



IERAL

Fundación  
Mediterránea

# Informe de Coyuntura del IERAL

Año 31 - Edición N° 1401 – 10 de Marzo de 2022

**Coordinador: Jorge Vasconcelos**

**Editorial – Jorge Vasconcelos y Mariano Devita**

Con la guerra irrumpe una segmentación perdurable de mercados, que dará oportunidades a los países confiables: la Argentina debe implementar el acuerdo con el FMI en ese contexto

**En Foco 1 – Marcelo Capello y Jonás Alvarado**

Transferencias a provincias en el primer bimestre de 2022: suben las automáticas y caen las discrecionales, en línea con el compromiso que se aprobaría con el FMI para el corriente año

## Edición y compaginación

Karina Lignola y Fernando Bartolacci



## IERAL Córdoba

(0351) 473-6326

[ieralcordoba@ieral.org](mailto:ieralcordoba@ieral.org)

## IERAL Buenos Aires

(011) 4393-0375

[info@ieral.org](mailto:info@ieral.org)

## Fundación Mediterránea

(0351) 463-0000

[info@fundmediterranea.org.ar](mailto:info@fundmediterranea.org.ar)

**Editorial:**

4

***Con la guerra irrumpe una segmentación perdurable de mercados, que dará oportunidades a los países confiables: la Argentina debe implementar el acuerdo con el FMI en ese contexto***

- Con la tragedia humanitaria en primer plano, el intento de ocupación de Ucrania por parte de las fuerzas rusas está derivando en un cambio cualitativo en el funcionamiento de las relaciones diplomáticas, comerciales y financieras. Todo indica que habrá un antes y un después de la invasión, por el que la evaluación de los mercados, la selección de proveedores y la configuración de las cadenas de valor será tamizada por el grado de confiabilidad de los países en términos de respeto a las reglas de juego
- Aprovechar este nuevo escenario no depende sólo de la dotación de recursos naturales. Se necesita, fundamentalmente, a) adquirir el rol de socio confiable para los potenciales nuevos clientes que la crisis pueda disparar; b) ser capaz de atraer sin demoras las nuevas inversiones que se necesitan para responder con oferta local el redireccionamiento de la demanda
- Entre los principales supuestos detallados en la Carta de Intención figura para 2022 un intervalo indicativo (no es meta comprometida) para la inflación, de entre 38.0 % y 48.0 %, y de 3,5 % a 4,5% para la variación del PIB. Sin embargo, el escenario más probable para 2022 se configura con una inflación bastante superior al “techo” de 48.0%, y una variación del PIB que difícilmente pueda alcanzar el “piso” de 3,5%
- La suba del precio de las commodities en el mercado mundial tiene efectos ambivalentes sobre la Argentina. Las exportaciones agroindustriales podrían aumentar este año 4,0 mil millones de dólares (pese a los efectos de la sequía), pero el deterioro de la balanza comercial energética podría llegar a 6,4 mil millones de dólares. Considerando estos rubros de la balanza comercial, habría una merma de 2,4 mil millones en el ingreso de dólares al país
- En términos fiscales, el impacto negativo se potencia, ya que los ingresos del Tesoro mejoran por aproximadamente un tercio del incremento de las exportaciones (por las retenciones), pero empeoran por más de dos tercios de las mayores importaciones, debido a la incidencia de los subsidios
- Por ende, subsisten los interrogantes acerca del cumplimiento de la meta de déficit primario de 2,5 puntos del PIB en 2022. Se había estimado una contribución de 0,6 puntos del PIB a ese propósito originada en el recorte de subsidios energéticos, pero con la suba de tarifas anunciadas para el sector residencial, del orden del 55 % en promedio ponderado para este año, no hay forma de lograrlo
- El círculo vicioso del endeudamiento tiene como trasfondo un gasto público que se mantiene en un nivel inabarcable. El gasto primario de 2022, que podría llegar al equivalente a 20,9 % del PIB, se ubica todavía 2,4 puntos del PIB por encima del registro de 2019 (pre-Covid), cuando en el resto de los países de la región este guarismo está volviendo a los niveles previos a la pandemia. En Uruguay, por ejemplo, el gasto primario en 2022 se ubicaría 0,2 puntos del PIB por debajo de la cifra de 2019
- Las autoridades especulan que, con los actuales precios internacionales de los granos, no sería necesario una suba demasiado significativa de tasas de interés para hacer atractiva la conversión de dólares a pesos. Esta es una hipótesis que tendrá que ser monitoreada, ya que la brecha cambiaria todavía se sitúa 21 puntos porcentuales por encima del 65 % promedio de los meses de abril a junio de 2021, cuando el Banco Central logró compras netas de divisas en el mercado oficial de cambios por una cifra del orden de los 1,5 mil millones de dólares/mes. Además, el tipo de cambio real multilateral registra una apreciación del peso del orden del 17 % en los últimos doce meses
- En lugar de cumplir “a reglamento” con los compromisos con el FMI, el gobierno debería presentar una detallada “hoja de ruta” y las opciones (“Plan B”) existentes en caso que sus supuestos no se

cumplan. Si bien una implementación de ese tipo no subsana la falta de reformas estructurales, sí permitirá organizar el debate sobre los cambios pendientes en el país para alejar riesgos “macro” y mejorar los incentivos de la “micro”. De lo contrario, las discusiones de coyuntura seguirán siendo agobiantes

**En Foco 1:****15*****Transferencias a provincias en el primer bimestre de 2022: suben las automáticas y caen las discrecionales, en línea con el compromiso que se aprobaría con el FMI para el corriente año***

- En el Memorando de Entendimiento que el gobierno se apresta a elevar al FMI, se afirma que, con la asistencia del FMI, se intentará reformar el Régimen de Responsabilidad Fiscal “para evaluar la función del Consejo Fiscal y para limitar futuros endeudamientos en moneda extranjera por parte de los gobiernos provinciales”
- En el plano de la relación financiera entre Nación y Provincias, en el documento se afirma que una de las medidas necesarias es “limitar las transferencias discrecionales a provincias y empresas estatales”
- El documento también expresa que “en coordinación con los gobiernos de las provincias, continuará el proceso de actualización de tasaciones de propiedades a nivel federal para que puedan empezar a entrar en vigor en el ejercicio fiscal 2022”, por lo que las nuevas valuaciones fiscales comenzarán a regir de forma gradual a lo largo del año
- En el primer bimestre del año, se devengaron menores transferencias discrecionales a provincias, mientras que los montos efectivamente pagados sufrieron un recorte todavía mayor
- La mayoría de provincias sufrió pérdidas reales en el acumulado del primer bimestre, aunque con gran heterogeneidad. Dichas pérdidas reales fueron desde 5,8% en Chubut hasta 80,6% en San Juan, mientras en el otro extremo se encuentra Tierra del Fuego, con un aumento real del orden del 82,8% interanual. Corrientes, Buenos Aires y Formosa también exhibieron variaciones interanuales positivas
- En 2021, las transferencias discrecionales representaron un 6,6% de los ingresos consolidados de las 24 jurisdicciones. Destaca el caso de La Rioja, en la que este flujo representó el 21,6% de sus ingresos totales, superando por más de 10 pp a la segunda provincia con mayor participación, Buenos Aires, con 9,1% de sus ingresos totales. En el otro extremo se encuentran Mendoza y Tierra del Fuego, con 2,4% y 2,8%, respectivamente

