

NOVIEMBRE 2020

# GOBIERNO NACIONAL

Ejecución Presupuestaria a Octubre 2020



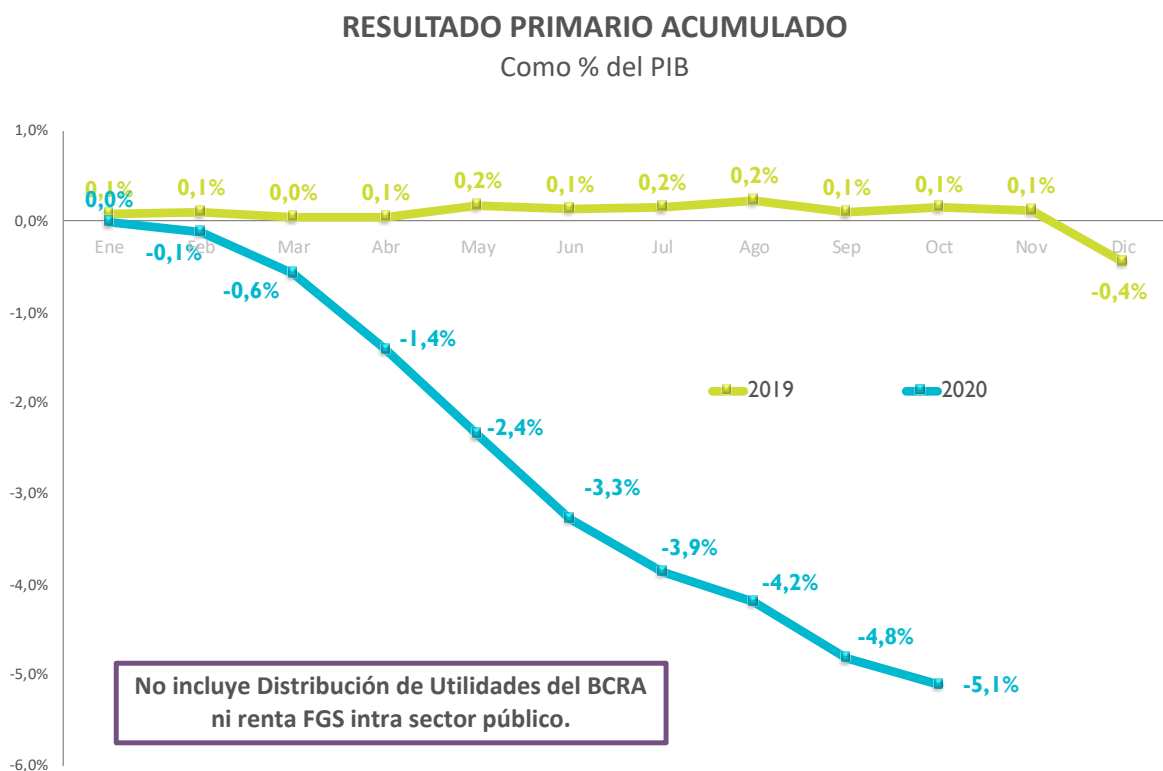
AERARIUM



## Outlook Fiscal - Gobierno Nacional

### Ejecución Presupuestaria de Octubre

Los datos de octubre presentaron un desequilibrio primario del 0.3% del PIB, recortando el déficit respecto al mes anterior y volviendo al nivel observado en agosto. **Esta dinámica va en línea con las señales de mayor consolidación fiscal que viene presentando el Gobierno Nacional** (suspensión del IFE4, devolución anticipada de Adelantos Transitorios), lo cual permitió apaciguar, junto a la intervención en el mercado de bonos, las tensiones cambiarias, y asimismo será una condición necesaria, aunque no suficiente, para firmar un acuerdo de diferimiento en los pagos con el IMF. Con todo, el resultado primario acumula un déficit del 5.1% del PIB.



Fuente: AERARIUM, en base a datos de ONP e INDEC

El déficit primario se ubicó en \$81.600 millones, mientras que el pago de intereses llevó al resultado global a un desequilibrio de \$112.700 millones, con una expansión nominal del 75% (+28% en pesos constantes), y acumulando \$1.85 billones desde el inicio del año. De este modo, **el déficit primario se recortó en casi \$86.000 millones respecto a septiembre (-51%), lo cual se tradujo en una menor asistencia financiera del BCRA, que se limitó a \$30.000 millones**



en concepto de distribución de utilidades, en tanto que los adelantos transitorios tuvieron una sustantiva caída, como se verá más adelante.

