



IERAL

Fundación
Mediterránea

Informe de Coyuntura del IERAL

Año 31 - Edición Nº 1432 - 21 de Julio de 2022

Coordinador: Jorge Vasconcelos

Editorial – Gustavo Reyes

Argentina: ¿qué puede pasar con la economía de aquí a las elecciones y después?

En Foco 1 – Jorge Vasconcelos

Una brecha cambiaria por encima del 100 % requiere dosis cada vez más potentes de ajuste (la enseñanza de octubre 2020)

En Foco 2 – Marcelo Capello y Jonás Alvarado

El dato regional de la semana:

Tierra del Fuego y Buenos Aires exhiben las mayores subas en las transferencias recibidas desde Nación en el primer semestre, Neuquén y CABA las más relegadas

Edición y compaginación

Karina Lignola y Fernando Bartolacci



IERAL Córdoba

(0351) 473-6326

ieralcordoba@ieral.org

IERAL Buenos Aires

(011) 4393-0375

info@ieral.org

Fundación Mediterránea

(0351) 463-0000

info@fundmediterranea.org.ar

Argentina: ¿qué puede pasar con la economía de aquí a las elecciones y después?

- La altísima volatilidad en el mercado cambiario y la elevada inflación han generado una enorme incertidumbre sobre el futuro a corto y mediano plazo de la economía de Argentina. La presente editorial analiza los escenarios alternativos más probables hasta las elecciones y después
- Las variables a monitorear están relacionadas con el entorno político y con el acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI). En el primer caso, la salida del ministro Guzmán, la intensidad en las peleas políticas y las dificultades que tuvo la nueva ministro de Economía para armar su equipo no han ayudado a reducir la probabilidad del escenario de descontrol
- Para acotar los riesgos (en un contexto externo adverso), resulta de vital importancia que la ministra Batakis presente mayores precisiones sobre cómo habrá de cumplir sus promesas tanto de mayor mesura en los gastos públicos como en relación a los compromisos asumidos con el FMI
- Por otro lado, es también muy importante que las medidas tengan un fuerte apoyo explícito tanto de todo el arco de la coalición gobernante, como de los principales partidos con representación parlamentaria

En Foco 1:**15*****Una brecha cambiaria por encima del 100 % requiere dosis cada vez más potentes de ajuste (la enseñanza de octubre 2020)***

- Más allá de diferencias y semejanzas con el presente, lo que enseñó la crisis de 2020 es que, cuando se instala la desconfianza, se requiere de instrumentos potentes de política para revertir el deterioro de las expectativas. En aquella oportunidad, al cabo de un tiempo, la brecha cambiaria perforó el umbral del 100% hasta acercarse a 65/70 % hacia el segundo trimestre de 2021, en un recorrido explicado por la caída de las cotizaciones libres del dólar. En el presente, todavía no se aprecian las condiciones para lograr un punto de inflexión en la crisis gatillada el 8 de junio
- Si se pretende bosquejar un escenario de reducción de la brecha cambiaria en meses venideros, un problema es la paridad oficial, que se ubica actualmente un 22,5 % por debajo de octubre 2020. Al mismo tiempo, a diferencia de aquel momento, ahora la presión alcista sobre los dólares libres y la inflación es mayor, por el peso que han adquirido los intereses de las Leliq y por las intervenciones del Central comprando deuda del gobierno en el mercado, que ha involucrado una emisión de pesos estimada en 1,15 millones de millones desde principios de junio. Hasta que no se reconstituya la demanda genuina por bonos del Tesoro en el mercado de capitales local, esos vectores de emisión seguirán muy activos
- El stock de deuda interna en pesos se ha incrementado en nada menos que 40,0 mil millones de dólares (al tipo de cambio oficial) desde octubre de 2020, pasando de 80,1 a 120,1 mil millones. Sin olvidar que el perfil de vencimientos se ha acortado y la demanda de dinero es cada vez más débil.
- En lo que hace al contexto global, la economía mundial este año habrá de crecer la mitad de lo que lo hizo en 2021 (con alertas de recesión cada vez más frecuentes), mientras que la inflación global se está duplicando. Los precios de commodities han iniciado tendencia declinante y varios países de la región, caso de Chile y Brasil, empiezan a luchar por evitar una recesión. Por su parte, la tasa de interés en Estados Unidos era de 0,25 % en 2020 y ahora se encuentra en trayectoria ascendente, hasta posiblemente un 4,5 % anual en 2023
- Al país no le conviene entrar en un escenario de default con el FMI y las autoridades parecen compartir esa visión. Entre capital e intereses, los vencimientos con el Fondo suman 5,1 mil millones de dólares en el transcurso del tercer trimestre, por lo que no puede prescindirse de los desembolsos acordados para el período, del orden de los 4,2 mil millones. Por ende, los desvíos de orden fiscal, monetario y cambiario a lo largo de estos meses no deberían superar ciertos límites
- El gobierno de ningún modo puede enfrentar esta crisis haciendo “más de lo mismo”. Se ha anunciado que el gasto público quedará supeditado a la trayectoria de la recaudación pero, dadas las circunstancias, esta no es un ancla fiscal contundente. De todos modos, datos recientes muestran que, al menos, la nueva conducción económica está efectivamente centralizando el manejo de la caja, pasando depósitos bancarios estatales a cuentas en el Banco Central (sin efecto multiplicador). De ese modo, la emisión de origen fiscal, que en junio alcanzó a 350 mil millones de pesos, desaceleró a 20 mil millones en lo que va de julio

- Asimismo, las tasas de interés se han ajustado al alza (la semana pasada, sólo para los pases a un día), pero sin llegar a cambiar la percepción de una política monetaria que sigue los acontecimientos “corriendo desde atrás”. En este sentido, la referencia de octubre 2020 es contundente, ya que en aquel momento la tasa de pases se incrementó en 13 puntos porcentuales desde el momento previo al inmediato posterior de la crisis
- Las importaciones no energéticas promediaron los 5,8 mil millones de dólares por mes en el primer semestre, con un pico del orden de los 6,5 mil millones en junio, pero el margen disponible para importaciones no energéticas sería del orden de los 4,7 mil millones/mes de aquí a fin de año, bajo el actual esquema cambiario y teniendo en cuenta el resto de las demandas por divisas: energía y combustibles, turismo, ahorro, pagos netos de servicios financieros y reales del sector privado y una mínima cuota para recomposición de reservas
- El gobierno ya anunció que, para liberar divisas a favor de las importaciones no energéticas, buscará sustraer demanda y/o agregar oferta en el segmento cambiario vinculado al turismo, pero hay incógnitas sobre la implementación. Lo cierto es que, con un tipo de cambio oficial de 135 pesos, el equilibrio en el mercado cambiario no podrá ser alcanzado bajo el actual esquema

En Foco 2:

26

El dato regional de la semana: Tierra del Fuego y Buenos Aires exhiben las mayores subas en las transferencias recibidas desde Nación en el primer semestre, Neuquén y CABA las más relegadas

- En el primer semestre del año, destaca el caso de la provincia de Neuquén, por ser la única jurisdicción en la cual el total de transferencias nacionales disminuye en moneda constante (-6,1% real), y CABA que se mantiene sin cambios interanuales. El resto de provincias exhibe un aumento en términos reales, con las mayores subas en Tierra del Fuego (10,2%) y Buenos Aires (9,8%). El consolidado de provincias denotó un crecimiento del orden del 6,7% interanual real en las transferencias totales recibidas (automáticas más discrecionales)
- Con relación a los subprogramas de transferencias corrientes, destaca el caso de “Asistencia Financiera a Provincias” (el cual también tiene su parte en transferencias de capital) con un crecimiento de más del 6.000% real explicado por el cuantioso monto enviado en el primer semestre de 2022 (\$21.981 millones) ante los \$219 millones transferidos en 2021. Dicho subprograma fue destinado en 2022 a 8 provincias (Buenos Aires, La Pampa, Neuquén, Río Negro, San Luis, Santa Cruz, Santa Fe, Santiago del Estero), aunque Buenos Aires recibió el 99% de los envíos del período
- Si se analiza el total de transferencias recibidas por provincias desde Nación entre 1996 y 2022, la participación de Buenos Aires se ubica en 24,4% del total en 2022, el máximo valor desde 2003 (junto a 2021 y si se excluye el año de mayor impacto de la pandemia). La menor participación la exhibió en 2014 (18,5%), y el subperíodo de menores envíos a Buenos Aires va de 2004 a 2015
- Si el análisis se realiza por períodos de gobierno en la provincia de Buenos Aires, y para el total de transferencias recibidas, la máxima participación de dicha provincia desde 1996 se da con los gobernadores Kicillof, Ruckauf y Duhalde II (25%), y la menor con Scioli I y II (19%)

Editorial

Argentina: ¿qué puede pasar con la economía de aquí a las elecciones y después?

Gustavo Reyes

- La altísima volatilidad en el mercado cambiario y la elevada inflación han generado una enorme incertidumbre sobre el futuro a corto y mediano plazo de la economía de Argentina. La presente editorial analiza los escenarios alternativos más probables hasta las elecciones y después
- Las variables a monitorear están relacionadas con el entorno político y con el acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI). En el primer caso, la salida del ministro Guzmán, la intensidad en las peleas políticas y las dificultades que tuvo la nueva ministro de Economía para armar su equipo no han ayudado a reducir la probabilidad del escenario de descontrol
- Para acotar los riesgos (en un contexto externo adverso), resulta de vital importancia que la ministra Batakis presente mayores precisiones sobre cómo habrá de cumplir sus promesas tanto de mayor mesura en los gastos públicos como en relación a los compromisos asumidos con el FMI
- Por otro lado, es también muy importante que las medidas tengan un fuerte apoyo explícito tanto de todo el arco de la coalición gobernante, como de los principales partidos con representación parlamentaria

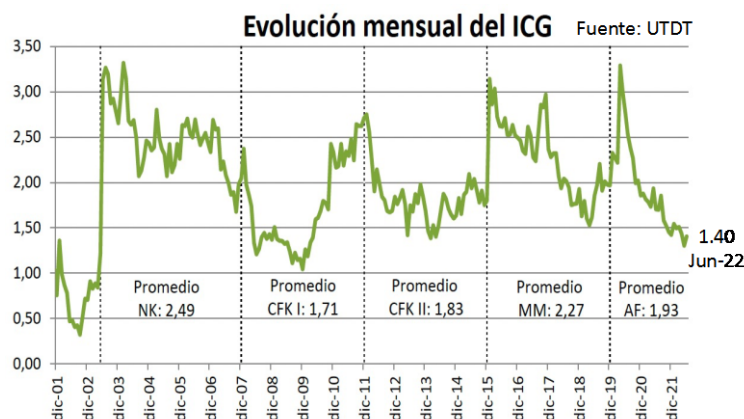
La altísima volatilidad en el mercado cambiario y la elevada inflación han generado una enorme incertidumbre sobre el futuro a corto y mediano plazo de la economía de Argentina.

La presente editorial analiza los escenarios alternativos más probables hasta las elecciones y después. Basándose en la evidencia empírica del país, se analiza cómo se comportaron las principales variables en cada uno de estos posibles marcos macroeconómicos ya que, en tres de los cuatro casos posibles, la Argentina ya los ha experimentado en su historia reciente. Finalmente, se describen las variables más importantes a monitorear que pueden conducir a la economía al desarrollo de cada escenario.

Los escenarios económicos hasta y después de las elecciones

En el corto plazo, tanto la relativa cercanía de las elecciones como la importante caída en los indicadores de confianza en el Gobierno (ICG – ver gráfico) son importantes

restricciones que dificultan la posibilidad de estabilizar y recuperar definitivamente la economía. Sin embargo, dado el programa vigente con el Fondo Monetario Internacional (FMI), las mencionadas restricciones no implican necesariamente que la economía vaya a desestabilizarse totalmente hasta el próximo período electoral.



Teniendo en cuenta estas particularidades, en el **corto plazo** (hasta las elecciones) se abren dos **escenarios alternativos**:

- **El optimista**, donde la economía continúa en un esquema muy débil y similar al actual, pero que se no descontrola totalmente.
- **El pesimista**, en el cual la economía efectivamente termina de desestabilizarse totalmente. En este último y peligroso escenario se identifica una parte importante de la población según una encuesta nacional llevada a cabo entre el 8 y 12 de julio de este año por el estudio Reale Dalla Torre¹. Dicha investigación revela que más del 60% de los encuestados creen que la economía puede entrar en un proceso de hiperinflación.

Por otro lado, dado que la economía, según estimaciones oficiales, se ha vuelto a estancar en el último semestre (ver gráfico) y teniendo en cuenta lo analizado anteriormente; para el **mediano plazo**, también pueden distinguirse **dos escenarios alternativos**: el **optimista** donde la economía comienza a recuperarse después de las elecciones y el **pesimista**, en el cuál no se logra escapar del clima de estancamiento.