## Editorial

### **Con la guerra irrumpe una segmentación perdurable de mercados, que dará oportunidades a los países confiables: la Argentina debe implementar el acuerdo con el FMI en ese contexto**

**Jorge Vasconcelos y Mariano Devita**

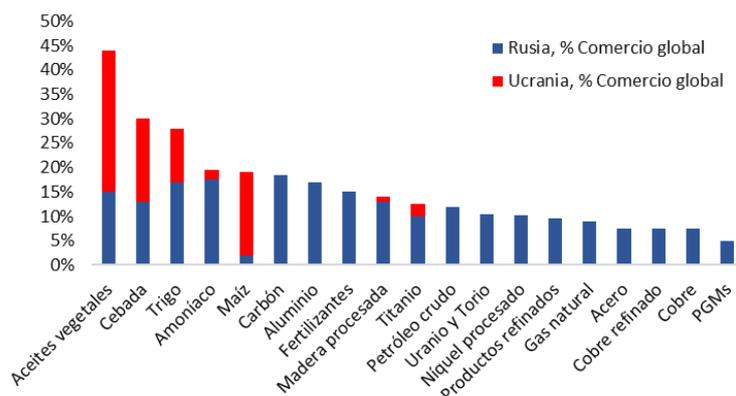
- Con la tragedia humanitaria en primer plano, el intento de ocupación de Ucrania por parte de las fuerzas rusas está derivando en un cambio cualitativo en el funcionamiento de las relaciones diplomáticas, comerciales y financieras. Todo indica que habrá un antes y un después de la invasión, por el que la evaluación de los mercados, la selección de proveedores y la configuración de las cadenas de valor será tamizada por el grado de confiabilidad de los países en términos de respeto a las reglas de juego
- Aprovechar este nuevo escenario no depende sólo de la dotación de recursos naturales. Se necesita, fundamentalmente, a) adquirir el rol de socio confiable para los potenciales nuevos clientes que la crisis pueda disparar; b) ser capaz de atraer sin demoras las nuevas inversiones que se necesitan para responder con oferta local el redireccionamiento de la demanda
- Entre los principales supuestos detallados en la Carta de Intención figura para 2022 un intervalo indicativo (no es meta comprometida) para la inflación, de entre 38.0 % y 48.0 %, y de 3,5 % a 4,5% para la variación del PIB. Sin embargo, el escenario más probable para 2022 se configura con una inflación bastante superior al “techo” de 48.0%, y una variación del PIB que difícilmente pueda alcanzar el “piso” de 3,5%
- La suba del precio de las commodities en el mercado mundial tiene efectos ambivalentes sobre la Argentina. Las exportaciones agroindustriales podrían aumentar este año 4,0 mil millones de dólares (pese a los efectos de la sequía), pero el deterioro de la balanza comercial energética podría llegar a 6,4 mil millones de dólares. Considerando estos rubros de la balanza comercial, habría una merma de 2,4 mil millones en el ingreso de dólares al país
- En términos fiscales, el impacto negativo se potencia, ya que los ingresos del Tesoro mejoran por aproximadamente un tercio del incremento de las exportaciones (por las retenciones), pero empeoran por más de dos tercios de las mayores importaciones, debido a la incidencia de los subsidios
- Por ende, subsisten los interrogantes acerca del cumplimiento de la meta de déficit primario de 2,5 puntos del PIB en 2022. Se había estimado una contribución de 0,6 puntos del PIB a ese propósito originada en el recorte de subsidios energéticos, pero con la suba de tarifas anunciadas para el sector residencial, del orden del 55 % en promedio ponderado para este año, no hay forma de lograrlo

- El círculo vicioso del endeudamiento tiene como trasfondo un gasto público que se mantiene en un nivel inabarcable. El gasto primario de 2022, que podría llegar al equivalente a 20,9 % del PIB, se ubica todavía 2,4 puntos del PIB por encima del registro de 2019 (pre-Covid), cuando en el resto de los países de la región este guarismo está volviendo a los niveles previos a la pandemia. En Uruguay, por ejemplo, el gasto primario en 2022 se ubicaría 0,2 puntos del PIB por debajo de la cifra de 2019
- Las autoridades especulan que, con los actuales precios internacionales de los granos, no sería necesario una suba demasiado significativa de tasas de interés para hacer atractiva la conversión de dólares a pesos. Esta es una hipótesis que tendrá que ser monitoreada, ya que la brecha cambiaria todavía se sitúa 21 puntos porcentuales por encima del 65 % promedio de los meses de abril a junio de 2021, cuando el Banco Central logró compras netas de divisas en el mercado oficial de cambios por una cifra del orden de los 1,5 mil millones de dólares/mes. Además, el tipo de cambio real multilateral registra una apreciación del peso del orden del 17 % en los últimos doce meses
- En lugar de cumplir “a reglamento” con los compromisos con el FMI, el gobierno debería presentar una detallada “hoja de ruta” y las opciones (“Plan B”) existentes en caso que sus supuestos no se cumplan. Si bien una implementación de ese tipo no subsana la falta de reformas estructurales, sí permitirá organizar el debate sobre los cambios pendientes en el país para alejar riesgos “macro” y mejorar los incentivos de la “micro”. De lo contrario, las discusiones de coyuntura seguirán siendo agobiantes

Con la tragedia humanitaria en primer plano, el intento de ocupación de Ucrania por parte de las fuerzas rusas está derivando en un cambio cualitativo en el funcionamiento de las relaciones diplomáticas, comerciales y financieras entre los países involucrados, directa e indirectamente. Todo indica que habrá un antes y un después de la invasión, por el que la evaluación de los mercados, la selección de proveedores y la configuración de las cadenas de valor será tamizada por el grado de confiabilidad de los países en términos de respeto a las reglas de juego. Si países como Alemania llegaron a esta instancia con una dependencia del 65 % de sus importaciones de gas originadas en Rusia, este conflicto habrá de deparar la diversificación de fuentes energéticas y de proveedores a ritmo forzado, junto con la relocalización de industrias intensivas en energía, un fenómeno que se habrá de replicar en un gran número de países, mucho más allá del plano energético.

La oportunidad que se está abriendo para la Argentina, en la medida en que se consolide la segmentación de mercados, tiene que ver con el perfil exportador del país, intensivo en agroindustrias pero, además, con fuerte potencial en hidrocarburos, en energías renovables y en productos de la minería, caso del litio y el aluminio, así como en nichos del sector autopartista. Ese es justamente el abanico de productos en el que Rusia detenta una importante participación en las exportaciones mundiales, como se observa en el gráfico.

### Exportación de commodities seleccionados de Rusia y Ucrania, 2020/2021



Fuente: IERAL, basado en Banco mundial, OMC, FMI.

