



**IERAL**

Fundación  
Mediterránea

# Informe de Coyuntura del IERAL

Año 32 - Edición N° 1510 - 3 de Agosto de 2023

**Coordinador: Jorge Vasconcelos**

**Editorial – Gustavo Reyes**

Atraso cambiario: ¿Mito o Realidad? Determinantes y Perspectivas

**En Foco 1 – Marcelo Capello y Valentina Gallardo**

La inversión pública recuperó el nivel del 2018, pero con una mayor ponderación de proyectos nacionales en relación a los provinciales

## Edición y compaginación

Karina Lignola y Fernando Bartolacci



## IERAL Córdoba

(0351) 473-6326

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

## IERAL Buenos Aires

(011) 4393-0375

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

## Fundación Mediterránea

(0351) 463-0000

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

**Editorial:**

4

***Atraso cambiario: ¿Mito o Realidad? Determinantes y Perspectivas***

- El actual tipo de cambio oficial se ubica por debajo del promedio histórico en términos reales (menor competitividad cambiaria). Sin embargo, es más alto que el precio del dólar de principios del 2016 cuando la administración Macri eliminó el cepo cambiario y unificó los tipos de cambio. En aquellos meses, el precio oficial de la divisa había pasado de \$/u\$s 9.64 en noviembre de 2015 (\$/u\$s 198 a precios de julio de 2023) a \$/u\$s 15 en febrero de 2016 (\$/u\$s 272 a precios de julio de 2023)
- Tanto la experiencia internacional como la de nuestro país indica que los tipos de cambios múltiples (controles y brechas cambiarias) siempre generan corrupción y distorsiones en los flujos comerciales, lo que afecta negativamente la oferta neta de divisas en el mercado oficial de cambios. En el mundo en general y en Argentina en particular, altas brechas cambiarias han derivado en sobre-facturación de importaciones y sub-facturación de exportaciones, explicando en parte la escasez de divisas en el mercado oficial de cambios
- Por lo tanto, si bien la pérdida de reservas del Banco Central podría ser explicada en gran parte por atraso cambiario, también influyen las anomalías del propio régimen cambiario, sobre todo cuando la brecha tiende a instalarse en torno al 100 %
- El TCR de equilibrio (estimado) claramente no es constante a través de los años. Por lo tanto, utilizar el promedio histórico para determinar el grado de atraso del TCR respecto de sus valores de equilibrio no resulta adecuado. A partir de niveles muy cercanos al equilibrio en 2007, el TCR en los años siguientes se fue atrasando a pesar de la caída del TCR de equilibrio
- Dada la evolución del tipo de cambio y los datos actuales (aún no completos) de las principales variables, es posible concluir que el segundo semestre del 2023 podría haber comenzado con un desequilibrio del TCR mayor que el estimado para 2022. La pregunta es qué podría suceder con el TCR de equilibrio durante 2024, ya que el mercado espera una corrección del atraso cambiario a través de la dinámica esperada del tipo de cambio oficial y de la tasa de inflación
- Analizando los precios del dólar futuro (Rofex) y las estimaciones de inflación de la última publicación del REM (junio 2023 - BCRA), es posible inferir que el mercado está anticipando tanto una mejora importante del TCR como algún plan de estabilización para el 2024. De acuerdo a esta información, entre julio y diciembre del 2023, el TCR podría mejorar un 28% y durante todo el 2024, subir un 12% adicional. Respecto de la inflación, la última publicación del REM mostró inflaciones mensuales esperadas muy similares a las actuales hasta fin de 2023. No obstante, para 2024 dicha encuesta exhibe una marcada diferencia entre las inflaciones esperadas de la primera y segunda parte del año: 67% de inflación entre diciembre 2023 y junio 2024 y 23% entre junio y diciembre 2024

**En Foco 1:**

14

***La inversión pública recuperó el nivel del 2018, pero con una mayor ponderación de proyectos nacionales en relación a los provinciales***

- El consolidado de la inversión pública en el país, para el 2022, se desagrega del siguiente modo: un 54% fue ejecutado por provincias, 34% por municipios y 12% por Nación. En cambio, si se considera quién financia obras y equipos, se tiene que el 61% de los proyectos ejecutados fue sostenido por fondos de origen nacional y 39% por provincias (sin datos para el financiamiento propio de municipios)
- La mayor tasa de inversión pública de la última década se registró en los años 2014, 2015 y 2017 (3,1% del PIB); el mínimo en 2020 (1,8%), mientras que para 2022 ese guarismo fue de 2,6% del PIB. Al interior de esos datos se tiene una evolución del Sector Público Nacional (SPN) desde 1,1% del PIB en 2015 a 0,5% en 2020 y luego 0,9% en 2022. Considerando también las transferencias de capital a provincias (para obras que se ejecutan en esas jurisdicciones y en municipios), la tasa de inversión pasa a 2,5% del PBI en el año 2015; 1,0% del PIB en 2019 y 2020 y 1,6% en 2022. Por supuesto, se trata de una medición monetaria, que puede reconocer distintos grados de eficacia en términos de kilómetros de rutas y m2 de construcción, así como en la selección de los proyectos y su transparencia, claves para determinar su rentabilidad económica y social

- En el primer semestre de 2023, la inversión pública nacional subió un 17% interanual en valores constantes y las transferencias de capital lo hicieron nacionales un 39,3% interanual. El consolidado de ambas variables registró un incremento de 25,8% interanual en el primer semestre, siempre en valores constantes
- Como proporción del Producto Bruto Geográfico (PBG) de cada provincia se tiene que los mayores niveles de inversión pública se encuentran en Formosa (16% del PBG), Santiago del Estero (10,2%) y San Luis (8,5%). Las provincias con menor inversión pública en 2022 son Buenos Aires y Santa Cruz, ambas con un 0,8% del PBG. Entre las provincias más pobladas, la mayor inversión se realiza en Córdoba (2,1%), seguida por Mendoza (1,3%) y Santa Fe (1,2%). En CABA, resulta 1% del PIB.
- Las provincias financiaron su gasto de capital con ahorro corriente en un 75% del total, un 15% con transferencias de capital discrecionales desde Nación, un 5% con Disminución de su Inversión Financiera, un 4% con endeudamiento y el restante 1% con recursos propios de capital. Al existir escaso acceso al crédito, el año pasado el mecanismo del endeudamiento para incrementar el gasto en capital fue apenas marginal
- Existen casos como Chubut, Jujuy y Córdoba, que financiaron más de un 90% de su gasto de capital con ahorro corriente, y solo unas pocas provincias recurrieron al endeudamiento para financiar su gasto de capital (32% del total en Río Negro, 20% en Buenos Aires, 15 en La Pampa y 13% en Tierra del Fuego)
- Como consecuencia de los altos niveles de ahorro corriente observados en 2022, 17 de las 24 jurisdicciones exhibieron un “excedente” luego de pagar gastos corrientes y de capital, que les permitió reducir su nivel de endeudamiento. Medido en términos de los ingresos corrientes, el mayor nivel de excedente para pagar deuda lo obtuvo CABA (10,6%), seguida de Córdoba (10%) y Santa Fe (8,5%). En general, se trata de provincias en las que los servicios de deuda tienen significación en sus presupuestos, pero las condiciones del país impiden las refinanciaciones al vencimiento, lo que restringe su capacidad de invertir

## Editorial

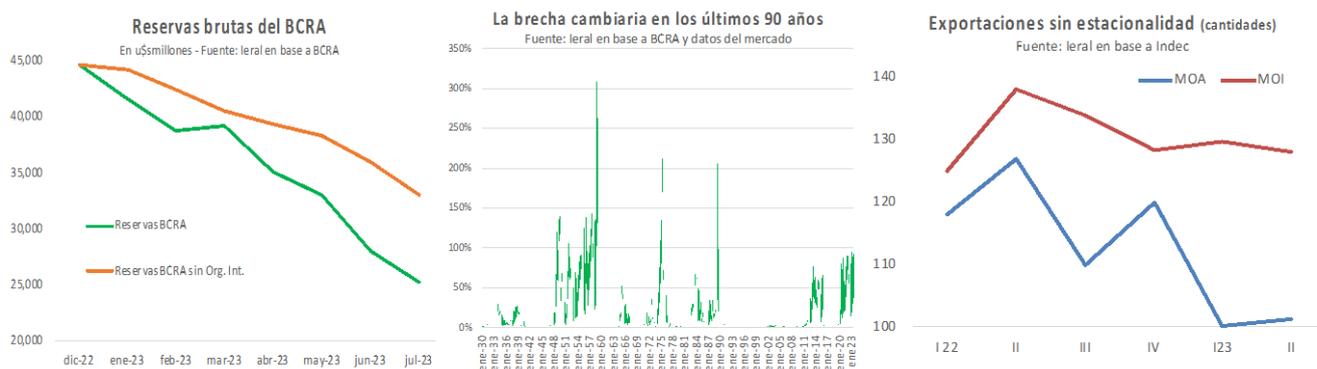
### Atraso cambiario: ¿Mito o Realidad? Determinantes y Perspectivas

Gustavo Reyes

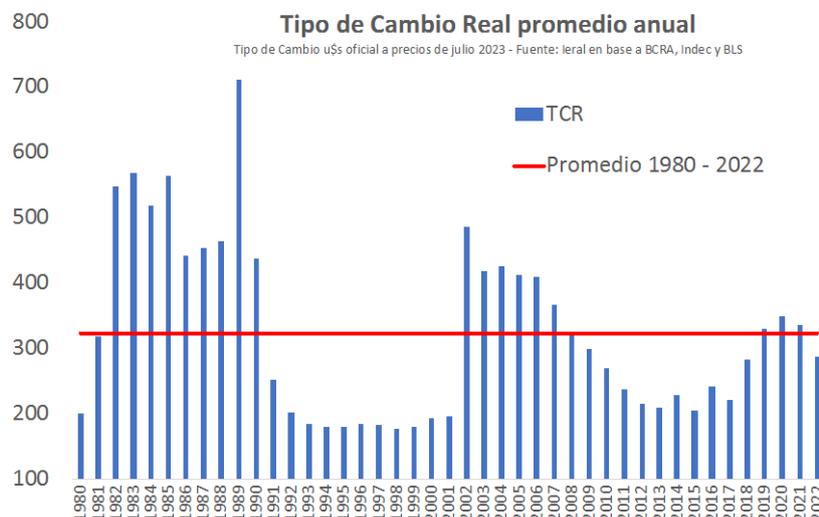
- El actual tipo de cambio oficial se ubica por debajo del promedio histórico en términos reales (menor competitividad cambiaria). Sin embargo, es más alto que el precio del dólar de principios del 2016 cuando la administración Macri eliminó el cepo cambiario y unificó los tipos de cambio. En aquellos meses, el precio oficial de la divisa había pasado de \$/u\$s 9.64 en noviembre de 2015 (\$/u\$s 198 a precios de julio de 2023) a \$/u\$s 15 en febrero de 2016 (\$/u\$s 272 a precios de julio de 2023)
- Tanto la experiencia internacional como la de nuestro país indica que los tipos de cambios múltiples (controles y brechas cambiarias) siempre generan corrupción y distorsiones en los flujos comerciales, lo que afecta negativamente la oferta neta de divisas en el mercado oficial de cambios. En el mundo en general y en Argentina en particular, altas brechas cambiarias han derivado en sobre-facturación de importaciones y sub-facturación de exportaciones, explicando en parte la escasez de divisas en el mercado oficial de cambios
- Por lo tanto, si bien la pérdida de reservas del Banco Central podría ser explicada en gran parte por atraso cambiario, también influyen las anomalías del propio régimen cambiario, sobre todo cuando la brecha tiende a instalarse en torno al 100 %
- El TCR de equilibrio (estimado) claramente no es constante a través de los años. Por lo tanto, utilizar el promedio histórico para determinar el grado de atraso del TCR respecto de sus valores de equilibrio no resulta adecuado. A partir de niveles muy cercanos al equilibrio en 2007, el TCR en los años siguientes se fue atrasando a pesar de la caída del TCR de equilibrio
- Dada la evolución del tipo de cambio y los datos actuales (aún no completos) de las principales variables, es posible concluir que el segundo semestre del 2023 podría haber comenzado con un desequilibrio del TCR mayor que el estimado para 2022. La pregunta es qué podría suceder con el TCR de equilibrio durante 2024, ya que el mercado espera una corrección del atraso cambiario a través de la dinámica esperada del tipo de cambio oficial y de la tasa de inflación
- Analizando los precios del dólar futuro (Rofex) y las estimaciones de inflación de la última publicación del REM (junio 2023 - BCRA), es posible inferir que el mercado está anticipando tanto una mejora importante del TCR como algún plan de estabilización para el 2024. De acuerdo a esta información, entre julio y diciembre del 2023, el TCR podría mejorar un 28% y durante todo el 2024, subir un 12% adicional. Respecto de la inflación, la última publicación del REM mostró inflaciones mensuales esperadas muy