Por su parte, las rentas no contabilizadas del FGS ascendieron a \$7.100 millones, de modo que la inclusión de ambas fuentes heterodoxas reduce el desbalance primario a \$44.500 millones. Sumando las utilidades del BCRA, **las fuentes extraordinarias acumulan \$1.3 billones en lo que va de 2020**, prácticamente empatando el déficit primario del período (\$1.38 billones).

CONCEPTO	Dato mensual		Variación anual			Acumulado 2020	Var Acumulado Real
	oct-20	oct-19	%	\$	% Real		
<b>INGRESOS TOTALES</b>	<b>454.326</b>	<b>354.697</b>	<b>28,1%</b>	<b>99.629</b>	<b>-6,7%</b>	<b>3.903.617</b>	<b>-14,5%</b>
Tributarios	413.634	306.617	34,9%	107.017	-1,7%	3.543.685	-10,3%
Resto*	40.692	48.080	-15,4%	-7.388	-38,3%	359.932	-41,3%
<b>GASTOS PRIMARIOS</b>	<b>535.953</b>	<b>346.170</b>	<b>54,8%</b>	<b>189.783</b>	<b>12,8%</b>	<b>5.287.254</b>	<b>17,0%</b>
<b>Gastos corrientes primarios</b>	<b>516.787</b>	<b>327.013</b>	<b>58,0%</b>	<b>189.774</b>	<b>15,2%</b>	<b>5.080.299</b>	<b>20,1%</b>
Prestaciones sociales	328.064	215.023	52,6%	113.041	11,2%	3.308.315	23,0%
Subsidios económicos	67.707	25.772	162,7%	41.935	91,4%	562.432	46,4%
Gastos de funcionamiento	75.531	60.630	24,6%	14.901	-9,2%	724.111	-10,4%
Transferencias a provincias	24.223	8.903	172,1%	15.321	98,3%	264.050	93,2%
Transferencias a universidades	16.778	11.517	45,7%	5.261	6,2%	163.711	4,5%
Otros Gastos Corrientes	4.484	5.168	-13,2%	-684	-36,8%	57.680	-7,1%
<b>Gastos de capital</b>	<b>19.166</b>	<b>19.157</b>	<b>0,0%</b>	<b>8</b>	<b>-27,1%</b>	<b>206.955</b>	<b>-27,8%</b>
Energía	1.897	3.206	-40,8%	-1.309	-56,9%	20.313	-39,3%
Transporte	8.152	5.146	58,4%	3.007	15,4%	65.279	-42,3%
Educación	1.400	957	46,3%	443	6,6%	7.305	-48,2%
Vivienda	868	2.453	-64,6%	-1.586	-74,2%	8.080	-71,6%
Agua potable y alcantarillado	1.303	1.848	-29,5%	-545	-48,6%	42.052	55,1%
Otros	5.545	5.548	0,0%	-2	-27,2%	63.925	-8,9%
<b>RESULTADO PRIMARIO</b>	<b>-81.627</b>	<b>8.527</b>	<b>-1057,3%</b>	<b>-90.154</b>	<b>-797,5%</b>	<b>-1.383.637</b>	<b>-3168,5%</b>
<b>Intereses Netos*</b>	<b>31.069</b>	<b>72.774</b>	<b>-57,3%</b>	<b>-41.705</b>	<b>-68,9%</b>	<b>463.255</b>	<b>-41,5%</b>
<b>RESULTADO FINANCIERO</b>	<b>-112.696</b>	<b>-64.247</b>	<b>75,4%</b>	<b>-48.449</b>	<b>27,8%</b>	<b>-1.846.892</b>	<b>147,3%</b>