Aprovechar un escenario de diversificación de proveedores, replanteo de cadenas de valor y relocalización de actividades intensivas en energía no depende sólo de la dotación de recursos naturales. Se necesita, fundamentalmente, a) adquirir el rol de socio confiable para los potenciales nuevos clientes que esta crisis pueda disparar; b) ser capaz de atraer sin demoras las nuevas inversiones que se necesitan para responder con oferta local el redireccionamiento de la demanda.

En el caso de la Argentina, y en función de dar un salto de credibilidad, hay tareas evidentes por delante. Entre ellas, quitar trabas en el funcionamiento del comercio exterior y del mercado de cambios (no sería necesario en lo inmediato levantar el control de capitales, pero sí establecer reglas y evitar mecanismos discrecionales). Además, hay un test a superar, el de los compromisos asumidos en el acuerdo con el FMI, que en realidad debería ser sobre-cumplido para forjar un escenario de sustentabilidad macroeconómica de mediano y largo plazo (que no ha sido contemplado en las negociaciones entre el gobierno y el staff).

Todo esto sin desconocer que el impacto de corto plazo de la guerra sobre la economía mundial apunta a un escenario de menor crecimiento y mayor inflación respecto al que se perfilaba en el arranque del año, al tiempo que los bancos centrales de los países desarrollados se enfrentarán al dilema de bajar inflación y expectativas con subas de tasas y menor liquidez, en medio de un shock de oferta perdurable y de fuertes turbulencias en los mercados de capitales, si es que se confirman las presunciones de incumplimientos de deuda por parte del soberano y empresas de jurisdicción rusa.

Apuntando a mediano y largo plazo, para aprovechar las oportunidades que se abren, hace falta dar un salto copernicano en materia de inversión, ya que, en muchos casos, contar con los recursos naturales o la dotación de recursos humanos es sólo una condición necesaria para ampliar el market share de los productos y servicios "made in Argentina". Como bien lo prueban el estancamiento de las exportaciones de servicios vinculados a la industria del conocimiento, o el cuello de botella de gasoductos/puertos para la expansión de la oferta de gas de Vaca

Muerta, hay factores de primer orden que han impedido hasta hoy que el desarrollo “potencial” se materialice.

Las prioridades de la agenda-país tienen que contemplar la normalización de condiciones para el recupero de las inversiones; la magnitud de la brecha cambiaria, la tasa de riesgo país, la tasa de inflación y la distorsión de precios relativos, por caso. De igual modo, esa agenda debe asumir la barrera que significa para atraer inversiones la falta de actualización de las instituciones laborales y los “pasivos contingentes” atados a la contratación de trabajadores formales, así como el peso desproporcionado de impuestos y trabas burocráticas sobre la producción.

### **Acuerdo con el FMI: sólo un mínimo paso en la dirección correcta**

Antes de la invasión de Ucrania, y conocidos ya los parámetros de lo que se estaba negociando entre el gobierno argentino y el staff del FMI, que no contemplaba reformas estructurales, el interrogante que podía formularse era el siguiente: ¿Cómo hará la Argentina para salir del patrón de diez años de estanflación?

Ahora, tras casi dos semanas de conflicto en el corazón europeo, puede reformularse aquél interrogante a un modo más acuciante: ¿Cómo hará nuestro país para aprovechar las oportunidades que surgen de la segmentación de mercados que se está produciendo?

Podemos adelantar una certeza en ese sentido: la oportunidad sólo será aprovechada si la Argentina se propone pasar a ser un socio confiable del mundo desarrollado. Y no tiene demasiado tiempo, porque la carrera ya está lanzada.

Para avanzar en esa dirección, en lugar de cumplir “a reglamento” con los compromisos con el FMI, el gobierno debería presentar una detallada “hoja de ruta” acerca de los instrumentos a utilizar para lograr esos objetivos, y las opciones (“Plan B”) existentes para el caso que los supuestos asumidos registren desvíos significativos. Si bien la hoja de ruta no subsana la falta de reformas estructurales, poner sobre la mesa la agenda de corto plazo permitirá organizar el debate sobre los cambios pendientes en el país para alejar riesgos “macro” y mejorar los incentivos de la “micro”. De lo contrario, las discusiones de coyuntura seguirán siendo agobiantes, acerca del cumplimiento o no de las metas de cada trimestre, el poder eruptivo que habrá de tener la “herencia” a nombre del próximo gobierno, y demás consideraciones por el estilo.

### **¿Menos crecimiento y más inflación en 2022, en relación a los supuestos?**

Entre los principales supuestos detallados en la Carta de Intención que el gobierno estará enviando al FMI tras su (trajinado) paso por el Congreso, figura para 2022 un intervalo indicativo (no es meta comprometida) para la inflación, de entre 38.0 % y 48.0 %, y de 3,5 %

a 4,5% para la variación del PIB. Sin embargo, el escenario más probable para 2022 se configura con una inflación bastante superior al “techo” de 48.0%, y una variación del PIB que difícilmente pueda alcanzar el “piso” de 3,5%. Esto pese al arrastre estadístico positivo que dejó el cuarto trimestre de 2021: los datos de recaudación de impuestos asociados al mercado interno del primer bimestre ponen al nivel de actividad en un andarivel que, de mantenerse plano el resto del año, sólo arrojaría una variación positiva de 0,8 % respecto del promedio de 2021.

	Proyecciones Macro			
	2021	Preliminar/Tentativo Proy.		
		2022	2023	2024
Crecimiento del PIB (promedio, %)	10,2	[3.5 - 4.5]	[2.5 - 3.5]	[2.5 - 3.0]
Inflación (fin de periodo, %)	50,9	[38.0 - 48.0]	[34.0 - 42.0]	[29.0 - 37.0]
Saldo primario del gobierno (% del PIB)	-3	-2,5	-1,9	-0,9
Cuenta corriente (% PIB)	1,3	0,5	0,4	0,3
Cambio en reservas int. netas (billones de US\$) <sup>1</sup>	-1,5	5,8	4	5,2

1/ Reservas internacionales netas (RIN) son reservas brutas netas de líneas swap, seguro de depósitos, encajes de depósitos en moneda extranjera, y otros pasivos externos.

Fuente: IERAL, basado en Carta de intención.

Es cierto que si las metas trimestrales se van cumpliendo las expectativas pueden mejorar, y esto dar lugar a cierta reasignación de ahorros privados a favor de la demanda agregada. Pero no hay que olvidar que, si al final del día el “impuesto inflacionario” termina siendo mayor al proyectado, se estará drenando el poder adquisitivo de la población de ingresos fijos. Adicionalmente, existe riesgo de racionamiento de la energía en el transcurso del invierno, por falta de recursos para importar gas licuado, cuyo precio se ha disparado con el conflicto bélico. Interrupciones de suministro afectarían particularmente al sector manufacturero, de ponderación relevante en las cuentas nacionales.

Ahora bien, la pregunta es por qué la inflación podría superar a la proyectada si el gobierno se está comprometiendo a limitar la emisión monetaria de origen fiscal a sólo un punto del PIB, cuando en 2021 ese recurso fue equivalente a 3,7 % del PIB.

