



¿Por dónde pasará la motosierra?

Resumen y conclusiones

Los datos fiscales que se conocieron esta semana permiten cerrar el año 2023 y fijar cuál es el punto de partida sobre el cual el nuevo gobierno deberá maniobrar el ancla fiscal.

La herencia que dejó la anterior gestión supone fuertes desafíos. El ajuste por jubilaciones y salarios vía licuación está bastante realizado, por lo que el ahorro debería provenir de recorte de cantidades, una decisión que tiene mayor costo político, mientras que la baja de subsidios energéticos se enfrenta a un incremento de los costos tras la corrección cambiaria. La eliminación de la 4ta categoría de Ganancias también implica un costo político para el gobierno que ahora busca revertirla.

A ello debe agregarse el impacto de la recesión de 2024 sobre los ingresos por lo que, aún sin lograr la meta fijada, para que el ancla fiscal finalmente actúe será clave el avance que pueda lograr en materia de reformas que vuelvan más previsible el resultado fiscal hacia adelante.

José M. Echagüe
Estratega

Isaías Marini
Analista

Melina Costanzo
Analista

+54 11 2206 2206

Avda. Ortiz de
Ocampo 3302
WO Barrio Parque
Bureaux Módulo IV
3er Piso
C1425DFE

¿Por dónde pasará la motosierra?

Esta semana se conocieron los datos fiscales que permiten cerrar el año 2023 y de esta forma, fijar cuál es el punto de partida sobre el cual el nuevo gobierno deberá maniobrar el elemento clave de su programa: en ancla fiscal.

Empecemos por los resultados globales. El déficit primario alcanzó en 2023 un 2.7% del PBI, aunque excluyendo los ingresos extraordinarios por la licitación de la banda 5G este número se eleva a 2.9%. Este resultado estuvo en línea con el del 2022 cuando se corrige por contabilidad creativa, aunque con diferencias en su composición. Los ingresos se redujeron a 16.8% del PBI (vs 17.7% en 2022) principalmente por efecto de la caída de las exportaciones y el gasto se moderó a 19.5% (vs 20.4%) fundamentalmente vía licuación del gasto previsional.

Los intereses representaron 3.2% del PBI en 2024, muy por encima de lo esperado, pero 1.8 p.p. de los mismos fueron pagados sólo en diciembre (3.34 billones de pesos), con los que el déficit financiero base caja cerró en 5.9% del PBI. Esto no fue resultado de fuertes vencimientos de interés sino más bien reflejó la capitalización de deuda indexada tras la recompra de bonos en poder del BCRA. Los intereses devengados en el año, de acuerdo a la Oficina de Presupuesto del Congreso, ascendieron a 1.8% del PBI.

Cuentas fiscales

Principales ítems, como % del PBI

| | 2022 | 2023 | Dif 23-22 |
|--|--------------|--------------|--------------|
| Ingresos totales* | 17.7% | 16.8% | -0.9% |
| Ingresos Tributarios | 16.3% | 14.9% | -1.37% |
| IVA neto de reintegros | 3.2% | 3.5% | 0.27% |
| Ganancias | 2.1% | 1.6% | -0.44% |
| Derechos de exportación | 1.8% | 0.8% | -1.04% |
| Impuesto PAIS | 0.4% | 0.8% | 0.37% |
| Rentas de la Propiedad* | 0.6% | 1.0% | 0.38% |
| Otros Ingresos Corrientes | 0.8% | 0.9% | 0.14% |
| Gasto Primario | 20.4% | 19.5% | -0.9% |
| Prestaciones sociales | 11.3% | 10.6% | -0.72% |
| Jubilaciones y pensiones contributivas | 6.9% | 6.2% | -0.74% |
| Subsidios económicos | 2.6% | 2.1% | -0.52% |
| Gastos de funcionamiento | 3.1% | 3.3% | 0.14% |
| Transferencias corrientes a provincias | 0.7% | 0.7% | 0.08% |
| Transferencias a universidades | 0.6% | 0.7% | 0.11% |
| Otros gastos corrientes | 0.4% | 0.5% | 0.07% |
| Gastos de capital | 1.6% | 1.6% | -0.04% |
| Déficit primario* | -2.7% | -2.7% | 0.0% |
| 2) Intereses | 1.8% | 3.2% | 1.4% |
| 3) Déficit fiscal* | -4.5% | -5.9% | -1.5% |