¹ Los Andes, 6 de julio de 2022, página 12: "Encuesta: 60,7% cree que el país se encamina a la hiperinflación", <https://www.losandes.com.ar/politica/pronostico-sombrio-en-una-encuesta-la-mayoria-cree-que-habra-hiperinflacion/>



De esta forma, a partir de la interrelación de los posibles marcos de corto y mediano plazo, es posible generar la siguiente matriz de posibilidades conjunta de escenarios:

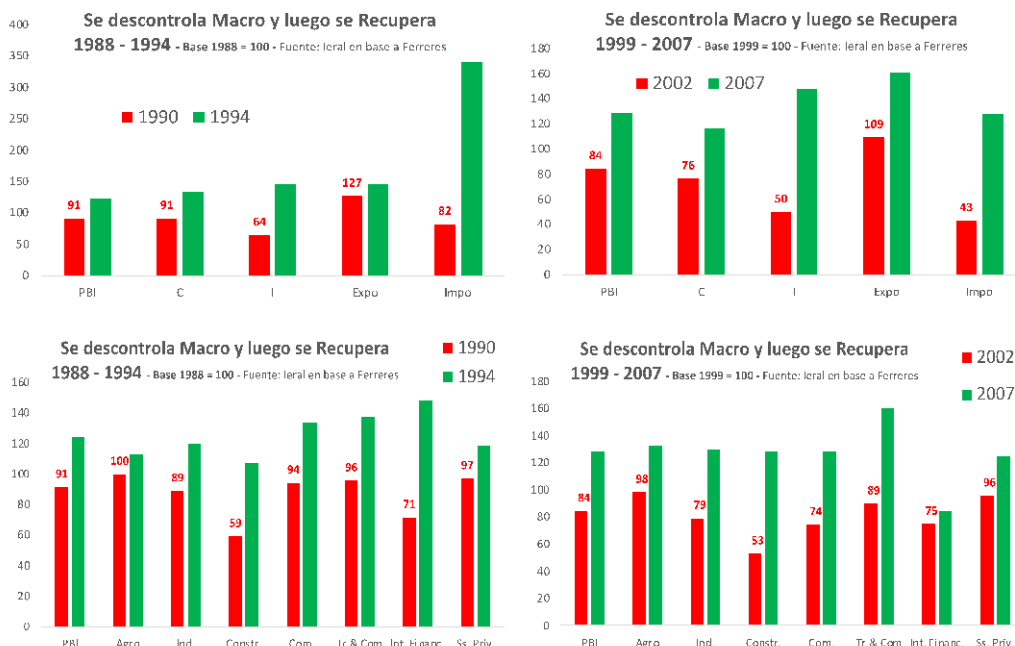
¿Cuáles son los escenarios a corto y mediano plazo?		
	Hasta las Elecciones:	
	Se descontrola la economía	No se descontrola la economía
	Se Recupera la economía	IV ¿Inédito?
Después de las elecciones	1988 - 1994 1999 - 2007	
	No se Recupera la economía	III 2012 - 2021
	II 1975 - 1990	

Con la excepción del mejor de los escenarios (IV – no se descontrola la economía en el corto plazo y se recupera después de las elecciones), el resto de los posibles marcos ya han sucedido en nuestro país en los últimos 50 años. Las vivencias experimentadas por la economía de Argentina en estos casos permiten analizar la dinámica que tuvieron las principales variables macroeconómicas en cada uno de estos episodios.

Escenario I: se descontrola la economía pero luego se recupera.

Este tipo de contexto sucedió dos veces en Argentina en los últimos 50 años: 1988-1994 y 1999-2007. Si bien tanto el descontrol de la economía como su posterior recuperación obedecieron a causas, políticas económicas y escenarios externos muy diferentes en los dos períodos, el análisis estilizado de la evolución de la macroeconomía durante estos casos permite obtener algunas conclusiones de este posible escenario.

Escenario: Se descontrola Macro y se Recupera



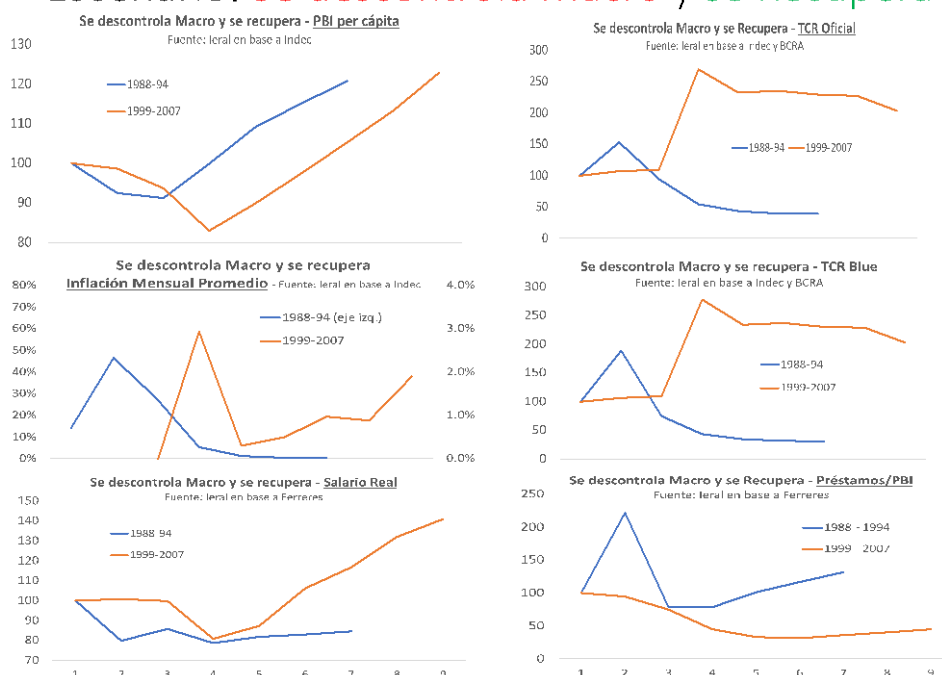
En lo relativo a los componentes de la Demanda Agregada, la Inversión es el ítem que más se contrae durante el periodo de descontrol (piso de la caída) y las Exportaciones es el único rubro que logra expandirse en dicha etapa. En la fase de recuperación, las ventas al resto del mundo continúan expandiéndose y son acompañadas por una buena dinámica tanto de las Importaciones como de la Inversión.

Con respecto a la Oferta Agregada, la actividad de la Construcción es la que resulta más afectada durante el período de descontrol mientras que Transporte y Comunicaciones representa una de las actividades que más se expande en la fase de la recuperación.

En términos de las principales variables macroeconómicas se observa lo siguiente:

- Como es dable de esperar:
 - o la Inflación se acelera muy fuertemente en la crisis y lógicamente baja durante la recuperación.
 - o El PBI per cápita sufre contracciones entre el 10% y casi el 20% durante las crisis. Luego, entre los 4 y 5 años posteriores, la recuperación termina superando los niveles previos a la crisis.
- Poder adquisitivo de los Salarios se contrae casi 20% durante la etapa de descontrol y después se recupera. No obstante, no en todos los casos se alcanza y/o supera los niveles previos a la crisis.
- Préstamos: muy similar a la evolución del poder adquisitivo de los salarios.
- El tipo de cambio nominal, durante la fase de descontrol, supera a la inflación generando un aumento en el tipo de cambio real (TCR) y viceversa en la etapa de recuperación.

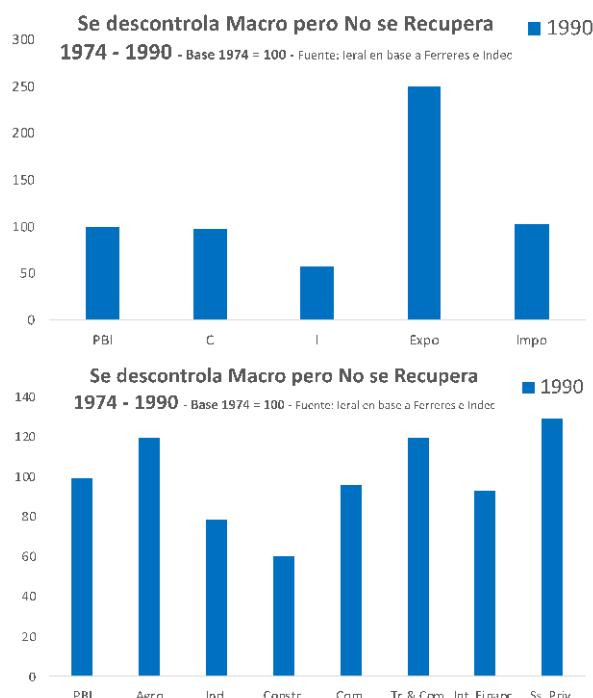
Escenario: Se descontrola Macro y se Recupera



Escenario II: se descontrola la economía en el corto plazo pero no se recupera después de las elecciones (mediano plazo).

Este caso sucedió en Argentina entre 1974 y 1990. Si bien en el medio de este largo período se produjeron algunas recuperaciones (Tablita de Martínez de Hoz a principios de los 80's, Plan Austral a mediados de los 80's), las mismas no duraron demasiado tiempo y la economía estuvo sujeta a fuertes descontrol de corto plazo y con un estancamiento en el mediano plazo. El PBI total durante estos 16 años no registró prácticamente ninguna variación punta a punta como puede observarse en los siguientes gráficos.

Escenario:
Se
descontrola
la Macro
y
no se
recupera la
economía

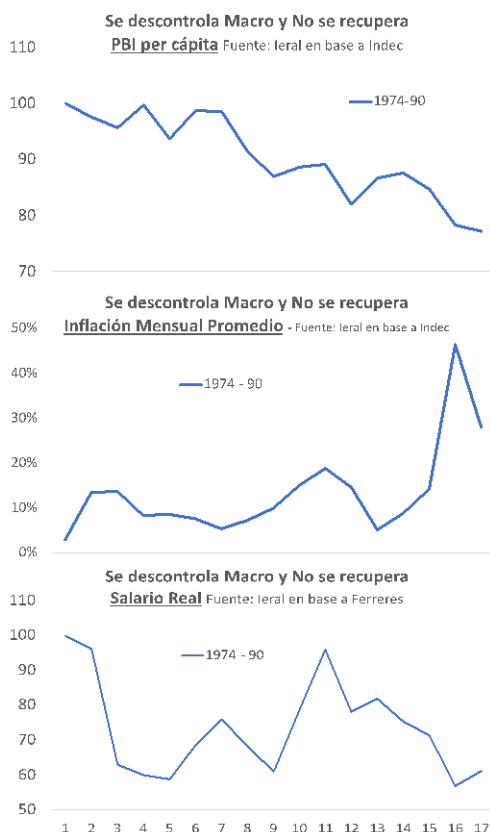


En este marco de estancamiento de la economía, la Inversión es el ítem que más se contrae de la Demanda Agregada mientras que las Exportaciones es el único componente que logra expandirse.

En lo relativo a la Oferta Agregada, al igual que en el escenario anterior, la actividad de la Construcción es la que en términos relativos cae más fuerte mientras que el Agro, Transporte y Comunicaciones y los Servicios Privados son los rubros que logran tener alguna expansión dentro del estancamiento total de la economía.

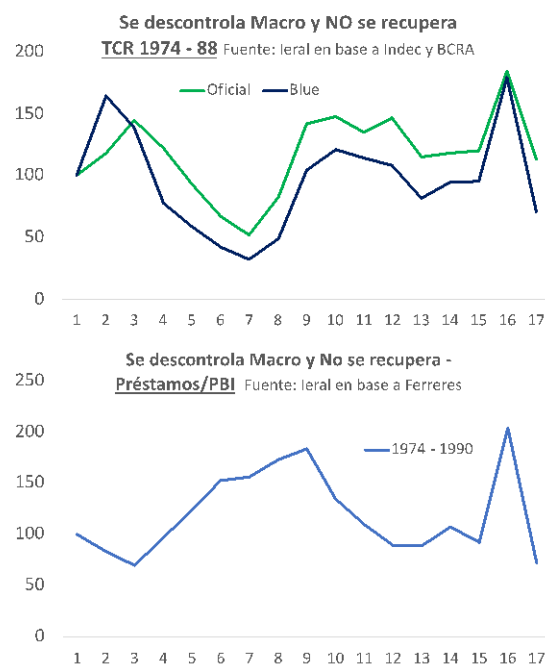
En términos de las principales variables macroeconómicas se observa lo siguiente:

- Como es dable de esperar, el estancamiento en el nivel de actividad económica genera una tendencia negativa en el PBI per cápita.
- la Inflación: en una primera etapa, se mantiene en un nivel alto pero estable. Luego se acelera fuertemente durante los períodos de descontrol.
- El Poder adquisitivo de los Salarios se contrae durante las etapas de crisis para luego recuperarse aunque parcialmente. No obstante, al haber solamente recuperaciones transitorias y muy cortas, la tendencia lógicamente es negativa.
- Préstamos: presenta importantes oscilaciones, pero con una tendencia al estancamiento.
- El tipo de cambio real resulta muy volátil a lo largo del período.