similares a las actuales hasta fin de 2023. No obstante, para 2024 dicha encuesta exhibe una marcada diferencia entre las inflaciones esperadas de la primera y segunda parte del año: 67% de inflación entre diciembre 2023 y junio 2024 y 23% entre junio y diciembre 2024

Desde hace tiempo, la economía de nuestro país muestra problemas con el tipo de cambio oficial. Muchas de estas preocupaciones se relacionan con angustiantes señales de un retraso en el precio regulado de la divisa. Las crecientes pérdidas de reservas en el Banco Central (a pesar de los crecientes y severos controles cambiarios), la enorme brecha cambiaria, la performance de las exportaciones no primarias, etc., todas estas dinámicas pueden ser indicadores que el tipo de cambio oficial se encuentre en valores inferiores a su nivel de equilibrio.



En muchos casos, para evaluar la magnitud del atraso cambiario, se suele comparar el tipo de cambio real oficial (TCR - precio del dólar ajustado por la inflación de Argentina y Estados Unidos) con sus valores históricos. Como puede observarse en el siguiente gráfico, el TCR promedio del 2022 ya se encontraba por debajo del promedio de los últimos 40 años. La experiencia argentina muestra que, cada vez que el TCR estuvo muy bajo, luego se ajustó fuertemente en el medio de importantes crisis.



A pesar de los síntomas mencionados de atraso cambiario y que el TCR promedio del 2022 es menor al histórico, el precio oficial de la divisa durante este año no parece tan bajo comparado con otros momentos de la serie considerada. Por otro lado, si se analiza el actual tipo de cambio oficial minorista (agosto 2023), si bien sigue estando por debajo del promedio histórico, es claramente más alto que el precio del dólar<sup>1</sup> de principios del 2016 cuando la administración Macri eliminó el cepo cambiario y unificó los tipos de cambio. Sin embargo, en aquellos tiempos, no se hablaba de ningún tipo de retraso del dólar oficial. En dichos meses, el precio oficial de la divisa había pasado de \$/u\$s 9.64 en noviembre de 2015 (\$/u\$s 198 a precios de julio de 2023) a \$/u\$s 15 en febrero de 2016 (\$/u\$s 272 a precios de julio de 2023).

Estos simples datos nos conducen al menos a dos reflexiones. En primer lugar, cuestionarnos si en la economía actual existen fenómenos que no estaban presentes en aquellos tiempos y que afectan negativamente la dinámica del mercado cambiario. Por otro lado, deberíamos también preguntarnos si el tipo de cambio histórico es realmente una buena medida de comparación para evaluar el grado de atraso cambiario. Permítanos “spoilear” las respuestas: afirmativo para la primer pregunta y negativo para la segunda.

### **¿Existen otros factores que afectan negativamente el funcionamiento del mercado de cambios?**

Tanto la experiencia histórica internacional<sup>2</sup> como la de nuestro país<sup>3</sup>, nos enseña que los tipos de cambios múltiples (controles y brechas cambiarias) siempre generan importantes mecanismos de corrupción en los flujos comerciales que distorsionan y afectan negativamente la oferta neta de divisas en el mercado oficial de cambios. En el mundo en general y en Argentina en particular, altas brechas cambiarias han terminado generando sobre-facturación en las importaciones y sub-facturación de las exportaciones y por lo tanto, provocando escasez de divisas en el mercado oficial de cambios.

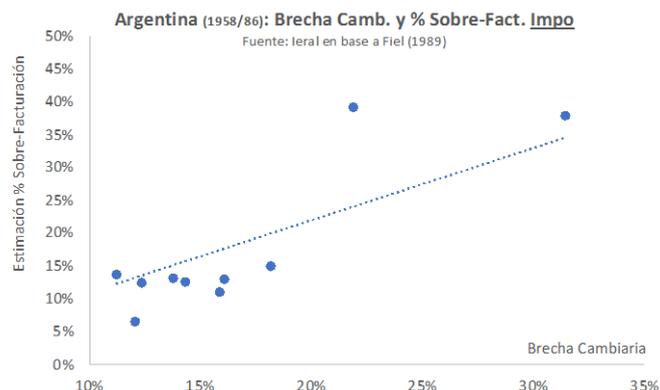
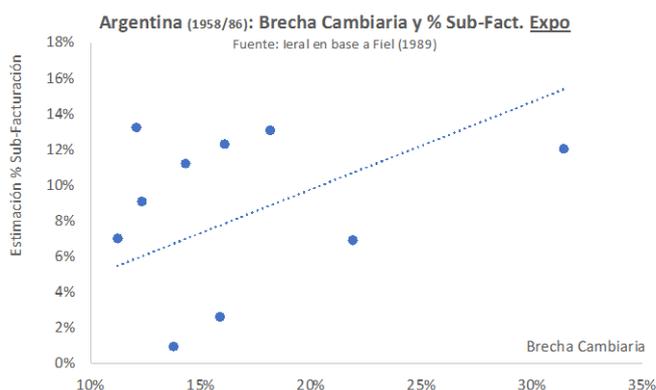
Por lo tanto, si bien la pérdida de reservas del Banco Central podría ser explicada en gran parte por un retraso cambiario, también puede estar influida por estas anomalías en el sistema cambiario sobre todo en presencia de brechas cambiarias tan elevadas como las que presenta actualmente Argentina.

---

<sup>1</sup> Ajustado por la inflación de Argentina y de USA.

<sup>2</sup> Dornbusch, R. and Tellez Kuenzler, L., “Exchange Rate Policy: Options and Issues”, en Dornbusch, R. (ed.), (1993), “Policymaking in the Open Economy”, chapter 5, EDI Series in Economic Development.

<sup>3</sup> Fiel (1989), “El Control de Cambios en Argentina”, capítulo IV, Ediciones Manantial.



### ¿Podemos utilizar el promedio histórico para medir el desequilibrio en el TCR?

Para cualquier mercado, su precio de equilibrio no está relacionado con su promedio histórico sino con los factores que afectan a su oferta y su demanda. Del mismo modo, para evaluar si el TCR está demasiado alto o muy bajo, se debería analizar la evolución de los determinantes que afectan el precio de equilibrio. Como consecuencia de esto, el valor de equilibrio del TCR puede resultar totalmente variable ya que los factores que afectan al mismo es muy probable que cambien a través del tiempo.

De acuerdo a la teoría económica<sup>4</sup>, diversas variables pueden afectar al TCR de equilibrio. Entre las principales se destacan la productividad de la economía, los términos de intercambio (precio relativo entre exportaciones e importaciones), el nivel del gasto público, los movimientos de capitales financieros, etc.

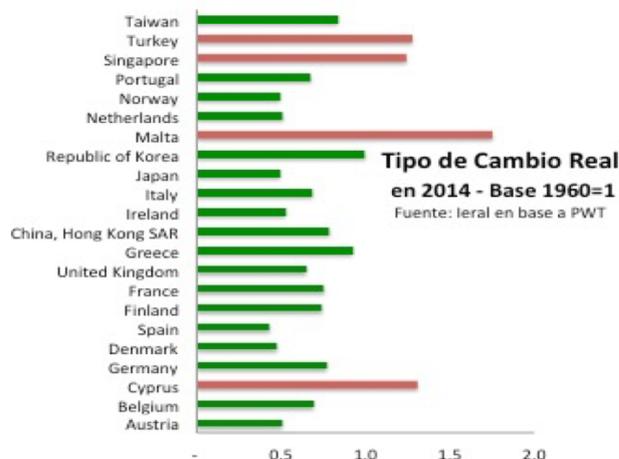
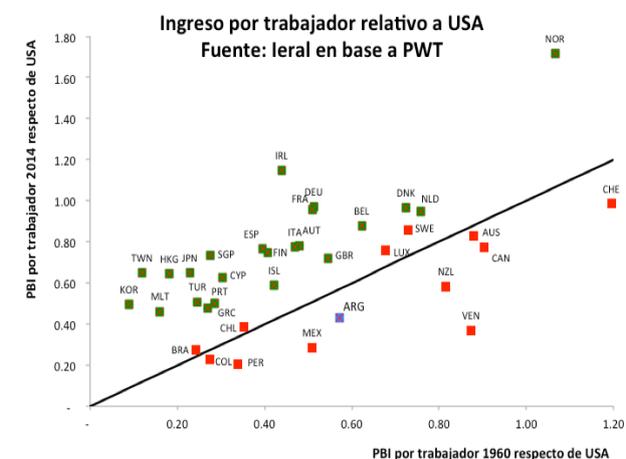
- Una mejora en la **productividad** en la economía significa que, con los mismos factores de producción se pueden generar mayor cantidad de bienes y servicios. Dicho de otra manera, se puede vender lo mismo con menores costos. Por este motivo, ante una mejora en la productividad (sector transable), en promedio las empresas del país podrían vender lo mismo al resto del mundo pero con un menor TCR ya que son más competitivas.

