



IERAL

Fundación
Mediterránea

Informe de Coyuntura del IERAL

Año 31 - Edición Nº 1440 - 25 de Agosto de 2022

Coordinador: Jorge Vasconcelos

Editorial – Gustavo Reyes

La economía; ¿mejor o peor que un mes atrás?

En Foco 1 – Agustín Cavallo

A 16 meses del traspaso presidencial: comparado con 2014, la economía de 2022 ofrece mucho menos margen de maniobra y más dependencia del FMI

En Foco 2 – Marcelo Capello y Jonás Alvarado

El dato regional de la semana:

El nivel de ingresos fiscales y el superávit le quitan argumentos a las provincias para volver a subir impuestos, aún con el recorte de envíos discrecionales de Nación

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

La economía; ¿mejor o peor que un mes atrás?

- A pesar de los vaivenes de los últimos días, en general se ha frenado el deterioro que mostraban buena parte de las variables financieras, pero estos indicadores en ningún caso han regresado al nivel de los meses previos a junio y julio
- Tampoco se logra revertir la dinámica del mercado cambiario, que en el primer semestre mostró una caída superior a los u\$s 3.000 millones de las reservas del BCRA, cuando se excluyen las transacciones con los organismos internacionales
- El tipo de cambio oficial luce atrasado cuando se mide a través del precio del Big Mac, ajustado por las diferencias de productividad entre Argentina y Estados Unidos. La paridad de poder de compra según este indicador debería estar en valores cercanos a los \$ 174 por dólar para el mes de agosto
- Las medidas anunciadas por la nueva conducción económica apuntan a recomponer el programa con el FMI y, lógicamente, a encauzar gradualmente la economía. Sin embargo, subsisten interrogantes. El canje de la deuda descomprimió a corto plazo los vencimientos hacia fin de año, pero el gobierno continúa con limitaciones de acceso al mercado de créditos y los ahorros anunciados tanto del recorte presupuestario como del incremento tarifario resultan acotados dado el déficit de las cuentas públicas
- Seguir frenando importaciones a través de cupos, mientras se aguarda una mayor liquidación de exportaciones y la obtención de préstamos, no focaliza en el verdadero problema subyacente de las escasas reservas del BCRA: un tipo de cambio oficial sobrevaluado y los problemas derivados de la instalación de los CEPOS
- La Argentina logró frenar la caída libre en la que se encontraba la economía hasta hace muy poco y las nuevas medidas han permitido un alivio temporal. Pero este sendero continúa siendo resbaladizo y, dado el deterioro sufrido, la cornisa resulta aún más angosta que la transitada al inicio del segundo trimestre

En Foco 1:**12*****A 16 meses del traspaso presidencial: comparado con 2014, la economía de 2022 ofrece mucho menos margen de maniobra y más dependencia del FMI***

- El gasto total del sector público nacional del primer semestre de 2022, equivalente a 65 mil millones de dólares (tipo de cambio oficial) es muy similar al de igual período de 2014. Pero, en aquella experiencia, para el primer semestre de 2015 (año electoral), hubo un incremento en moneda dura de 25,4 %, hasta los 79 mil millones de dólares en dólares. Si el gobierno intentara replicar una movida semejante de cara a 2023, ¿cómo podría financiarla?
- Hoy los pesos circulan a mayor velocidad, por lo que recurrir a la emisión monetaria tiene cada vez más costos en términos de inflación. Y ya se ha desplazado en forma muy significativa el crédito al sector privado a favor del financiamiento del sector público: mientras en el tercer trimestre de 2014 el stock de préstamos a empresas y familias alcanzaba a 12 % del PIB, en el presente ese guarismo se ha achicado a 7 % del PIB
- La brecha cambiaria, actualmente en el 100%, compara con el 50 % promedio de aquel momento de 2014. Asimismo, las reservas netas del Banco Central alcanzan en el presente para sólo una semana de importaciones, mientras que para igual momento de 2014 ese guarismo era de 16 semanas
- Con una inflación anual que supera el 70 % interanual y apunta al 90 % hacia fin de año y un BCRA prácticamente sin reservas netas, se da la paradoja de una transición de aquí a fin de 2023 altamente dependiente del cumplimiento de las metas con el FMI, para obtener los desembolsos correspondientes

El dato regional de la semana: El nivel de ingresos fiscales y el superávit le quitan argumentos a las provincias para volver a subir impuestos, aún con el recorte de envíos discrecionales de Nación

- Tras conocerse los números fiscales finales de provincias en 2021, se observa que el conjunto de ellas exhibió un superávit primario equivalente a 0,6% del PIB dicho año, frente al déficit de 3,5% observado en Nación (sin ingresos extraordinarios). El superávit primario en provincias resulta similar al del año 2010 (0,5% del PIB), y superior al observado los últimos doce años. El mayor superávit primario ocurrió en Córdoba (13% del gasto) y el menor en Misiones (déficit de 1,7%).
- Dicho excedente fiscal en provincias existe desde 2018, a causa, especialmente, de la eliminación de la detracción del 15% a la coparticipación que se venía efectuando desde inicios de la década del noventa, y por el menor peso del gasto en Personal (43% de los ingresos corrientes en 2021 versus 53% en 2015). Esta última característica debería mantenerse en el tiempo, para afianzar las finanzas provinciales y permitir mayor ahorro corriente que se canalice a la inversión pública.
- Entre enero y julio de 2022 las transferencias corrientes a provincias (envíos que se catalogan como discrecionales) prácticamente no tuvieron cambios, en valor constante, frente a igual período de 2021 (-1%). No obstante, existen grandes diferencias intra período: mientras en enero-mayo subieron 15% anual real, en junio-julio cayeron 30% anual real. Esto es, desde junio pasado se aprecia un ajuste en las transferencias discrecionales a provincias, como se pactó con el FMI. En cambio, el ajuste en las Transferencias de capital ya se venía observando desde enero pasado.
- A pesar que entre 2015 y 2022 existieron 4 años recesivos sobre un total de 7, las transferencias nacionales totales a provincias (automáticas y discrecionales) subieron un acumulado del 13% en ese lapso, en términos reales. La mayor suba se dio en Buenos Aires (47%), mientras que sólo se observaron bajas en Jujuy, Misiones, Chaco, Santiago del Estero, Chubut y Tierra del Fuego. Si se consideran todos los ingresos tributarios (propios y transferidos), la suba entre 2015 y 2021 resulta del 7,5% para el consolidado de provincias, en términos reales.
- Dicha evolución de ingresos provinciales en los últimos siete años, y el superávit primario que exhiben en 2021, resultan argumentos de peso para desmentir la necesidad de subir impuestos en 2022 o 2023 en provincias, como se autoriza en el nuevo Consenso Federal. La variable de ajuste debería ser la contención del gasto provincial, y no una suba en la presión tributaria provincial, que si bien en 2021 resultó 0,4% del PIB inferior a la pre-Consenso Fiscal (2017), aun así, se ubica 0,7 puntos del PIB arriba que una década atrás, y 1,7 puntos del PIB superior a la existente hace dos décadas.

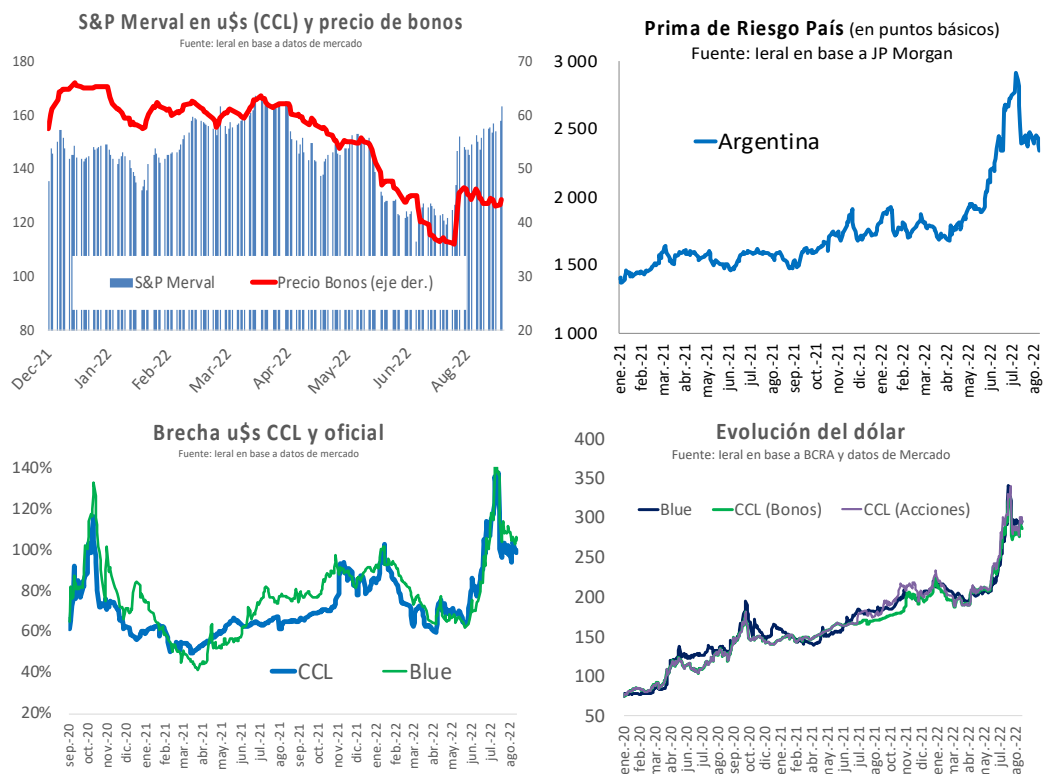
Editorial

La economía; ¿mejor o peor que un mes atrás?