Escenario:

**Se descontrola Macro
y NO se recupera la economía**

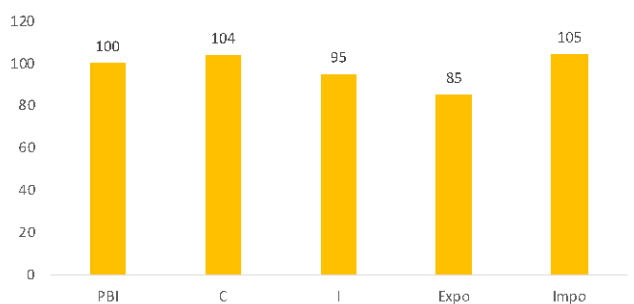


Escenario III: no se descontrola la economía en el corto plazo pero tampoco se recupera después de las elecciones (mediano plazo).

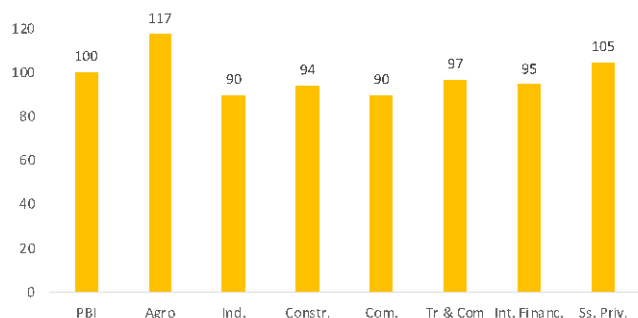
Este contexto es el que ha experimentado la Argentina en los últimos 10 años donde su economía no se ha terminado de descontrolar totalmente pero tampoco se ha recuperado ya que la producción (PBI) ha estado estancada en este período.

Escenario:
No se
descontrola
la Macro
pero
no se
recupera la
economía

No se descontrola Macro pero No se Recupera
2012 - 2021 - Base 2012 = 100 - Fuente: Ieral en base a Ferreres e Indec



No se descontrola Macro pero No se Recupera
2012 - 2021 - Base 2012 = 100 - Fuente: Ieral en base a Ferreres e Indec



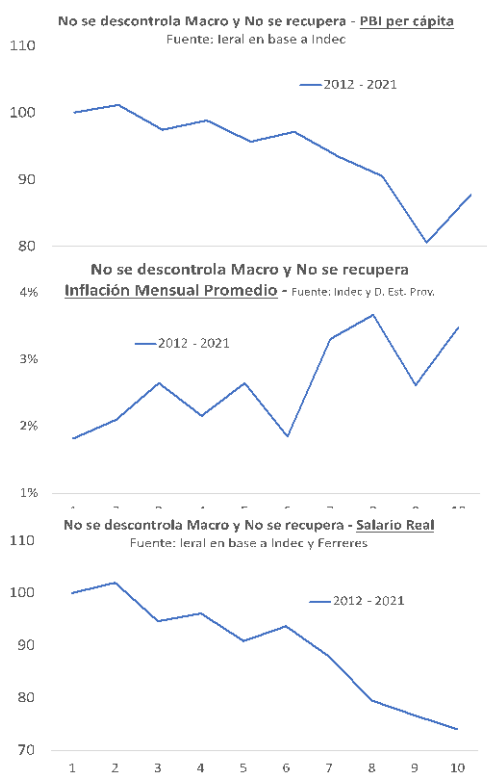
En este marco de estancamiento pero sin llegar al total descontrol de la economía, la Exportaciones representan el ítem que más se contrajo de la Demanda Agregada. El Consumo total (público y privado) y las Importaciones son los rubros que lograron expandirse aunque, lógicamente, de manera muy leve.

En lo relativo a la Oferta Agregada, las actividades de Industria y Comercio son las que, en términos relativos, presentaron las mayores caídas. El Agro y los Servicios Privados son los rubros que alcanzaron algún crecimiento positivo en el marco del estancamiento de la economía.

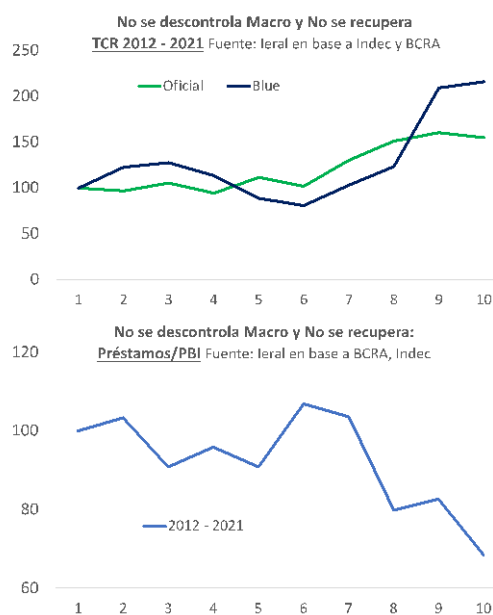
En términos de las principales variables macroeconómicas se observa lo siguiente:

- Como es dable de esperar, al igual que en el escenario anterior, el estancamiento en el nivel de actividad económica genera una tendencia declinante en el PBI per cápita.
- la Inflación a lo largo de los años va subiendo escalones presentando una tendencia claramente alcista.
- El Poder adquisitivo de los Salarios se contrae casi permanentemente a lo largo del período.
- Préstamos: al principio se mantienen estables pero luego entran en una profunda tendencia contractiva.

- El tipo de cambio real resulta estable durante los primeros años pero luego muestra con una clara tendencia creciente con una importante ampliación de la brecha cambiaria.



Escenario:
No se descontrola Macro pero
NO se Recupera la economía



Escenario IV (inédito): no se descontrola la economía en el corto plazo y se recupera después de las elecciones (mediano plazo).

La peculiaridad de este marco es que, si bien es el mejor de los cuatro, a diferencia de los anteriores, nunca ha sucedido en los últimos 50 años. No obstante, este caso combina lo mejor del escenario III en el corto plazo (sin crisis de descontrol total) y del I en el mediano plazo (recuperación).

Desde un punto de vista especulativo, el descontrol total de la economía puede ayudar en la etapa posterior de recuperación ya que, por un lado, las autoridades en particular y la población en general, toman mayor conciencia de la magnitud y consecuencias de los desequilibrios de la economía lo cual aumenta la predisposición a realizar cambios. Por otro lado, el mismo descontrol genera salarios y precios de activos sumamente bajos que, ante un cambio profundo del régimen económico que genere confianza, potencia el proceso de reactivación.

No obstante, y a pesar de que no hay evidencias empíricas en nuestro país en los últimos 50 años, el descontrol total de la economía para nada resulta una condición necesaria para la recuperación de la misma y por otro lado, resulta altamente peligroso ya que potencia

los niveles de pobreza y costo social al tiempo que puede generar también una altísima inestabilidad en el sistema gubernamental.

Variables a monitorear que definen las probabilidades de los escenarios

Los escenarios II y III tienen en común la falta de recuperación de la economía en el mediano plazo y es lo que mostró dos veces la evidencia empírica de nuestro país (entre 1974 y 1990 y desde 2012 hasta la actualidad). En estos períodos, no se atacaron generalmente los desequilibrios de la economía y, cuando se intentó revertirlos, no fue hecho con suficiente profundidad ya que los mismos volvieron al poco tiempo (plan Austral a mediados de los 80's).

De esta forma, evitar este tipo de escenarios requiere un verdadero cambio de régimen que revierta definitivamente no sólo los desequilibrios fiscales sino también la actualmente inadecuada política tributaria y cambiaria, la baja apertura del sector externo, los problemas del mercado laboral y previsional, etc. Todas estas reformas, además de un plan que las integre, requieren suficiente poder político para llevarlas a cabo y por lo tanto, resultan muy difíciles que se produzcan con el actual gobierno ya que, como se explicara anteriormente, el mismo cuenta con un nivel de confianza muy bajo y relativamente poco tiempo para revertirlo.

De esta forma, en el corto plazo, la economía se debate entre los escenarios de mayor descontrol y el mantenimiento precario y débil de la situación actual hasta las elecciones del 2023. Si bien son múltiples **las variables** que pueden influir para que la economía se vuelque a uno u otro escenario, hay **cuatro** que resultan claves, dos dependen en gran parte del gobierno y otras dos que resultan exógenas al mismo ya que vienen determinadas por las condiciones internacionales.

Las dos variables claves a monitorear que el gobierno argentino no tiene ningún control sobre las mismas pero que están muy relacionadas entre ellas, son la evolución de la **tasa de inflación en Estados Unidos** y el **precio internacional de las commodities** más relevantes para nuestro país.

En el primer caso, las últimas noticias no han sido buenas ya que el último registro de la inflación (junio 2022) mostró que la tasa mensual en Estados Unidos se aceleró nuevamente (tanto en las mediciones "headline" como "core"), indicando que este proceso aún no se está revirtiendo. Esto se traduce en mayores presiones de nuevos y más fuertes aumentos en la tasa de interés de corto plazo para la Reserva Federal. Estas tasas de interés esperadas más elevadas, por un lado, debilitarán probablemente más la actividad económica en el país del norte (en el primer trimestre de 2022, la misma se contrajo respecto al cuarto trimestre del 2021) y por otro lado, seguirá potenciando la fortaleza de

la divisa americana a nivel mundial afectando negativamente las posibilidades de financiamiento de países emergentes y la fortaleza de sus monedas. Todas consecuencias negativas para Argentina.

Con respecto al precio internacional de las commodities que exporta nuestro país, si bien en las últimas semanas, han experimentado bajas en sus precios, aún se mantienen en niveles bastante elevados en términos históricos. No obstante, la fortaleza internacional del dólar y el debilitamiento de la economía mundial (Estados Unidos y China) representan una clara amenaza a tener en cuenta. Históricamente, estas dos variables siempre han influido negativamente sobre el precio de las commodities. En algunos casos, como el del Cobre, esta evidencia ya ha comenzado a ser muy clara ya que su precio ha caído aproximadamente un 28% en el último mes y medio.

Con respecto a las variables a monitorear que dependen del contexto interno, están relacionadas con el **entorno político** y con el **acuerdo con el Fondo Monetario Internacional** (FMI). En el primer caso, la salida del ministro Guzmán, la intensidad en las peleas políticas y las dificultades que tuvo la nueva ministro de Economía para armar su equipo no han ayudado a reducir la probabilidad del escenario de descontrol.

De acá en más, para reducir la probabilidad de este peligroso escenario, además esperar que el contexto externo no se vuelva demasiado adverso, resulta de vital importancia dos factores. Por un lado, que la ministra Batakis presente mayores precisiones sobre cómo va a cumplir sus promesas tanto de mayor mesura en los gastos públicos como del cumplimiento de los compromisos asumidos con el FMI. Por otro lado, es también muy importante que dichas medidas tengan un fuerte apoyo explícito tanto de todo el arco de la coalición gobernante como de los principales partidos de la oposición.

De esta forma, en los meses venideros tanto el escenario externo como las señales que genere las ministra Batakis y el contexto político interno resultarán claves para definir en qué escenario se embarcará la Argentina en el corto plazo.

En Foco 1

Una brecha cambiaria por encima del 100 % requiere dosis cada vez más potentes de ajuste (la enseñanza de octubre 2020)

Jorge Vasconcelos

- Más allá de diferencias y semejanzas con el presente, lo que enseñó la crisis de 2020 es que, cuando se instala la desconfianza, se requiere de instrumentos potentes de política para revertir el deterioro de las expectativas. En aquella oportunidad, al cabo de un tiempo, la brecha cambiaria perforó el umbral del 100% hasta acercarse a 65/70 % hacia el segundo trimestre de 2021, en un recorrido explicado por la caída de las cotizaciones libres del dólar. En el presente, todavía no se aprecian las condiciones para lograr un punto de inflexión en la crisis gatillada el 8 de junio
- Si se pretende bosquejar un escenario de reducción de la brecha cambiaria en meses venideros, un problema es la paridad oficial, que se ubica actualmente un 22,5 % por debajo de octubre 2020. Al mismo tiempo, a diferencia de aquel momento, ahora la presión alcista sobre los dólares libres y la inflación es mayor, por el peso que han adquirido los intereses de las Leliq y por las intervenciones del Central comprando deuda del gobierno en el mercado, que ha involucrado una emisión de pesos estimada en 1,15 millones de millones desde principios de junio. Hasta que no se reconstituya la demanda genuina por bonos del Tesoro en el mercado de capitales local, esos vectores de emisión seguirán muy activos
- El stock de deuda interna en pesos se ha incrementado en nada menos que 40,0 mil millones de dólares (al tipo de cambio oficial) desde octubre de 2020, pasando de 80,1 a 120,1 mil millones. Sin olvidar que el perfil de vencimientos se ha acortado y la demanda de dinero es cada vez más débil.
- En lo que hace al contexto global, la economía mundial este año habrá de crecer la mitad de lo que lo hizo en 2021 (con alertas de recesión cada vez más frecuentes), mientras que la inflación global se está duplicando. Los precios de commodities han iniciado tendencia declinante y varios países de la región, caso de Chile y Brasil, empiezan a luchar por evitar una recesión. Por su parte, la tasa de interés en Estados Unidos era de 0,25 % en 2020 y ahora se encuentra en trayectoria ascendente, hasta posiblemente un 4,5 % anual en 2023
- Al país no le conviene entrar en un escenario de default con el FMI y las autoridades parecen compartir esa visión. Entre capital e intereses, los vencimientos con el Fondo suman 5,1 mil millones de dólares en el transcurso del tercer trimestre, por lo que no puede prescindirse de los desembolsos acordados para el período, del orden de los 4,2 mil millones. Por ende, los desvíos de orden fiscal, monetario y cambiario a lo largo de estos meses no deberían superar ciertos límites