Antes que nada, hay que advertir que, si el gobierno hubiera intentado replicar en 2022 el patrón fiscal y monetario de 2021, la inflación este año podría haber trepado a un guarismo entre el 80% y el 85 % anual. La imposición de emitir menos viene mucho más del lado de la realidad que del FMI.

La inflación en este elevado andarivel no tiene sólo que ver con tarifas y tipo de cambio recuperando parte de los atrasos incurridos. También influyen las “fuentes autónomas” de emisión monetaria, caso del pago de intereses de los Pasivos Remunerados del BCRA, que en 2021 insumieron 2,6 % del PIB y este año amenazan subir otro escalón. Y, como fenómeno distintivo de 2022, habrá que monitorear la expansión monetaria originada en el “desarme” de posiciones en Leliq del sistema bancario, en un corrimiento a favor de la demanda de bonos del

Tesoro. El propio gobierno está empujando en esta dirección, dada la necesidad de conseguir financiamiento fresco en el mercado de capitales local por el equivalente a 2,0 puntos del PIB, por encima de los vencimientos del año: se trata de una deuda en pesos de cortísimo plazo, con un volumen a refinanciar cada año en torno a los 8,0 puntos del PIB, a los que se van agregando las nuevas emisiones.

El círculo vicioso del endeudamiento tiene como trasfondo un gasto público que se mantiene en un nivel infinanciable. El gasto primario de 2022, que podría llegar al equivalente a 20,9 % del PIB, se ubica todavía 2,4 puntos del PIB por encima del registro de 2019 (pre-Covid), cuando en el resto de los países de la región este guarismo está volviendo a los niveles previos a la pandemia. En Uruguay, por ejemplo, el gasto primario en 2022 se ubicaría 0,2 puntos del PIB por debajo de la cifra de 2019. Buscar la sustentabilidad de las políticas debería ser un objetivo de primer orden de cada gobierno, al margen de las recetas del FMI.

#### Gasto primario, antes y después del COVID

En % del PIB

	2019	2021	2022	Diferencia 22-19
Argentina	18.5	21.9	20.9	2.4
Uruguay	27.7	28.8	27.5	-0.2

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Min. Economía, JP Morgan y est. propias.

### Recomposición de reservas, tasas de interés y precios internacionales

Con la divulgación de la Carta de Intención se aclaró que la meta de recomposición de Reservas Externas del Banco Central para 2022 surge de un mix en el que se podrán contabilizar los DEG por el equivalente a 4,5 mil millones de dólares a ser “devueltos” por el organismo una vez que se completen los pasos legales vinculados al Crédito de Facilidades Ampliadas. De ese modo, el incremento genuino de reservas netas que debería lograrse este año es del orden de los 3600 millones de dólares, en una primera estimación, dados los anuncios del gobierno sobre desembolsos de otros organismos internacionales y el resto de los ítems de la balanza de pagos.

Tipo de cambio real de los ppales. socios comerciales				
	Multilateral	Brasil	Chile	EE UU
feb-21	100	100	100	100
mar-2021*	101	103	102	100
feb-22	84	92	77	86
mar-2022*	83	93	76	85
	-17%	-10%	-25%	-15%

\*Primeros 7 días.

Fuente: IERAL, basado en BCRA.

Las autoridades especulan que, con los actuales precios internacionales de los granos, no sería necesario una suba demasiado significativa de tasas de interés para hacer atractiva la conversión de dólares a pesos. Esta es una hipótesis que tendrá que ser monitoreada, ya que la brecha cambiaría todavía se sitúa 21 puntos porcentuales por encima del 65 % promedio de los meses de abril a junio de 2021, cuando el Banco Central logró compras netas de divisas en el mercado oficial de cambios por una cifra del orden de los 1,5 mil millones de dólares/mes. Además, el tipo de cambio real multilateral registra una apreciación del peso del orden del 17 % en los últimos doce meses.

Criterios cuantitativos de ejecución y metas indicativas /1/2 (en miles de millones de pesos argentinos, salvo indicación contraria)				
	Criterios de ejecución propuestos		Metas indicativas	
	2022		2022	
	Fin mar.	Fin jun.	Fin sep.	Fin dic.
<b>Metas fiscales</b>				
Criterios de ejecución				
1. Piso del saldo primario del gobierno federal (acumulado) 3/ 8/	-222,3	-566,8	-912,3	-1758,6
2. Techo al saldo de atrasos internos del gobierno federal 4/	535,9	535,9	535,9	535,9
Criterio de ejecución continuo				
3. No acumulación de atrasos de pagos de deuda externa por parte del gobierno federal	0	0	0	0
Metas indicativas				
4. Piso de ingresos reales del gobierno federal (acumulado) 3/ 5/	2417,3	4759,4	6929,2	8900
5. Piso de gasto del gobierno federal en programas de asistencia social (acumulado) 3/	151,9	318	494,4	707,8
<b>Metas monetarias</b>				
Criterios de ejecución				
6. Piso de variación reservas internacionales netas del BCRA (acumulado) 6/ 8/	1,2	4,1	4,4	5,8
7. Techo de financiamiento del gobierno federal por parte del banco central (acumulado) 3/	236,8	438,5	613,3	705,2
Meta indicativa				
8) Techo al saldo de contratos a término (forwards ) sin entrega (NDF) del banco central 7/	6	7	9	9

1/ Metas definidas en el Memorando Técnico de Entendimiento (MTE).

2/ Basados en los tipos de cambio de programa definidos en el MTE.

3/ Flujos desde el 1 de enero hasta el 31 de diciembre.

4/ El saldo de atrasos internos en el cuarto trimestre de 2021 ascendió a 535.9 miles de millones de pesos.

5/ Cambio de base suponiendo IPC=100 al final de 2021.

6/ En miles de millones de dólares de EE.UU. La variación se mide en relación con el valor al 31 de diciembre de 2021, que fue de USD 2.325 millones.

7/ En miles de millones de dólares de EE.UU. Saldo de NDF al 31 de diciembre de 2021, que fue de USD 4.185 millones, como se define en el MTE.

8/ Las metas están sujetas a factores de ajuste definidos el MTE.

Fuente: IERAL, basado en carta de entendimiento.

## La suba de exportaciones agroindustriales no compensa el rojo energético

El mix de términos de intercambio/problemas climáticos juega un rol ambivalente para la Argentina. En cálculos muy preliminares, estimamos que la suba que puede esperarse para las exportaciones de la Agroindustria en 2022 es del orden de los 4,0 mil millones de dólares, menos que proporcional a la suba de los precios internacionales, por la incidencia de la sequía registrada en meses pasados. El problema está en que esos 4,0 mil millones no alcanzarían a compensar la ampliación del déficit externo del rubro Combustibles y Energía, que podría estar pasando de 628 millones de dólares en 2021 a un estimado de 7,0 mil millones de dólares en 2022 (guarismo que deberá ser revisado a medida que nos acerquemos al invierno). Vale decir, considerando esos tres ítems de la balanza comercial, se tiene una merma en el ingreso de dólares al país del orden de los 2,4 mil millones en 2022, por un rojo en la cuenta combustibles y energía que aumenta a un ritmo mayor al de la suba de las exportaciones agroindustriales.

