyectamos un escenario -optimista- en el que los ingresos se mantienen estables en términos reales en lo que resta del año, el gasto primario en términos reales debería caer como mínimo 12% interanual (i.a.) para cumplir con la meta acordada con el Fondo en el último cuatrimestre. Esta reducción del gasto luce muy desafiante: tras un primer semestre en el que creció 11,4% i.a. en términos reales respecto, en julio cayó 5,3% i.a. y en agosto 3,1% i.a., muy lejos del 12% i.a. al que debería llegar en el promedio de los próximos 4 meses (ver **Gráfico 1**).

Los subsidios económicos vienen liderando la desaceleración del gasto primario en los últimos meses. En términos reales estos cayeron 23,6% i.a., en julio se contrajeron 3,9% i.a. y en agosto 14,9% i.a. Sin embargo, será difícil sostener esta tendencia mucho más en el tiempo. Hay dos cuestiones a tener en cuenta cuando se analiza el gasto efectivizado en subsidios económicos: 1) en julio no se devengaron pagos a CAMMESA, que explica dos tercios de los subsidios; y 2) en agosto la deuda exigible de la Administración Central computable al ítem “Transferencias” -la mayor parte atribuible a subsidios económicos- trepó AR\$ 165.000 millones respecto a mayo (ver **Gráfico 2**).

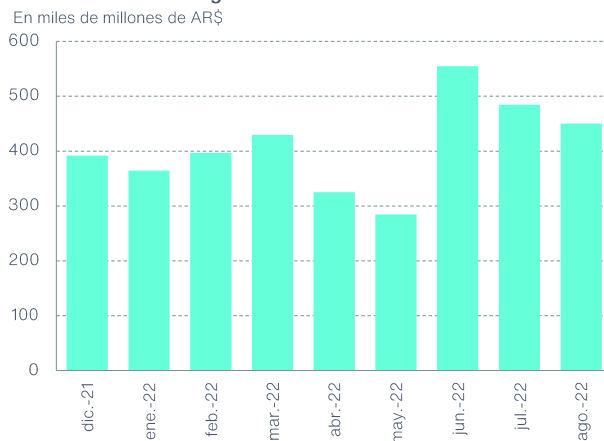
Es decir que la fuerte reducción de los subsidios económicos registrada entre junio y agosto se debió a que directamente no se devengó el gasto correspondiente, o bien, se devengó, pero no se pagó en su totalidad. A raíz de esto, Cammesa empezó a demorar los pagos a sus proveedores de combustibles y ya debe más de US\$ 1.500 millones a las compañías generadoras de energía y a las petroleras. Esta situación debería tender a regularizarse en los próximos meses -o al menos no acrecentarse- y, a pesar del fuerte recorte de subsidios energéticos que está operativo desde septiembre, difícilmente veamos caídas muy abultadas en este ítem del gasto primario. Estimamos una contracción real de este rubro en torno al 12% i.a. en el último cuatrimestre, en línea con la necesaria para cumplir con la meta del FMI, pero a costa de una deuda flotante que seguiría creciendo.

**Gráfico 1. Gasto primario en términos reales**



Fuente: equilibra con base en Ministerio de Economía e INDEC

**Gráfico 2. Deuda exigible de la Adm. Central: Transferencias**



Fuente: equilibra con base en Ministerio de Economía

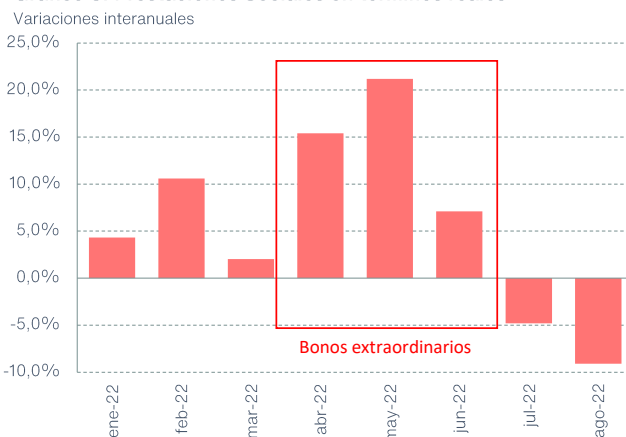
En cuanto al gasto en prestaciones sociales, en agosto cayó en términos reales 9,1% i.a., dado que la base de comparación incluyó el pago de bonos extraordinarios previo a las últimas elecciones de medio término. En cambio, si miramos el acumulado del año, este rubro del gasto viene creciendo 5,5% i.a. en términos reales a pesar de la aceleración inflacionaria (ver **Gráfico 3**), gracias a que ya se otorgaron bonos extraordinarios por unos AR\$ 260.000 millones (0,3% del PBI). Mirando hacia adelante, el Gobierno formalizó un refuerzo para las asignaciones familiares que perciben los sectores de menores ingresos y para jubilados que cobran la mínima, pagadero mensualmente entre septiembre y noviembre. Estimamos que el costo fiscal de esta medida rondará los AR\$ 160.000 millones (0,2% del PBI), y contrarrestará parcialmente la mejora fiscal por licuación generada gracias a que la fórmula de movilidad ajustará las prestaciones al 16,2% trimestral entre septiembre y noviembre, con una inflación que rondaría el 21%. Aun así, de no mediar nuevos anuncios de bonos extraordinarios, las prestaciones sociales exhibirían una caída real en torno al 15% promedio, respecto al último cuatrimestre de 2021 (en el cual también se otorgaron bonos).