- El gobierno de ningún modo puede enfrentar esta crisis haciendo “más de lo mismo”. Se ha anunciado que el gasto público quedará supeditado a la trayectoria de la recaudación pero, dadas las circunstancias, esta no es un ancla fiscal contundente. De todos modos, datos recientes muestran que, al menos, la nueva conducción económica está efectivamente centralizando el manejo de la caja, pasando depósitos bancarios estatales a cuentas en el Banco Central (sin efecto multiplicador). De ese modo, la emisión de origen fiscal, que en junio alcanzó a 350 mil millones de pesos, desaceleró a 20 mil millones en lo que va de julio
- Asimismo, las tasas de interés se han ajustado al alza (la semana pasada, sólo para los pases a un día), pero sin llegar a cambiar la percepción de una política monetaria que sigue los acontecimientos “corriendo desde atrás”. En este sentido, la referencia de octubre 2020 es contundente, ya que en aquel momento la tasa de pases se incrementó en 13 puntos porcentuales desde el momento previo al inmediato posterior de la crisis
- Las importaciones no energéticas promediaron los 5,8 mil millones de dólares por mes en el primer semestre, con un pico del orden de los 6,5 mil millones en junio, pero el margen disponible para importaciones no energéticas sería del orden de los 4,7 mil millones/mes de aquí a fin de año, bajo el actual esquema cambiario y teniendo en cuenta el resto de las demandas por divisas: energía y combustibles, turismo, ahorro, pagos netos de servicios financieros y reales del sector privado y una mínima cuota para recomposición de reservas
- El gobierno ya anunció que, para liberar divisas a favor de las importaciones no energéticas, buscará sustraer demanda y/o agregar oferta en el segmento cambiario vinculado al turismo, pero hay incógnitas sobre la implementación. Lo cierto es que, con un tipo de cambio oficial de 135 pesos, el equilibrio en el mercado cambiario no podrá ser alcanzado bajo el actual esquema

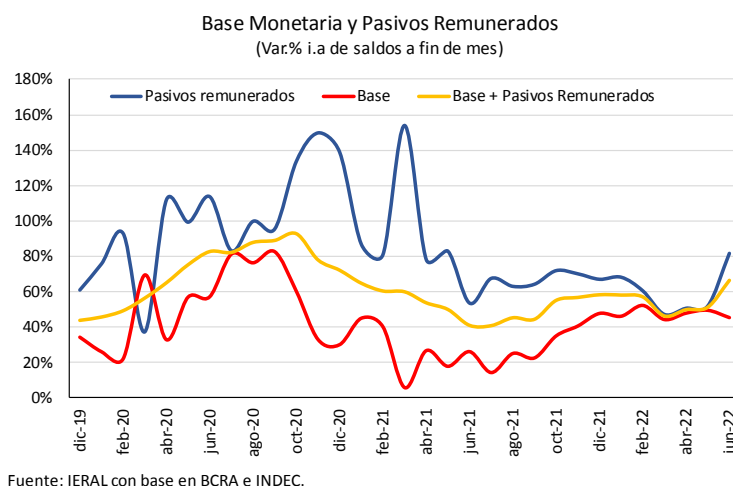
Hacia setiembre/octubre de 2020 la Argentina atravesó una severa crisis cambiaria, con caída de depósitos en moneda extranjera, brecha cambiaria superior al 100 % (considerando alguna de las variantes del dólar libre) y reservas líquidas del BCRA perforando umbrales críticos, entre los indicadores más relevantes. Paradójicamente, aquellas turbulencias se hicieron más intensas apenas anunciado el acuerdo alcanzado con los acreedores privados, aunque es difícil argumentar que ese haya sido el detonante. Fue más bien la acumulación de distintas circunstancias, desde el prolongado cierre de actividades dispuesto frente a la pandemia, hasta el desborde de la emisión monetaria, pasando por anuncios que generaron gran incertidumbre (intento de estatización de Vicentin), siendo además que ante la fuerte demanda de “dólar futuro” por parte de los operadores y la vertical caída de reservas, las primeras medidas que se tomaron (mediados de setiembre) fueron todas en dirección a reprimir la demanda de dólares, sin atacar las

causas del desborde fiscal/monetario, ni tampoco generar incentivos para el incremento de la oferta de divisas por parte de los privados.

Con el correr de las semanas, aquella crisis pudo comenzar a ser contenida con un giro pronunciado (aunque luego se probó que sólo temporal) en la política fiscal y monetaria, fenómeno que fue complementado por el factor “suerte”: entre setiembre de 2020 y junio de 2021 los precios internacionales de los productos agropecuarios que exporta la Argentina subieron nada menos que un 50,7 %.

La preocupación oficial por la crisis de setiembre/octubre de 2020 fue perceptible, al punto que desde el ministerio de economía se comenzó a transmitir la necesidad de un “ancla fiscal” para enfrentarla.

Los datos son contundentes acerca del giro experimentado: la emisión monetaria de origen fiscal, que entre enero y setiembre de 2020 había anotado un ritmo de 186,1 mil millones de pesos por mes, pasó a un andarivel mensual de 64,1 mil millones de pesos para el período que va entre octubre de 2020 y junio de 2021. En términos del PIB, y anualizando los datos apuntados, la emisión monetaria de origen fiscal pasó del equivalente a 8,3 % del PIB antes de la crisis cambiaria de setiembre/octubre de 2020 a 2,0 puntos del PIB en los nueve meses subsiguientes, un ajuste de 6,3 puntos porcentuales. Los agregados monetarios reflejaron este ajuste. Por caso, la Base Monetaria Amplia, que hacia octubre 2020 registraba una variación de nada menos que el 93 % interanual, desaceleró hasta un 41 % interanual a mediados de 2021.



Más allá de diferencias y semejanzas con el presente, lo que enseñó la crisis de 2020 es que, cuando se instala la desconfianza, se requiere de instrumentos potentes de política para revertir el deterioro de los indicadores financieros y de las expectativas. En aquella oportunidad, al cabo de un tiempo, la brecha cambiaria perforó el umbral del 100% hasta acercarse a 65/70 % hacia el segundo trimestre de 2021, en un recorrido explicado por la caída de las cotizaciones libres del dólar.

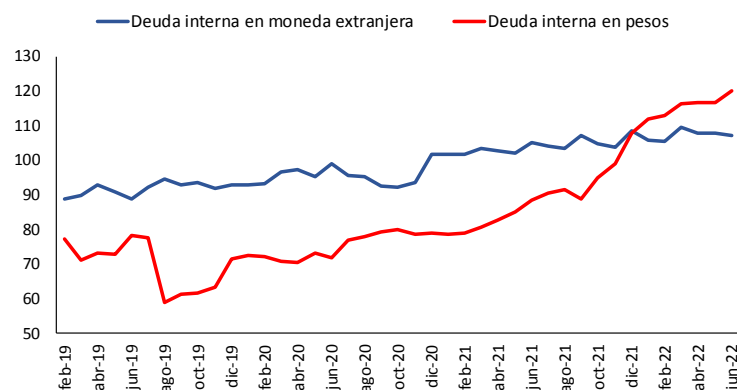
En el presente, todavía no se aprecian las condiciones necesarias para lograr un punto de inflexión en la crisis gatillada el 8 de junio, cuando el Tesoro no logró refinanciar en el mercado vencimientos de deuda interna en pesos, hecho agravado porque se presume que las internas del gobierno y el rol de organismos estatales como tenedores de bonos tuvieron mucho que ver con ese traspié.

Si se pretende bosquejar un escenario de reducción de la brecha cambiaria en meses venideros, parece difícil que este movimiento pueda registrarse sólo por caída de los dólares libres ya que, en términos reales, el tipo de cambio oficial se ubica actualmente un 22,5 % por debajo de octubre 2020. Al mismo tiempo, a diferencia de aquel momento, ahora la presión alcista sobre los dólares libres y la inflación es mayor, por el peso que han adquirido los intereses de las Leliq y por las intervenciones del Central comprando deuda del gobierno en el mercado. Hasta que no se reconstituya la demanda genuina por bonos del Tesoro en el mercado de capitales local, esos vectores de emisión seguirán muy activos.

Que la actual crisis tenga que ser definida como “en desarrollo”, no sólo tiene que ver con una “fotografía” que muestra variables muy alejadas del equilibrio, sino también con una dinámica distinta a la de fin de 2020:

- Las expectativas de inflación se han duplicado, pasando de algo por encima de 40 % a fin de 2020 a un guarismo cercano a 85/90 % en el presente, con un riesgo país que también se ha duplicado, pasando de 1482 puntos a fin de octubre de 2020 a 2773 puntos en el presente

- Respecto de la emisión monetaria, ya no se trata sólo de la originada en el déficit fiscal. Por un lado, los intereses mensuales de los Pasivos Remunerados del BCRA ahora equivalen a 4,6 % del stock de la base monetaria (3,4 % en aquella referencia) y, por otro, se ha abierto un grifo caudaloso y volátil, con la activa participación del Central en la compra de deuda del Tesoro en el mercado secundario, con un estimado de emisión monetaria por ese propósito de 1,15 millones de millones de pesos desde principios de junio.

Evolución de la deuda pública nacional interna
(en miles de millones de dólares)

Fuente: IERAL con base en MECON.

-A su vez, el stock de deuda interna en pesos se ha incrementado en nada menos que 40,0 mil millones de dólares (al tipo de cambio oficial) desde octubre de 2020, pasando de 80,1 a 120,1 mil millones. Sin olvidar que el perfil de vencimientos se ha acortado y la demanda de dinero es cada vez más débil

-En lo que hace al contexto global, la economía mundial este año habrá de crecer la mitad de lo que lo hizo el año pasado (con alertas de recesión cada vez más frecuentes), mientras que la inflación global se está duplicando. Los precios de commodities han iniciado tendencia declinante y varios países de la región, caso de Chile y Brasil, empiezan a luchar por evitar una recesión. Por su parte, la tasa de interés en Estados Unidos era de 0,25 % en 2020 y ahora se encuentra en trayectoria ascendente, hasta posiblemente un 4,5 % anual en 2023

El ajuste de octubre 2020

El ajuste fiscal y monetario aplicado por el gobierno a propósito de las turbulencias de octubre 2020 hizo que la inflación desacelerara temporalmente y que el Banco Central pudiera acumular reservas a buen ritmo. De hecho, desde principios de 2021 hasta mediados de julio, las compras netas de divisas en el mercado cambiario acumularon 7,4 mil millones de dólares, guarismo que compara con los 1,1 mil millones netos que suma igual período de 2022.

La inflación, que había arrancado el 2021 con tendencia ascendente, como derivación rezagada de los desequilibrios acumulados hasta octubre 2020, comenzó a desacelerar a partir de mayo 2021. De hecho, en el primer cuatrimestre del año pasado, el promedio mensual de inflación fue de 4,13 %, para pasar al 2,99 % mensual entre mayo y agosto de 2021.

A su vez, en el punto de partida del giro de políticas de octubre 2020, el sector externo presentaba un cuadro bastante más holgado:

Variables Relevantes (Octubre 2020 vs Julio 2022)

	Oct'20	Jul'22
Riesgo País	1482	2767
Dólar libre, a precios de Julio de 2022	357	311
Dólar Oficial, a precios de Julio 2022	174	135
Brecha Cambiaria	105%	130%
Variación Reservas Brutas últimos 4 meses (En miles de mill. De dólares)	´ -4,2	´ -3,0**
Tn de Soja, FOB Argentina	U\$S 450	U\$S 580

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a BCRA

-En el mercado oficial, el tipo de cambio a precios de julio de 2022 era del orden de los 174 pesos, que comparan con los 135 pesos del presente.

- El precio de la soja en el mercado internacional era más bajo en octubre 2020 que en julio 2022 (450 vs 580 dólares FOB), pero en aquel momento la reapertura de actividades pos-covid marcaba una clara tendencia ascendente para las cotizaciones de las commodities, al punto que a mayo 2021 el precio de la soja (FOB Argentina) alcanzó los 560 dólares.

-La holgura del tipo de cambio real de octubre 2020, junto con aquella dinámica del precio de las commodities, le permitió al gobierno aplicar una especie de “tablita cambiaria”, con varios meses consecutivos en los que la tasa de devaluación se ubicara en torno al 1,0 % mensual, haciendo atractivas las colocaciones en pesos, que más que duplicaban ese rendimiento.