Gustavo Reyes

- A pesar de los vaivenes de los últimos días, en general se ha frenado el deterioro que mostraban buena parte de las variables financieras, pero estos indicadores en ningún caso han regresado al nivel de los meses previos a junio y julio
- Tampoco se logra revertir la dinámica del mercado cambiario, que en el primer semestre mostró una caída superior a los u\$s 3.000 millones de las reservas del BCRA, cuando se excluyen las transacciones con los organismos internacionales
- El tipo de cambio oficial luce atrasado cuando se mide a través del precio del Big Mac, ajustado por las diferencias de productividad entre Argentina y Estados Unidos. La paridad de poder de compra según este indicador debería estar en valores cercanos a los \$ 174 por dólar para el mes de agosto
- Las medidas anunciadas por la nueva conducción económica apuntan a recomponer el programa con el FMI y, lógicamente, a encauzar gradualmente la economía. Sin embargo, subsisten interrogantes. El canje de la deuda descomprimió a corto plazo los vencimientos hacia fin de año, pero el gobierno continúa con limitaciones de acceso al mercado de créditos y los ahorros anunciados tanto del recorte presupuestario como del incremento tarifario resultan acotados dado el déficit de las cuentas públicas
- Seguir frenando importaciones a través de cupos, mientras se aguarda una mayor liquidación de exportaciones y la obtención de préstamos, no focaliza en el verdadero problema subyacente de las escasas reservas del BCRA: un tipo de cambio oficial sobrevaluado y los problemas derivados de la instalación de los CEPOS
- La Argentina logró frenar la caída libre en la que se encontraba la economía hasta hace muy poco y las nuevas medidas han permitido un alivio temporal. Pero este sendero continúa siendo resbaladizo y, dado el deterioro sufrido, la cornisa resulta aún más angosta que la transitada al inicio del segundo trimestre

A casi un mes de la llegada de Sergio Massa a Economía y a pesar de los vaivenes de los últimos días, en general se ha frenado el deterioro que mostraban buena parte de las variables financieras.



No obstante, más allá de esa mejoría, estos indicadores en ningún caso han podido regresar al nivel de los meses previos a junio y julio:

- La prima de riesgo (contrapartida del precio de los bonos) cayó de los 2.913 puntos básicos (pb) (22 de julio) a cerca de los 2.350 pb en el presente, pero a principios de mayo se encontraba en niveles inferiores a los 1.800 pb.
- El índice de precios de las principales acciones argentinas medido en términos del dólar libre (base 100 en abril 2020 – previo arreglo con acreedores privados) mejoró de 121 (20 de julio) a 165 actualmente, pero en abril se encontraba en niveles cercanos a los 170.
- La brecha entre el dólar oficial mayorista y el denominado “Blue”, si bien se redujo de 162% (22 de julio) a 115%, sigue estando muy por encima de los valores de principios del mes de junio (70%).
- El dólar “Blue” continúa registrando niveles de “pánico”: si bien la cotización de esta divisa, a precios de agosto de 2022 (ajustado por la inflación de Argentina y de USA), bajó de \$ 360 (máximo nivel alcanzado en julio) a valores cercanos a los \$ 300, aún está por encima del promedio de junio de este año (\$ 246) como también del pico alcanzado en 2002 después del estallido de la convertibilidad (\$ 286).

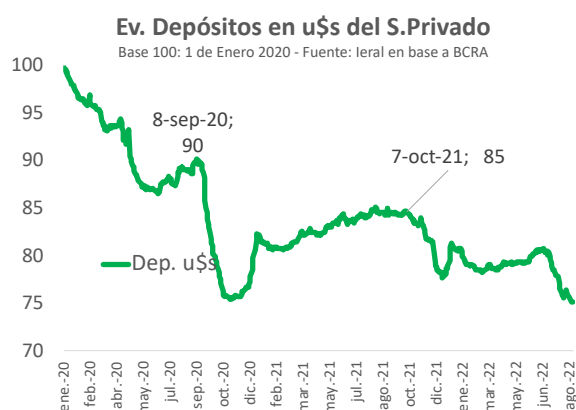
En poder adquisitivo de hoy			
¿Cuánto valía el dólar en:? (ajustado por IPC Arg&USA)			
	Oficial	Libre	Brecha
1976 (Feb)	218	793	263%
1981 (M. Hoz)	222	223	0%
1982 (Julio)	457	540	18%
1985 (Junio)	305	330	8%
1989 (Mayo)	759	1 029	36%
2001 (Diciembre)	94	95	1%
2002 (Junio)	280	286	2%
oct-20	184	377	105%
dic-21	157	348	121%
22 Jul. 2022	144	360	149%
24 Ag. 2022	144	295	104%
Prom. 1970-2022	171	185	8%

Fuente: IERAL Mendoza

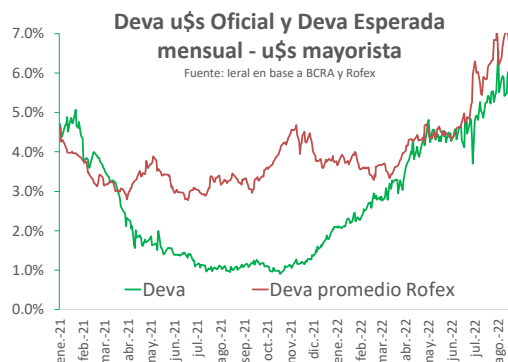
No todos los indicadores financieros han mejorado

Más allá de las mejoras analizadas en el punto anterior, la dinámica preocupante en otras variables aún no se ha detenido:

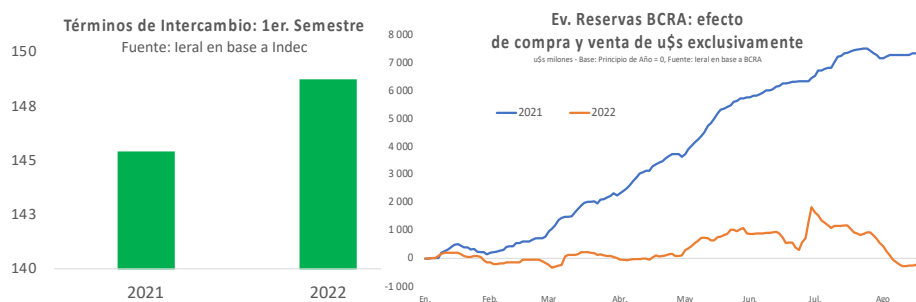
- La evolución de los depósitos en moneda extranjera en los bancos privados continúa mostrando señales de desconfianza.



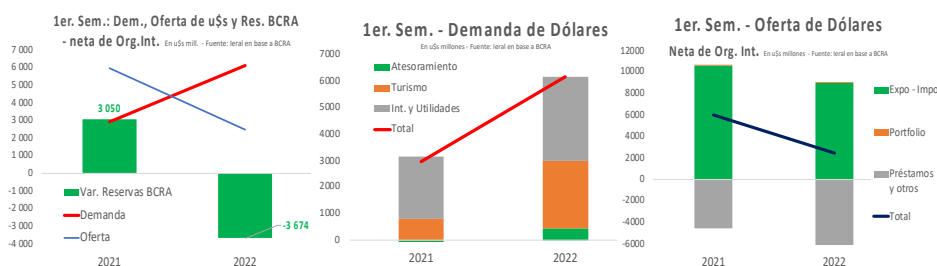
- A pesar del mayor ritmo de avance en el dólar oficial, las expectativas de devaluación implícitas en el mercado a futuro marcan una trayectoria más empinada que la extrapolación del ritmo actual de devaluación.



- Si bien los términos de intercambio (precio relativo entre exportaciones e importaciones) en 2022 han resultado muy positivos comparados con el 2021 (y con la propia historia), el Banco Central (BCRA) continúa con un ritmo muy bajo de acumulación de reservas (neta de las transacciones con Organismos Internacionales - OI).

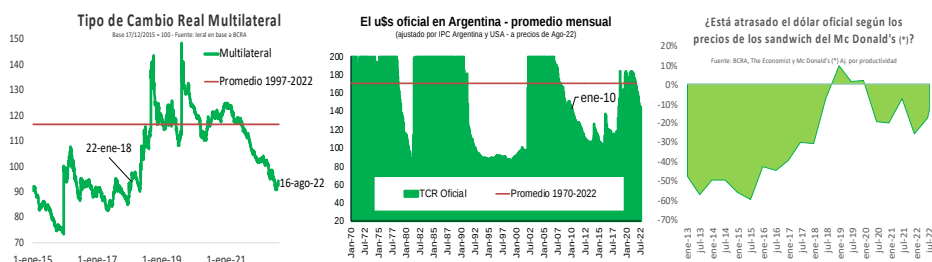


Teniendo en cuenta que a la fecha de la presente editorial solamente se cuenta con información completa del mercado cambiario al primer semestre el 2022, se observa que, cuando no se contabilizan las transacciones con los OI, las reservas del BCRA presentan una caída superior a los u\$s 3.000 millones en dicho período. Como puede observarse en los siguientes gráficos, la dinámica de las reservas es producto tanto de una menor oferta de divisas (menor balanza comercial y cancelación de obligaciones financieras) como de una mayor demanda en el mercado oficial de cambios (aumento del atesoramiento y del turismo).



Las mayores expectativas de devaluación del tipo de cambio oficial y los magros resultados en la acumulación de reservas por parte del BCRA están relacionados a diversos factores

pero comparten dos denominadores comunes muy relacionados entre sí: la enorme brecha cambiaria y la caída del tipo de cambio real (producto de una tasa de inflación superior a la tasa de devaluación que lleva el BCRA). De acuerdo al tipo de cambio de paridad poder de compra que lleva "The Economist" con los precios de "McDonald's" en gran parte de los países del mundo¹, el tipo de cambio oficial estaría retrasado cuando se ajustan los precios de dichos sándwiches por la productividad relativa entre Argentina y Estados Unidos. De esta forma, el tipo de cambio de paridad de poder de compra según esta medición debería estar en valores cercanos a los \$ 174 por dólar en el mes de agosto.

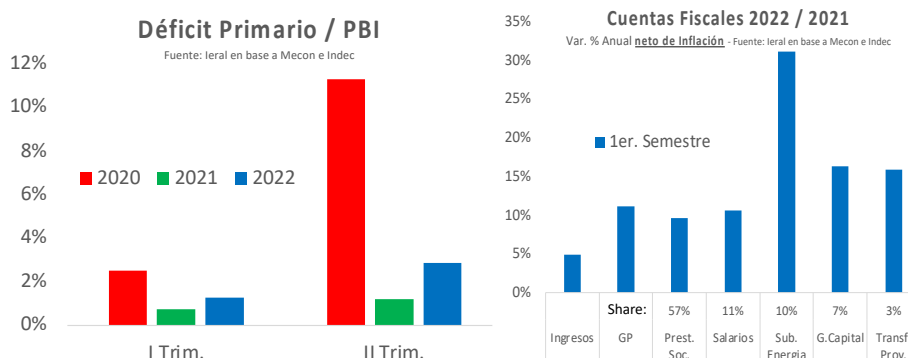


¿Qué pasó antes de la llegada de Massa a economía?