(*) Se excluyen todas las rentas por colocaciones primarias

Fuente: Consultatio Financial Services en base a Mecon

¿Por dónde pasará la motosierra?

La herencia de Massa

El ex Ministro de economía asumió sus funciones en un contexto de alta incertidumbre política y con los mercados convulsionados, con una promesa de “orden fiscal” con foco en los subsidios energéticos y el gasto en salarios públicos. Pero tal promesa no fue cumplida.

Comparando los 12 meses acumulados entre la asunción y el cese de su mandato, el primer resultado es que el déficit de hecho se profundizó. Los ingresos cayeron por efecto de la sequía y también por otros ingresos corrientes, a la vez que el plan “platita” en la previa electoral impactó en la recaudación de IVA, Ganancias y otros tributos.

Gasto real acumulado 12
A precios de dic-23, ARS miles de millones

| | jun-21/ jul-22 | ene-23/ dic-23 | Diferencia | Diferencia como % del PBI* |
|--|-------------------|-------------------|------------|----------------------------------|
| Ingresos totales | 64,950 | 58,047 | -6,903 | -1.89% |
| Derechos de exportación | 6,168 | 2,636 | -3,531 | -0.97% |
| Gasto primario | 73,263 | 66,542 | -6,721 | -1.84% |
| Prestaciones sociales | 40,327 | 36,432 | -3,895 | -1.06% |
| Jubilaciones y pensiones contributivas | 24,570 | 21,319 | -3,252 | -0.89% |
| AUH | 1,760 | 1,364 | -396 | -0.11% |
| Asignaciones Familiares | 2,564 | 1,524 | -1,040 | -0.28% |
| Pensiones no contributivas | 2,527 | 1,958 | -569 | -0.16% |
| Prestaciones del INSSJP | 2,515 | 3,080 | 565 | 0.15% |
| Otras Programas Sociales | 6,390 | 7,187 | 797 | 0.22% |
| Subsidios económicos | 10,456 | 7,235 | -3,221 | -0.88% |
| Subsidios energéticos | 8,240 | 5,395 | -2,845 | -0.78% |
| Gasto de capital | 4,901 | 5,607 | 706 | 0.19% |
| Gastos de Funcionamiento | 11,260 | 11,062 | -199 | -0.05% |
| Salarios | 8,140 | 8,785 | 645 | 0.18% |
| Transferencias a provincias | 2,628 | 2,375 | -252 | -0.07% |
| Resto | 3,691 | 3,831 | 140 | 0.04% |

(*) PBI corriente estimado promedio 4T-23/1T-24

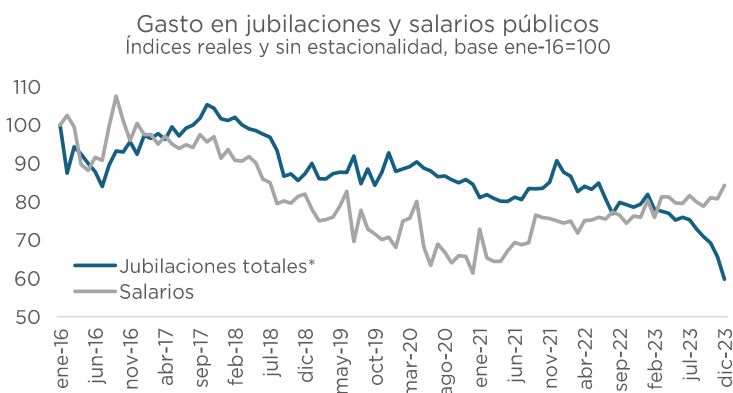
Fuente: Consultatio Financial Services en base a INDEC y Mecon