### **Argentina: rubros seleccionados de la balanza comercial**

(Datos en millones de dólares)

	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>Diferencia (2021-2022)</b>
<b>Exportaciones Agroindustria (15 sectores)</b>	44.000	48.000	+4.000
<b>Exportaciones Combustibles y Energía</b>	5.215	6.500	+1.285
<b>Importaciones Combustibles y Energía</b>	5.843	13.500	-7.657
<b>Saldo variaciones</b>			<b>-2.372</b>

Fuente: INDEC y estimaciones IERAL.

Los números referidos tienen que ver con el hecho que, de acuerdo al Investigador jefe de Ieral, Juan Manuel Garzón, las exportaciones del complejo agroindustrial (15 sectores monitoreados) podrían pasar de 44,0 mil millones de dólares en 2021 a 48,0 mil millones en 2022, considerando tanto los efectos de la sequía como los de la suba de precios internacionales. Del lado energético, se considera que en GNL los precios este invierno podrían ubicarse en torno a 45 dólares el millón de BTU, multiplicando por 5 los valores de un año atrás, en un contexto en el que, además, sería necesario contratar unos 15 barcos más que los del año pasado, por problemas hídricos y por la merma en el flujo del gas de Bolivia.

En términos fiscales, el impacto negativo se potencia, ya que los ingresos del Tesoro mejoran por aproximadamente un tercio del incremento de las exportaciones (por las retenciones), pero empeoran por más de dos tercios de las mayores importaciones, debido a la incidencia de los subsidios.

De allí que subsisten los interrogantes acerca de los mecanismos por los cuales el gobierno habrá de cumplir la meta de reducción del déficit primario a 2,5 puntos del PIB en 2022. Se había estimado una contribución de 0,6 puntos del PIB a ese propósito originada en el recorte de subsidios energéticos, pero con la suba de tarifas anunciadas para el sector residencial, del orden del 55 % en promedio ponderado para este año, no hay forma de lograrlo. Ese promedio surge de ajustes en torno al 20 % para la tarifa social, de algo más de 40 % para el resto de los usuarios, excepto aquellos encuadrados entre los de "mayor capacidad de pago", para los que la actualización se acercaría al 200 %.

### **Menores transferencias a provincias, ¿más impuestos locales?**

En caso que no exista contribución a la reducción del déficit fiscal del lado del recorte de subsidios, las opciones para el gobierno son muy limitadas, lo que hace que el "impuesto inflacionario" sea percibido como el "plan B" de la gestión oficial. Con la indexación existente para las partidas jubilatorias, el recorte del gasto podría provenir de una licuación de las

partidas salariales, de las vinculadas a la obra pública, o de las transferencias discrecionales a las provincias (por fuera de los giros automáticos de coparticipación).

En este último caso, hay que partir de la base que las transferencias discrecionales en 2021 alcanzaron el equivalente de 1,37 % del PIB, incluyendo fondos para gastos corrientes y de capital. Aunque no existan detalles oficiales al respecto, puede conjeturarse acerca de un recorte de 0,2 puntos del PIB sobre estas partidas, para llevarlas a 1,17 %. Pero, por razones políticas, es muy difícil esperar que ese ajuste alcance a la provincia de Buenos Aires en forma comparable al resto. Si se hace el ejercicio en base al supuesto que la Provincia mantiene en términos del PIB lo recibido en 2021 por transferencias discrecionales (0,54 % del PIB), se tiene que el resto achicaría su participación de 0,83 % a 0,63 % del PIB. En este escenario, en pesos corrientes, la variación de las transferencias discrecionales sería en 2022 de 35,3 % para el conjunto de provincias (muy por debajo de la inflación), pero con un marcado contraste entre el 58,0% hacia provincia de Buenos Aires y el 20,4 % del resto. Se trata sólo de un ejercicio, pero tomando en cuenta evidencias de trato diferenciado por jurisdicciones (ver al respecto, “En Foco” del presente informe).

### **Transferencias discrecionales a provincias**

(gastos corrientes y de capital, en % del PIB)

	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>Variación estimada %, en Pesos corrientes</b>
<b>Transferencias a 24 jurisdicciones</b>	1,37%	1,17%	35,3%
<b>Transferencia a Provincia De Buenos Aires</b>	0,54%	0,54%	58,0%
<b>Transferencias al resto</b>	0,83%	0,63%	20,4%

Fuente: Estimaciones IERAL en base al supuesto de ajuste de 0,2 puntos del PIB en 2022 en transferencias a provincias, preservando en términos del PIB las transferencias a Prov. De Bs.As.

En forma convergente aparece el plan del gobierno nacional de modificar la base imponible del Impuesto a los Bienes Personales, con el revaluó de las propiedades, que podría multiplicar por 4 los valores del anterior ejercicio, de acuerdo con trascendidos periodísticos.

### **Política Monetaria en la Carta de Intención**

Como se refirió, la Carta de Intención prevé un financiamiento monetario del déficit fiscal de 1% del PIB. Sumado a las compras de divisas que tiene que hacer el BCRA para cumplir las metas de acumulación de Reservas Netas, la emisión de dinero tendrá un piso de 30,6% de la base monetaria. En cuanto al stock de leliqs, cabe recordar que el desarme de estos

instrumentos para favorecer la colocación de deuda del Tesoro en el mercado de capitales local tiene efecto expansivo, agregándose a las otras fuentes de expansión de la base monetaria.

Como ejercicio, suponiendo tasas de interés constantes de las leliqs y absorción de Base Monetaria por otros componentes similar a la registrada en 2021, la tasa de emisión podría alcanzar el 54% en 2022.

### Factores de Explicación de la Base Monetaria

	Compra de divisas (% PIB)	Gobierno (% PIB)	Intereses (% PIB)	Otros (% PIB)	Aumento de la base (emisión)
2021	1.1%	3.3%	2.6%	-0.9%	48.2%
2022*	0.7%	1.0%	5.2%	-0.6%	53.9%

\* Para Compra de divisas y Gobierno se ha tenido en cuenta las metas en la Carta de Intención. Para Intereses se tuvo en cuenta el crecimiento de los depósitos y la última tasa de interés de referencia. En Otros se supuso igual que el año anterior (sin cambios).

Fuente: IERAL, basado en FMI, IAEF, BCRA e INDEC.

Esta es la lógica por la que los anuncios de política perfilan un escenario de inflación elevada en 2022, por encima del "techo" de 48 %.

### Herencia para 2023-2024

Con el acuerdo, se cerraría el año 2022 con metas modestas: un ajuste insuficiente para resolver los problemas de fondo y una tasa de inflación al menos tan alta como en 2021, dejando demasiados temas pendientes para el 2023, año de elecciones presidenciales. A su vez, el ritmo de acumulación de reservas por parte del Banco Central depende mucho más de la política económica que de los desembolsos del FMI, en el caso en el que las metas trimestrales se van cumpliendo (ver cuadro adjunto).