El objetivo del acuerdo firmado con el FMI en el primer trimestre del 2022 era comenzar a estabilizar la economía. Las principales medidas apuntaban a reducir gradualmente los desequilibrios fiscales y monetarios y, por otro lado, a recomponer las reservas internacionales del BCRA para que la entidad monetaria tenga una posición más sólida en la defensa de la moneda nacional.

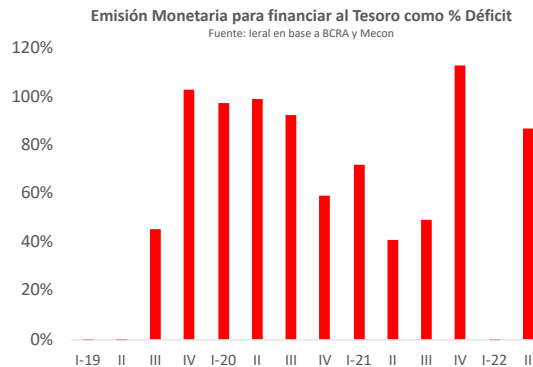
El programa comenzó a desdibujarse con la dinámica del segundo trimestre del 2022:

- Las cuentas fiscales empeoraron, no exclusivamente, pero sí en gran medida por la evolución de los subsidios energéticos.



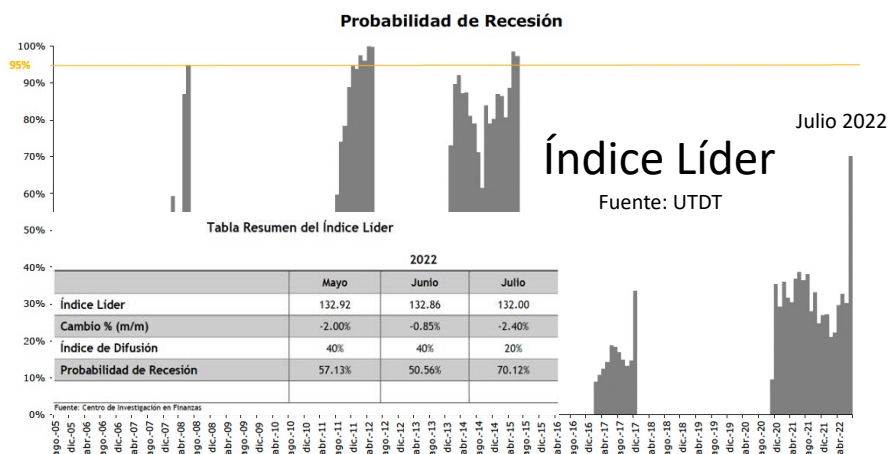
¹ <https://www.economist.com/big-mac-index>

- El mayor déficit fiscal sumado al menor financiamiento disponible en el mercado (fruto de las tensiones políticas y la incertidumbre de la economía) se tradujeron en un importante aumento en la expansión monetaria para financiar al Tesoro.



La incertidumbre política potenció el excedente de pesos (menor demanda de dinero doméstico) que, junto con la mayor emisión monetaria, alimentaron la inflación y la demanda de dólares (libres y oficiales). Todo esto terminó acelerando el ritmo de crecimiento de los precios, las cotizaciones de los distintos dólares libres y afectando negativamente el equilibrio del mercado cambiario oficial y por lo tanto, las reservas del BCRA (netas de las transacciones con OI).

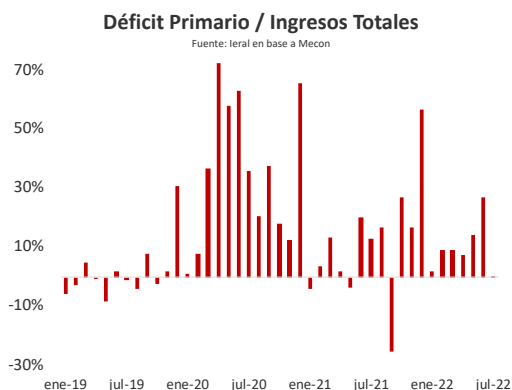
Este clima no resultó ajeno a las expectativas sobre la actividad económica y por este motivo, los últimos resultados del indicador Líder de actividad económica que elabora la Universidad di Tella muestra que la economía podría entrar en los próximos meses en recesión con una probabilidad del 70%.



¿Qué hizo el gobierno en los últimos dos meses?

Entre las diferentes medidas y acciones realizadas, se pueden destacar las siguientes como las más relevantes:

- a) El Ministro de Economía, en su primer conferencia de prensa, anunció que espera para los próximos meses:
 - recomponer parte de las reservas (BCRA) a través de una mayor liquidación de exportaciones y mediante la gestión de nuevos créditos internacionales a la entidad monetaria.
 - congelar los Adelantos al Tesoro del BCRA hasta fin de año (emisión monetaria para financiar al gobierno).
- b) A través de un canje de la deuda en pesos, el Ministerio de Economía redujo los vencimientos de la deuda en pesos entre agosto y diciembre del 2022 en casi un 50%.
- c) El BCRA aumentó la tasa de interés de la política monetaria (Leliq) desde fines de julio en dos oportunidades: desde 66.51% (Tasa Efectiva Anual) al 79.79% (28 de julio) y luego al 96.82% (11 de agosto).
- d) En el mes de julio, el Gobierno a través de un mayor control en las erogaciones, generó caídas anuales (netas de inflación) del 35.6% en el rubro Bienes y Servicios, de 32.6% y 21.5% en Transferencias a Provincias y al Sector Privado respectivamente y de un 8.3% en los giros a las Universidades. Este ahorro de gastos permitió que el déficit primario en dicho mes fuese casi nulo respecto del total de ingresos.



Adicionalmente a este resultado, esta semana el Ministerio de Economía a través de la decisión administrativa 826/22 redujo los créditos presupuestarios en diversas áreas (Desarrollo Productivo, la secretaría de Industria, el Ministerio de Transporte, Vivienda, el de Educación, de Salud, etc.).

- e) Por otro lado, en agosto se implementó el demorado aumento en las tarifas energéticas con el objeto de reducir el gasto en estos subsidios tanto en 2022 (0.06% del PBI) como en 2023 (0.4% del PBI).
- f) Mayor cepo a las importaciones: dada la escasez de divisas en el BCRA, las autoridades económicas siguen aumentando las posiciones arancelarias con licencias no automáticas.

Si bien todas las medidas anunciadas se dirigen a recomponer el programa con el FMI y, lógicamente, a encauzar gradualmente la economía, subsisten interrogantes en cuanto a su eficacia para lograr esos objetivos.

El canje de la deuda descomprimió a corto plazo los vencimientos hacia fin de año, pero los desafíos siguen siendo importantes ya que, por un lado, el gobierno continúa con limitaciones de acceso al mercado de créditos y, por otro, los ahorros anunciados tanto del recorte presupuestario como del incremento tarifario aún resultan acotados dado el déficit de las cuentas públicas (más de 3 puntos del PBI en el déficit primario y más de 5 puntos en el déficit total). Esto significa que resultará muy difícil cumplir la promesa de congelar la emisión de origen fiscal por parte del Banco Central.

Por otro lado, seguir frenando importaciones a través de cupos, mientras se aguarda una mayor liquidación de exportaciones y la obtención de préstamos, no focalizan en el verdadero problema subyacente de las escasas reservas del BCRA: un tipo de cambio oficial sobrevaluado y los problemas derivados de la instalación de los CEPOS.

¿Cómo sigue?

Así, la Argentina logró frenar la caída libre en la que se encontraba la economía hasta hace muy poco y las nuevas medidas han permitido un alivio temporal. Pero este sendero continúa siendo resbaladizo (altas tasas de inflación) y, dado el deterioro sufrido, la cornisa resulta aún más angosta que la transitada al inicio del segundo trimestre, de acuerdo a los parámetros ("priceado") marcados por las principales variables financieras.

En Foco 1

A 16 meses del traspaso presidencial: comparado con 2014, la economía de 2022 ofrece mucho menos margen de maniobra y más dependencia del FMI

Agustín Cavallo

- El gasto total del sector público nacional del primer semestre de 2022, equivalente a 65 mil millones de dólares (tipo de cambio oficial) es muy similar al de igual período de 2014. Pero, en aquella experiencia, para el primer semestre de 2015 (año electoral), hubo un incremento en moneda dura de 25,4 %, hasta los 79 mil millones de dólares en dólares. Si el gobierno intentara replicar una movida semejante de cara a 2023, ¿cómo podría financiarla?
- Hoy los pesos circulan a mayor velocidad, por lo que recurrir a la emisión monetaria tiene cada vez más costos en términos de inflación. Y ya se ha desplazado en forma muy significativa el crédito al sector privado a favor del financiamiento del sector público: mientras en el tercer trimestre de 2014 el stock de préstamos a empresas y familias alcanzaba a 12 % del PIB, en el presente ese guarismo se ha achicado a 7 % del PIB
- La brecha cambiaria, actualmente en el 100%, compara con el 50 % promedio de aquel momento de 2014. Asimismo, las reservas netas del Banco Central alcanzan en el presente para sólo una semana de importaciones, mientras que para igual momento de 2014 ese guarismo era de 16 semanas
- Con una inflación anual que supera el 70 % interanual y apunta al 90 % hacia fin de año y un BCRA prácticamente sin reservas netas, se da la paradoja de una transición de aquí a fin de 2023 altamente dependiente del cumplimiento de las metas con el FMI, para obtener los desembolsos correspondientes

A 16 meses del traspaso presidencial, la situación actual ofrece un margen de maniobra mucho más estrecho respecto del que disponía el segundo mandato de Cristina Kirchner para su último año y medio de gobierno.

Si comparamos los datos fiscales, se tiene que el gasto total del sector público nacional del primer semestre de 2022, equivalente a 65 mil millones de dólares (tipo de cambio oficial) es muy similar al de igual período de 2014. Pero, en aquella experiencia, para el primer semestre de 2015 (año electoral), hubo un incremento en moneda dura de 25,4 %, hasta los 79 mil millones de dólares en dólares. Si el gobierno intentara replicar una movida semejante de cara a 2023, estaría poniendo en jaque el déficit fiscal del 1,9 % del PBI acordado con el FMI para el próximo año. Y, un apartamiento de las metas pondría en riesgo los nuevos desembolsos del Fondo y el roll – over de los vencimientos. Con un gasto

público total (medido en dólares) en el primer semestre del 2022 que supera en un 27 % el nivel del primer semestre del 2019, ¿cómo haría el gobierno para financiar subas adicionales en el año electoral?