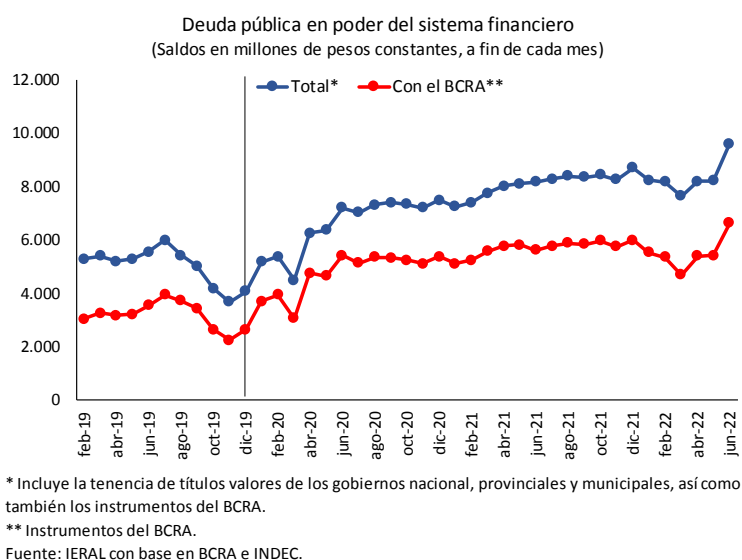
- Fue en ese contexto en el que el gobierno pudo “comprar tiempo”, el Central acumuló reservas mientras las posiciones compradas de los operadores en los mercados de dólar futuro se desarmaban, todo en el marco de un nivel de actividad que recuperaba el bache del largo período de confinamiento.

Las espadas de Damocles de la larga transición

De acuerdo a declaraciones oficiales, la nueva gestión económica ha ratificado la política de continuar con el acuerdo en vigencia con el FMI, procurando cumplir con los compromisos asumidos. Se sabe que hay flexibilidad de parte del organismo de Washington, pero hay una “zona gris” difícil de delimitar, respecto a qué tipo de incumplimientos podrían dar lugar a una interrupción del crédito de facilidades extendidas. Al país no le conviene entrar en un escenario de default con el FMI y las autoridades parecen compartir esa visión. Entre capital e intereses, los vencimientos con el Fondo suman 5,1 mil millones de dólares en el transcurso del tercer trimestre, por lo que no puede prescindirse de los desembolsos

acordados para el período, del orden de los 4,2 mil millones. Por ende, los desvíos de orden fiscal, monetario y cambiario a lo largo de estos meses no deberían superar ciertos límites.

Simultáneamente, la luz amarilla del semáforo difícilmente se apague a lo largo de este segundo semestre, de la mano de los fuertes vencimientos de deuda interna por aproximadamente 4,0 millones de millones de pesos. Entre los bonos en cabeza de organismos oficiales (Anses) y los que ahora ha sumado a sus activos el Banco Central, se estima que un 60 % de esos vencimientos tendrían refinanciación asegurada, pero hay de todos modos en circulación bonos por 1,6 millones de millones de pesos en manos de privados. Al mismo tiempo, se han configurado seguros de recompra en cabeza del BCRA para dotarle liquidez a los títulos que adquieran las entidades bancarias, de modo de reducir el “estrés” financiero. Como contracara, la participación de los instrumentos de deuda pública en el total de los activos del sistema financiero crece sin parar, fenómeno de ningún modo recomendable en una perspectiva de mediano y largo plazo.



Aun con medicina contraindicada, los bonos en pesos han recuperado en las últimas semanas parte de las pérdidas incurridas desde el 8 de junio, lo que puede ayudar al “rollover” de los vencimientos más cercanos. Pero el riesgo no se ha eliminado, y hay que subrayar que los vencimientos en manos de privados de deuda interna del segundo semestre equivalen al 38 % del stock de base monetaria registrado a mediados de julio. La emisión del Banco Central destinada a compras de bonos en el mercado secundario puede estimarse en 1,15 millones de millones de pesos desde principios de junio hasta los últimos datos de julio.

Pasivos Remunerados BCRA sobre Base Monetaria
(A fin de cada mes)



Fuente: IERAL con base en BCRA e INDEC.

Es una incógnita cuantos pesos habrá de demandarle el Tesoro al Banco Central para cubrir parte del déficit fiscal en el transcurso del segundo semestre, pero a esa cifra hay que agregarle la “emisión autónoma” originada en el pago de los intereses de los pasivos remunerados del BCRA (Leliq y pases). Esta última cuenta fue de 860 mil millones de pesos en el primer semestre de 2022, pero no deberíamos sorprendernos si el pago de intereses de Leliq supera 1,5 millón de millones de pesos en el segundo semestre, por el mayor stock de esos pasivos y por la suba de la tasa.

El déficit cuasifiscal proyectado para el segundo semestre equivale al 36 % de la base monetaria de julio, potenciado por la imparable suba del ratio Pasivos Remunerados/Base Monetaria, que ya supera en 25 puntos porcentuales los picos previos a la crisis cambiaria que eclosionó en 2018.

Variables Relevantes (Octubre 2020 vs Julio 2022)

	Oct'20	Jul'22
Pasivos Remunerados BCRA/ Base monetaria	1,12	1,69
Expansión Mensual previa de base monetaria amplia	5,5%	*15,3%
Pesos BMA por cada dólar de reservas brutas	120,9	280,0
Circulante en el poder del público (en % del PIB)	5,0%	3,5%

* Últimos 30 días

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a BCRA

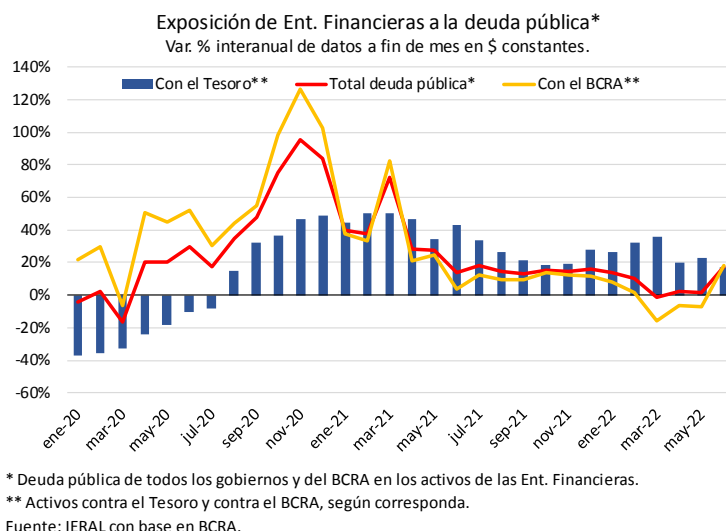
El déficit fiscal que no afloja, el cada vez más oneroso rojo cuasifiscal, junto con las nuevas tareas que asumió el Banco Central, comprando títulos en el mercado secundario para intentar sostener su paridad, es un combo que ha acelerado fuertemente el ritmo de los desequilibrios monetarios. En los últimos 30 días, lo que se denomina la “Base Monetaria Amplia” (Base monetaria más Pasivos Remunerados) se incrementó nada menos que 15,3 % mensual, triplicando el ritmo de variación de los meses previos. Al mismo tiempo, el Banco Central está “vendido” en operaciones de dólar futuro por el equivalente a los 5,0 mil millones de dólares, un compromiso que podría llegar a implicar emisión de pesos adicional si no se llegara a revertir el deterioro macro.

Este último conjunto de variables implica un cambio cualitativo respecto de los desafíos que se enfrentaban a octubre de 2020, y esta es la razón por la que el gobierno de ningún modo puede enfrentar esta crisis haciendo “más de lo mismo”.

Se ha anunciado que el gasto público quedará supeditado a la trayectoria de la recaudación pero, dadas las circunstancias, este mecanismo no alcanza la dimensión de un ancla fiscal contundente. Distinto sería si la política se basara en una pauta de gasto a cumplir (devengado y caja) expresada en pesos corrientes, al menos con un horizonte de tres meses. De todos modos, datos recientes muestran que, al menos, la nueva conducción económica está efectivamente centralizando el manejo de la caja, pasando depósitos bancarios estatales a cuentas en el Banco Central (sin efecto multiplicador). De ese modo, la emisión de origen fiscal, que en junio alcanzó a 350 mil millones de pesos, desaceleró a 20 mil millones en lo que va de julio.

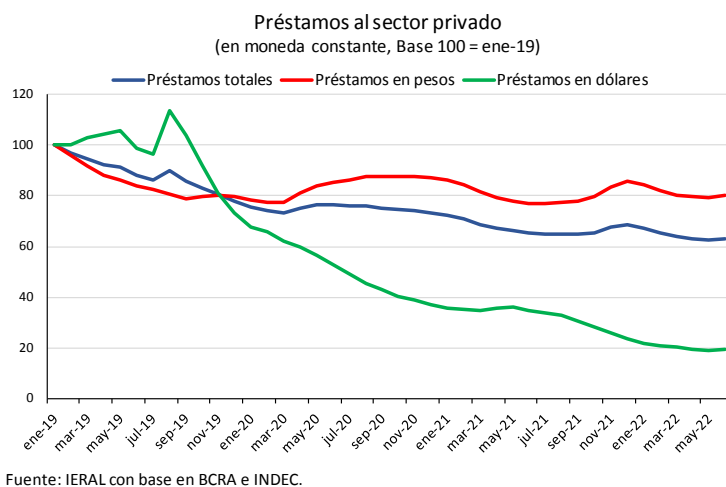
Asimismo, las tasas de interés se han ajustado al alza (la semana pasada, sólo para los pases a un día), pero sin llegar a cambiar la percepción de una política monetaria que sigue los acontecimientos “corriendo desde atrás”. En este sentido, la referencia de octubre 2020 es contundente, ya que en aquel momento la tasa de pases se incrementó en 13 puntos porcentuales desde el momento previo al inmediato posterior de la crisis.

El IPC de julio se preanuncia 1,5 puntos porcentuales por encima de la variación de precios de junio, y la trayectoria de la inflación ya no depende exclusivamente de la emisión de pesos y de la inercia indexatoria, también ha comenzado a tallar la huida de los pesos: si la demanda de dinero se achica, el “impuesto inflacionario” acelera más allá de lo que puede ser explicado por la emisión. Obsérvese que el “Circulante en poder del público” se ha reducido desde el equivalente a 5,0 % del PIB en el cuarto trimestre de 2020 a 3,5 % del PIB en el presente.



Respecto de las futuras licitaciones de deuda pública, lo saludable sería que, progresivamente, pueda prescindirse de las intervenciones del Central, que conllevan emisión, aunque pueda ser esterilizada temporalmente con Leliq. Y tampoco es sustentable empujar a los bancos a tomar cada vez más deuda pública, ya que la calidad de los activos del sistema financiero es el mejor reaseguro para evitar que las crisis escalen. En ese sentido, la trayectoria actual es riesgosa, porque desde agosto de 2020 en adelante, cada mes registra un incremento interanual, a moneda constante, de la exposición de los bancos al gobierno.

Esta dinámica, que apunta a cumplirse por 24 meses en forma consecutiva, tiene como contrapartida la contracción del crédito al sector privado, también como fenómeno tendencial. A la reducción del crédito en argendólares a la mínima expresión, se superpone la caída recurrente del stock de préstamos en pesos al sector privado, que actualmente se ubica 10 % por debajo de la referencia de octubre 2020, medido en moneda constante.



Las alarmas sobre la situación del sector externo se hicieron más intensas esta semana, cuando se conoció que, en pleno boom de los precios de las commodities de exportación, el mes de junio arrojó un déficit de 115 millones de dólares en la balanza comercial,

completando un primer semestre en el que el superávit suma sólo 3,1 mil millones de dólares, que compara con 6,8 mil millones de igual período de 2021.

Las importaciones no energéticas promediaron los 5,8 mil millones de dólares por mes en el primer semestre, con un pico del orden de los 6,5 mil millones en junio, pero el margen disponible para importaciones no energéticas sería del orden de los 4,7 mil millones/mes de aquí a fin de año, bajo el actual esquema cambiario y teniendo en cuenta el resto de las demandas por divisas: energía y combustibles, turismo, ahorro, pagos netos de servicios financieros y reales del sector privado y una mínima cuota para recomposición de reservas.

Margen disponible para importaciones no energéticas en el segundo semestre

(Promedio mensual, en miles de millones de dólares)

	1er Semestre	2do Semestre
Exportaciones	7,4	7,1
Importaciones energéticas	1,1	0,8
Importaciones no energéticas	5,8	4,7
Resto(Reservas,turismo,privados)	0,5	1,6

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a BCRA

Con autorizaciones del “comercio administrado” para importaciones no energéticas en el andarivel de los 4,7 mil millones de dólares/mes para el segundo semestre, el impacto sobre la oferta agregada de la economía y la actividad sería severo, implicando un ajuste de 19,0 % respecto del promedio del primer semestre y de 28,0 % en relación a junio. El gobierno ya anunció que, para liberar divisas a favor de las importaciones no energéticas, buscará sustraer demanda y/o agregar oferta en el segmento cambiario vinculado al turismo, pero hay incógnitas sobre la implementación. Lo cierto es que, con un tipo de cambio oficial de 135 pesos, el equilibrio en el mercado cambiario no podrá ser alcanzado bajo el actual esquema.