Posición neta con el FMI

En millones de u\$s

	Nuevos desembolsos del FMI		Pagos de capital al FMI por SBA		Pagos de intereses al FMI por SBA		Endeudamiento (sin intereses)	
	Mensual	Acumulado	Mensual	Acumulado	Mensual	Acumulado	Mensual	Acumulado
ene-23		24.334	2.746	19.477		857	-2.746	4.857
feb-23		24.334		19.477	187	1.044	0	4.857
mar-23	5.562	29.896	2.801	22.278		1.044	2.761	7.619
abr-23		29.896	2.746	25.024		1.044	-2.746	4.872
may-23		29.896		25.024	125	1.170	0	4.872
jun-23	4.172	34.068	2.801	27.825		1.170	1.371	6.243
jul-23		34.068	2.746	30.571		1.170	-2.746	3.497
ago-23		34.068		30.571	73	1.242	0	3.497
sep-23	3.476	37.544	956	31.527		1.242	2.520	6.017
oct-23		37.544	2.746	34.274		1.242	-2.746	3.271
nov-23		37.544		34.274	28	1.270	0	3.271
dic-23	3.476	41.021	956	35.229		1.270	2.520	5.791
ene-24		41.021	2.034	37.263		1.270	-2.034	3.758
feb-24		41.021		37.263	13	1.283	0	3.758
mar-24	1.112	42.133		37.263		1.283	1.112	4.870
abr-24		42.133	2.034	39.297		1.283	-2.034	2.836
may-24		42.133		39.297	6	1.289	0	2.836
jun-24	1.112	43.246		39.297		1.289	1.112	3.949
jul-24		43.246	678	39.975		1.289	-678	3.271
ago-24		43.246		39.975	2	1.291	0	3.271
sep-24	1.135	44.380		39.975		1.291	1.135	4.406

Fuente: IERAL, basado en Carta de Intención y MECON

## En Foco 1

### **Transferencias a provincias en el primer bimestre de 2022: suben las automáticas y caen las discrecionales, en línea con el compromiso que se aprobaría con el FMI para el corriente año**

**Marcelo Capello y Jonás Alvarado**

- En el Memorando de Entendimiento que el gobierno se apresta a elevar al FMI, se afirma que, con la asistencia del FMI, se intentará reformar el Régimen de Responsabilidad Fiscal “para evaluar la función del Consejo Fiscal y para limitar futuros endeudamientos en moneda extranjera por parte de los gobiernos provinciales”
- En el plano de la relación financiera entre Nación y Provincias, en el documento se afirma que una de las medidas necesarias es “limitar las transferencias discrecionales a provincias y empresas estatales”
- El documento también expresa que “en coordinación con los gobiernos de las provincias, continuará el proceso de actualización de tasaciones de propiedades a nivel federal para que puedan empezar a entrar en vigor en el ejercicio fiscal 2022”, por lo que las nuevas valuaciones fiscales comenzarán a regir de forma gradual a lo largo del año
- En el primer bimestre del año, se devengaron menores transferencias discrecionales a provincias, mientras que los montos efectivamente pagados sufrieron un recorte todavía mayor
- La mayoría de provincias sufrió pérdidas reales en el acumulado del primer bimestre, aunque con gran heterogeneidad. Dichas pérdidas reales fueron desde 5,8% en Chubut hasta 80,6% en San Juan, mientras en el otro extremo se encuentra Tierra del Fuego, con un aumento real del orden del 82,8% interanual. Corrientes, Buenos Aires y Formosa también exhibieron variaciones interanuales positivas
- En 2021, las transferencias discrecionales representaron un 6,6% de los ingresos consolidados de las 24 jurisdicciones. Destaca el caso de La Rioja, en la que este flujo representó el 21,6% de sus ingresos totales, superando por más de 10 pp a la segunda provincia con mayor participación, Buenos Aires, con 9,1% de sus ingresos totales. En el otro extremo se encuentran Mendoza y Tierra del Fuego, con 2,4% y 2,8%, respectivamente

En el documento enviado al Congreso para la aprobación del acuerdo con el FMI se incluye un “Memorando de políticas económicas y financieras”, con una sección dedicada al “Marco de políticas y programa económico 2022 – 24”. Uno de los objetivos que plantea el Memorando es “mejorar de manera gradual y sostenible, y por lo tanto, creíble, las finanzas públicas para

asegurar la sostenibilidad de la deuda sin comprometer la recuperación, implementando al mismo tiempo políticas para reducir las profundas brechas sociales y de infraestructura”.

Con relación a lo anterior, se plantean medidas de política fiscal relacionadas con los ingresos y erogaciones del Estado. Particularmente, en el caso de la relación financiera entre Nación y Provincias, en el documento se afirma que una de las medidas necesarias es “limitar las transferencias discrecionales a provincias y empresas estatales”.

Otro de los puntos que destaca el texto está dado por la “Coordinación fiscal federal – provincial”, allí se menciona el nuevo Consenso Fiscal firmado por 21 gobiernos provinciales, en los cuales se busca:

- Reforzar la coordinación fiscal y el intercambio entre el gobierno federal y las provincias
- Modernizar y simplificar los sistemas tributarios, proporcionando a las provincias mayores incentivos para la captación de ingresos
- Reducir los desequilibrios fiscales y los niveles de endeudamiento de las provincias

A su vez, se afirma que, con la asistencia del FMI, se intentará reformar el Régimen de Responsabilidad Fiscal “para evaluar la función del Consejo Fiscal y para limitar futuros endeudamientos en moneda extranjera por parte de los gobiernos provinciales”, reforzando los intercambios de información entre Nación y provincias. En relación a lo de deuda extranjera, destaca la importancia de la reconstrucción del mercado local para que las provincias puedan financiarse mediante deuda en pesos.

Por su parte, en relación a los ingresos provinciales, el documento expresa que “en coordinación con los gobiernos de las provincias, continuará el proceso de actualización de tasaciones de propiedades a nivel federal para que puedan empezar a entrar en vigor en el ejercicio fiscal 2022”, por lo que las nuevas valuaciones fiscales comenzarán a regir de forma gradual a lo largo del año.

### **Transferencias discrecionales a provincias: ¿el ajuste ya comenzó en el primer bimestre?**

Las transferencias automáticas a provincias en el primer bimestre del año aumentaron, en términos reales, en todas las jurisdicciones, en que el consolidado exhibe un aumento real interanual del 4,1%. Destacan Buenos Aires y Salta, con un aumento mayor al consolidado, de 5,5% y 4,3%, respectivamente.

Al considerar los envíos discrecionales de Nación a Provincias, en el consolidado de jurisdicciones disminuyeron un 16,7% en moneda constante, frente al primer bimestre de 2021. En este tipo de transferencias, la situación es muy variada entre jurisdicciones. En un extremo se encuentra San Juan, con una caída del 80,6% interanual real, en tanto que Tierra del Fuego experimentó un aumento del 82,8%.

Finalmente, las transferencias totales (automáticas más discrecionales) crecieron un 2,6% real en el primer bimestre de 2022, para el consolidado de provincias, destacándose la suba de 6,6% en Buenos Aires, así como la caída de 6,5% en el caso de Neuquén.