En general, un menor TCR está asociado a un aumento en el poder adquisitivo de los salarios<sup>5</sup> justamente por la mayor productividad. Esta mejora en la productividad es uno de los principales motivos que explica por qué la mayoría de las economías

<sup>4</sup> Ver De Gregorio, J. (2007), "Macroeconomía: Teoría y Práctica", capítulos 8 y 9, Pearson – Prentice Hall. <http://www.degregorio.cl>

<sup>5</sup> Ver Rodríguez, C. (1982), "Relación entre salario real y tipo real de cambio", en "Inflación y Estabilidad", Comp. Fernández, R. y Rodríguez, C., ediciones Macchi y Medina Raed, H. (2023), "Tipo de cambio real y salarios reales. Un estudio empírico del caso argentino para el período 2003-2021", [https://ucema.edu.ar/sites/default/files/2023-04/Tipo de cambio real y salarios reales.Un estudio empirico del caso argentino para el periodo 2003-2021\(E\)3.pdf](https://ucema.edu.ar/sites/default/files/2023-04/Tipo%20de%20cambio%20real%20y%20salarios%20reales.Un%20estudio%20empirico%20del%20caso%20argentino%20para%20el%20periodo%202003-2021(E)3.pdf)

que más crecieron en las últimas décadas experimentaron caídas en sus TCR<sup>6</sup> (y aumentos de salarios) sin que se genere ningún tipo de crisis.



- Cuando un país experimenta una mejora en sus **términos de intercambio** (permanente), vende e importa lo mismo que antes pero con un mayor precio relativo. Es decir, puede importar más que antes, vendiendo (exportando) exactamente lo mismo. Por este motivo, una mejora en los términos de intercambio ejerce sobre la economía un efecto muy similar al aumento en la productividad (sector transable). De esta forma, mientras mayores son los términos de intercambio, menor es el TCR de equilibrio de la economía.
- Mayores niveles de **gasto público** presionan sobre las demandas de los sectores no transables de la economía<sup>7</sup>, afectando (positivamente) su precio y reduciendo el TCR de equilibrio (también definido como el precio relativo entre los sectores Transables Internacionalmente y No Transables).
- Por último, mientras mayor es la **entrada de capitales financieros** al país, más alta resulta la oferta de divisas y por lo tanto, menor es el nivel de TCR de equilibrio requerido en la economía.

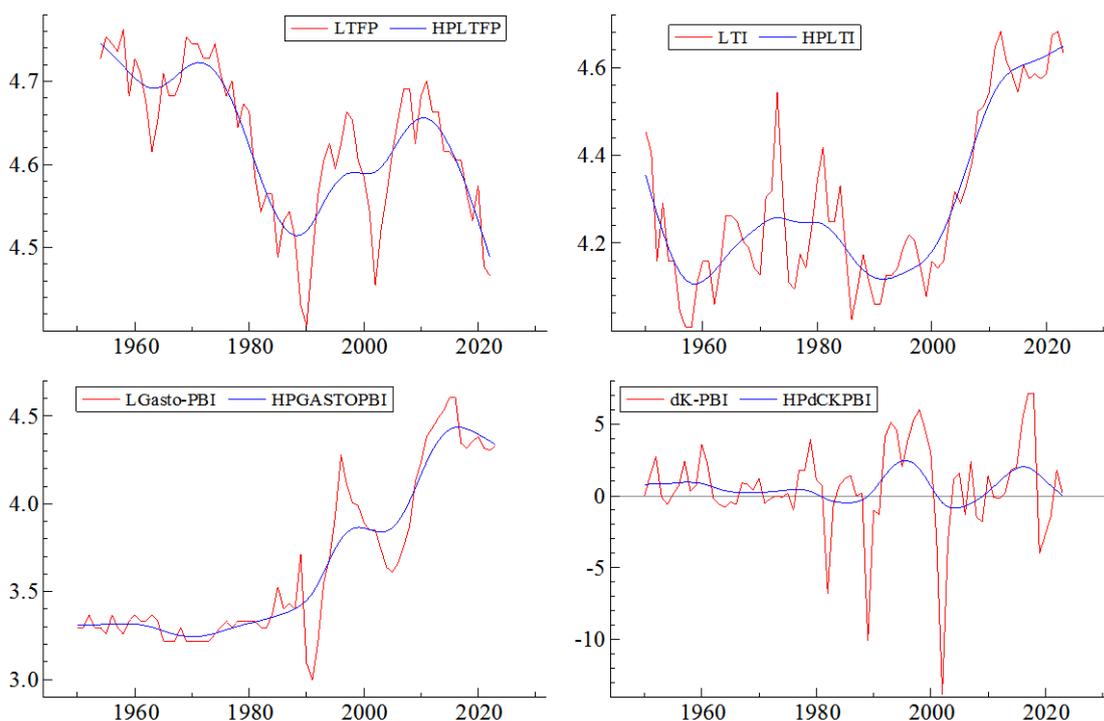
Como puede observarse en los siguientes gráficos, la dinámica de estas variables ha sido muy cambiante a lo largo de la historia económica de Argentina. Por estos motivos, es muy probable que el TCR de equilibrio también haya estado cambiando a lo largo del tiempo. De esta forma, es muy difícil que la evolución de esta variable haya estado siempre en línea con el simple promedio histórico del TCR.

<sup>6</sup> Ver IERAL – Editorial del Informe de Coyuntura (2016), “El escenario de tipo de cambio que se atrasa; ¿ocurre por razones espurias o genuinas?”, Año 25, Edición 1008, 6 de Octubre de 2026, [https://www.ieral.org/images\\_db/noticias\\_archivos/3484-Coyuntura.pdf](https://www.ieral.org/images_db/noticias_archivos/3484-Coyuntura.pdf)

<sup>7</sup> Excluidas las transferencias, la mayor parte del gasto público está relacionado con sectores los de servicios de la economía.

Teniendo en cuenta lo analizado anteriormente y los siguientes gráficos, puede concluirse lo siguiente:

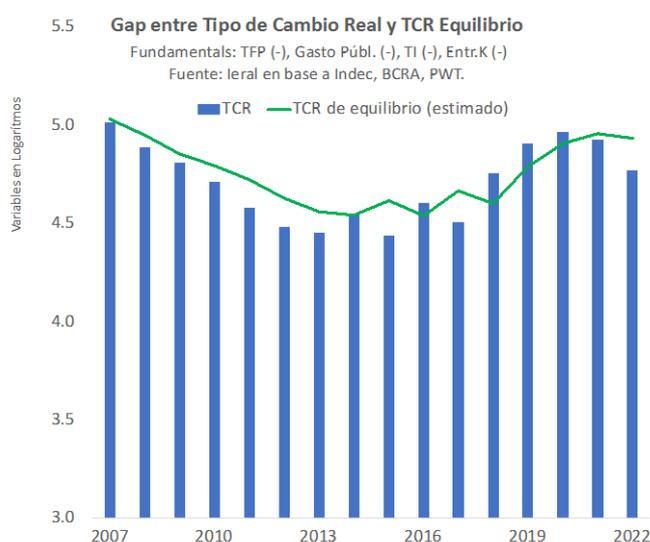
- El aumento de los **Términos de Intercambio (LTI)** y del **Gasto Público (L Gasto-PBI)** en los últimos años, ha influido negativamente (reduciendo) sobre el TCR de equilibrio de la economía de Argentina.
- Lo contrario al caso anterior es lo que ha sucedido con la **Productividad Total de los Factores Productivos (LTFP)**. Como esta última ha venido cayendo desde hace varios años, su influencia sobre el TCR de equilibrio tendría que haber sido positiva (aumentándolo – asumiendo que la misma ha estado más influenciada por los sectores Transables).
- Por último, en el caso de los **Movimientos de Capitales Financieros (dK-PBI)**, como han sido altamente volátiles, resulta muy difícil definir su influencia tendencial sobre el TCR de equilibrio de los últimos años.



El análisis de estas variables permite, mediante herramientas econométricas<sup>8</sup>, estimar el TCR de equilibrio en cada uno de los años. Dicha estimación puede apreciarse en el siguiente gráfico y deriva las siguientes conclusiones:

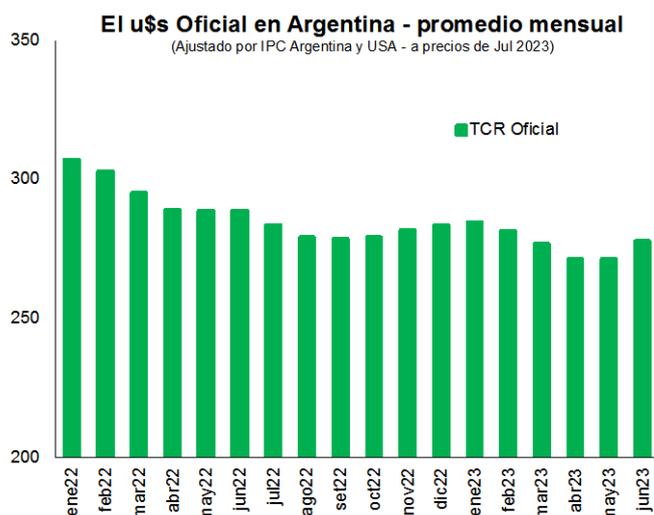
<sup>8</sup> Para más detalles de la metodología en la estimación econométrica, ver Derbali, A. (2021), "The misalignment of real exchange rate: Evidence from Tunisia", [https://bccprogramme.org/wp-content/uploads/2021/06/derbali\\_heidwp04-2021-2.pdf](https://bccprogramme.org/wp-content/uploads/2021/06/derbali_heidwp04-2021-2.pdf).

- El TCR de equilibrio (estimado) claramente no es constante a través de los años. Por lo tanto, utilizar el promedio histórico para determinar el grado de atraso del TCR respecto de sus valores de equilibrio no resulta adecuado.
- A partir de niveles muy cercanos al equilibrio en 2007, el TCR en los años siguientes se fue atrasando a pesar de la caída del TCR de equilibrio.
- El salto cambiario experimentado a principios del 2014, permitió recomponer nuevamente el TCR hacia su valor de equilibrio. Sin embargo, en 2015 el TCR volvió a atrasarse nuevamente.
- El salto cambiario que implicó la eliminación del Cepo a principios de 2016 llevó al TCR a niveles levemente por encima del equilibrio durante ese año. No obstante, en 2017 el TCR volvió a atrasarse respecto de su valor de equilibrio.
- Los bruscos e importantes aumentos del precio del dólar en 2018 y 2019 llevaron al TCR a niveles nuevamente superiores al equilibrio.
- En 2022, a pesar que el TCR de equilibrio se mantuvo prácticamente constante en relación al año anterior, el menor ritmo de devaluación respecto de la tasa de inflación, se tradujo en un nuevo retraso del TCR con una magnitud levemente inferior a la del 2015.



### ¿Qué sucede en 2023?

El hecho que el TCR oficial en el primer semestre del 2023 resulte un 3.3% inferior al de todo el 2022 no dice demasiado ya que, como explicamos anteriormente, lo relevante es comparar estos datos el TCR de equilibrio.