En Foco 2

El dato regional de la semana:

Tierra del Fuego y Buenos Aires exhiben las mayores subas en las transferencias recibidas desde Nación en el primer semestre, Neuquén y CABA las más relegadas

Marcelo Capello y Jonás Alvarado

- En el primer semestre del año, destaca el caso de la provincia de Neuquén, por ser la única jurisdicción en la cual el total de transferencias nacionales disminuye en moneda constante (-6,1% real), y CABA que se mantiene sin cambios interanuales. El resto de provincias exhibe un aumento en términos reales, con las mayores subas en Tierra del Fuego (10,2%) y Buenos Aires (9,8%). El consolidado de provincias denotó un crecimiento del orden del 6,7% interanual real en las transferencias totales recibidas (automáticas más discrecionales)
- Con relación a los subprogramas de transferencias corrientes, destaca el caso de “Asistencia Financiera a Provincias” (el cual también tiene su parte en transferencias de capital) con un crecimiento de más del 6.000% real explicado por el cuantioso monto enviado en el primer semestre de 2022 (\$21.981 millones) ante los \$219 millones transferidos en 2021. Dicho subprograma fue destinado en 2022 a 8 provincias (Buenos Aires, La Pampa, Neuquén, Río Negro, San Luis, Santa Cruz, Santa Fe, Santiago del Estero), aunque Buenos Aires recibió el 99% de los envíos del período
- Si se analiza el total de transferencias recibidas por provincias desde Nación entre 1996 y 2022, la participación de Buenos Aires se ubica en 24,4% del total en 2022, el máximo valor desde 2003 (junto a 2021 y si se excluye el año de mayor impacto de la pandemia). La menor participación la exhibió en 2014 (18,5%), y el subperíodo de menores envíos a Buenos Aires va de 2004 a 2015
- Si el análisis se realiza por períodos de gobierno en la provincia de Buenos Aires, y para el total de transferencias recibidas, la máxima participación de dicha provincia desde 1996 se da con los gobernadores Kicillof, Ruckauf y Duhalde II (25%), y la menor con Scioli I y II (19%)

Transferencias a provincias en junio de 2022

En el pasado mes de junio las transferencias fiscales nacionales totales a provincias subieron un 10,6% interanual real (valores constantes), pero con una composición dispar: mientras las automáticas lo hicieron un 14,6%, las discrecionales cayeron un 24,3% en

términos reales. Este último guarismo exhibe seguramente los esfuerzos para cumplir las metas fiscales con el FMI en el primer semestre del año.

Como suele ocurrir, los envíos discrecionales en junio fueron muy heterogéneos: en un extremo se encuentra Tierra del Fuego, con un crecimiento real del orden del 260%, mientras que en Neuquén bajaron un 82%. Salvo en Tierra del Fuego, Santa Fe, La Rioja, Jujuy y Buenos Aires, en el resto de jurisdicciones cayeron las transferencias discrecionales recibidas, en valores reales.

En cuanto al total de transferencias (automáticas y discrecionales), en junio pasado 21 de las 24 jurisdicciones experimentaron un aumento en términos reales, con CABA, Neuquén y Chaco solamente en los números negativos. Las mayores subas se dieron en Santa Fe (19,5%), Tierra del Fuego (19,1%), La Rioja (23,5%), Jujuy (16,1%).

Provincias: Transferencias Automáticas, Discrecionales y Totales

(Mes de junio – Variación interanual real)

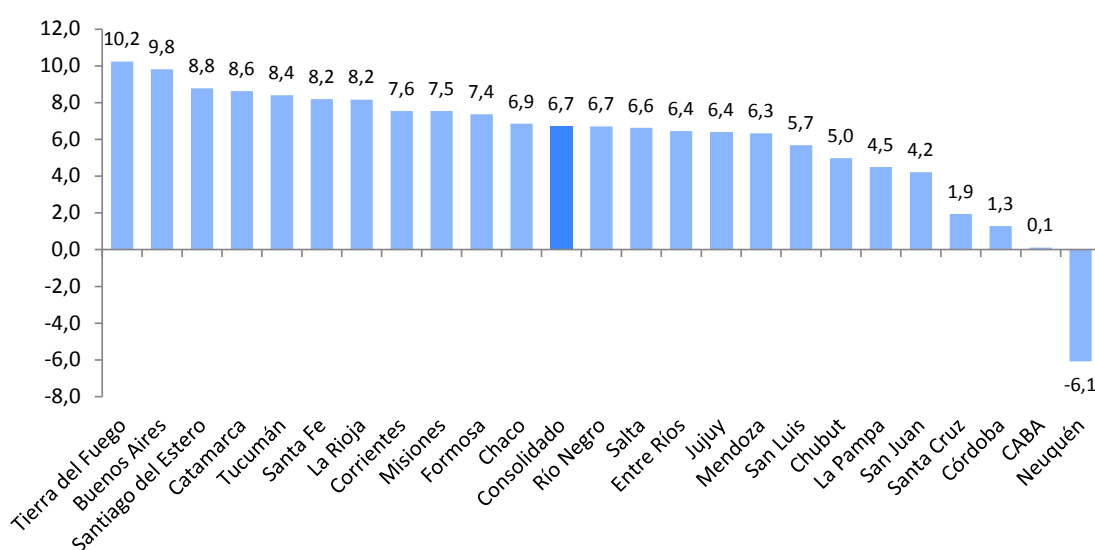
Jurisdicción	Transferencias		
	Automáticas	Discrecionales	Totales
Buenos Aires	13,6	0,1	12,0
CABA	15,8	-57,9	-11,9
Catamarca	15,1	-7,6	14,1
Chaco	14,9	-67,8	-1,8
Chubut	13,2	-12,8	12,4
Córdoba	15,7	-30,3	11,8
Corrientes	14,5	-0,1	13,7
Entre Ríos	15,3	-35,2	9,8
Formosa	14,8	-64,4	8,4
Jujuy	14,5	83,3	16,1
La Pampa	14,6	-51,1	8,8
La Rioja	14,2	64,3	23,5
Mendoza	14,8	-0,6	14,0
Misiones	14,0	-20,8	10,9
Neuquén	13,4	-81,7	-11,1
Río Negro	14,5	-62,8	10,1
Salta	14,1	-69,5	7,1
San Juan	15,1	-33,7	11,9
San Luis	14,8	-27,8	12,3
Santa Cruz	13,2	-68,2	1,1
Santa Fe	15,6	111,6	19,5
Santiago del Estero	14,7	-23,1	12,4
Tierra del Fuego	13,9	259,5	19,1
Tucumán	14,9	-35,3	12,4
Consolidado	14,6	-24,3	10,6

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

Transferencias a provincias en 1° semestre 2022

Al considerar los datos acumulados al primer semestre del año, destaca el caso de la provincia de Neuquén, por ser la única jurisdicción en la cual el total de transferencias nacionales disminuye en moneda constante (-6,1% real), y CABA que se mantiene sin cambios interanuales. El resto de provincias exhibe un aumento en términos reales, con las mayores subas en Tierra del Fuego (10,2%) y Buenos Aires (9,8%). El consolidado de provincias denotó un crecimiento del orden del 6,7% interanual real en las transferencias totales recibidas (automáticas más discrecionales).

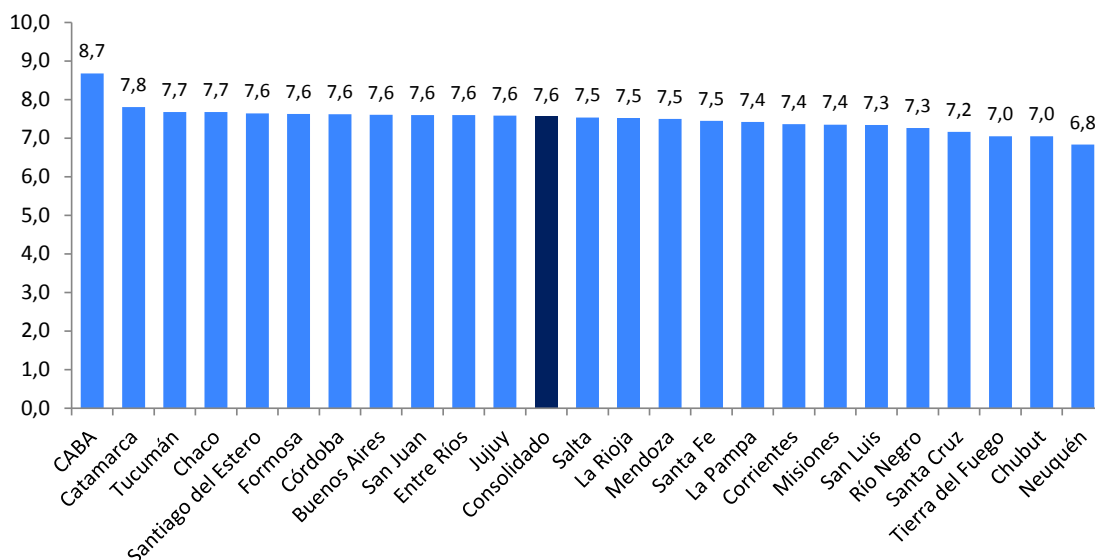
Provincias: Transferencias Totales
(1° Semestre – Variación interanual real)



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

Con relación a las transferencias automáticas, en el primer semestre todas las jurisdicciones muestran un crecimiento real, en un rango que va desde 6,8% (Neuquén) a 8,7% (CABA). La suba anual para el consolidado de provincias fue del orden del 8% real.

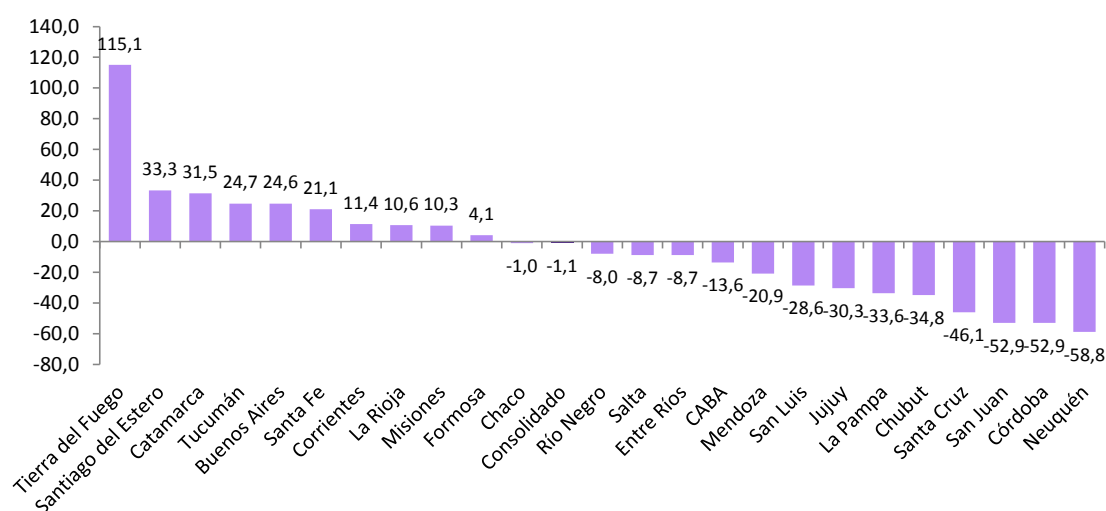
Provincias: Transferencias Automáticas
(1° Semestre – Variación interanual real)



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

Finalmente, los envíos discrecionales mantuvieron su elevada variabilidad entre jurisdicciones. A la cabeza se encuentra Tierra del Fuego, con un crecimiento del 115% real en los fondos recibidos desde Nación, por fuera de la Coparticipación Federal de Impuestos. También se destacan Santiago del Estero (33,3%) y Catamarca (31,5%)

Provincias: Transferencias Discrecionales
(1° Semestre – Variación interanual real)



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

Provincias: Transferencias Automáticas, Discrecionales y Totales
(1° Semestre – Variación interanual real)

Jurisdicción	Transferencias		
	Automáticas	Discrecionales	Totales
Buenos Aires	7,6	24,6	9,8
CABA	8,7	-13,6	0,1
Catamarca	7,8	31,5	8,6
Chaco	7,7	-1,0	6,9
Chubut	7,0	-34,8	5,0
Córdoba	7,6	-52,9	1,3
Corrientes	7,4	11,4	7,6
Entre Ríos	7,6	-8,7	6,4
Formosa	7,6	4,1	7,4
Jujuy	7,6	-30,3	6,4
La Pampa	7,4	-33,6	4,5
La Rioja	7,5	10,6	8,2
Mendoza	7,5	-20,9	6,3
Misiones	7,4	10,3	7,5
Neuquén	6,8	-58,8	-6,1
Río Negro	7,3	-8,0	6,7
Salta	7,5	-8,7	6,6
San Juan	7,6	-52,9	4,2
San Luis	7,3	-28,6	5,7
Santa Cruz	7,2	-46,1	1,9
Santa Fe	7,5	21,1	8,2
Santiago del Estero	7,6	33,3	8,8
Tierra del Fuego	7,0	115,1	10,2
Tucumán	7,7	24,7	8,4
Consolidado	7,6	-1,1	6,7

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

Principales programas de transferencias en primer semestre

Con relación a los subprogramas de transferencias corrientes, destaca el caso de “Asistencia Financiera a Provincias” (el cual también tiene su parte en transferencias de capital) con un crecimiento de más del 6.000% real explicado por el cuantioso monto enviado en el primer semestre de 2022 (\$21.981 millones) ante los \$219 millones transferidos en 2021. Dicho subprograma fue destinado en 2022 a 8 provincias (Buenos Aires, La Pampa, Neuquén, Río Negro, San Luis, Santa Cruz, Santa Fe, Santiago del Estero), aunque Buenos Aires recibió el 99% de los envíos del período.