Cuentas fiscales del Gobierno Nacional durante el primer semestre de cada año				
	2014	2015	2019	2022
<i>En miles de millones de dolares</i>				
Ingresos Totales	53	62	42	53
Gasto Total	63	79	51	65
Gasto Primario	58	72	41	60
Subsidios económicos	12	11	3	8

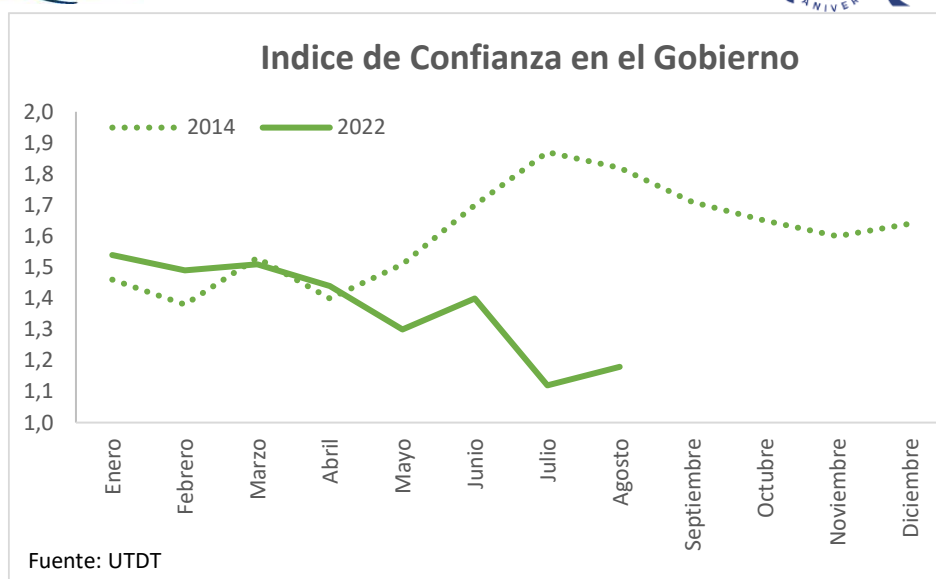
Fuente: IERAL, en base a MECOM

Los depósitos totales actuales como % del PBI no difieren demasiado respecto a 2014, pero el circulante y el M2 sector privado se encuentran dos puntos porcentuales inferiores a los de ese entonces. Estos dos puntos porcentuales reflejan la mayor velocidad con la que hoy circulan los pesos, por lo que recurrir a la emisión monetaria para financiar el déficit tiene cada vez más costos en términos de inflación. Y ya se ha desplazado en forma muy significativa el crédito al sector privado a favor del financiamiento del sector público: mientras en el tercer trimestre de 2014 el stock de préstamos a empresas y familias alcanzaba a 12 % del PIB, en el presente ese guarismo se ha achicado a 7 % del PIB, mientras que los Pasivos Remunerados del Banco Central han hecho el recorrido inverso, de 6 % a 9 % del PIB.

	Tercer trimestre 2014	Tercer trimestre 2022
<i>Como % del PIB</i>		
Depositos totales en Pesos	17%	16%
Prestamos al Sector Privado	12%	7%
Pasivos Remunerados	6%	9%
Circulante en poder del publico	6%	4%
M2 Sector Privado	12%	10%

Fuente: IERAL, en base a BCRA

El índice de confianza en el gobierno elaborado por la UTDT muestra para 2022 un estado de la opinión pública mucho menos predispuesta a creer en la gestión oficial que en 2014, fenómeno que seguramente es uno de los factores explicativos de la mayor velocidad de circulación del dinero en el presente.



El estimador mensual de actividad económica publicado por el INDEC refleja que el nivel actual de actividad económica es similar al del 2014. Las exportaciones en el presente superan a las de entonces en 1,3 mil millones promedio mensual, pero esto es puro "efecto precio", mientras que el saldo de la balanza comercial es ahora la mitad del registrado en el segundo trimestre de 2014.

	Segundo trimestre 2014	Segundo trimestre 2022
<i>Promedio del trimestre</i>		
Indice Emae	157	158

Fuente: IERAL, en base a INDEC

	Segundo trimestre 2014	Segundo trimestre 2022
<i>Promedio del trimestre en miles de millones de dólares</i>		
Importaciones	5,7	7,8
Exportaciones	7,0	8,3
Saldo Balanza Comercial	1,2	0,6
Cuenta corriente del BCRA	-0,4	0,4

Fuente: IERAL, en base a BCRA

Siguiendo con los indicadores del frente externo, se tiene que la brecha cambiaria, actualmente en el 100 %, compara con el 50 % promedio de aquel momento de 2014. Asimismo, las reservas netas del Banco Central alcanzan en el presente para sólo una semana de importaciones, mientras que para igual momento de 2014 ese guarismo era de 16 semanas. A su vez, el ratio de la Base Monetaria Amplia sobre las reservas brutas del Central muestra actualmente una relación de 307 pesos por cada dólar de las reservas, una correlación muy ajustada con el precio del dólar CCL, mientras que en aquel momento de 2014 la cotización del dólar libre era equivalente a la mitad de ese ratio "de convertibilidad" que expresa el cociente entre la Base Monetaria Amplia y las Reservas Brutas.

	Tercer trimestre 2014	Tercer trimestre 2022
Reservas netas en miles de millones de dólares	18,8	1,5
Reservas netas en semanas de importaciones	16	1
Variación Reservas brutas últimos 12 meses en miles de millones de dólares	-8,2	-5,0
Stock Reservas brutas en miles de millones de dólares	28,9	37,0
Base Monetaria Amplia en miles de millones de pesos	646	11380
Base Monetaria Amplia/Reservas Brutas	\$ 22	\$ 307
Dólar Libre	\$ 13	\$ 300
Brecha cambiaria	50%	100%

Fuente: IERAL, en base a BCRA

Con una inflación anual que supera el 70 % interanual y apunta al 90 % hacia fin de año, un BCRA prácticamente sin reservas netas y una brecha cambiaria del 100 %, se da la paradoja de una transición de aquí a fin de 2023 altamente dependiente del cumplimiento de las metas con el FMI, para obtener los desembolsos correspondientes.

En Foco 2

El dato regional de la semana:

El nivel de ingresos fiscales y el superávit le quitan argumentos a las provincias para volver a subir impuestos, aún con el recorte de envíos discrecionales de Nación

Marcelo Capello y Jonás Alvarado

- Tras conocerse los números fiscales finales de provincias en 2021, se observa que el conjunto de ellas exhibió un superávit primario equivalente a 0,6% del PIB dicho año, frente al déficit de 3,5% observado en Nación (sin ingresos extraordinarios). El superávit primario en provincias resulta similar al del año 2010 (0,5% del PIB), y superior al observado los últimos doce años. El mayor superávit primario ocurrió en Córdoba (13% del gasto) y el menor en Misiones (déficit de 1,7%).
- Dicho excedente fiscal en provincias existe desde 2018, a causa, especialmente, de la eliminación de la detracción del 15% a la coparticipación que se venía efectuando desde inicios de la década del noventa, y por el menor peso del gasto en Personal (43% de los ingresos corrientes en 2021 versus 53% en 2015). Esta última característica debería mantenerse en el tiempo, para afianzar las finanzas provinciales y permitir mayor ahorro corriente que se canalice a la inversión pública.
- Entre enero y julio de 2022 las transferencias corrientes a provincias (envíos que se catalogan como discrecionales) prácticamente no tuvieron cambios, en valor constante, frente a igual período de 2021 (-1%). No obstante, existen grandes diferencias intra período: mientras en enero-mayo subieron 15% anual real, en junio-julio cayeron 30% anual real. Esto es, desde junio pasado se aprecia un ajuste en las transferencias discrecionales a provincias, como se pactó con el FMI. En cambio, el ajuste en las Transferencias de capital ya se venía observando desde enero pasado.
- A pesar que entre 2015 y 2022 existieron 4 años recesivos sobre un total de 7, las transferencias nacionales totales a provincias (automáticas y discrecionales) subieron un acumulado del 13% en ese lapso, en términos reales. La mayor suba se dio en Buenos Aires (47%), mientras que sólo se observaron bajas en Jujuy, Misiones, Chaco, Santiago del Estero, Chubut y Tierra del Fuego. Si se consideran todos los ingresos tributarios (propios y transferidos), la suba entre 2015 y 2021 resulta del 7,5% para el consolidado de provincias, en términos reales.
- Dicha evolución de ingresos provinciales en los últimos siete años, y el superávit primario que exhiben en 2021, resultan argumentos de peso para desmentir la necesidad de subir impuestos en 2022 o 2023 en provincias, como se autoriza en el nuevo Consenso Federal. La variable de ajuste debería ser la contención del gasto provincial, y no una suba en la presión tributaria provincial, que si bien en 2021 resultó

0,4% del PIB inferior a la pre-Consenso Fiscal (2017), aun así, se ubica 0,7 puntos del PIB arriba que una década atrás, y 1,7 puntos del PIB superior a la existente hace dos décadas.

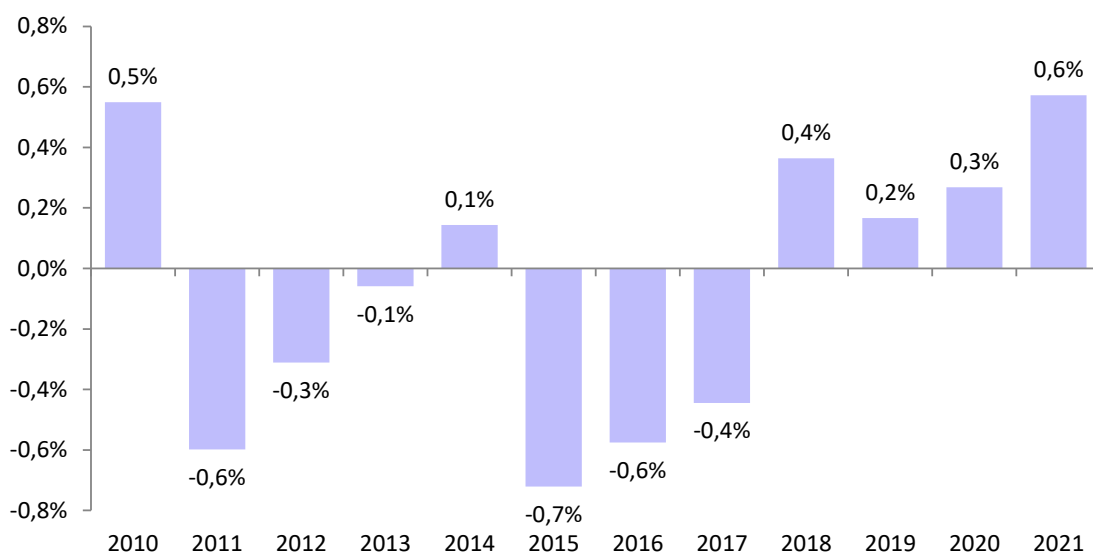
El cierre fiscal 2021 en los gobiernos provinciales

Se conocieron los datos oficiales del cierre fiscal de los gobiernos provinciales en el año 2021, que confirman una situación fiscal más desahogada en dicho nivel de gobierno que en el sector público nacional, por cuanto las primeras anotaron un superávit primario equivalente a 0,6% del PIB el año pasado, cuando en Nación resultó un déficit de 3,5% (sin considerar recursos extraordinarios).