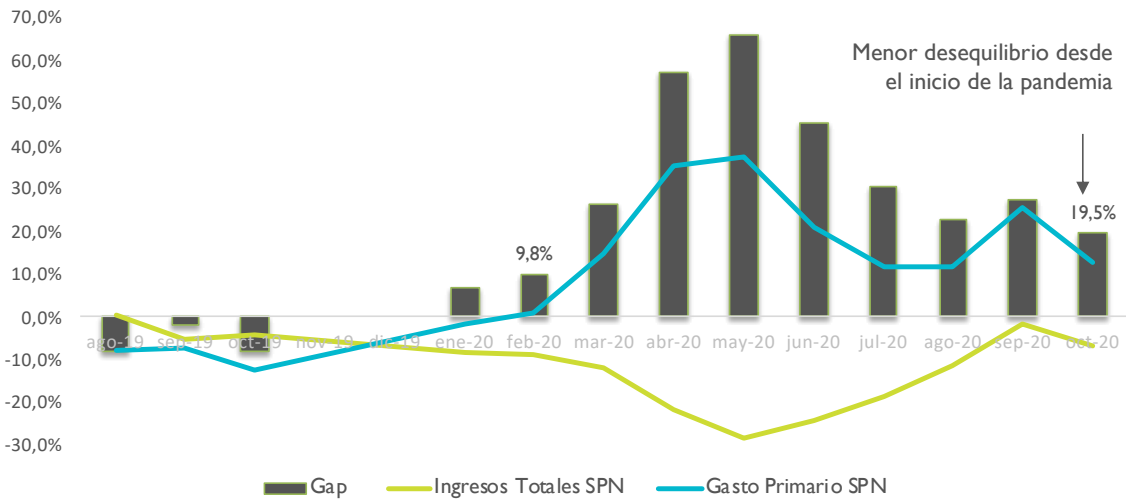
\* No incluye rentas de la propiedad del FGS generadas por activos del sector público no financiero.

Fuente: AERARIUM, en base a datos de ONP e INDEC

En el gráfico se advierte que durante octubre tanto los ingresos como el gasto primario desaceleraron su tasa de crecimiento, aunque de forma más notoria en las erogaciones (-11.4 pp. vs -9.2 pp.), lo cual permitió recortar el gap de crecimiento de ambas variables de 27.3 pp. a 19.5 pp., destacándose que se trata de **la menor diferencia desde el inicio de la pandemia**.



### Variación interanual (en pesos constantes)



Fuente: AERARIUM, en base a datos de ONP e INDEC

En cuanto a la dinámica de erogaciones primarias (+58% a/a), incidió el menor crecimiento del gasto en prestaciones sociales (60% del gasto primario), ante el recorte en los programas creados durante la pandemia (IFE + ATP), que totalizaron \$30.200 millones, el menor registro desde abril, en tanto que el gasto asignado a “otros programas” (Progresar, Argentina Trabaja, entre otros) se redujo a \$55.000 millones, frente a los \$98.000 millones ejecutados en septiembre. Asimismo, las asignaciones familiares se incrementaron apenas un 14.7% interanual, dado que en octubre de 2019 se realizaron pagos correspondientes a meses anteriores, explicando el moderado incremento interanual.

Asimismo, incidió el recorte en los subsidios económicos, que se redujeron en casi \$26.000 millones respecto a septiembre, explicado íntegramente por el menor gasto en subsidios energéticos, en tanto que las transferencias corrientes a provincias recortaron su crecimiento respecto a septiembre (-75 pp.), aunque se mantuvo en niveles elevados. Las erogaciones de capital, por su parte, presentaron un crecimiento nulo en términos corrientes, fijando en 54.8% el crecimiento del gasto primario total.