Transferencias Corrientes: Subprograma de “Asistencia Financiera a Provincias”
(Acumulado al 1° Semestre 2022)

Subprograma	Asistencia Financiera a Provincias	
	En millones de pesos	Participación
Buenos Aires	21.798,3	99,2%
CABA	-	-
Catamarca	-	-
Chaco	-	-
Chubut	-	-
Córdoba	-	-
Corrientes	-	-
Entre Ríos	-	-
Formosa	-	-
Jujuy	-	-
La Pampa	21,4	0,1%
La Rioja	-	-
Mendoza	-	-
Misiones	-	-
Neuquén	5,0	0,0%
Río Negro	2,5	0,0%
Salta	-	-
San Juan	-	-
San Luis	20,2	0,1%
Santa Cruz	24,4	0,1%
Santa Fe	74,9	0,3%
Santiago del Estero	34,0	0,2%
Tierra del Fuego	-	-
Tucumán	-	-
Consolidado	21.980,6	100,0%

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

El Fondo de Fortalecimiento Fiscal de la provincia de Buenos Aires también exhibe un fuerte aumento en 2022 (83% nominal y 17% real). Las Transferencias a Cajas Previsionales provinciales, por su parte, subieron 43% nominal anual en el primer semestre de 2022, pero cayeron 9% en valores constantes.

Finalmente, el subprograma de “Subsidios a la Oferta de Gas Natural”, destinado en 2022 a las provincias de Chubut, Mendoza, Neuquén, Río Negro, Santa Cruz y Tierra del Fuego, exhibe una caída del 64,0% nominal en 2022 (-76,7% real).

Transferencias Discrecionales Corrientes: Principales Subprogramas

(Acumulado al 1° Semestre 2022. En millones de pesos)

Subprograma	Acumulado al 1° Semestre		Variación	
	2021	2022	Nominal	Real
Abordaje Territorial	38	1.109	2827,5%	1894,7%
Asistencia Financiera a Provincias	219	21.981	9947,7%	6171,5%
Fondo de Fortalecimiento Fiscal de la Provincia de Buenos Aires	24.267	44.332	82,7%	17,2%
Políticas para la Gestión del Riesgo Agropecuario	257	3.006	1068,7%	662,2%
Prevención y Control de Enfermedades Crónicas no transmisibles	1.802	3.170	75,9%	9,2%
Reglamentación Ley N° 27.606	12.791	17.876	39,8%	-8,6%
Relaciones con las Provincias y Desarrollo Regional	9.664	16.499	70,7%	10,0%
Subsidios a la Oferta de Gas Natural	5.870	2.112	-64,0%	-76,7%
Transferencias a Cajas Previsionales Provinciales	22.929	32.709	42,7%	-9,3%
Total	77.836	142.793	83,5%	17,6%

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

En cuanto a los subprogramas de transferencias de capital a provincias, 5 de los 7 analizados experimentaron caídas en términos reales en el primer semestre de 2022, destacándose los casos de “Infraestructura y Equipamiento” y “Formulación, Programación, Ejecución y Control de Obras Públicas”, con reducciones del 84,4% y 81,4% real, respectivamente.

Los únicos dos subprogramas que crecieron en términos reales entre 2021 y 2022 fueron “Obras por Convenio con Provincias” y “Recursos Hídricos”, con subas del 19,3% y 8,0%, respectivamente. Debe destacarse que los montos de estos subprogramas fueron transferidos en general a casi todas las jurisdicciones del país.

Transferencias Discrecionales de Capital: Principales Subprogramas

(Acumulado al 1° Semestre 2022. En millones de pesos)

Subprograma	Acumulado al 1° Semestre		Variación	
	2021	2022	Nominal	Real
Asistencia Financiera a Provincias	6.250	10.058	60,9%	-0,1%
Asistencia Técnico - Financiera y Desarrollo de Infraestructura para el Saneamiento	5.557	6.064	9,1%	-29,5%
Formulación, Programación, Ejecución y Control de Obras Públicas	5.971	1.655	-72,3%	-81,4%
Infraestructura y Equipamiento	3.552	938	-73,6%	-84,4%
Obras por Convenio con Provincias	3.731	7.121	90,9%	19,3%
Producción Integral y Acceso al Hábitat	2.992	3.745	25,1%	-22,5%
Recursos Hídricos	3.394	5.846	72,3%	8,0%
Total	31.447	35.428	12,7%	-28,9%

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

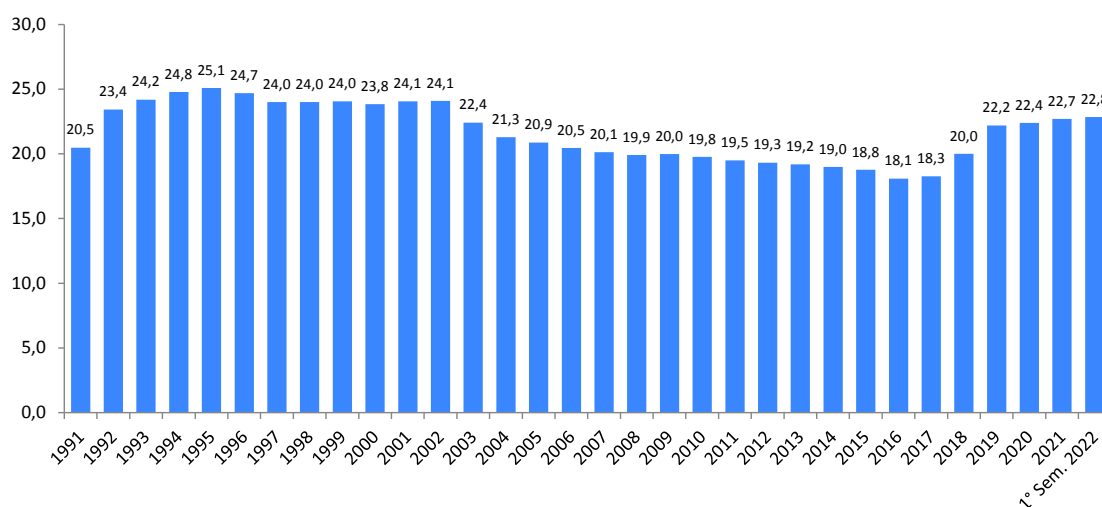
Evolución de la participación de Buenos Aires en las transferencias a provincias

A continuación, se muestra la participación de la provincia de Buenos Aires en las transferencias recibidas por las provincias desde Nación, tanto en las automáticas como en las discrecionales.

Respecto a las automáticas (coparticipación y leyes especiales de reparto), desde 2018 BA viene aumentando su participación en la distribución, desde un mínimo de 18,1% en 2016 a un máximo de 22,8% en 2022. Dicha recuperación ha llevado la participación de BA a niveles similares a los que exhibía en el año 2003.

Se debe recordar que entre 1991 y 1995 la participación de BA subió a causa de la creación del Fondo del Conurbano Bonaerense, alcanzando un máximo de 25,1% en 1995. Tras la imposición de un “techo” a ese Fondo, la participación de BA cae levemente hasta 2002, pero pronunciadamente desde 2003, hasta el mínimo de 18,1% en 2016, antes mencionado.

Buenos Aires: Participación en Transferencias Automáticas
(1991 – 1° Semestre 2022. En porcentaje)

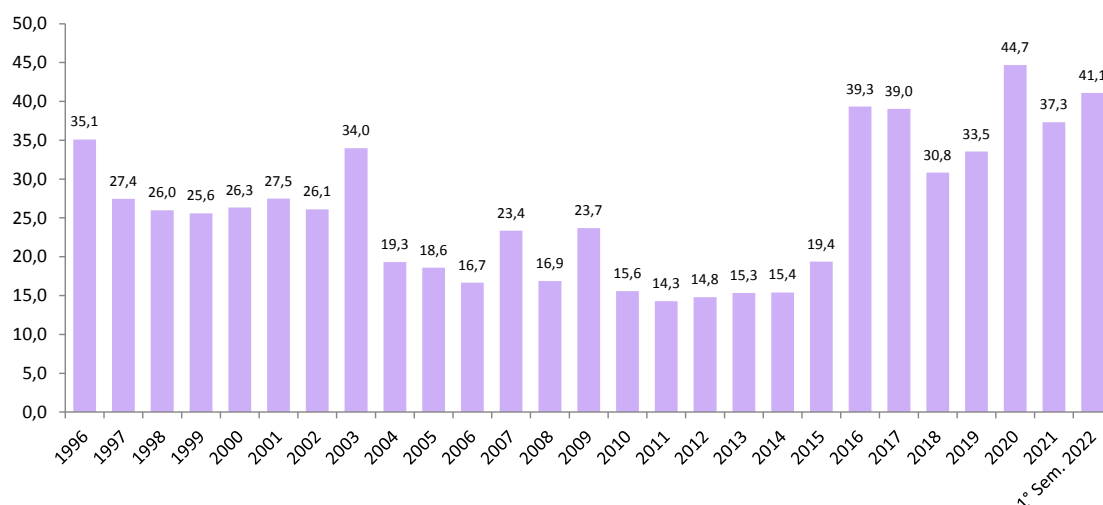


Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a datos de la DNAP y Compendio Fiscal 1993 – 2006.

En cuanto a las transferencias discrecionales, la participación de Buenos Aires ha sido muy variable. Su valor mínimo ocurrió en el año 2011, con un 14,3% del total distribuido, mientras que en 2020 se encuentra su máxima participación (44,7%). Desde el año 2016 aumentan en forma importante las transferencias discrecionales a Buenos Aires, y ello continua en 2022, dado que en el primer semestre dicha provincia recibió un 41% del total, el segundo mejor año desde 1996. Las menores participaciones de BA en la distribución discrecional se dieron entre 2004 y 2015 (gobiernos de Néstor Kirchner y dos gobiernos de Cristina Fernández).

Buenos Aires: Participación en Transferencias Discrecionales

(1996 – 1° Semestre 2022. En porcentaje)

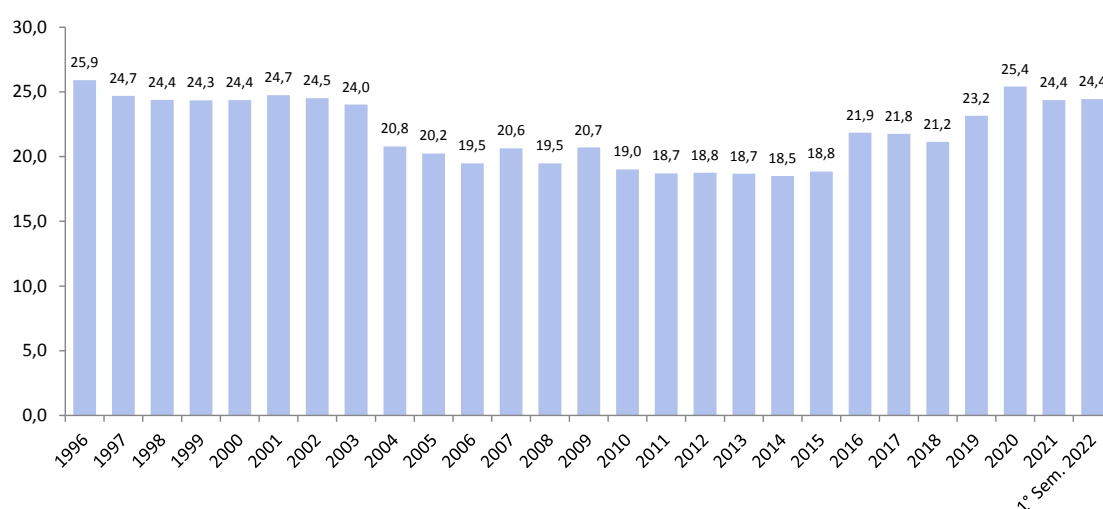


Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a datos de la Presupuesto Abierto.

Si se analiza el total de transferencias recibidas por provincias desde Nación, la participación de Buenos Aires se ubica en 24,4% del total en 2022, el máximo valor (junto a 2021 y si se excluye el año de mayor impacto de la pandemia) desde 2003. La menor participación la exhibió en 2014 (18,5%), y el subperíodo de menores envíos a BA va de 2004 a 2015.