Si bien aún no hay información completa de lo sucedido en el 2023 con los principales determinantes del TCR de equilibrio, es posible realizar los siguientes comentarios:

- Los niveles de **productividad** de la economía difícilmente estén mejorando en un año de alta incertidumbre como el 2023. Por lo tanto, es posible esperar que la productividad total de los factores productivos durante este año probablemente resulte similar a la del 2022 (sin consecuencias para el TCR de equilibrio) o mantenga la tendencia declinante que mostró en los últimos años. Si esto último fuese lo que realmente está sucediendo en 2023, el TCR de equilibrio debería resultar más alto y por lo tanto, el atraso cambiario estimado para el 2022 habría aumentado en 2023.
- Las **entradas netas de capitales** según la última información (Indec - 1er. trimestre 2023), se habrían reducido durante este año en respecto al 2022. De continuar esta dinámica durante el resto de año, la misma debería impulsar un TCR de equilibrio más alto y por lo tanto, el atraso cambiario del 2023 también resultaría mayor como consecuencia de esta variable.
- Con respecto al **gasto público** en términos del PBI (cuentas nacionales), según la última información (Indec - 1er. trimestre 2023), el mismo se habría mantenido en niveles similares al del 2022. Por lo tanto, de continuar esta dinámica durante el resto del año, esta variable no ejercería importantes cambios sobre el TCR de equilibrio ni tampoco sobre el atraso cambiario estimado para el 2022.
- Por último, como los **términos de intercambio** del primer semestre del 2023 resultaron un 3% inferiores en promedio a los de todo el 2022, por efecto de esta variable, el TCR de equilibrio y el atraso cambiario también debería haber aumentado durante el 2023.

De esta manera, dada la evolución del TCR y los datos actuales (aún no completos) de las principales variables que determinan el equilibrio del TCR de equilibrio, es posible concluir que el segundo semestre del 2023 podría haber comenzado con un desequilibrio del TCR mayor que el estimado para 2022.

## 2024: ¿Qué podemos esperar?

La dinámica del atraso cambiario para el próximo año dependerá de lo que suceda tanto con el TCR (mix de devaluación e inflación) como con la evolución de los determinantes del TCR de equilibrio.

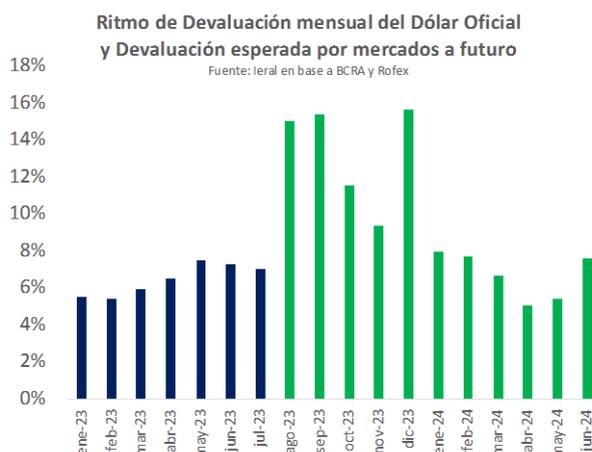
Asumiendo un escenario donde el próximo gobierno lleva a cabo un plan económico integral, no sólo para estabilizar la economía, sino también para que la misma retome el crecimiento económico, es dable conjeturar lo siguiente para los determinantes del TCR de equilibrio durante el 2024:

- Con el esperado plan integral, tanto los niveles de **productividad** de la economía como las **entradas netas de capitales** deberían comenzar a recuperarse (al menos lentamente). Ambas dinámicas **permitirían una reducción tanto del TCR de equilibrio como del actual atraso cambiario** (primer semestre del 2023).
- Sin embargo, en diferente dirección debería afectar la evolución esperada del **Gasto Público**. Una de las claves del plan integral seguramente debería ser poder reducir el actualmente muy elevado nivel de esta variable (en términos del PBI). Por lo tanto, la dinámica esperada para el Gasto Público en 2023 tendería a **augmentar el TCR de equilibrio**.
- Por último, resulta difícil anticipar la trayectoria de los **términos de intercambio**. En un escenario base, podríamos asumir que este precio relativo se mantiene en los actuales niveles o directamente cae si tenemos en cuenta la actual tendencia, los altos niveles que presentan los mismos y la mejora esperada para la cosecha durante el próximo año. En el primer caso (que se mantenga constante), **no se generarían cambios por este factor en el TCR de equilibrio**. Mientras que bajo la segunda hipótesis (caen respecto del nivel actual), **el TCR de equilibrio debería resultar más alto**.

De esta forma, no resulta claro qué podría suceder con el TCR de equilibrio durante 2024.

Con respecto a la dinámica del TCR, el mercado espera una corrección del atraso cambiario a través de la dinámica esperada del tipo de cambio oficial y de la tasa de inflación.

Analizando los precios del dólar futuro (Rofex) y las estimaciones de inflación de la última publicación del REM (junio 2023 - BCRA), es posible inferir que el mercado está anticipando tanto una mejora importante del TCR como algún plan de estabilización para el 2024.



- De acuerdo a esta información, entre julio y diciembre del 2023, el TCR podría mejorar un 28% y durante todo el 2024, subir un 12% adicional.
- Respecto de la inflación, la última publicación del REM mostró inflaciones mensuales esperadas muy similares a las actuales hasta fin de 2023. No obstante, para 2024 dicha encuesta exhibe una marcada diferencia entre las inflaciones esperadas de la primera y segunda parte de dicho año: 67% de inflación entre diciembre 2023 y junio 2024 y 23% entre junio y diciembre 2024.

De esta forma, si no hay cambios importantes en el TCR de equilibrio en 2024, la mejora esperada por los mercados para el TCR podría más que compensar el atraso cambiario registrado en el primer semestre del 2023.

Finalmente es importante destacar que el relativamente bajo “pass through” implícito en los precios del Rofex y las últimas proyecciones de inflación del REM, implica un escenario claramente optimista en cuanto a la dinámica del TCR. La experiencia argentina<sup>9</sup> muestra que gran parte de los saltos devaluatorios, con programas con algún cambio de régimen, terminan trasladándose casi totalmente a precios al cabo de cerca de un año sin importantes alteraciones en el TCR.

<sup>9</sup> Ver IERAL – Editorial del Informe de Coyuntura (2023), “Dólar oficial y salto Devaluatorio: ¿mejora sostenidamente la competitividad cambiaria?”, Año 32, Edición 1502, 29 de Junio de 2023. [https://www.ieral.org/images\\_db/noticias\\_archivos/4655-Informe%20de%20Coyuntura.pdf](https://www.ieral.org/images_db/noticias_archivos/4655-Informe%20de%20Coyuntura.pdf)

## En Foco 1

### **La inversión pública recuperó el nivel del 2018, pero con una mayor ponderación de proyectos nacionales en relación a los provinciales**

**Marcelo Capello y Valentina Gallardo**

- El consolidado de la inversión pública en el país, para el 2022, se desagrega del siguiente modo: un 54% fue ejecutado por provincias, 34% por municipios y 12% por Nación. En cambio, si se considera quién financia obras y equipos, se tiene que el 61% de los proyectos ejecutados fue sostenido por fondos de origen nacional y 39% por provincias (sin datos para el financiamiento propio de municipios)
- La mayor tasa de inversión pública de la última década se registró en los años 2014, 2015 y 2017 (3,1% del PIB); el mínimo en 2020 (1,8%), mientras que para 2022 ese guarismo fue de 2,6% del PIB. Al interior de esos datos se tiene una evolución del Sector Público Nacional (SPN) desde 1,1% del PIB en 2015 a 0,5% en 2020 y luego 0,9% en 2022. Considerando también las transferencias de capital a provincias (para obras que se ejecutan en esas jurisdicciones y en municipios), la tasa de inversión pasa a 2,5% del PBI en el año 2015; 1,0% del PIB en 2019 y 2020 y 1,6% en 2022. Por supuesto, se trata de una medición monetaria, que puede reconocer distintos grados de eficacia en términos de kilómetros de rutas y m<sup>2</sup> de construcción, así como en la selección de los proyectos y su transparencia, claves para determinar su rentabilidad económica y social
- En el primer semestre de 2023, la inversión pública nacional subió un 17% interanual en valores constantes y las transferencias de capital lo hicieron nacionales un 39,3% interanual. El consolidado de ambas variables registró un incremento de 25,8% interanual en el primer semestre, siempre en valores constantes
- Como proporción del Producto Bruto Geográfico (PBG) de cada provincia se tiene que los mayores niveles de inversión pública se encuentran en Formosa (16% del PBG), Santiago del Estero (10,2%) y San Luis (8,5%). Las provincias con menor inversión pública en 2022 son Buenos Aires y Santa Cruz, ambas con un 0,8% del PBG. Entre las provincias más pobladas, la mayor inversión se realiza en Córdoba (2,1%), seguida por Mendoza (1,3%) y Santa Fe (1,2%). En CABA, resulta 1% del PIB.
- Las provincias financiaron su gasto de capital con ahorro corriente en un 75% del total, un 15% con transferencias de capital discrecionales desde Nación, un 5% con Disminución de su Inversión Financiera, un 4% con endeudamiento y el restante 1% con recursos propios de capital. Al existir escaso acceso al crédito, el año pasado el mecanismo del endeudamiento para incrementar el gasto en capital fue apenas marginal

- Existen casos como Chubut, Jujuy y Córdoba, que financiaron más de un 90% de su gasto de capital con ahorro corriente, y solo unas pocas provincias recurrieron al endeudamiento para financiar su gasto de capital (32% del total en Río Negro, 20% en Buenos Aires, 15 en La Pampa y 13% en Tierra del Fuego)
- Como consecuencia de los altos niveles de ahorro corriente observados en 2022, 17 de las 24 jurisdicciones exhibieron un “excedente” luego de pagar gastos corrientes y de capital, que les permitió reducir su nivel de endeudamiento. Medido en términos de los ingresos corrientes, el mayor nivel de excedente para pagar deuda lo obtuvo CABA (10,6%), seguida de Córdoba (10%) y Santa Fe (8,5%). En general, se trata de provincias en las que los servicios de deuda tienen significación en sus presupuestos, pero las condiciones del país impiden las refinanciaciones al vencimiento, lo que restringe su capacidad de invertir

La inversión pública resulta fundamental para el crecimiento económico, pues conduce a incrementar la cantidad y calidad de la infraestructura, lo cual permite aumentar la productividad de las empresas y mejorar la calidad de vida de la población. En un país federal, como Argentina, su ejecución se encuentra a cargo de los tres niveles de gobierno. En este sentido, si en el año 2022 se considera conjuntamente a la inversión total, un 54% fue ejecutado por provincias, 34% por municipios y 12% por Nación. En cambio, si se considera quién financia, un 61% fue nacional y 39% provincial (sin datos para financiamiento propio de municipios).

Vale aclarar que la Inversión Real Directa (IRD) a cargo del sector público, incluye el gasto en Trabajos Públicos (“obra pública”) y en Bienes de Capital. Además, suelen existir Transferencias de Capital (TK) entre niveles de gobierno, para que el receptor ejecute inversión pública, que financia el nivel superior de gobierno. Típicamente de Nación a Provincias, y de Provincias a Municipios. Suele darse el caso, menos frecuente, de transferencias de capital directas de Nación a Municipios.