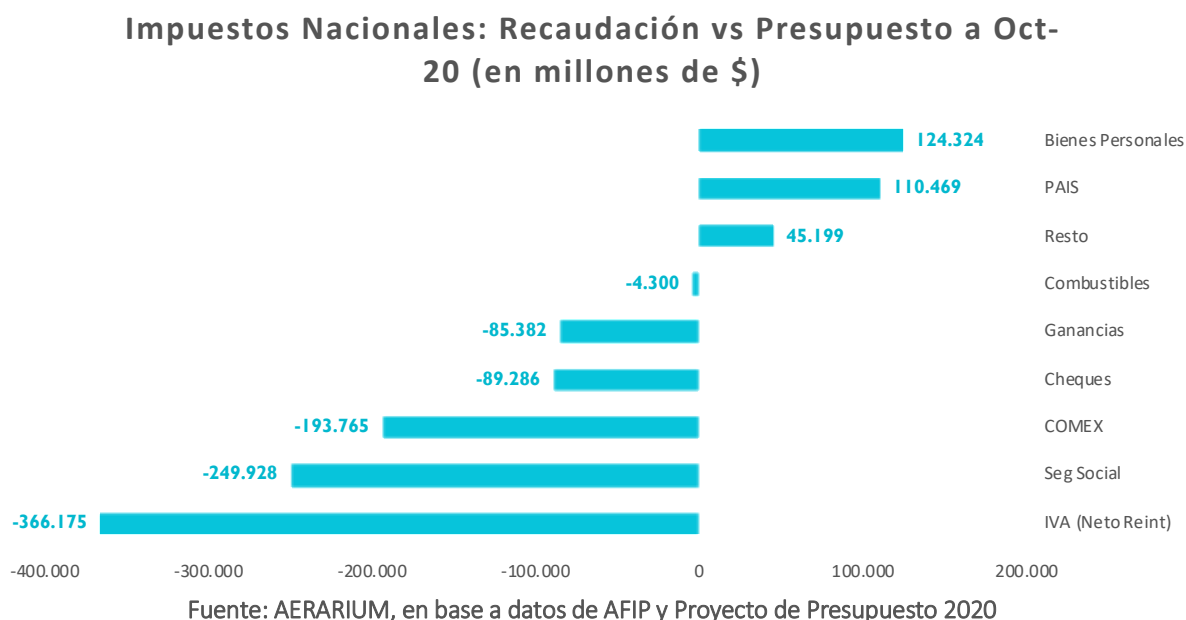
Partida	Promedio IT-20	Promedio IIT-20	Jul-20	Ago-20	Sep-20	Oct-20
<b>Gasto Corriente Primario</b>	<b>62,4%</b>	<b>93,4%</b>	<b>61,2%</b>	<b>62,5%</b>	<b>75,8%</b>	<b>58,0%</b>
Prestaciones sociales	62,1%	95,4%	75,3%	90,1%	70,1%	53,9%
Subsidios económicos	97,0%	142,1%	43,5%	23,7%	224,7%	162,7%
Gastos de funcionamiento	39,2%	28,4%	33,0%	16,5%	18,2%	23,7%
Transferencias a provincias	125,3%	514,9%	59,3%	49,2%	207,6%	132,7%
<b>Gastos de Capital</b>	<b>-17,5%</b>	<b>16,1%</b>	<b>27,6%</b>	<b>-14,4%</b>	<b>22,5%</b>	<b>0,0%</b>
<b>Gasto Primario Total</b>	<b>57,3%</b>	<b>88,8%</b>	<b>59,2%</b>	<b>56,9%</b>	<b>71,6%</b>	<b>54,8%</b>

Fuente: AERARIUM, en base a datos de ONP



En términos de ingresos, la tasa de expansión nominal se redujo del 34.3% (sep) al 28.1%, dado que los ingresos tributarios, si bien registraron por segundo mes consecutivo un crecimiento superior a la inflación, recortaron su tasa del 43.7% al 34.9%. Los impuestos con mejor performance mensual fueron Ganancias (+76% a/a) y Bienes Personales (+592% a/a), en tanto que el IVA (+29% a/a), si bien sigue presentando una variación negativa en moneda constante, registró la tasa de variación mas alta desde febrero pasado. El Impuesto PAIS, por su parte, cayó a \$8.500 millones, recortando su recaudación en más de \$12.000 millones respecto a septiembre, tal como se había adelantado en el informe anterior.

A nivel acumulado, el Impuesto PAIS y Bienes Personales son los únicos que han logrado superar la meta prevista en el Proyecto de Presupuesto 2020, a partir de cambios en su normativa y la creación del nuevo impuesto.



Por su parte, el resto de las fuentes de ingresos cayeron un 15% en términos nominales durante octubre, por un total de -\$7.400 millones, en mayor medida por la caída en los ingresos no tributarios por \$4.700 millones. A su vez, los recursos de capital mostraron una caída interanual del 23.6% (-\$2.900 M) por menores recursos disponibles del FGS para el financiamiento del programa de Reparación Histórica.