Es cierto que la segmentación tarifaria contribuyó a disminuir el peso de los subsidios económicos (la caída de precios internacionales de la energía también ayudó), pero el grueso del ahorro fiscal recayó fundamentalmente en la licuación del gasto social, y previsional en particular, por la fórmula de actualización vigente. Aunque los gastos de funcionamiento consolidados se moderaron, una pequeña recuperación de los salarios públicos y un evidente crecimiento en la dotación condujeron a un crecimiento del gasto real en salarios.

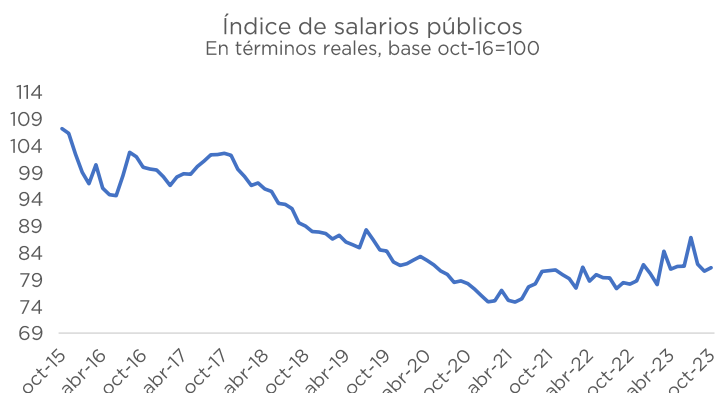
¿Por dónde pasará la motosierra?

La fenomenal licuación de las jubilaciones y el crecimiento de la masa salarial pública añaden mayor dificultad política al ajuste que deberá llevar adelante la nueva gestión. La eliminación de las moratorias permitiría evitar un crecimiento del número de beneficiarios del sistema previsional sin un elevado costo político, pero ajustar aún más el gasto en jubilaciones vía inflación se encontrará con el rechazo de la sociedad y de otras esferas del gobierno, como se evidenció en las recientes negociaciones con gobernadores por la Ley Ómnibus.

El gasto salarial también es problemático porque si bien los salarios públicos hasta octubre crecieron levemente por arriba de la inflación, todavía se mantienen un 20% real por debajo de los niveles promedio de 2015-2017. Entonces, ajustar este ítem del gasto necesariamente implicará reducir el número de empleados públicos.



(*) Contributivas y no contributivas; no incluyen bonos.
Fuente: Consultatio Financial Services en base a Mecon e INDEC



Fuente: Consultatio Financial Services en base a INDEC

La eliminación de la 4ta categoría del impuesto a las Ganancias es otra herencia, pero que no se refleja plenamente en estos números e implica un desfinanciamiento para la Nación de entre 0.3 y 0.4% del PBI para 2024 y de alrededor de medio punto para las provincias en su conjunto.

Los resultados de diciembre y los desafíos hacia adelante

Los resultados del último mes de 2023, aunque no reflejan el cambio de conducción económica, nos permiten conjeturar sobre lo que podemos esperar para 2024.

¿Por dónde pasará la motosierra?

Los ingresos totales se desplomaron un 20% a/a en términos reales tanto por efecto del salto de la inflación como por el freno en la actividad económica. Los ingresos por IVA cayeron 3.8% real (aunque la caída fue mayor para el IVA que excluye importaciones) y el “impuesto al cheque” se desplomó casi 30% en términos reales. Estos resultados plantean un serio desafío hacia adelante, porque en la medida que la contracción del gasto afecte la actividad económica la recaudación tributaria también se verá reducida.

