



**IERAL**

Fundación  
Mediterránea

# Informe de Coyuntura del IERAL

Año 32 - Edición N° 1517 – 7 de Septiembre de 2023

**Coordinador: Jorge Vasconcelos**

**Editorial – Gustavo Reyes**

BRICS: ¿Buena o mala idea para Argentina?

**En Foco 1 – Jorge Vasconcelos y Maximiliano Gutiérrez**

Se diluye rápidamente el efecto de la devaluación en el frente externo, dejando un mayor desorden interno

**En Foco 2 – Marcelo Capello, Nicolás Cámpoli y Valentina Gallardo**

Marcadas asimetrías en transferencias discrecionales a provincias

## 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

**BRICS: ¿Buena o mala idea para Argentina?**

- El ingreso de Argentina a los BRICS ha traído bastante polémica desde el punto de vista político en nuestro país. Si bien los aspectos geopolíticos juegan en contra, el balance debe contemplar las necesidades que tiene Argentina de expandir su comercio con el mundo, ampliar sus posibilidades de financiamiento y diversificar sus reservas internacionales con monedas ampliamente aceptadas y fuertes a nivel internacional
- El bloque no generó un gran comercio entre sus integrantes, sino que lo hizo básicamente con China, mientras que el financiamiento otorgado por los BRICS en general y por China en particular resulta más caro que el de los Organismos Internacionales
- En la medida que la cuenta Capital del Balance de Pagos de China se mantenga relativamente cerrada, los regímenes de gobierno de Rusia y China no giren hacia sistemas más democráticos, y se mantengan los desequilibrios de ahorro que presentan la mayoría de los países del bloque; el Renminbi o la posible moneda común de los BRICS, enfrentarán serias trabas para su internacionalización
- La estrategia de inserción de Argentina al mundo tanto comercial como financiero debería ser a través de acuerdos con los países más relevantes y menos cuestionados de los BRICS, y también con el resto de países y bloques comerciales de todo el mundo, caso de la Unión Europea

**En Foco 1:**

22

***Se diluye rápidamente el efecto de la devaluación en el frente externo, dejando un mayor desorden interno***

- Desde la devaluación post-PASO, el BCRA acumula compras por poco más de USD 1.150 millones en el mercado oficial de cambios, pero al mismo tiempo se habría alcanzado un record en las intervenciones vendedoras en el MEP, por aproximadamente USD 1.000 millones, contra un promedio mensual previo en torno a USD 240 millones
- En este escenario de manta corta, la contrapartida de las fuertes intervenciones vendedoras en el mercado libre por parte del gobierno es la merma en las divisas disponibles para el pago de importaciones. Así, la deuda comercial de los importadores se habría incrementado sólo en agosto en USD 2.770 millones, acumulando más de USD 10.000 millones en lo que va del año
- En base a estas estimaciones, el stock de deuda por importaciones alcanzaría a USD 41.900 millones, un 84% por encima del stock promedio del período 2017-2021
- Con los datos de inflación de agosto que se van conociendo (12,2 % en Córdoba; 10,8 % en CABA) se confirma que en poco más de 2 meses se estará agotando el efecto "competitividad" de la devaluación del mes pasado. Esta situación contrasta con la devaluación llevada a cabo en enero de 2014, donde esto ocurrió en 11 meses (y no es un "modelo" a seguir)
- En los meses previos a la devaluación de enero de 2014, la emisión bruta por parte del Banco Central, antes de esterilización, mostraba un ritmo de incremento de 3,4% mensual en relación a la base monetaria de fin de noviembre de 2013. En el presente, la emisión bruta de pesos corre al 30% mensual en relación a la base monetaria de fin de junio de 2023
- La inflación acumulada entre julio de 2019 y agosto de 2023 es de poco más de 710%. Sin embargo, se ha dado una notable dispersión en la evolución de los distintos ítems, lo que ha originado una marcada distorsión de precios relativos. En un extremo se ubican los precios de los servicios regulados: Agua, Electricidad y Gas que, según datos de CABA, han quedado rezagados entre 150 y 500 puntos porcentuales respecto al IPC. En el otro extremo, los precios de indumentaria y automóviles se han "adelantado" al IPC entre 300 y 400 puntos porcentuales, con un precio del dólar libre que lo ha hecho en casi 800 puntos

- La distorsión de precios relativos ocurrida en los últimos 4 años ha generado también adelanto significativo de 150 puntos porcentuales de los precios de alimentos y bebidas respecto a los salarios privados formales (mucho más en relación a informales)