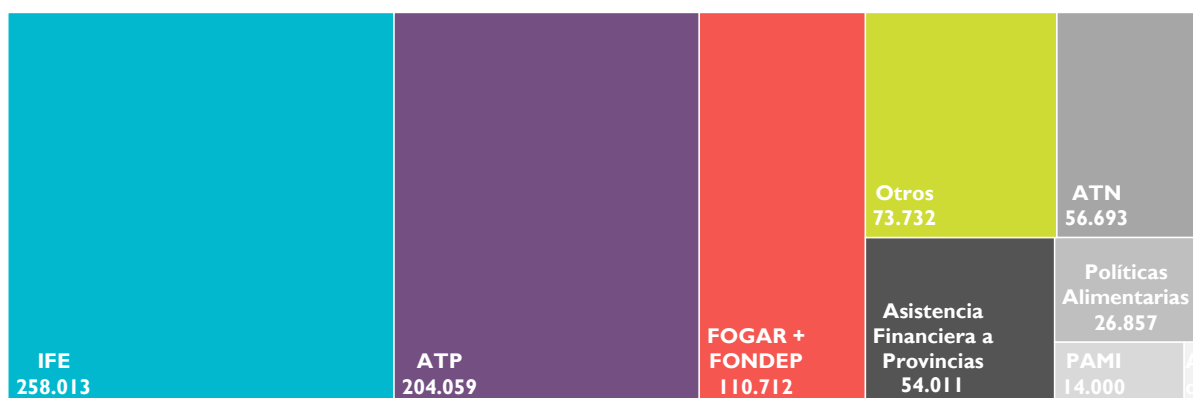


## Impacto Presupuestario del COVID

En octubre, el gasto en programas asociados al COVID se expandió en \$77.031 millones (+27% m/m), **con una fuerte concentración en la asistencia a empresas**, ya sea a través de la ayuda para el pago de salarios (ATP por \$29.000 M) como el financiamiento de Fondo de Garantías para PyMES y el subsidio de créditos para monotributistas (\$41.000 M), concentrando en conjunto el 91% del gasto mensual. Como dato a destacar, se computaron por primera vez erogaciones destinadas a la adquisición de vacunas para el COVID-19 (\$2.168 M), sin destacarse a qué laboratorio pertenecen.

En términos acumulados, el Gobierno Nacional lleva destinados \$800.245 millones (3% del PIB) a afrontar los efectos de derivados de la pandemia de coronavirus, donde el programa de Ingreso Familiar de Emergencia (IFE) concentra el 32% de las erogaciones (\$258.000 M), seguido por el programa de asistencia salarial al sector privado registrado (\$204.000 M).

### GASTO COVID-19: Acumulado a Octubre 2020



Fuente: AERARIUM, en base a datos de la OPC

Se destaca que **el gasto asociado a la pandemia es equivalente al 15.1% de las erogaciones primarias acumuladas, y su exclusión reduce la tasa de expansión del 17% al -0.7% medida en pesos constantes.**

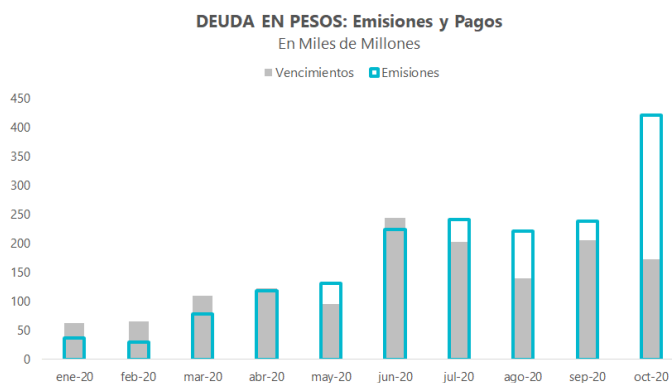
Para el último bimestre del año restarían ejecutarse \$220.000 millones, equivalentes a 0.8% del PIB, lo que fija un piso de déficit mensual del 0.4% del PIB. En línea con el giro hacia una política fiscal menos expansiva de parte del Gobierno Nacional, se confirmó que no habrá IFE4 por su elevado costo fiscal, aunque se analiza reforzar otras partidas para evitar o minimizar conflictos sociales durante diciembre (Tarjetas Alimentar, bono de fin de año para jubilaciones y beneficiarios de AUH). Paralelamente, prevemos que se retome la asistencia a provincias durante



diciembre, para que se pueda cumplir con el pago de salarios y aguinaldos en tiempo y forma, destacándose que durante octubre la asistencia financiera para dichos gobiernos fue de apenas \$695 millones en concepto de ATN.