Otro factor que afectó considerablemente la recaudación fue la abrupta baja en la recaudación por el impuesto a las Ganancias (-56% a/a real) tras la eliminación de la 4ta categoría durante la campaña electoral, y el gobierno ahora se enfrenta al costo político de restablecer el tributo (que afecta principalmente a las provincias, con quienes debe negociar la Ley Ómnibus) cuando el propio presidente votó a favor de su eliminación.

CUENTAS FISCALES

Principales items

| | Var real % dic/dic |
|--|-----------------------|
| INGRESOS TOTALES | -19.6% |
| Tributarios | -20.7% |
| IVA neto de reintegros | -3.8% |
| Ganancias | -56.1% |
| Aportes y contribuciones a la seguridad social | -19.0% |
| Débitos y créditos | -29.5% |
| Rentas de la propiedad | 5.5% |
| Otros ingresos corrientes | -21.4% |

Fuente: Consultatio Financial Services en base a Mecon

El gasto se redujo 6.2% en términos reales fundamentalmente por la caída del gasto social (-22.6%) pero el gobierno informó que esta baja se produjo incluso reduciendo en buena medida la deuda flotante acumulada hasta el 9 de diciembre, que ascendía a 3.06 billones de pesos, aunque no brindó mayores detalles.

La disparada de 270% a/a real en los subsidios energéticos muy probablemente responde a esta regularización de pagos atrasados, pero también es reflejo de un desafío adicional. Con el salto del tipo de cambio, la cobertura tarifaria de los costos de generación energética (dolarizados) descendió al nivel más bajo desde 2022. Esto supone que el incremento tarifario que permita reducir los subsidios deberá ser aún mayor, con un doble impacto en la inflación y la actividad económica.

¿Por dónde pasará la motosierra?



Fuente: Consultatio Financial Services en base a CAMMESA

CUENTAS FISCALES

Principales ítems

| | Var real % dic/dic |
|--|-----------------------|
| GASTOS PRIMARIOS | -6.2% |
| Gastos corrientes primarios | -3.4% |
| Prestaciones sociales | -22.6% |
| Jubilaciones y pensiones contributivas | -23.9% |
| Subsidios económicos | 95.1% |
| Energía | 269.6% |
| Gastos de funcionamiento y otros | 2.1% |
| Salarios | 11.3% |
| Otros gastos de funcionamiento | -31.7% |
| Transferencias corrientes a provincias | 46.2% |
| Transferencias a universidades | 54.1% |
| Otros Gastos Corrientes | 85.5% |
| Gastos de capital | -40.2% |

Fuente: Consultatio Financial Services en base a Mecon

¿Es posible alcanzar déficit cero en un año? No tenemos una respuesta definitiva, pero lo cierto es que luce muy ambicioso. El gobierno espera incrementar los ingresos en 2024 en parte mediante la reversión de Ganancias y la suba de retenciones (puntos de conflicto con los gobernadores), pero el punto de partida puede ser más complicado del inicialmente esperado. La devaluación incrementará la recaudación de los tributos ligados al comercio exterior, pero tanto la inflación como la recesión supondrán una retracción real del resto de los tributos. En el neto, prima el segundo efecto.

La motosierra también encuentra un límite. El ajuste en jubilaciones y salarios vía licuación está bastante realizado, por lo que el ahorro debería provenir de recorte de cantidades, una decisión que tiene mayor costo político. Adicionalmente, dada la devaluación el recorte de subsidios económicos implicará una suba tarifaria mayor a la prevista. Obra pública y otros gastos de funcionamiento tal vez sean los ítems donde el gobierno tendrá más margen.

Un último factor que no debe descuidarse es el macro. 2024 será un año de recesión para la economía: a la caída de ingreso de salarios debemos agregarle el plan de suba de impuestos y caída de gasto. Lograr mejoras fiscales en términos de un PBI que cae, es todavía más difícil. Por ello, aún sin lograr la meta fijada, para que el ancla fiscal finalmente actúe será clave el avance que pueda lograr en materia de reformas que vuelvan más previsible el resultado fiscal hacia adelante.