Así, el conjunto de provincias obtuvo un superávit primario similar al de 2010 (0,5% del PIB), superior al observado los últimos doce años. El excedente fiscal existe desde 2018, a causa, especialmente, de la eliminación de la detracción del 15% a la coparticipación que se venía efectuando desde inicios de la década del noventa.

Provincias: Resultado Primario en período 2010 - 2021

(En porcentaje del PIB)

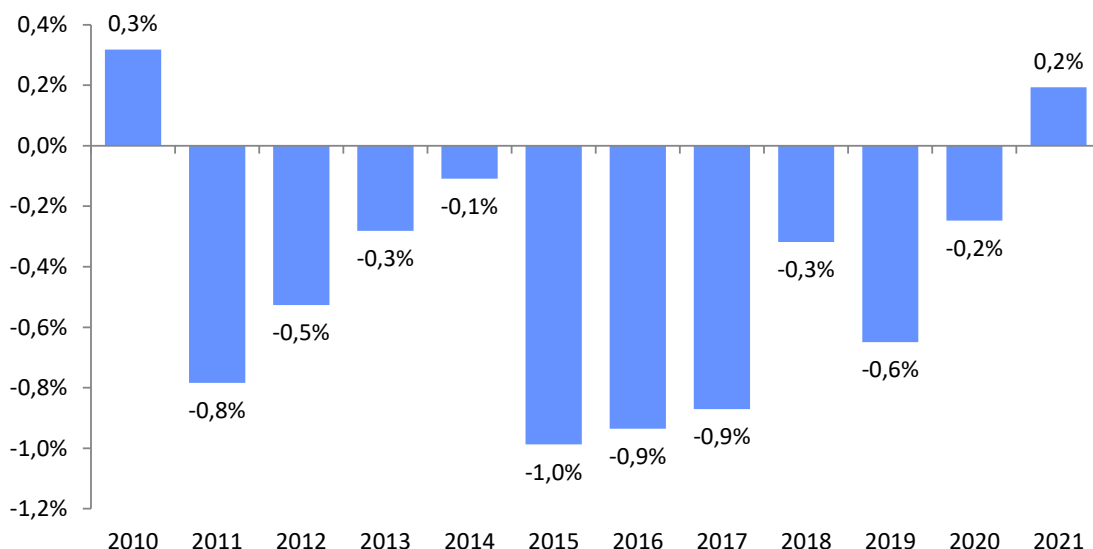


Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a datos de la DNAP.

En 2021 las provincias también mostraron superávit financiero (después de pagar intereses de deudas), de 0,2% del PIB, en este caso levemente inferior al del año 2010 (0,3% del PIB), pero volviendo a los números positivos, lo cual no había ocurrido entre 2011 y 2020 (con el mayor déficit financiero en 2015, cuando había alcanzado 1% del PIB).

Provincias: Resultado Financiero en período 2010 - 2021

(En porcentaje del PIB)

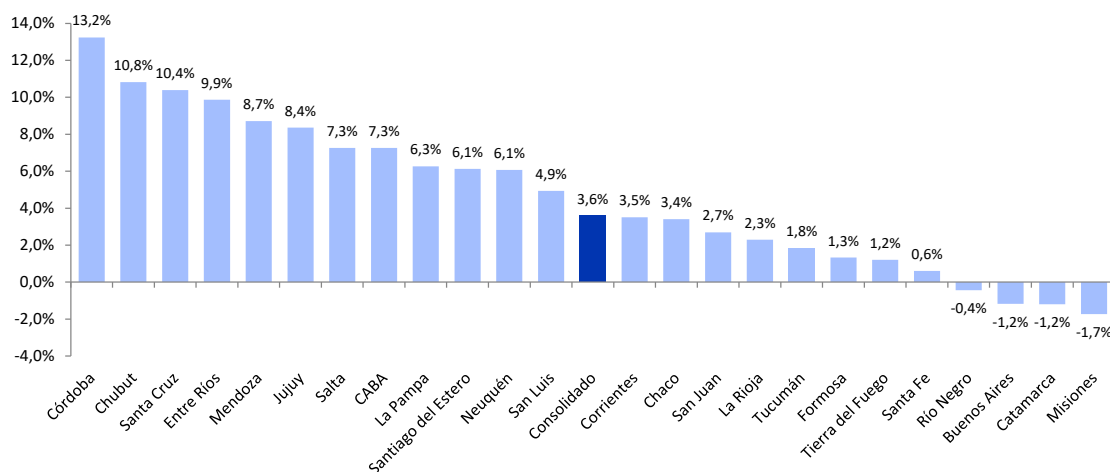


Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a datos de la DNAP.

Cuando se analiza el año 2021 a nivel de cada provincia, el resultado primario, expresado en % del gasto primario, resultó de 3,6% en el consolidado, desde un máximo del 13,2% en Córdoba a un mínimo de -1,7% en Misiones. Sólo 4 jurisdicciones exhibieron déficit el año pasado: Misiones, Catamarca, Buenos Aires y Río Negro. Los mayores superávits, además de Córdoba, se observaron en Chubut (10,8%), Santa Cruz (10,4%) y Entre Ríos (9,9%).

Provincias: Resultado Primario en año 2021

(En porcentaje del Gasto Primario)



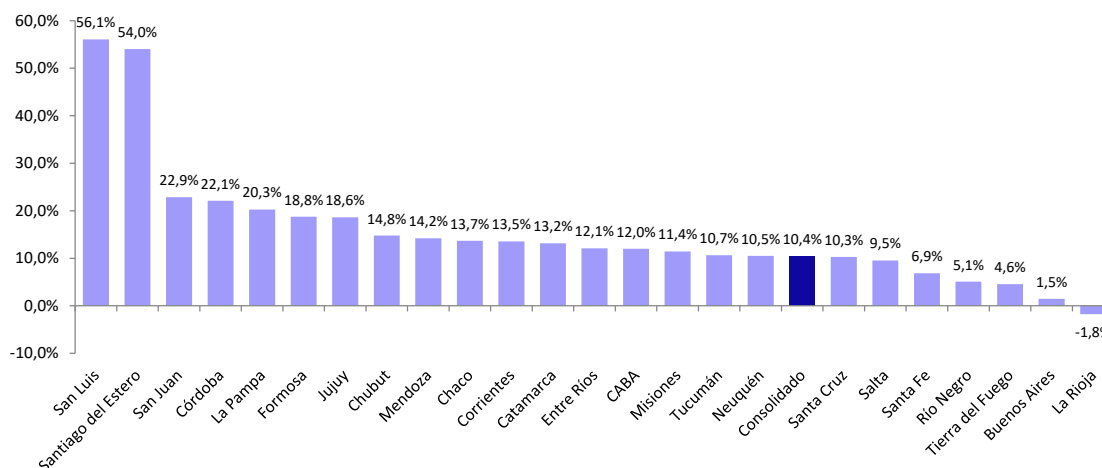
Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a datos de la DNAP.

Si se pone el foco en el ahorro corriente (diferencia entre ingresos y egresos corrientes, lo que queda disponible para financiar gastos de capital o pagar deuda), el año pasado sólo resultó negativo en La Rioja, y los mayores guarismos se dieron en San Luis y Santiago del Estero, superiores al 50%. Entre las provincias más pobladas, se destacan los resultados corrientes positivos obtenidos por Córdoba (22%) y Mendoza (14%), mientras en CABA

resultó del 12% y 7% en Santa Fe. Buenos Aires exhibió un ahorro corriente equivalente a sólo 1,5% de su gasto corriente.

Provincias: Resultado Corriente en año 2021

(En porcentaje del Gasto Corriente)

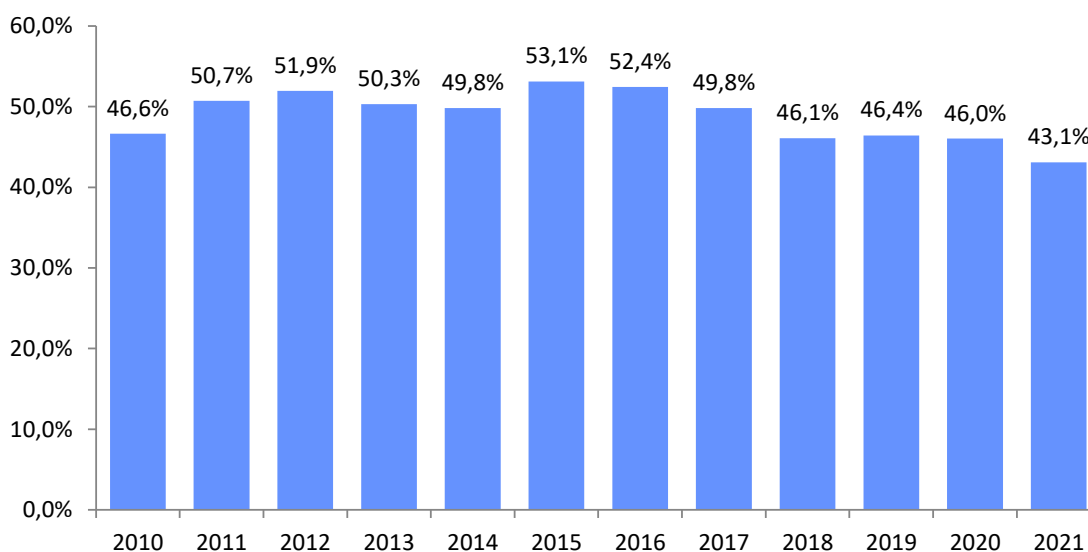


Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a datos de la DNAP.