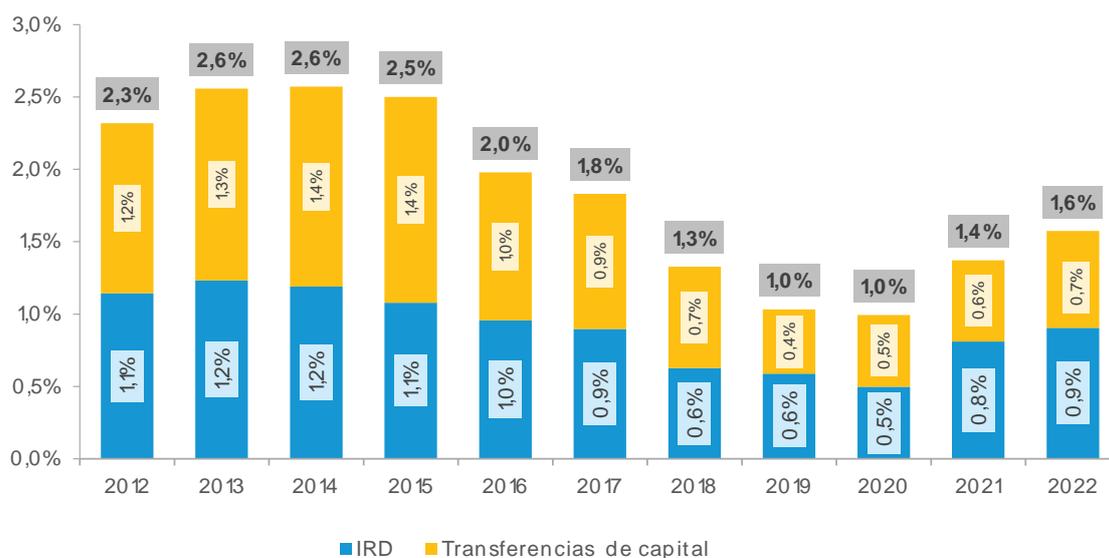
Las transferencias de capital pueden ser automáticas o discrecionales. En las primeras, existe una ley que rige la distribución de algún impuesto, cuyo destino es la ejecución de inversión pública. Es lo que ocurre, por ejemplo, con el impuesto a los combustibles, cuya distribución entre Nación y Provincias privilegia destinos de inversión pública (obras de vialidad, vivienda, obras de desarrollo eléctrico, etc.). En cambio, en las transferencias discrecionales no existe una normativa que rijan la distribución objetiva de algún impuesto con fines de inversión pública, sino que son definidas por el nivel de gobierno otorgante, con los límites que le impone el presupuesto aprobado cada año. Como resulta previsible, este tipo de transferencias históricamente han sido utilizadas con criterio mayoritariamente político.

Considerando al Sector Público Nacional (SPN), la IRD bajó desde 1,1% del PIB en 2015 a 0,5% en 2020, y luego se recuperó para alcanzar 0,9% en 2022. Considerando también las

TK a provincias (se convierte en inversión provincial o transferencias a los municipios para que inviertan), el guarismo asciende a 2,5% del PBI en el año 2015 (similar a los dos años previos), 1,0% del PIB en 2019 y 2020 y 1,6% en 2022. Por supuesto, además del nivel monetario que alcanzan las inversiones, debería también medirse su cuantía física (kilómetros de rutas, m<sup>2</sup> de construcción, etc.), así como garantizar transparencia y un método de selección que garantice ejecutar los proyectos más rentables económica y socialmente.

### Nación: Inversión Real Directa más Transferencias de Capital

Período 2012 - 2022. En % del PIB.

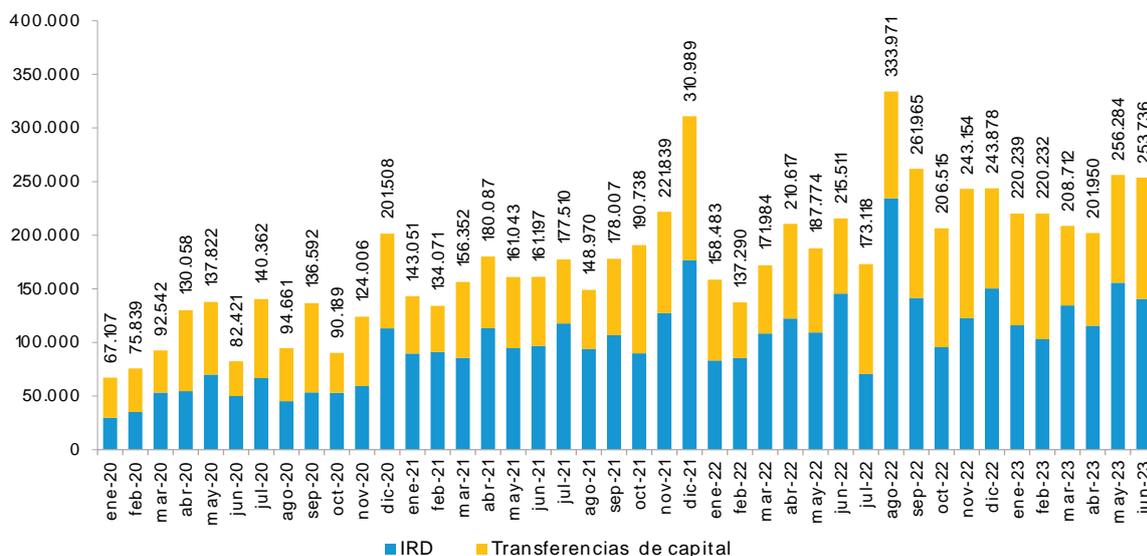


Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Ministerio de Economía.

En el primer semestre de 2023, la IRD nacional sube un 17%, en valores constantes, respecto a igual período de 2022. En el caso de las TK nacionales, subieron un 39,3% interanual en el primer semestre. Conjuntamente, IRD más TK aumentaron un 25,8% en el primer semestre, en valores constantes.

### Nación: Inversión Real Directa más Transferencias de Capital

Período ene-20 a jun-22. En pesos constantes de jun-23.

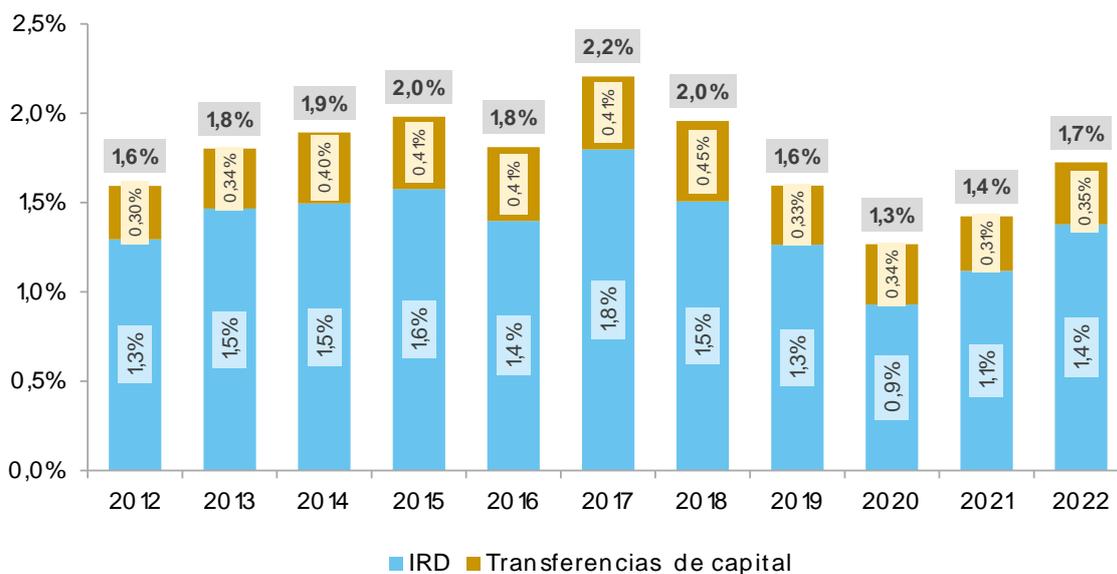


Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Ministerio de Economía.

A nivel provincial, las TK (generalmente se convierten en inversión de los municipios) se mantuvieron en torno a 0,3% - 0,4% del PBI en todo el periodo considerado, mientras que la IRD lo hizo entre 0,9% y 1,8% del PBI. La IRD alcanzó su máximo en el año 2017 (1,8%) y en 2022 resultó similar al nivel de 2016 (1,4%). Sumando IRD más TK, el mayor nivel de inversión pública provincial se habría dado en 2017 (2,2% del PIB), el menor en 2020 (1,3%) y en 2022 alcanzó un 1,7% del PIB. Los altos guarismos de inversión pública provincial en 2017 y 2018 se debieron, en buena medida, al acceso al crédito externo que existió en esos años.

### Provincias: Inversión Real Directa más Transferencias de Capital

Periodo 2012-2022. Consolidado SPP

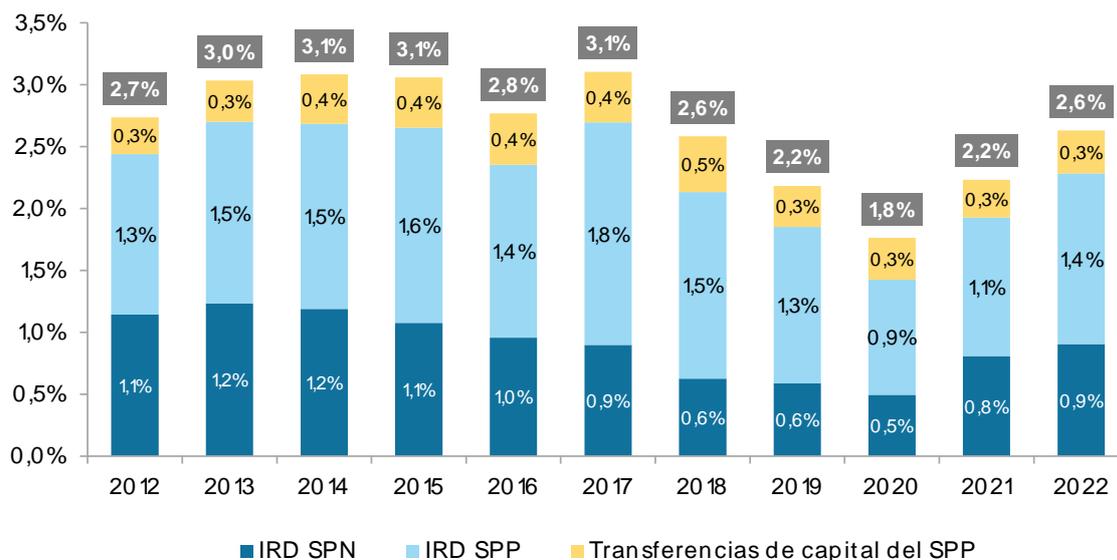


Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Ministerio de Economía y DNAP.

Si se considera la inversión pública nacional (IRD Nación) más la provincial (IRD Provincias), y las TK de provincias (normalmente se traducen en inversiones municipales)<sup>1</sup>, se tiene una buena aproximación para la inversión pública total del país. En esta medición, la mayor inversión pública se dio en los años 2014, 2015 y 2017 (3,1% del PIB), el mínimo en 2020 (1,8%) y en 2022 se ubicó en 2,6% del PIB.