INSTITUCIONALES & PARTNERS
Ingrid Epp
iepp@consultatioinvestments.com

INSTITUCIONALES
Martín Deluca
mdeluca@consultatioinvestments.com

ATENCIÓN BANCA PRIVADA
Hernan Rodríguez
hrodriguez@consultatioinvestments.com

ATENCIÓN MINORISTA
Adriana Caceres
asesores@consultatioinvestments.com

ESTRATEGIA
José Echagüe
jechague@consultatioinvestments.com

APERTURA DE CUENTA
apertura@consultatioinvestments.com

Nota de responsabilidad

El presente documento es propiedad de Consultatio Investment S.A. y Consultatio Asset Management Gerente de Fondos Comunes de Inversión S.A. (ambas en conjunto, "Consultatio"), no pudiendo su contenido ser modificado, transmitido, copiado, y/o distribuido sin el consentimiento expreso de Consultatio. El presente tiene un fin exclusivamente informativo y se ha basado en información proveniente de fuentes públicas, siendo que Consultatio no ha verificado su veracidad, integridad y/o exactitud, ni ha sometido la misma a un proceso de auditoría. Consecuentemente, Consultatio no efectúa declaración alguna, ni otorga garantía alguna, sobre la veracidad, integridad y/o exactitud de la información sobre la cual se basa este informe. Todas las opiniones y estimaciones aquí expresadas están sujetas a cambio sin previo aviso.

El presente no constituye asesoramiento en inversiones ni una invitación a operar con valores negociables a través de Consultatio. Cualquier persona interesada en analizar y, en su caso, operar los valores negociables aquí descritos, deberá consultar la información contenida en sus documentos de emisión. La información aquí inserta ha sido confeccionada exclusivamente para la República Argentina, no debiendo interpretarse destinado a cualquier otra jurisdicción o territorio. Se advierte que parte de la información del presente documento está constituida por estimaciones futuras. Debido a riesgos e incertidumbres, los resultados reales o el desempeño de los valores negociables podrían diferir significativamente de lo expresado en las estimaciones futuras. La información aquí contenida está sujeta a cambios y modificaciones y no puede ser considerada definitiva por aquellas personas que tomen conocimiento de ella. El receptor deberá basarse exclusivamente en su propia investigación, evaluación y juicio independiente para tomar una decisión relativa a la inversión en valores negociables.

Consultatio Investments S.A es Agente de Colocación y Distribución de Fondos Comunes de Inversión Matrícula N° 18 Disposición N° 3190 de fecha 23-12-2016 , Agente de Liquidación y Compensación Integral Matrícula N° 351 Resolución N° 19996 de fecha 23-01-2019 y Agente de Colocación y Distribución Integral de Fondos Comunes de Inversión Matrícula N° 47 Disposición N° 3321 de fecha 29-05-2017 , en todos los casos de la CNV. Los rendimientos pasados manifestados por valores negociables son un indicador y no implican, bajo ningún concepto, promesas de rendimientos futuros.

Los rendimientos pasados manifestados por valores negociables son un indicador y no implican, bajo ningún concepto, promesas de rendimientos futuros. En particular ha de tenerse presente que las inversiones en cuotas partes de fondos comunes de inversión no constituyen depósitos en el agente de custodia de tales fondos a los fines de la Ley de Entidades Financieras ni cuentan con ninguna de las garantías que tales depósitos a la vista o a plazo puedan gozar de acuerdo a la legislación y reglamentación aplicables en materia de depósitos en entidades financieras. Asimismo el agente de custodia los fondos comunes de inversión se encuentra impedido por normas del Banco Central de la República Argentina de asumir, tácita o expresamente, compromiso alguno en cuanto al mantenimiento, en cualquier momento, del valor del capital invertido, al rendimiento, al valor de rescate de las cuotas partes o al otorgamiento de liquidez a tal fin.