### Transferencias Automáticas, Discrecionales y Totales a Provincias

(Acumulado Enero - Febrero 2022. Variación interanual real. Criterio del “pagado”)

Jurisdicción	Transferencias		
	Automáticas	Discrecionales	Totales
Buenos Aires	5,5	17,1	6,6
CABA	4,1	-7,1	0,2
Catamarca	3,8	-8,2	3,4
Chaco	4,0	-45,1	1,4
Chubut	3,6	-5,8	3,3
Córdoba	3,5	-47,0	-0,5
Corrientes	3,8	42,6	5,1
Entre Ríos	3,6	-29,4	1,7
Formosa	3,8	5,0	3,9
Jujuy	3,9	-74,7	1,4
La Pampa	3,5	-61,1	-1,8
La Rioja	3,9	-37,9	-4,8
Mendoza	3,7	-64,1	1,6
Misiones	4,0	-24,6	2,0
Neuquén	3,3	-68,7	-6,5
Río Negro	3,4	-27,3	2,4
Salta	4,3	-21,2	3,1
San Juan	3,6	-80,6	-0,4
San Luis	3,2	-75,0	0,1
Santa Cruz	3,6	-47,9	1,2
Santa Fe	3,4	-15,1	2,5
Santiago del Estero	3,9	-49,1	1,8
Tierra del Fuego	3,2	82,8	5,9
Tucumán	4,0	-33,1	3,0
<b>Consolidado</b>	<b>4,1</b>	<b>-16,7</b>	<b>2,6</b>

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a datos de la DNAP y Presupuesto Abierto.

Si en lugar del criterio del “percibido” se utiliza el del “devengado”, en el primer bimestre de 2022 las transferencias discrecionales a provincias cayeron 7,9% interanual real, en lugar de 16,7%, como ocurría con el criterio del “pagado”. Esto es, el ajuste en las transferencias en el primer bimestre resultó mayor en las transferencias pagadas que en las devengadas. De otra forma, se devengaron menores transferencias discrecionales a provincias en el primer bimestre

de 2022, como pide el FMI para todo el año, mientras que los montos efectivamente pagados de dichas transferencias sufrieron un recorte todavía mayor en ese subperíodo.

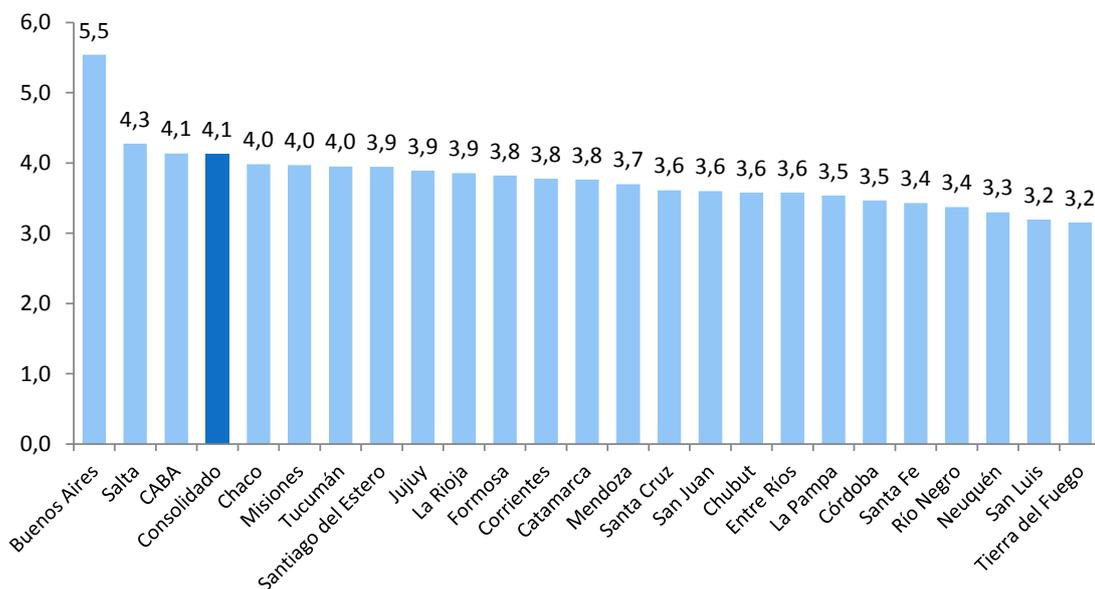
**Transferencias Automáticas, Discrecionales y Totales a Provincias**  
(Acumulado Enero - Febrero 2022. Variación interanual real. Criterio del “devengado”)

Jurisdicción	Transferencias		
	Automáticas	Discrecionales	Totales
Buenos Aires	5,5	4,6	5,4
CABA	4,1	3,5	3,9
Catamarca	3,8	-3,7	3,5
Chaco	4,0	-10,8	3,0
Chubut	3,6	-7,7	3,1
Córdoba	3,5	-33,0	0,1
Corrientes	3,8	13,5	4,3
Entre Ríos	3,6	-28,0	1,3
Formosa	3,8	47,1	7,1
Jujuy	3,9	-60,2	1,3
La Pampa	3,5	-54,7	-1,6
La Rioja	3,9	-28,3	-3,0
Mendoza	3,7	-42,1	1,7
Misiones	4,0	-3,3	3,4
Neuquén	3,3	-12,3	0,9
Río Negro	3,4	16,0	3,9
Salta	4,3	-22,2	2,8
San Juan	3,6	-57,9	0,2
San Luis	3,2	79,5	6,8
Santa Cruz	3,6	40,9	5,7
Santa Fe	3,4	-31,9	0,8
Santiago del Estero	3,9	-24,5	2,5
Tierra del Fuego	3,2	73,7	6,0
Tucumán	4,0	-0,1	3,8
<b>Consolidado</b>	<b>4,1</b>	<b>-7,9</b>	<b>3,0</b>

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a datos de la DNAP y Presupuesto Abierto.

### Transferencias Automáticas a Provincias

(Acumulado Enero - Febrero 2022. Variación interanual real)

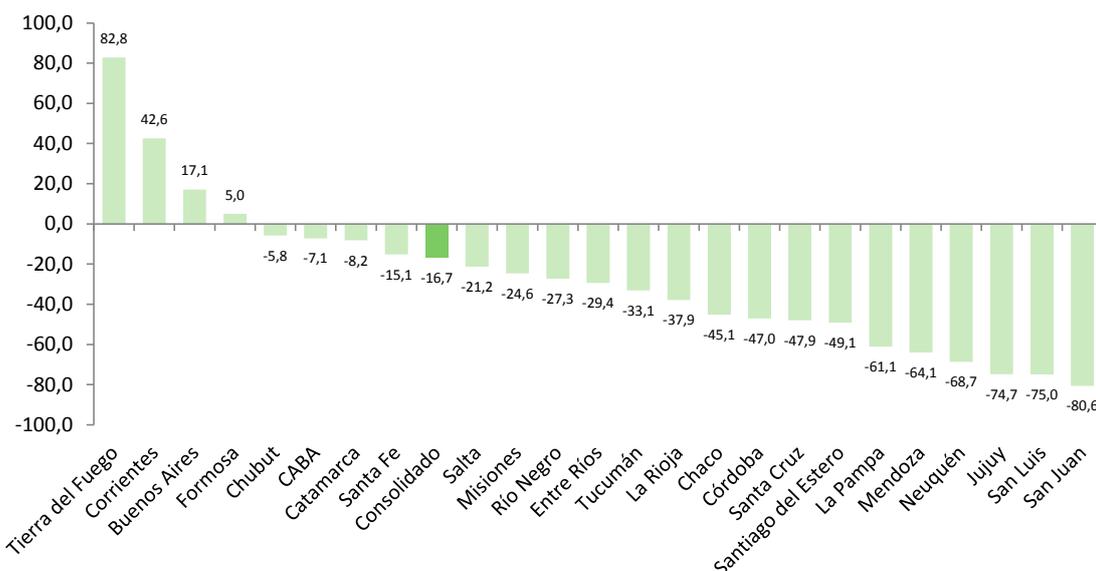


Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a datos de la DNAP.