### Nación y Provincias: Inversión Real Directa y Transferencias de Capital

Periodo 2012-2022



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Ministerio de economía y DNAP

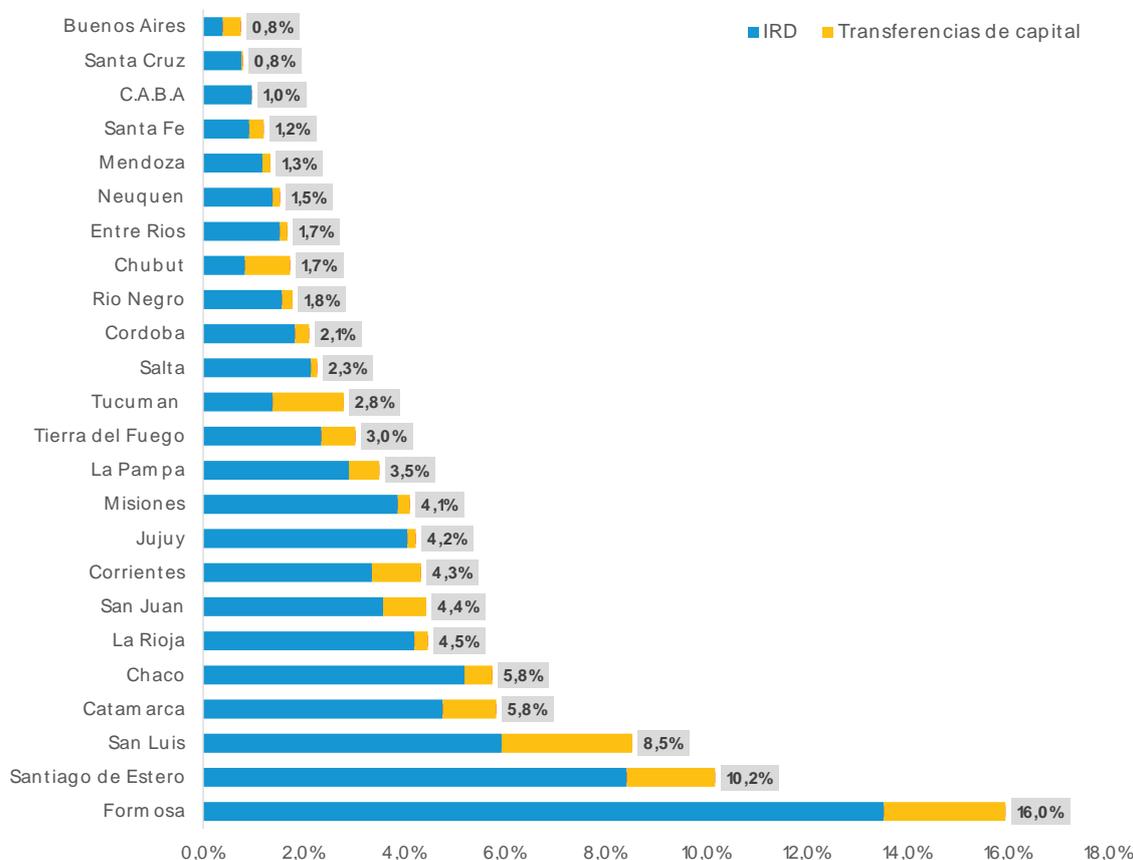
<sup>1</sup> No se incluyen TK nacionales, pues éstas se transforman en IRD de provincias, y en algunos casos de municipios.

## Inversión pública según regiones y provincias

A continuación, se muestran niveles de IRD y TK de provincias en el año 2022, como proporción del Producto Bruto Geográfico (PBG) de cada provincia. Puede observarse que los mayores niveles de inversión pública se encuentran en Formosa (16% del PBG), Santiago del Estero (10,2%) y San Luis (8,5%). Las provincias con menor inversión pública en 2022 son Buenos Aires y Santa Cruz, ambas con un 0,8% del PBG. Entre las provincias más pobladas, la mayor inversión se realiza en Córdoba (2,1%), seguida por Mendoza (1,3%) y Santa Fe (1,2%). En CABA, resulta 1% del PIB.

### Provincias: Inversión Real Directa más Transferencias de Capital

Año 2022 - En % del PBG



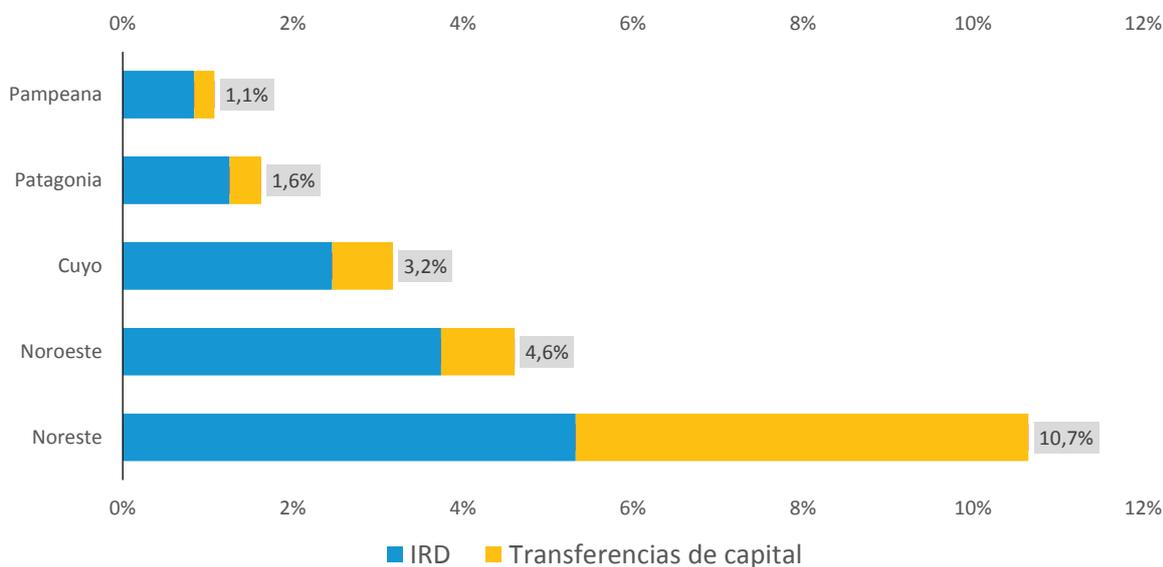
Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a DNAP

Al realizar el análisis por regiones, pueden apreciarse diferencias marcadas. Por caso, en la Pampeana, Córdoba y La Pampa son las provincias con mayor inversión pública en el último año (2,1% y 3,5% del PBG, respectivamente), mientras en el otro extremo se ubica la provincia de Buenos Aires, con un 0,7% del PBG. CABA muestra una alta inversión pública cuando se mide en términos per cápita, pero no resulta tan elevada cuando se lo hace en % del PBG.

Los mayores niveles de inversión se encuentran en la región Noroeste, donde destaca Formosa, y los menores en la región Pampeana y Patagonia. Otras provincias con alto nivel de IRD son San Luis en Cuyo, y Santiago del Estero en el NOA.

### Inversión Real Directa más Transferencias de Capital por región

Año 2022. En % del PBG de la región



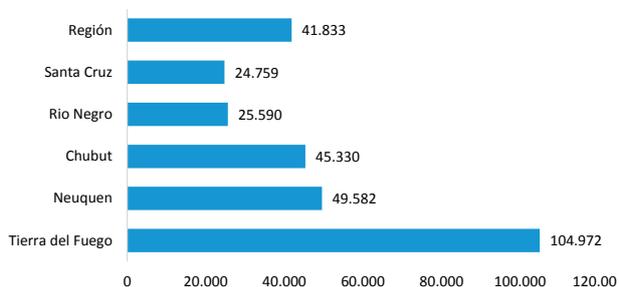
Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a DNAP