Además de que desde 2016 mejoraron los ingresos de provincias por los cambios en la coparticipación, otro factor clave para la mejora en la situación fiscal de las provincias responde a la caída en el peso del gasto en personal, que desde el máximo del año 2015 (53% de los ingresos corrientes), se ubicó en un mínimo en 2021 (43%). Resulta claro que se trata de una licuación salarial ocurrida especialmente a partir de las fuertes subas del tipo de cambio y la inflación de 2018 en adelante. Con inflexibilidad a la baja de la cantidad de agentes públicos, suele ser la consecuencia de haber previamente excedido el gasto en Personal, especialmente por aumento de la planta de agentes previo a 2016.

Provincias: Gasto en Personal en período 2010 – 2021

(En porcentaje de los Ingresos Corrientes)

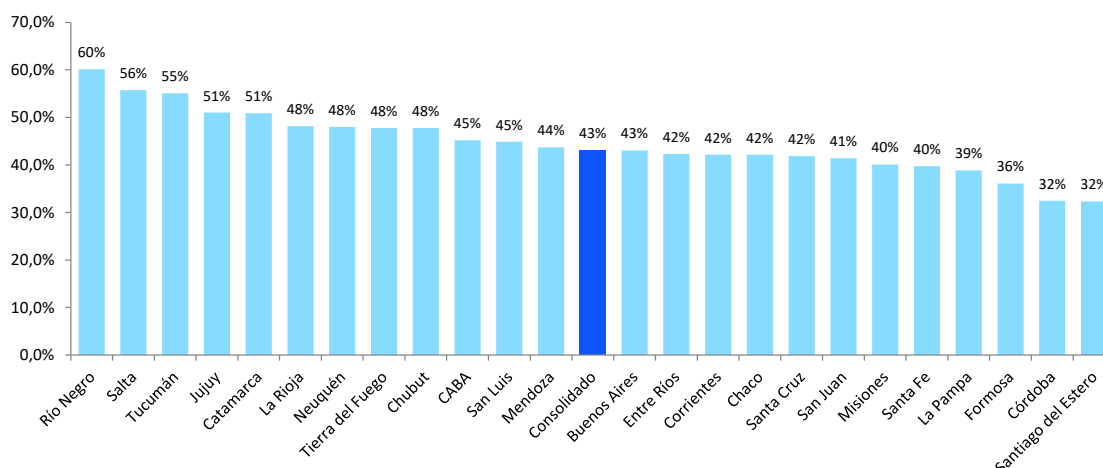


Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a datos de la DNAP.

La mayor participación del gasto en Personal se dio en Río Negro (60% de los ingresos corrientes) y la menor en Santiago del Estero y Córdoba (32%). También superó el 50% en Salta, Tucumán, Jujuy y Catamarca, y resultó menor al 40% en Santa Fe, La Pampa y Formosa, además de Córdoba y Santiago del Estero.

Provincias: Gasto en Personal en año 2021

(En porcentaje de los Ingresos Corrientes)

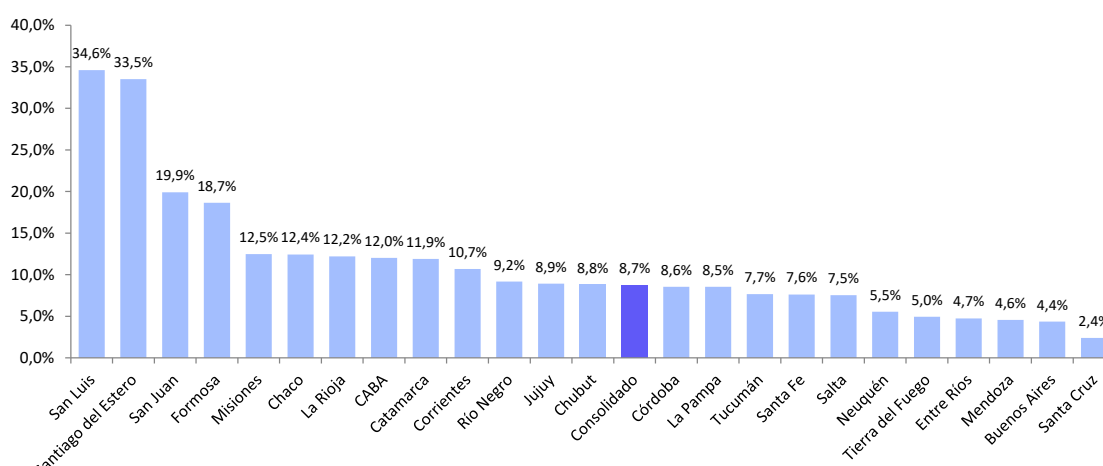


Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a datos de la DNAP.

Respecto al gasto en inversión (inversión pública directa más transferencias de capital a municipios), los mayores guarismos se dieron en San Luis (35% del gasto total) y Santiago del Estero (33%), seguidos de San Juan (20%) y Formosa (19%). Las menores participaciones, menores al 5% del gasto total, se observaron en Santa Cruz, Buenos Aires, Mendoza y Entre Ríos. En el consolidado, resultó del 9%

Provincias: Gasto en Inversión Real Directa más Transferencias de Capital

(Año 2021 – En porcentaje del Gasto Total)



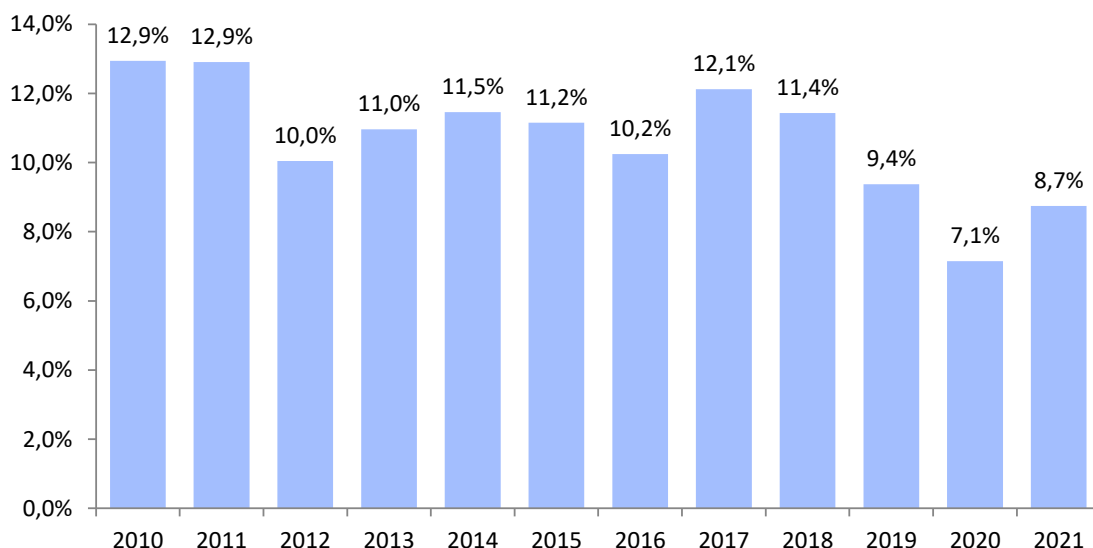
Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a datos de la DNAP.

El gasto en inversión (IRD más Transferencias de capital) resultó relativamente alto en 2017 y 2018, cuando hubo acceso al crédito internacional y se acercó al 12% del gasto total. Tras el cierre de los mercados de crédito cae fuertemente el ratio de inversión hasta

7,1% del gasto total en 2020 (año en que además afectó la pandemia), y con la reactivación de 2021 la inversión tiene una leve recuperación, llegando a 8,7% del gasto total.

**Provincias: Gasto en Inversión Real Directa más Transferencias de Capital
en período 2010 – 2021**

(En porcentaje del Gasto Total)



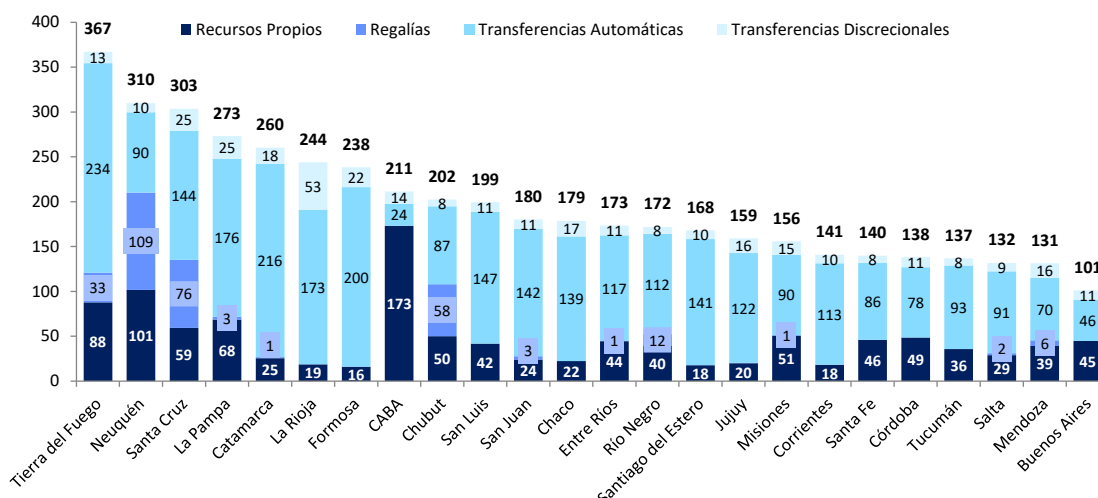
Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a datos de la DNAP.

Cuando se tienen en cuenta todas las fuentes de ingresos, propios y transferidos por Nación, en el año 2021 el mayor ingreso por habitante lo tuvo el gobierno de Tierra del Fuego (\$367 mil), algo más de tres veces y media los que contó, en el otro extremo, la provincia de Buenos Aires (\$101 mil). Neuquén y Santa Cruz también contaron con más de \$300 mil per cápita para gastar el año pasado, y Salta y Mendoza le siguen a Buenos Aires como las provincias con menos recursos.