Buenos Aires: Participación en el total de Transferencias

(1996 – 1° Semestre 2022. En porcentaje)

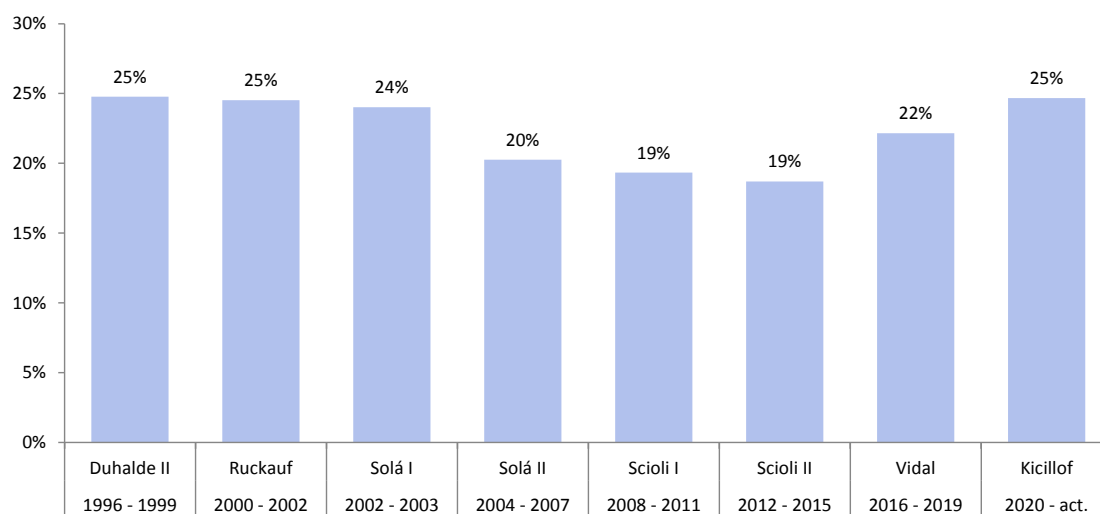


Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a datos de la Presupuesto Abierto.

Si el análisis se realiza por períodos de gobierno en la provincia de Buenos Aires, y para el total de transferencias recibidas, la máxima participación de dicha provincia desde 1996 se da con los gobernadores Kicillof, Ruckauf y Duhalde II (25%), y la menor con Scioli I y II (19%).

Buenos Aires: Participación en Transferencias Totales

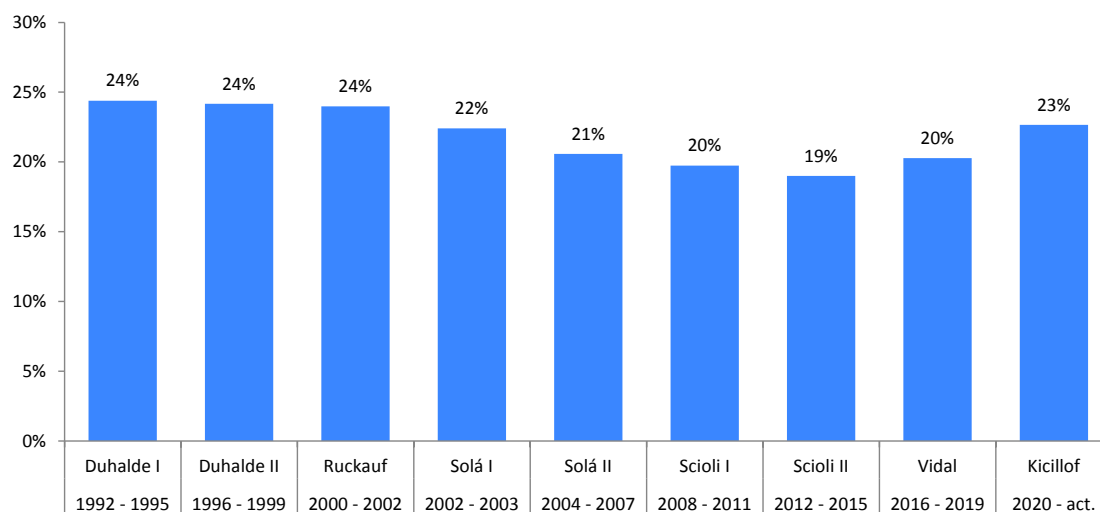
(1996 – 1° Semestre 2022. En porcentaje)



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a datos de la DNAP, Presupuesto Abierto y Compendio Fiscal 1993 – 2006.

Buenos Aires: Participación en Transferencias Automáticas

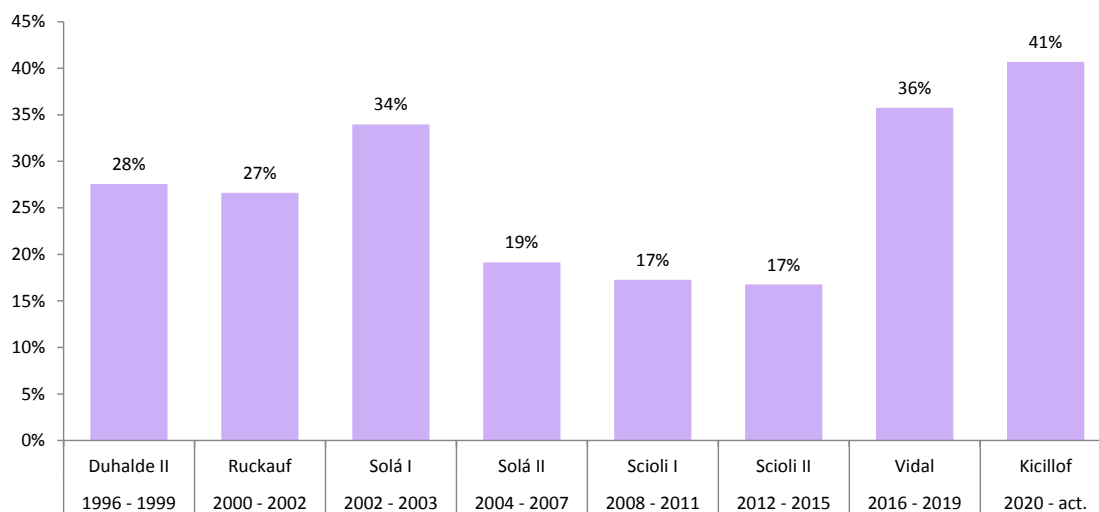
(1992 – 1° Semestre 2022. En porcentaje)



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a datos de la DNAP y Compendio Fiscal 1993 – 2006.

Buenos Aires: Participación en Transferencias Discrecionales

(1996 – 1º Semestre 2022. En porcentaje)



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

Buenos Aires: Principales subprogramas corrientes

(Mes de Junio. En millones de pesos)

Subprograma	Mes de junio		Variación	
	2021	2022	Nominal	Real
Acciones de Formación Docente	-	0,1	-	-
Desarrollo de Seguros Públicos de Salud	127,6	470,9	269,1%	125,1%
Fondo de Fortalecimiento Fiscal de la Provincia de Buenos Aires	5.071,8	9.591,2	89,1%	15,3%
Fondo Nacional de Incentivo Docente	1.382,1	2.908,2	110,4%	28,3%
Fortalecimiento de Acciones Juveniles	-	0,8	-	-
Funcionamiento Hospital de Alta Complejidad del Bicentenario Esteban Echeverría	-	353,7	-	-
Funcionamiento Hospital de Cuenca Alta Nestor Kirchner	171,7	336,6	96,1%	19,6%
Funcionamiento Hospital Dr. Rene Favaloro	85,2	116,9	37,3%	-16,3%
Funcionamiento Hospital El Cruce de Florencio Varela	403,6	873,3	116,4%	32,0%
Gestión y Asignación de Becas a Estudiantes	0,1	-	-	-
Infraestructura y Equipamiento	0,1	-	-	-
Planificación y Desarrollo Territorial	-	1,7	-	-
Política Criminal y Asuntos Penitenciarios	-	14,1	-	-
Prevención y Control de Enfermedades Crónicas no Transmisibles	168,4	340,0	101,9%	23,1%
Promoción Turística	-	1,4	-	-
Promoción y Asistencia a Espacios de Primera Infancia	36,3	0,0	-100,0%	-100,0%
Regulación de la Ablación e Implantes	4,2	27,8	568,1%	307,4%
Relaciones con las Provincias y Desarrollo Regional	1.738,0	-	-	-
Servicio Estadístico	-	21,8	-	-
Transferencias a Cajas Previsionales Provinciales	-	847,3	-	-
Total	9.188,9	15.905,7	73,1%	5,6%

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

Buenos Aires: Principales subprogramas corrientes

(Acumulado al 1° Semestre. En millones de pesos)

Subprograma	Acumulado al 1° Semestre		Variación	
	2021	2022	Nominal	Real
Acciones de Formación Docente	-	55,1	-	-
Acuerdo Nación-Provincias - Ley N° 27.260	1.438,1	1,3	-99,9%	-
Asistencia Financiera a Provincias	-	21.798,3	-	-
Conectar Igualdad	-	20,3	-	-
Deporte Comunitario y Competencias	-	0,1	-	-
Desarrollo de Seguros Públicos de Salud	943,0	2.129,5	125,8%	36,4%
Fondo de Fortalecimiento Fiscal de la Provincia de Buenos Aires	24.266,7	44.331,7	82,7%	17,2%
Fondo Nacional de Incentivo Docente	6.500,0	12.899,1	98,4%	24,5%
Fortalecimiento de Acciones Juveniles	-	0,8	-	-
Funcionamiento Hospital de Alta Complejidad del Bicentenario Esteban Echeverría	258,0	353,7	37,1%	-23,0%
Funcionamiento Hospital de Cuenca Alta Néstor Kirchner	617,3	806,1	30,6%	-21,0%
Funcionamiento Hospital Dr. Rene Favaloro	315,0	293,9	-6,7%	-43,4%
Funcionamiento Hospital El Cruce de Florencio Varela	1.990,0	2.569,9	29,1%	-21,2%
Gestión Educativa y Políticas Socioeducativas	240,6	63,3	-73,7%	-82,4%
Gestión y Asignación de Becas a Estudiantes	0,1	-	-	-
Implementación del Plan Federal Juana Manso	24,0	-	-	-
Información y Evaluación de la Calidad Educativa	0,9	-	-	-
Infraestructura y Equipamiento	0,1	-	-	-
Mejoramiento de la Calidad Educativa	4,8	-	-	-
Planificación y Desarrollo Territorial	-	1,7	-	-
Política Criminal y Asuntos Penitenciarios	-	14,1	-	-
Políticas Alimentarias	5.720,0	7.500,0	31,1%	-14,3%
Políticas para el Aumento de la Producción y Productividad en las Cadenas Agroindustriales en Forma Sostenible	8,0	-	-	-
Políticas para la Gestión del Riesgo Agropecuario	-	1.000,0	-	-
Prevención y Control de Enfermedades Crónicas no Transmisibles	412,1	958,0	132,4%	47,5%
Promoción Turística	-	1,4	-	-
Promoción y Asistencia a Espacios de Primera Infancia	72,6	-	-	-
Regulación de la Ablación e Implantes	15,6	57,1	264,8%	128,9%
Relaciones con las Provincias y Desarrollo Regional	1.965,9	2.673,0	36,0%	-9,0%
Servicio Estadístico	14,6	72,4	395,4%	209,4%
Transferencias a Cajas Previsionales Provinciales	-	5.750,4	-	-
Total	44.807,7	103.351,0	130,7%	47,2%

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

Buenos Aires: Principales subprogramas de capital

(Mes de Junio. En millones de pesos)

Subprograma	Mes de junio		Variación	
	2021	2022	Nominal	Real
Asistencia Técnico - Financiera y Desarrollo de Infraestructura para el Saneamiento	-	40,6	-	-
Coordinación de Políticas de Transporte Fluvial y Marítimo	200,0	-	-	-
Desarrollo del Turismo Nacional	105,9	-	-	-
Funcionamiento Hospital El Cruce de Florencio Varela	7,7	-	-	-
Infraestructura y Equipamiento	2,4	-	-	-
Integración Socio Urbana	119,8	32,1	-73,2%	-83,7%
Obras por Convenio con Provincias	337,2	137,6	-59,2%	-75,1%
Producción Integral y Acceso al Hábitat	337,2	276,3	-18,1%	-50,0%
Total	1.110,3	486,6	-56,2%	-73,3%

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

Buenos Aires: Principales subprogramas de capital
(Acumulado al 1° Semestre. En millones de pesos)

Subprograma	Acumulado al 1° Semestre		Variación	
	2021	2022	Nominal	Real
Asistencia Técnico - Financiera y Desarrollo de Infraestructura para el Saneamiento	98,5	245,7	149,3%	45,0%
Coordinación de Políticas de Transporte Fluvial y Marítimo	200,0	-	-	-
Desarrollo de Infraestructura Penitenciaria	-	637,7	-	-
Desarrollo de Infraestructura Sanitaria	3,8	-	-	-
Desarrollo del Turismo Nacional	165,8	-	-	-
Formulación y Ejecución de Políticas de Movilidad Integral de Transporte	8,6	-	-	-
Formulación, Programación, Ejecución y Control de Obras Públicas	5.000,0	6,8	-99,9%	-99,9%
Fortalecimiento Edificio de Jardines Infantiles	619,4	-	-	-
Funcionamiento Hospital de Cuenca Alta Néstor Kirchner	15,9	-	-	-
Funcionamiento Hospital El Cruce de Florencio Varela	180,0	-	-	-
Infraestructura y Equipamiento	758,8	-	-	-
Integración Socio Urbana	326,7	177,3	-45,7%	-65,6%
Obras por Convenio con Provincias	1.707,6	370,2	-78,3%	-86,5%
Planificación Territorial de la Inversión Pública	162,9	-	-	-
Planificación y Desarrollo Territorial	30,3	71,8	137,3%	53,0%
Producción Integral y Acceso al Hábitat	441,6	712,0	61,2%	1,7%
Regulación de la Ablación e Implantes	0,0	8,8	-	-
Total	9.719,8	2.230,2	-77,1%	-85,0%

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