## Inversión Pública Provincial (IRD) más Transferencias de Capital por regiones Año 2022

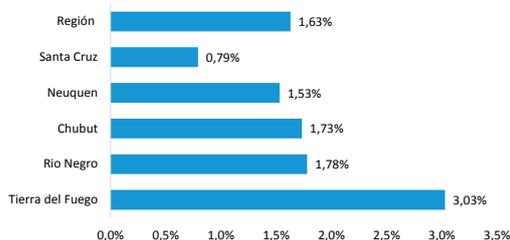
**En pesos per cápita (\$)**

**En porcentaje del PBG (%)**

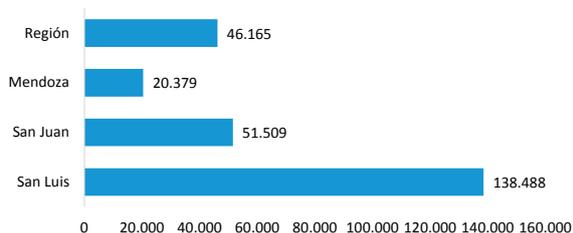
### Patagonia



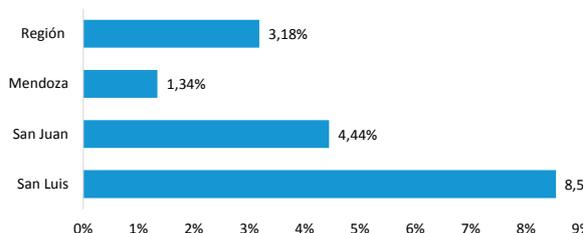
### Patagonia



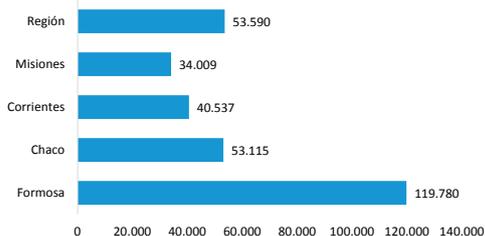
### Cuyo



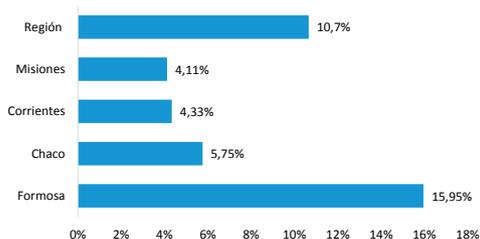
### Cuyo



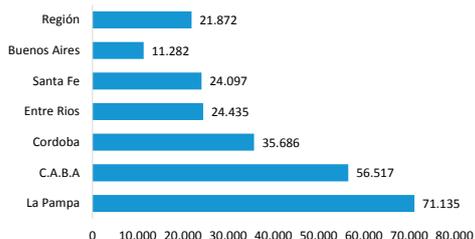
### Noreste



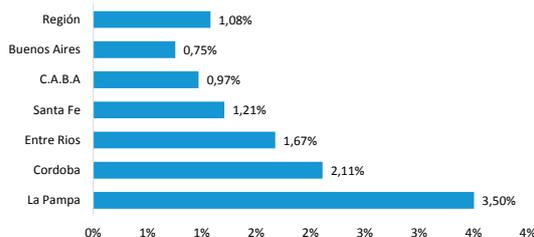
### Noreste



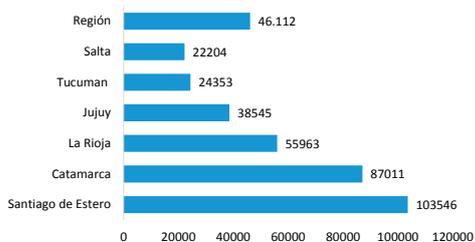
### Pampeana



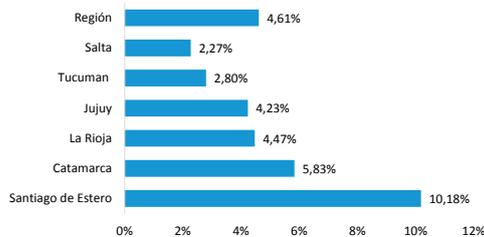
### Pampeana



### Noroeste



### Noroeste

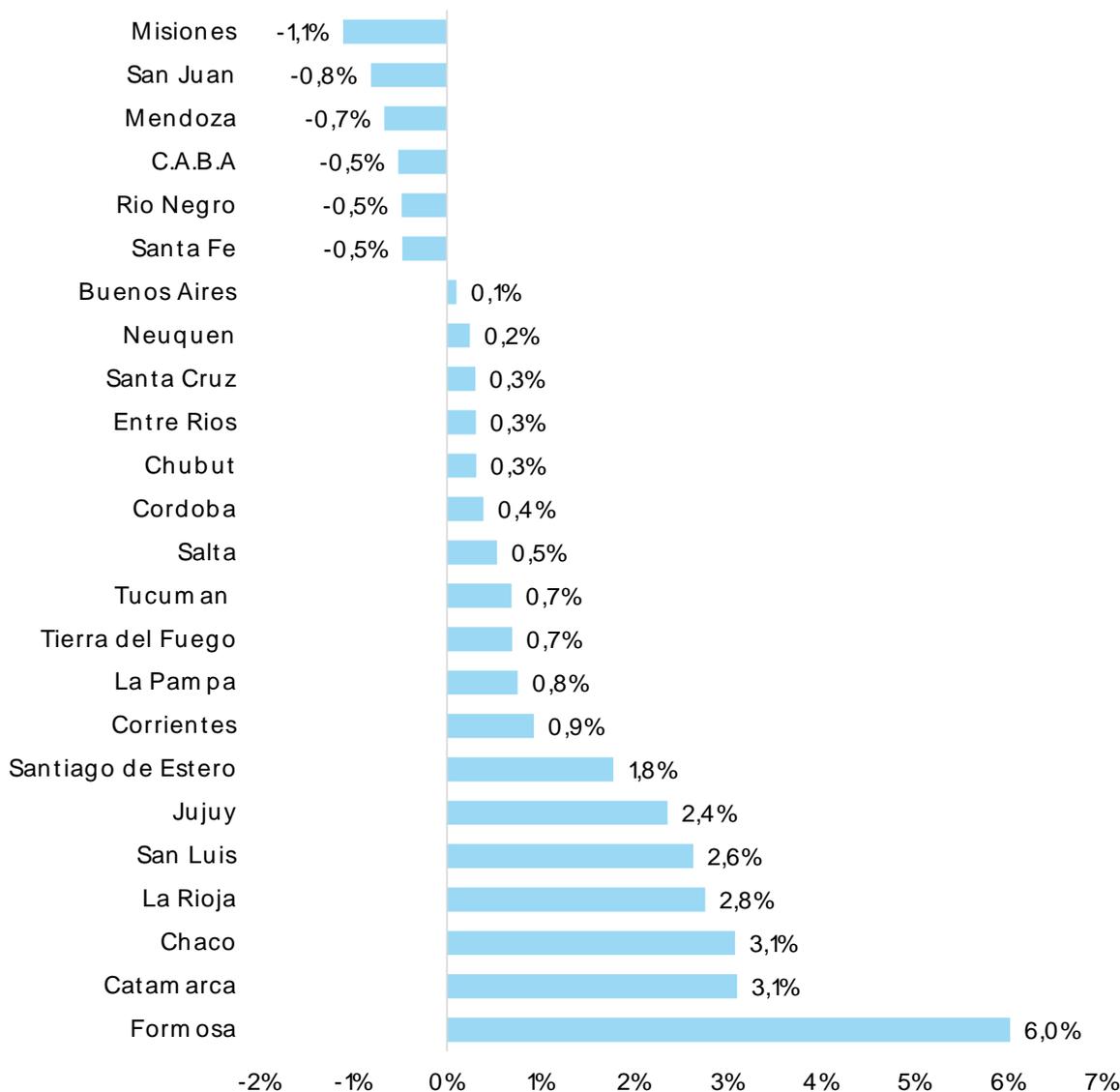


Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a DNAP

Si se analiza la inversión provincia desde el inicio de las actuales administraciones (2022 versus 2019), las mayores subas, en % del PBG, se dieron en Formosa (+6%), Catamarca (+3,1%) y Chaco (+3,1%), y las menores en Misiones (-1,1%) y San Juan (-0,8%)

### Incremento de la Inversión Real Directa entre 2019 y 2022

En puntos porcentuales del PBG



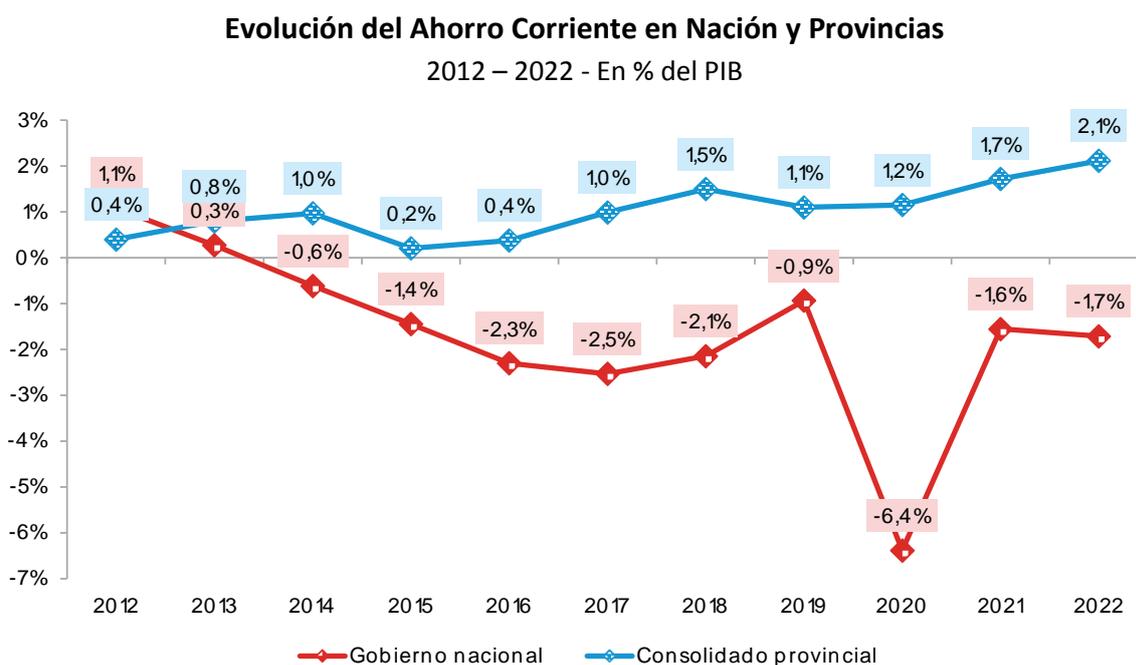
Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a DNAP

### Financiamiento del gasto de capital en provincias

El gasto de capital (incluye la IRD y las TK, pero también la Inversión Financiera) puede ser financiado con Ahorro Corriente (diferencia entre ingresos y erogaciones corrientes), con Ingresos de Capital (propios o recibidos desde otro nivel de gobierno), Disminución de la Inversión Financiera (por venta de activos financieros) y Endeudamiento. La fuente de financiamiento más genuina de la inversión pública es el ahorro corriente, aunque hasta cierto punto se justifica también el uso del endeudamiento, pues suele tratarse de erogaciones que brindan beneficios a más de una generación, y por ende resulta adecuado

que sean financiadas no sólo por la actual generación. Pero el acceso al endeudamiento debe realizarse en un marco de sustentabilidad fiscal a largo plazo.

En la última década, siempre las provincias exhibieron ahorro corriente, con su nivel más alto en 2022 (2,1% del PIB), y el menor en 2015 (0,2%). En cambio, a nivel del sector público nacional se verificó siempre desahorro corriente<sup>2</sup> (endeudamiento para pagar gastos corrientes), salvo en 2012 y 2013. El máximo desequilibrio corriente ocurrió 2017 (-2,5% del PIB), luego mejora hasta 2019 (-0,9), aumenta fuertemente en 2020 por pandemia (-6,4%), y en 2022 aún se ubicaba en un déficit corriente de 1,7% del PIB.



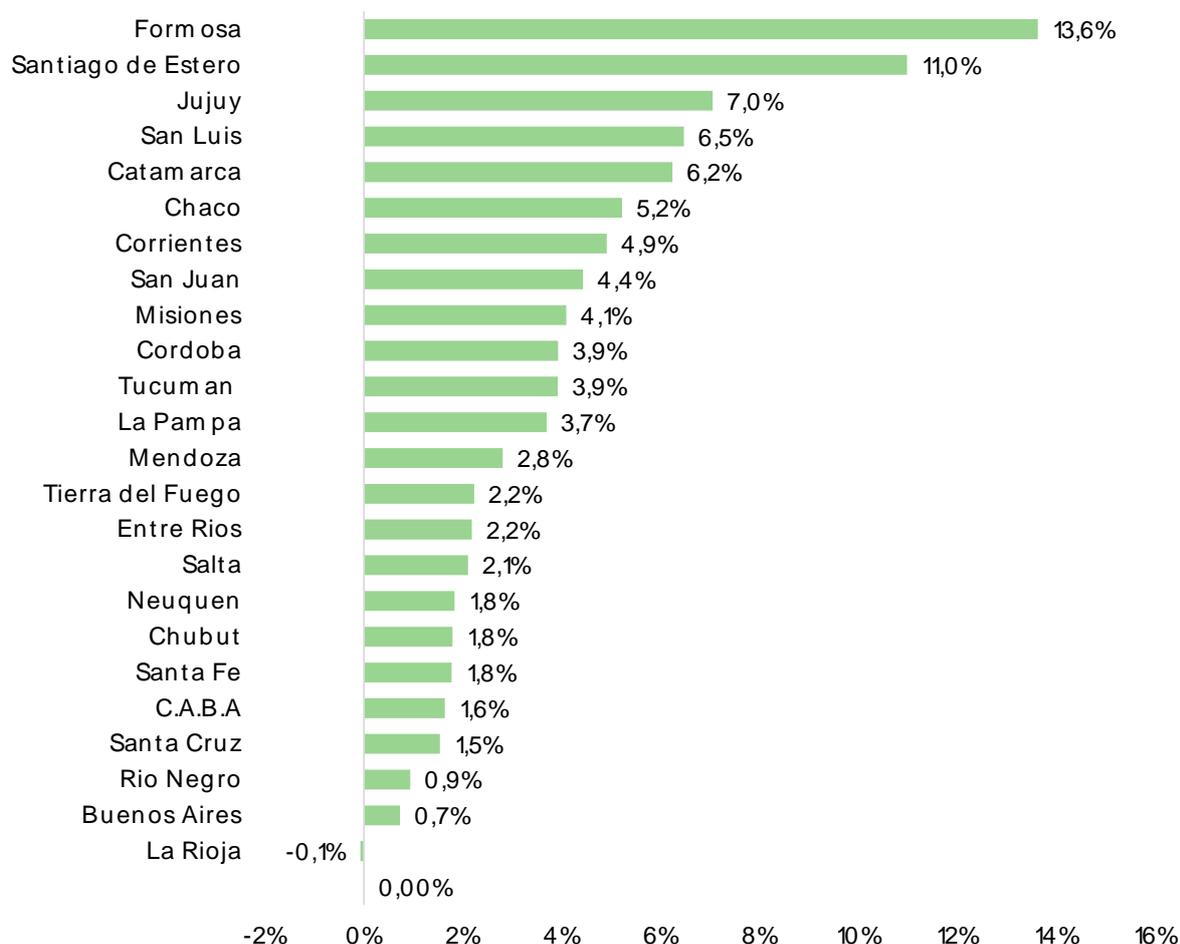
Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Ministerio de economía y DNAP

A nivel de provincias individuales, en el año 2022 el mayor ahorro corriente se observó en Formosa (13,6% del PBG) y Santiago del Estero (11%), en tanto que la única provincia con déficit corriente fue La Rioja (-0,1%), que financió un 86% de su gasto de capital con Transferencias discrecionales desde Nación. Entre las provincias más pobladas, el mayor ahorro corriente lo exhibieron Córdoba (3,9% del PBG) y Mendoza (2,8%) y el menor ocurrió en Buenos Aires (0,7%).