## Financiamiento del Déficit y Perspectiva Anual

Durante octubre, a la par de la mayor “convergencia fiscal”, el Gobierno Nacional logró conseguir un importante volumen de financiamiento en el mercado local de capitales, dado que las licitaciones mensuales totalizaron \$420.000 millones<sup>1</sup> frente a vencimientos de casi \$172.000 millones, **acumulando un excedente cercano a los \$250.000 millones**, como se observa en el gráfico.



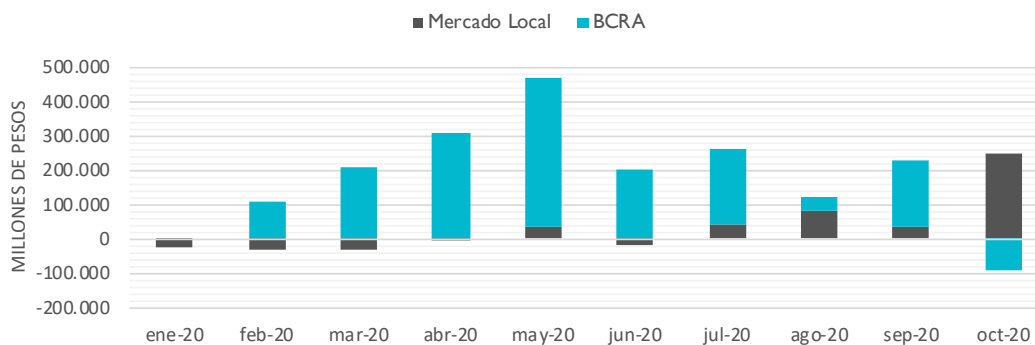
Esta dinámica permitió que, **por primera vez en el año (y desde septiembre de 2018)**, el Tesoro Nacional reduzca su **stock de adelantos transitorios (AT)**, al realizar devoluciones mensuales por \$24.780 millones, a lo cual se sumó una cancelación anticipada de \$ 101.000 millones durante la última semana de octubre. **Consolidando el flujo positivo de utilidades contables (\$30.000 M)**, el financiamiento del BCRA fue negativo en casi \$96.000 millones durante octubre, una señal positiva pero que con toda seguridad se revierta durante el último bimestre, en el cual se deberá recurrir a la totalidad de utilidades no asignadas (\$405.000 M) para cerrar el Programa Financiero 2020. En el caso de los AT, el Ministro de Economía aseguró que no se volverá a recurrir a ellos durante el ejercicio, pese a quedar un margen de \$315.000 millones.

De esta manera, la asistencia monetaria del BCRA acumula **\$1.61 billones (6.3% del PIB)**, que ha permitido financiar cerca del 90% del déficit financiero del período (\$1.85 billones), en tanto que el financiamiento conseguido en el mercado de deuda acumula \$0.32 billones, aunque ganando preponderancia en los últimos meses.

<sup>1</sup> El grueso de las colocaciones se realizó el día 27 de octubre (\$250.000 M), destacándose un bono en pesos ajustable por dólar (\$129.800 M, con vencimiento en el 29.04.2022).



## Financiamiento Monetarios vs Mercado de Bonos



Fuente: AERARIUM, en base a datos de Secretaría de Finanzas y BCRA

Respecto a los datos de **noviembre**, se obtuvieron \$372.600 millones en las licitaciones, frente a vencimientos mensuales de \$357.000 millones, de modo que el financiamiento neto se redujo a \$15.000 millones, muy por debajo de las expectativas previas. Dentro de los vencimientos se destacaban los asociados al BONTE 2020 (TN20) por un total de \$170.000 millones, el cual fue renovado en su totalidad dado que se encontraba en su mayor proporción en tenencia del sistema financiero local, que puede computarlo como parte de los requisitos mínimos de liquidez (encajes), con rendimiento positivo. En reemplazo por este bono, el Gobierno Nacional les dio el BONTE 2022 (TY22), con vencimiento el 21 de mayo de 2022 y cupón fijo del @22%.