Con relación a las transferencias discrecionales, la mayoría de provincias sufrió pérdidas reales en el acumulado del primer bimestre, aunque con gran heterogeneidad. Dichas pérdidas reales fueron desde 5,8% en Chubut hasta 80,6% en San Juan, mientras en el otro extremo se encuentra Tierra del Fuego, con un aumento real del orden del 82,8% i.a., a la vez que Corrientes, Buenos Aires y Formosa exhibieron variaciones interanuales positivas.

### Transferencias Discrecionales a Provincias

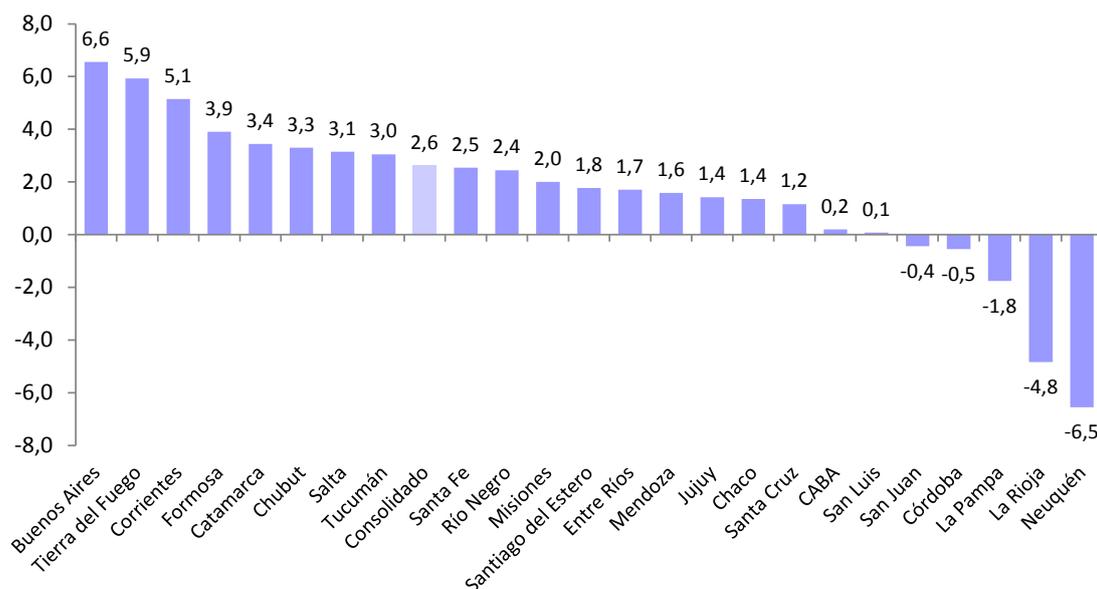
(Acumulado Enero - Febrero 2022. Variación interanual real)



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a datos de Presupuesto Abierto.

Finalmente, las transferencias totales crecieron en un 2,6% i.a. real para el consolidado de jurisdicciones del país al comparar lo percibido por ellas en el primer bimestre del año 2022. Buenos Aires y Tierra del Fuego se encuentran a la cabeza con crecimientos del 6,6% y 5,9% i.a. real, respectivamente, mientras que Neuquén y La Rioja sufrieron pérdidas reales del orden del 6,5% y 4,8% i.a. real, respectivamente.

**Transferencias Totales a Provincias**  
(Acumulado Enero - Febrero 2022. Variación interanual real)

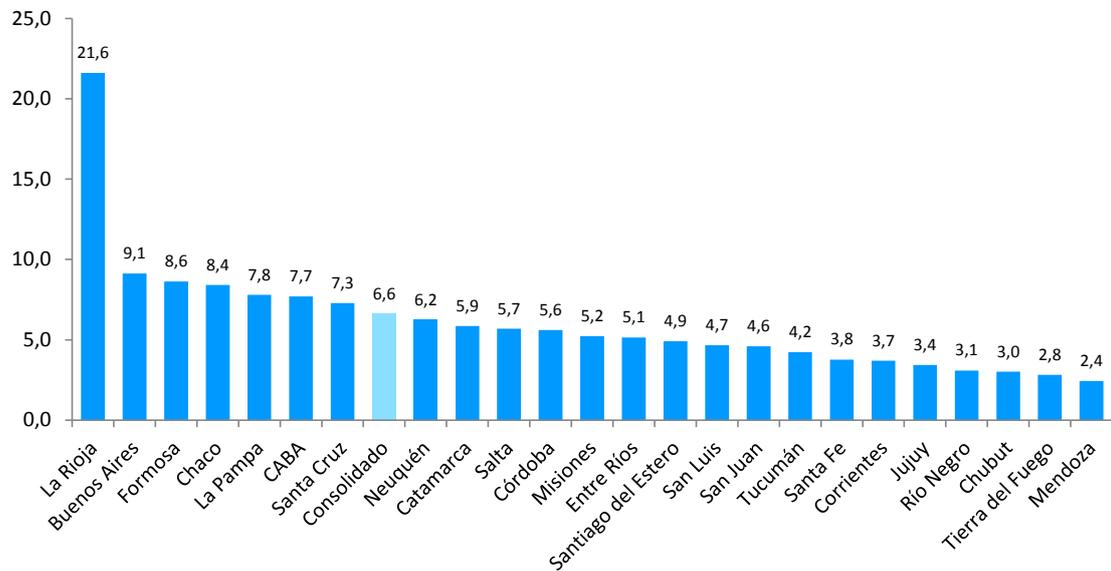


Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a datos de la DNAP y Presupuesto Abierto.

### ¿Cuánto pesan las Transferencias Discrecionales en los ingresos de las provincias?

En el año 2021, las transferencias discrecionales representaron un 6,6% de los ingresos totales de las 24 jurisdicciones analizadas en forma consolidada. Destaca el caso de La Rioja, en la que este tipo de giros discrecionales representa el 21,6% de sus ingresos totales, superando por más de 10 pp a la segunda provincia con mayor participación, Buenos Aires, con 9,1% de sus ingresos totales. En el otro extremo se encuentran Mendoza y Tierra del Fuego, con 2,4% y 2,8%, respectivamente.

**Participación de Transferencias Discrecionales en Ingresos Totales de Provincias**  
(Año 2021. En porcentaje)



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a datos de la DNAP y Presupuesto Abierto.