<sup>2</sup> No se incluyeron las Rentas de Propiedad para calcular el ahorro corriente en Nación.

### Ahorro Corriente por provincia

Año 2022 - En % del PBG



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a DNAP

A continuación, se considera el gasto de capital de cada provincia en 2022, y se supone que se financió con las siguientes fuentes (en ese orden): Transferencias de capital de la Nación, Ingresos propios de capital, Disminución de la inversión financiera provincial y Ahorro corriente. Si tras la anterior imputación, queda por explicar alguna porción del gasto de capital, se supone que se cubrió por endeudamiento. Aunque también podría ocurrir que sobre Ahorro corriente tras financiar los gastos de capital, en ese caso se supone que no se usa endeudamiento para financiar erogaciones de capital, sino sólo para pagar amortizaciones de capital de la deuda, junto al eventual excedente del ahorro corriente.

Así las cosas, en el año 2022 las provincias financiaron su gasto de capital en un 75%, en promedio, con ahorro corriente, un 15% con transferencias de capital discrecionales desde Nación, un 5% con Disminución de su Inversión Financiera, un 4% con endeudamiento y un 1% con recursos propios de capital. Al existir escaso acceso al crédito (principalmente organismos internacionales), el año pasado prácticamente no se destinó endeudamiento al financiamiento de gasto de capital.

Existen casos como Chubut, Jujuy y Córdoba, que financiaron más de un 90% de su gasto de capital con ahorro corriente, y solo unas pocas provincias debieron recurrir al endeudamiento para financiar su gasto de capital (32% del total en Río Negro, 20% en Buenos Aires, 15 en La Pampa y 13% en Tierra del Fuego).

Entre las provincias más pobladas, la que financió en 2022 una mayor proporción de su gasto de capital con ahorro corriente fue Córdoba (94%), seguida por CABA (88%), Buenos Aires (77%), Mendoza (66%)<sup>3</sup> y Santa Fe (54%).

### Fuentes de Financiamiento del Gasto de Capital por Provincias

Año 2022. Porcentaje del Gasto en Capital

Provincia	Fuente de financiamiento				
	Transferencias discrecionales de Nación	Recursos propios de capital	Disminución de la Inversión Financiera	Ahorro corriente	Endeudamiento
CABA	2%	10%	0%	88%	0%
Buenos Aires	3%	0%	0%	77%	20%
Catamarca	19%	0%	2%	79%	0%
Córdoba	5%	0%	1%	94%	0%
Corrientes	13%	0%	1%	86%	0%
Chaco	18%	1%	0%	79%	3%
Chubut	3%	0%	3%	94%	0%
Entre ríos	24%	0%	3%	73%	0%
Formosa	19%	0%	0%	81%	0%
Jujuy	3%	1%	0%	96%	0%
La Pampa	7%	0%	5%	73%	15%
La Rioja	86%	0%	8%	0%	6%
Mendoza	33%	0%	1%	66%	0%
Misiones	12%	0%	4%	84%	0%
Neuquén	8%	1%	9%	82%	0%
Río Negro	10%	2%	4%	52%	32%
Salta	15%	0%	2%	83%	0%
San Juan	10%	0%	6%	84%	0%
San Luis	5%	0%	23%	71%	1%
Santa Cruz	17%	0%	6%	78%	0%
Santa Fe	9%	0%	37%	54%	0%
Santiago de Estero	12%	0%	3%	85%	0%
Tucumán	21%	0%	1%	78%	0%
Tierra del Fuego	13%	0%	2%	72%	13%
Promedio	15%	1%	5%	75%	4%

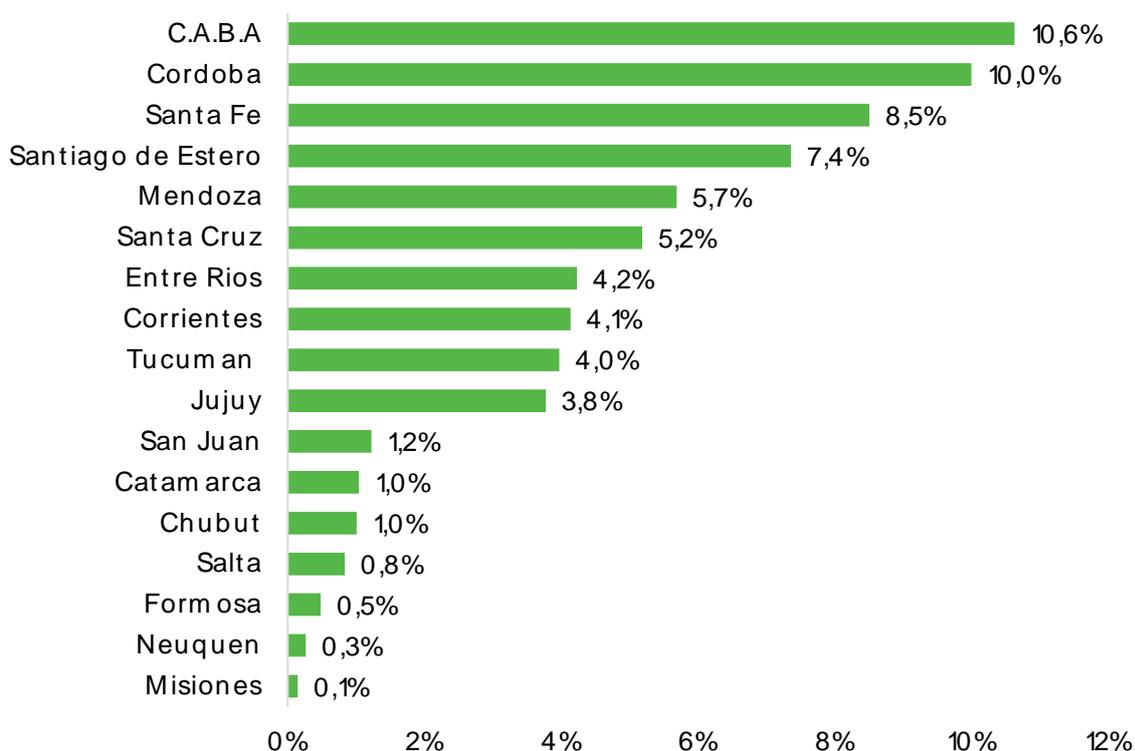
Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a DNAP

<sup>3</sup> Es un caso especial, porque recibe transferencias para Portezuelo del Viento, obra que no se está ejecutando.

Además, como consecuencia de los altos niveles de ahorro corriente observados en 2022, 17 de las 24 jurisdicciones exhibieron un “excedente” luego de pagar gastos corrientes y de capital, que les permitió aplicar a reducir su nivel de endeudamiento. Medido en términos de los ingresos corrientes, el mayor nivel de excedente para pagar deuda lo obtuvo CABA (10,6%), seguida de Córdoba (10%) y Santa Fe (8,5%). Claramente, las provincias en que los servicios de deuda impactan en mayor medida, al no existir prácticamente acceso al crédito, deben generar alto ahorro corriente para cumplir con esas obligaciones, y no en todos los casos alcanzan a ejecutar niveles importantes de inversión pública.

### Ahorro Corriente disponible para pagar deuda en provincias con excedente

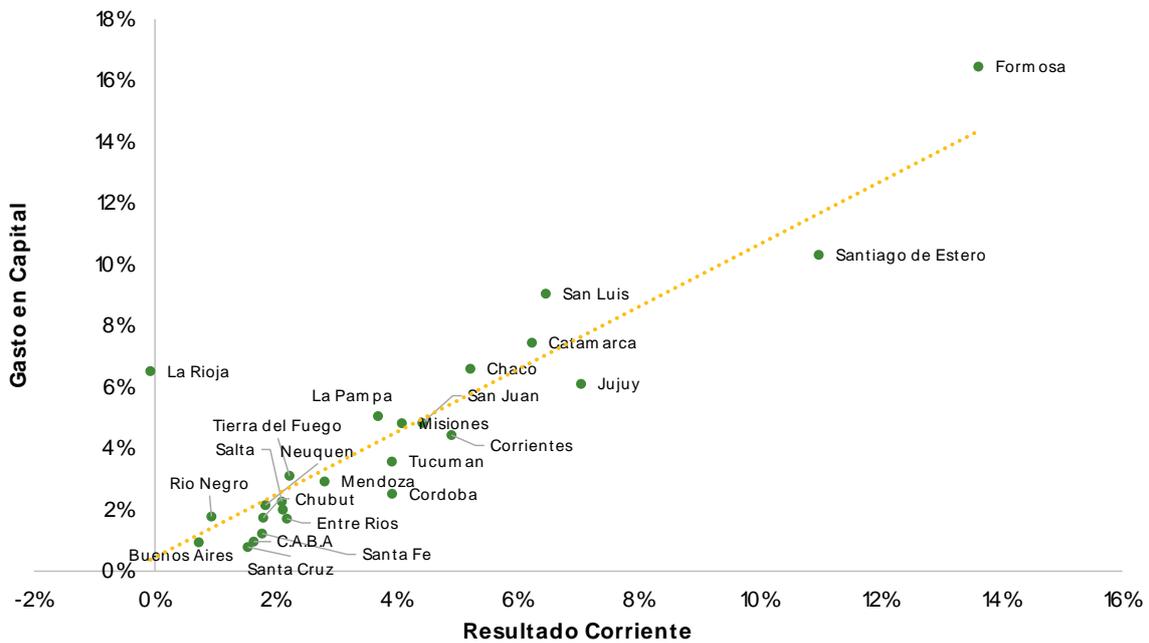
Año 2022. En % de los Ingresos Corrientes



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a DNAP

**Relación entre el Gasto de Capital y el Resultado Corriente**

Año 2022. En % del PBG



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a DNAP