Los gastos de funcionamiento fueron otra de las partidas que en agosto registraron un fuerte recorte en términos reales (-6,3% i.a.), en línea con los anuncios de congelamiento de la planta de empleados estatal y la “sintonía fina” en el devengamiento y pago de gastos operativos. No obstante, no descartamos que parte de esta dinámica haya estado relacionada al cambio de autoridades en el Ministerio de Economía, que seguramente generó demoras en la formalización y el curso de pagos.

Asimismo, en términos reales el gasto de capital registró una suba de tres dígitos en agosto (117,6% i.a.) y en el acumulado del año crece 26% i.a. En esta partida habría tela para cortar, pero el desafío es alcanzar el consenso político para hacerlo.

Un tema al cual debemos prestarle atención cuando se den a conocer los resultados fiscales de septiembre, es la forma de contabilización de los subsidios que el Tesoro transfiere al sector sojero, a través del Banco Central, en el marco del Programa de Incremento Exportador. Hasta hoy, se liquidaron US\$ 5.345 millones a AR\$ 200, mientras que el tipo de cambio promedió AR\$ 142,7 desde la vigencia del programa. Es decir que el Tesoro percibió el pago de retenciones adicionales por unos AR\$ 101.086 millones (AR\$ 352.770 millones contra AR\$ 251.684 millones al tipo de cambio oficial vigente), pero debió colocarle letras intransferibles al Central por AR\$ 306.322 millones para

**Gráfico 3. Prestaciones Sociales en términos reales**



cubrir la diferencia entre ambos tipos de cambio (ver **Tabla 1**). El gobierno todavía no aclaró de qué forma contabilizará este subsidio, y aunque lo correcto sería sumarlo dentro del gasto primario como una transferencia corriente, los números del Presupuesto 2023 hacen suponer que sería debajo de la línea. De ser así, y sin contemplar un probable incremento en los volúmenes exportados este año (suponemos, para simplificar, sólo un anticipo de liquidaciones), el “dólar soja” aportaría recursos por 0,1% del PBI en septiembre en lugar de una ampliación del déficit de 0,3% del PBI si se computaran estas transferencias arriba de la línea.

**Tabla 1. Programa Incremento Exportador**

En millones de AR\$, al 23-Sep

	Tipo de cambio		Diferencia	% PBI
	AR\$ 200	AR\$ 142,69		
Liquidaciones "Dólar soja"	1.069.000	762.678	306.322	0,4%
Derechos de exportación	352.770	251.684	101.086	0,1%
Emisión de Letras Intransferibles	306.322	0	306.322	0,4%

Fuente: equilibra

Si bien el recorte del gasto necesario para cumplir con la meta acordada con el FMI luce por demás ambicioso, el gobierno cuenta con varias herramientas -tanto de gestión como contables- para acercarse al déficit primario de 2,5% del PBI. La deuda exigible que monitorea el FMI cerró agosto en AR\$ 575.316 millones, unos AR\$ 37.000 millones por debajo del tope de AR\$ 612.200 millones que establece el acuerdo con el Fondo. Mas aun, tal como ocurrió tras la primera revisión del programa, no descartamos que este tope pueda ajustarse por inflación con la segunda revisión, lo que le daría incluso más margen a la Administración Central para tomar deuda flotante.

DOCUMENTO ELABORADO POR EL ÁREA  
DE ANÁLISIS MACROECONÓMICO

RESPONSABLE DE ESTE INFORME

Lorena Giorgio

EQUIPO DE TRABAJO

Martín Rapetti  
DIRECTOR EJECUTIVO

Lorenzo Sigaut Gravina  
DIRECTOR DE ANÁLISIS  
MACROECONÓMICO

Lorena Giorgio  
ECONOMISTA JEFE

Soledad Puechagut  
ECONOMISTA SENIOR

Gonzalo Carrera  
ECONOMISTA JUNIOR

Laura Vernelli  
ANALISTA

MIEMBROS FUNDADORES

Martín Rapetti - Diego Bossio - Lorena Giorgio  
Gabriel Delgado - Lorenzo Sigaut Gravina