Se supone que el sistema de transferencias (automáticas y discrecionales), se deben utilizar para "nivelar" la capacidad fiscal entre provincias, pero no es lo que se observa en la práctica. Por caso, Santa Cruz contó con un 50% más de recursos por habitante que la vecina y similar Chubut, o Catamarca el doble de ingresos que la también vecina y similar Salta. En el NEA, Formosa exhibió ingresos por 1,7 veces que Corrientes.

Provincias: Recursos per cápita según fuente en año 2021

(En miles de pesos per cápita)

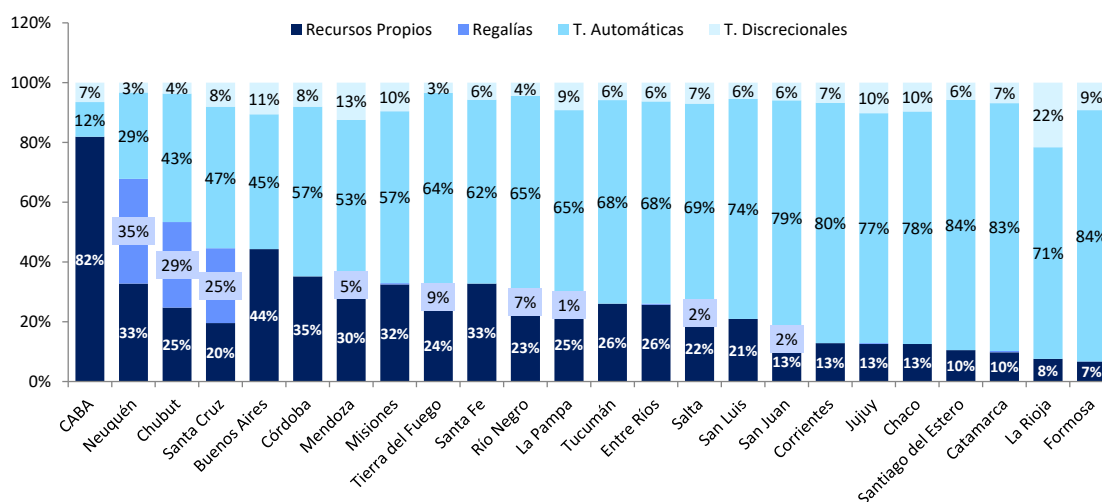


Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a datos de la DNAP.

Así las cosas, en Formosa el 93% de sus recursos provino del gobierno nacional, mientras en el otro extremo sólo un 19% en CABA. La segunda provincia con mayor autonomía financiera es Neuquén, en que sólo 32% de sus ingresos provienen del poder central. La Rioja, Catamarca y Santiago del Estero son también jurisdicciones en que al menos 90% de sus ingresos son nacionales.

Provincias: Participación de recursos por tipo

(Año 2021 – En porcentaje)



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

En junio comenzó el ajuste en las transferencias discrecionales de Nación a Provincias

Entre enero y julio de 2022 las transferencias corrientes a provincias (envíos que se catalogan como discrecionales) prácticamente no tuvieron cambios, en valor constante,

frente a igual período de 2021 (-1%). No obstante, existen grandes diferencias intra período: mientras en enero-mayo subieron 15% anual real, en junio-julio cayeron 30% anual real. Esto es, desde junio pasado se aprecia un ajuste en las transferencias discrecionales a provincias, como se pactó con el FMI como una de las vías para bajar el peso del gasto público en el segundo semestre, y cumplir con la meta de déficit primario de 2,5% del PIB a fin de año.

Provincias: Transferencias corrientes clasificadas por Función
(Año 2022 – Variación interanual real)

Gasto por Función	Enero	Febrero	Marzo	Abril	Mayo	Junio	Julio	Acumulado a Julio	Enero - Mayo	Junio - Julio
Administración Fiscal	-	-34%	38%	-	-100%	-	-	-31%	-31%	-
Agricultura	-	453%	-	663%	-50%	-76%	-99%	398%	702%	-86%
Agua Potable y Alcantarillado	-	-	-100%	-	-	-	-	-100%	-100%	-
Educación y Cultura	-	3%	32%	19%	25%	22%	35%	22%	19%	28%
Energía, Combustibles y Minería	-	-88%	-54%	-75%	-58%	-100%	-69%	-76%	-68%	-88%
Información y Estadísticas Básicas	-	488%	-61%	702%	-	-	-	95%	36%	-
Promoción y Asistencia Social	-	-34%	663%	4882%	-78%	-77%	-54%	-3%	10%	-65%
Relaciones Interiores	-29%	14%	83%	114%	89%	-41%	-65%	2%	44%	-54%
Salud	-97%	-100%	-40%	41%	-24%	29%	-14%	-13%	-24%	6%
Seguridad Social	330%	-41%	-20%	-31%	1%	5%	-12%	-10%	-12%	-3%
Trabajo	-	-	-	-	-100%	-	-	-99%	-100%	-
Total	-12%	-15%	24%	68%	2%	-22%	-38%	-1%	15%	-30%

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

En el caso particular de la provincia de Buenos Aires, entre enero y julio las transferencias corrientes recibidas desde Nación subieron un 24% anual real, mucho más que para el resto de las provincias (-16%). Sin embargo, en junio-julio la variación anual para Buenos Aires resultó similar que para el resto de provincias, una caída en torno al 30% anual real. Por ahora, desde junio el ajuste en las transferencias corrientes no parece salvaguardar a Buenos Aires frente al conjunto del resto, pero se debe seguir con atención esta estadística.

Buenos Aires: Transferencias corrientes clasificadas por Función
(Año 2022 – Variación interanual real)

Gasto por Función	Enero	Febrero	Marzo	Abril	Mayo	Junio	Julio	Acumulado a Julio	Enero - Mayo	Junio - Julio
Administración Fiscal	-	-	-	-100%	-	-	-	-100%	-100%	-
Educación y Cultura	-	-14%	34%	24%	33%	28%	49%	25%	19%	38%
Información y Estadísticas Básicas	-	-	-66%	-	-	-	-	265%	133%	-
Promoción y Asistencia Social	-	-	-	-	-100%	-99%	-	-15%	-15%	-93%
Relaciones Interiores	36%	2%	148%	132%	81%	-14%	-73%	22%	80%	-51%
Salud	-98%	-100%	-50%	48%	-12%	60%	-12%	-6%	-20%	16%
Total	45%	9%	100%	180%	-10%	6%	-52%	24%	57%	-29%

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

Resto Provincias (sin Bs As): Transferencias corrientes clasificadas por Función
(Año 2022 – Variación interanual real)

Gasto por Función	Enero	Febrero	Marzo	Abril	Mayo	Junio	Julio	Acumulado a Julio	Enero - Mayo	Junio - Julio
Administración Fiscal	-	-34%	38%	-100%	-100%	-	-	-13%	-13%	-
Agricultura	-	453%	-	663%	-50%	-76%	-99%	398%	702%	-86%
Agua Potable y Alcantarillado	-	-	-100%	-	-	-	-	-100%	-100%	-
Educación y Cultura	-	10%	31%	17%	21%	19%	28%	20%	19%	24%
Energía, Combustibles y Minería	-	-88%	-54%	-75%	-58%	-100%	-69%	-76%	-68%	-88%
Información y Estadísticas Básicas	-	184%	-60%	535%	-	-	-	70%	22%	-
Promoción y Asistencia Social	-	-34%	663%	812%	27%	-76%	-54%	20%	104%	-64%
Relaciones Interiores	-61%	36%	-7%	75%	104%	-63%	-47%	-24%	0%	-57%
Salud	-97%	-100%	-35%	37%	-30%	15%	-15%	-17%	-26%	0%
Seguridad Social	330%	-41%	-20%	-31%	1%	5%	-12%	-10%	-12%	-3%
Trabajo	-	-	-	-	-100%	-	-	-99%	-100%	-
Total	-38%	-27%	-14%	11%	12%	-34%	-25%	-16%	-9%	-30%

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

Si se consideran las Transferencias de capital de Nación a provincias, en enero-julio 2022 caen 24% anual real, que se desagrega en -27% en enero-mayo y -16% en junio-julio. Es decir que, en este caso, el ajuste ya comenzó en enero, y en los últimos dos meses no se ha acelerado. Por su parte, mientras en Buenos Aires bajaron 85% en lo que va del año, en el resto de jurisdicciones lo hicieron un 7%, aunque acelerando la caída, en este último caso, en junio-julio (-11%).

Provincias: Transferencias de Capital clasificadas por Función
(Año 2022 – Variación interanual real)

Gasto por Función	Enero	Febrero	Marzo	Abril	Mayo	Junio	Julio	Acumulado a Julio	Enero - Mayo	Junio - Julio
Agricultura	-	-	-89%	-4%	-75%	-95%	-93%	-63%	-43%	-94%
Agua Potable y Alcantarillado	-12%	-19%	-34%	-15%	253%	-65%	-46%	-21%	-1%	-55%
Ciencia y Técnica	-	-	138%	-100%	-	-66%	-49%	5%	401%	-61%
Comercio, Turismo y Otros Servicios	-100%	240%	1592%	-	-100%	-100%	-100%	-63%	17%	-100%
Educación y Cultura	-	-99%	-95%	-21%	-85%	-53%	49%	-76%	-85%	3%
Energía, Combustibles y Minería	-	-	49%	-	5%	-	1378%	293%	163%	1386%
Industria	-	-	-41%	-90%	-100%	-	-100%	-83%	-79%	-100%
Promoción y Asistencia Social	-	-20%	26%	-46%	20%	-63%	785%	-7%	-5%	-13%
Relaciones Interiores	-34%	-37%	-16%	-19%	66%	3%	2%	-6%	-10%	2%
Salud	-	122%	-16%	13%	-94%	-81%	-67%	-81%	-82%	-70%
Sistema Penal	-	-	-	-	-98%	-100%	-	1099%	1106%	689%
Trabajo	-	-	-	-	-	-100%	-	-100%	-	-100%
Transporte	-56%	12%	114%	-7%	411%	-12%	77%	30%	41%	12%
Vivienda y Urbanismo	-	74%	-37%	-44%	80%	-6%	6%	-9%	-13%	-2%
Total	-18%	-31%	-36%	-3%	-32%	-34%	5%	-24%	-27%	-16%

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

Buenos Aires: Transferencias de Capital clasificadas por Función
(Año 2022 – Variación interanual real)