Debe destacarse que en la última licitación del mes (26-Nov) se consiguió canjear títulos que vencían en diciembre por casi \$194.000 millones<sup>2</sup>, equivalentes al 45% de los vencimientos del mes, descomprimiendo las necesidades financieras para el último mes de 2020. Con todo, **se estima que el 77% del canje provino de títulos que estaban en manos de agencias oficiales, de modo que la reducción en los vencimientos con el sector privado habría sido de apenas \$45.000 millones, quedando un remanente de \$237.000 millones a refinanciar en diciembre, en tanto que otros \$10.000 millones quedan en manos de agencias oficiales, que garantizan el 100% de rollo.**

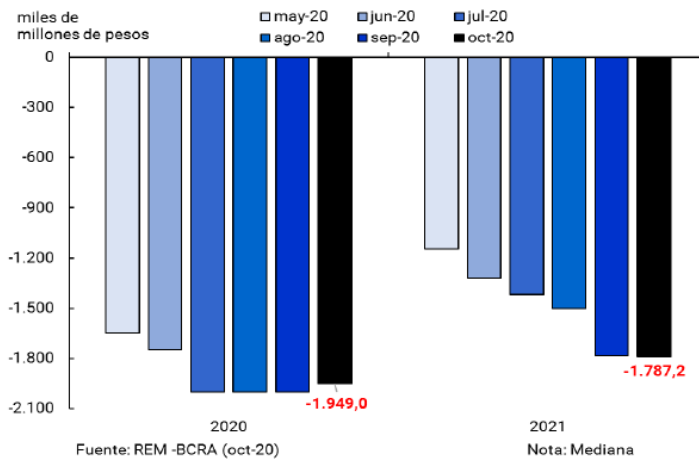
Por su parte, la distribución de utilidades acumulaba \$60.000 millones al día 20 de noviembre, previéndose transferencias adicionales para los últimos días del mes.

<sup>2</sup> A cambio, se entregó una canasta conformada por LEPASE con vencimiento en mayo de 2021 y BONCER 2022 (T2X2).





**Gráfico 5.1 | Expectativas de resultado primario del SPNF**



En línea con las mejores perspectivas fiscales, se revirtió la tendencia de los últimos meses en torno a la proyección de déficit anual, dado que los participantes del REM recortaron su pronóstico en \$50.000 millones (0.2% del PIB), que, si bien no es un monto significativo, refleja el cambio de expectativas de los analistas. Por otra parte, se mantuvo inalterada la proyección del desequilibrio primario previsto para 2021, del orden de \$1.8 billones (4.8% del PIB), cifra en la cual deberá

trabajar arduamente Guzmán en reducir.

De convalidarse la proyección del REM, el déficit primario del último bimestre totalizaría \$565.000 millones, llevando las necesidades brutas de financiamiento a \$1.17 billones. Neteando el saldo de utilidades no distribuidas, los vencimientos en manos de agencias públicas y las colocaciones acumuladas en noviembre, queda una brecha de \$282.000 millones a financiar. Si bien no luce como una cifra inalcanzable, resultará necesario que el Gobierno continúe enviando señales que mantengan la trayectoria hacia una mayor consolidación fiscal, no sólo para lo que resta del año sino también para 2021, donde el escenario electoral agrega un gran signo de pregunta a la capacidad de la cartera económica de hacer prevalecer la solvencia fiscal sobre la necesidad del oficialismo de vencer en las elecciones de medio término.

Programa Financiero Nov-Dic 2020 (en miles de millones)			
APLICACIONES		FUENTES	
Déficit Primario	565	Utilidades BCRA	405
Vencimientos en \$	604	Venc. Intra SP	110
Cancelación AT	0	Licitado Nov-20	373
<b>TOTAL</b>	<b>1.170</b>	<b>TOTAL</b>	<b>888</b>
<b>Necesidades de Financiamiento</b>			<b>282</b>

Fuente: AERARIUM, en base a datos de Secretaría de Finanzas, ONP y BCRA



[\\_aerarium](#)



[aerarium-consultora](#)



[contacto@aerarium.com.ar](mailto:contacto@aerarium.com.ar)

[WWW.AERARIUM.COM.AR](http://WWW.AERARIUM.COM.AR)