Gasto por Función	Enero	Febrero	Marzo	Abril	Mayo	Junio	Julio	Acumulado a Julio	Enero - Mayo	Junio - Julio
Agua Potable y Alcantarillado	-	-	-98%	-	1696%	-	-98%	24%	22%	32%
Comercio, Turismo y Otros Servicios	-	-	-	-	-100%	-100%	-100%	-100%	-100%	-100%
Educación y Cultura	-	-100%	-100%	-	-100%	-100%	-100%	-100%	-100%	-100%
Promoción y Asistencia Social	-	-	31%	-88%	-	-84%	178%	-65%	-60%	-75%
Salud	-	-	-94%	-93%	-100%	-100%	-100%	-100%	-100%	-100%
Transporte	-	-100%	-	-97%	-	-84%	-100%	-91%	-93%	-86%
Vivienda y Urbanismo	-	-	-44%	-99%	754%	560%	-93%	34%	25%	63%
Total	-	-55%	-83%	-94%	-93%	-63%	-95%	-85%	-86%	-73%

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

Resto Provincias (sin Bs As): Transferencias de Capital clasificadas por Función
(Año 2022 – Variación interanual real)

Gasto por Función	Enero	Febrero	Marzo	Abril	Mayo	Junio	Julio	Acumulado a Julio	Enero - Mayo	Junio - Julio
Agricultura	-	-	-89%	-4%	-75%	-95%	-93%	-63%	-43%	-94%
Agua Potable y Alcantarillado	-12%	-20%	-31%	-16%	238%	-66%	-45%	-21%	-1%	-56%
Ciencia y Técnica	-	-	138%	-100%	-	-66%	-49%	5%	401%	-61%
Comercio, Turismo y Otros Servicios	-100%	240%	1592%	-	-100%	-100%	-100%	-57%	65%	-100%
Educación y Cultura	-	-99%	-92%	-21%	-82%	-53%	50%	-70%	-81%	3%
Energía, Combustibles y Minería	-	-	49%	-	5%	-	1378%	293%	163%	1386%
Industria	-	-	-41%	-90%	-100%	-	-100%	-83%	-79%	-100%
Promoción y Asistencia Social	-	-20%	25%	70%	-24%	-33%	1059%	46%	38%	73%
Relaciones Interiores	-34%	-37%	-16%	-19%	66%	3%	2%	-6%	-10%	2%
Salud	-	122%	47%	59%	583%	-79%	-21%	82%	166%	-41%
Sistema Penal	-	-	-	-	-98%	-100%	-	1099%	1106%	689%
Trabajo	-	-	-	-	-	-100%	-	-100%	-	-100%
Transporte	-56%	-	108%	178%	390%	37%	108%	128%	185%	62%
Vivienda y Urbanismo	-	74%	-36%	-37%	37%	-20%	21%	-13%	-17%	-6%
Total	-21%	-26%	-30%	20%	31%	-30%	11%	-7%	-5%	-11%

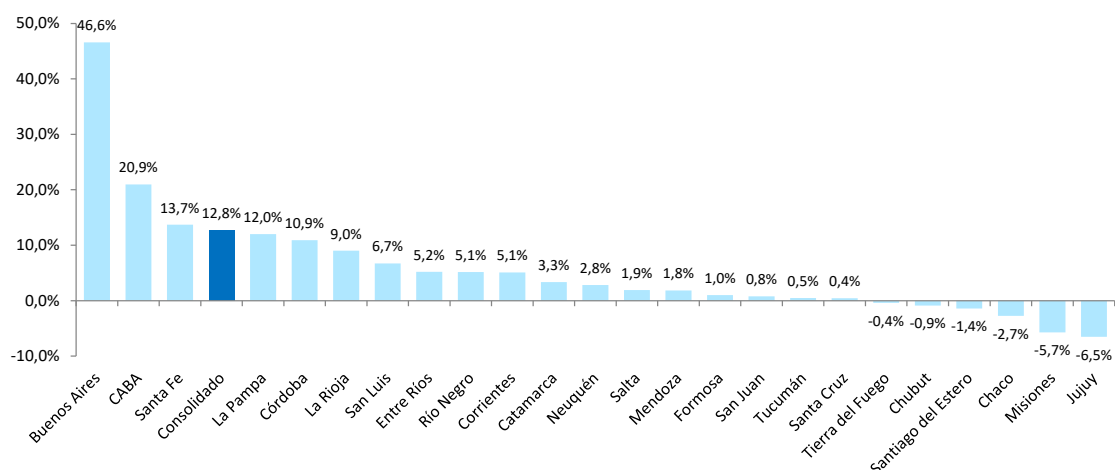
Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a datos de Presupuesto Abierto.

El aumento en los ingresos de Nación y Provincias desde 2015: ¿Se justifica que provincias aumenten impuestos por Consenso Federal?

A pesar que entre 2015 y 2022 existieron 4 años recesivos sobre un total de 7, las transferencias nacionales totales a provincias (automáticas y discrecionales) subieron un acumulado del 13% en ese lapso, en términos reales. La mayor suba se dio en Buenos Aires (47%), mientras que sólo se observaron bajas en Jujuy, Misiones, Chaco, Santiago del Estero, Chubut y Tierra del Fuego.

Provincias: Variación en transferencias nacionales a provincias entre 2015 y 2022

(Acumulado al mes de jul-15 y jul-22 – Variación interanual real)



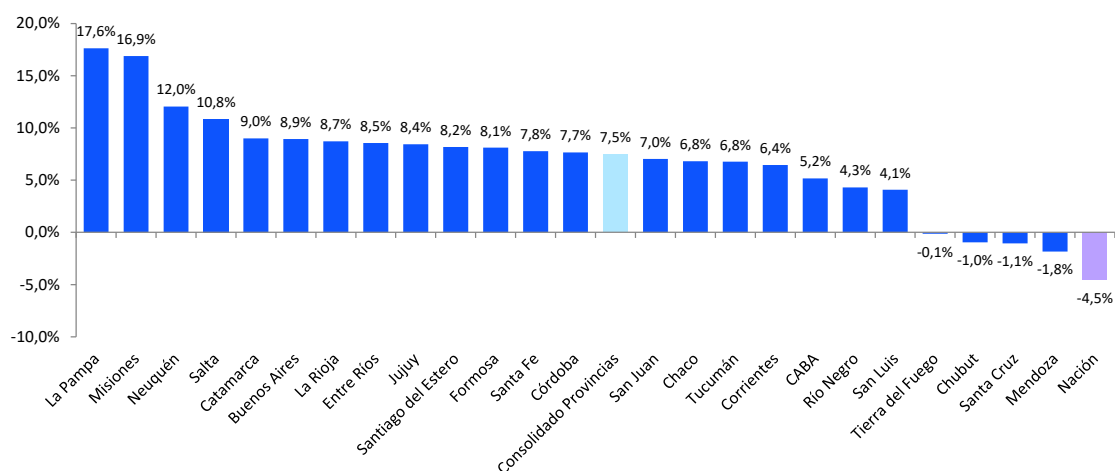
Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a datos de la DNAP y Presupuesto Abierto.

*Nota: Transferencias Automáticas más Discrecionales. En el caso de CABA, se descuenta la transferencia por traspaso de policía federal en 2022.

Si se consideran todos los ingresos tributarios (propios y transferidos), la suba entre 2015 y 2021 resulta del 7,5% para el consolidado de provincias, en términos reales, con los mayores aumentos en La Pampa y Misiones (alrededor de 17% real), seguidas por Neuquén y Salta, también con subas de dos dígitos. Solo en 3 provincias se observó una caída de recursos a valores constantes en ese período (Mendoza, Santa Cruz y Chubut). A nivel del sector público nacional, en cambio, se produjo una baja del 4,5% en los recursos tributarios en los últimos seis años. En esta última situación tiene especialmente que ver la eliminación de la detracción del 15% a la coparticipación que operó desde 2016, que agregó recursos a provincias y los sustrajo, en términos netos, del nivel nacional.

Recursos Tributarios Nación y Provincias*

(Acumulado al mes de jul-15 y jul-21 – Variación interanual real)



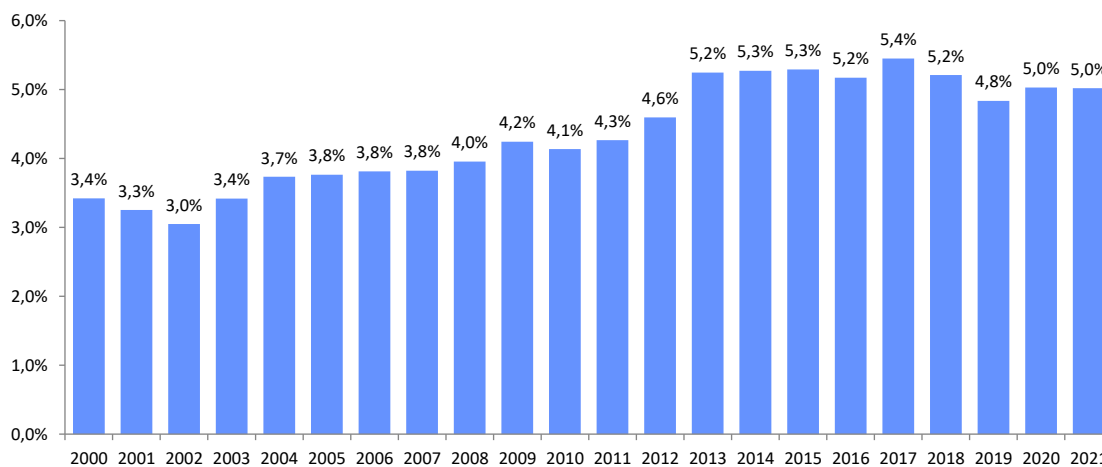
Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a datos de la DNAP.

*Nota: provincias incluye recursos tributarios propios y transferidos de Nación.

La mencionada evolución de ingresos provinciales en los últimos siete años, y el superávit primario que exhiben en 2021, resultan argumentos de peso para desmentir la necesidad de subir impuestos en 2022 o 2023 en provincias, como se autoriza en el Consenso Federal que se discute por estos días en el Congreso, frente al recorte que puedan sufrir en las transferencias discrecionales que envía Nación en el nuevo contexto macroeconómico y fiscal. La variable de ajuste debería ser la contención del gasto provincial, y no una suba en la presión tributaria provincial, que si bien en 2021 resultó 0,4% del PIB inferior a la pre-Consenso Fiscal (2017), aun así, se ubica 0,7 puntos del PIB arriba que una década atrás, y 1,7 puntos del PIB superior a la existente hace dos décadas.

Presión Tributaria provincial en período 2010 - 2021

(En porcentaje del PIB)



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