## **En Foco 2:**

**29**

### ***Marcadas asimetrías en transferencias discrecionales a provincias***

- En agosto, con transferencias discrecionales que exhiben una reducción interanual real del 4,1%, las transferencias automáticas subieron en todas las provincias, de modo que las transferencias totales cayeron solo en dos casos (CABA y Corrientes). La mayor suba ocurrió en Santa Cruz, con un 20% respecto a agosto de 2022
- En transferencias discrecionales, se tiene para agosto un incremento interanual en términos reales de entre el 150 % y el 200% para las provincias de Santa Cruz, Tierra del Fuego y Salta. En el otro extremo, para cuatro jurisdicciones, hubo caídas en términos reales cercanas o superiores al 50 %, caso de CABA, Entre Ríos, Corrientes y San Juan
- Considerando el acumulado de enero a agosto de 2023, las transferencias automáticas a provincias experimentaron caída en términos reales y en el caso de las discrecionales el panorama fue heterogéneo. La más perjudicada en este rubro fue CABA con una merma interanual de 57% en términos reales para enero-agosto, mientras que la más favorecida resultó Santa Cruz (+95%)
- Tomando como base los giros a provincias de 2019, para el período de enero a agosto de cada año, se tiene que las transferencias automáticas de 2023 resultan el segundo mejor año, luego de 2022, con una suba 3%, en valores constantes

## Editorial

### BRICS: ¿Buena o mala idea para Argentina?

Gustavo Reyes

- El ingreso de Argentina a los BRICS ha traído bastante polémica desde el punto de vista político en nuestro país. Si bien los aspectos geopolíticos juegan en contra, el balance debe contemplar las necesidades que tiene Argentina de expandir su comercio con el mundo, ampliar sus posibilidades de financiamiento y diversificar sus reservas internacionales con monedas ampliamente aceptadas y fuertes a nivel internacional
- El bloque no generó un gran comercio entre sus integrantes, sino que lo hizo básicamente con China, mientras que el financiamiento otorgado por los BRICS en general y por China en particular resulta más caro que el de los Organismos Internacionales
- En la medida que la cuenta Capital del Balance de Pagos de China se mantenga relativamente cerrada, los regímenes de gobierno de Rusia y China no giren hacia sistemas más democráticos, y se mantengan los desequilibrios de ahorro que presentan la mayoría de los países del bloque; el Renminbi o la posible moneda común de los BRICS, enfrentarán serias trabas para su internacionalización
- La estrategia de inserción de Argentina al mundo tanto comercial como financiero debería ser a través de acuerdos con los países más relevantes y menos cuestionados de los BRICS, y también con el resto de países y bloques comerciales de todo el mundo, caso de la Unión Europea

El ingreso de Argentina a los BRICS ha traído bastante polémica desde el punto de vista político en nuestro país. Como era de esperar, el candidato a presidente del oficialismo mostró un apoyo total a la iniciativa pero los dos principales postulantes de la oposición rápidamente manifestaron su descontento debido a la presencia en el bloque de países como Rusia e Irán (también nuevo integrante).

Si bien los aspectos geopolíticos actuales juegan claramente en contra, los mismos deberían ser sopesados con las claras necesidades que tiene Argentina de expandir su comercio con el mundo<sup>1</sup>, ampliar sus posibilidades de financiamiento y diversificar sus reservas internacionales con monedas ampliamente aceptadas y fuertes a nivel internacional.

---

<sup>1</sup> Ver Vasconcelos, J., (2023), "A propósito de los BRICS y cuando se jodió la Argentina", Revista Novedades Económicas, Año 45 – Edición 1086 – 28 de Agosto, [https://www.ieral.org/images\\_db/noticias\\_archivos/4673-Revista%20Novedades%20Económicas.pdf](https://www.ieral.org/images_db/noticias_archivos/4673-Revista%20Novedades%20Económicas.pdf)

Para evaluar todas estas posibilidades, la presente editorial describe en primer lugar una breve historia de los BRICS y su performance, para luego analizar la dinámica del bloque respecto a la generación de comercio, las posibilidades de financiamiento que ofrece, y el grado de factibilidad que el Renminbi (o la eventual moneda en común) permita una importante desdolarización de la economía mundial. Teniendo en cuenta todo este análisis, finalmente se evalúan los pros y contra que enfrenta la Argentina al ingresar a dicho bloque.

Han pasado más de 20 años desde que Jim 'O Neil, ex – economista jefe de Goldman Sachs, acuñó el término BRIC para agrupar las economías de Brasil, Rusia, India y China, y un poco más de 10 años de la inclusión de Sudáfrica que originó un pequeño cambio en las siglas del grupo que pasó a autodenominarse BRICS. Durante dicho tiempo, este grupo de países en el que vive actualmente cerca del 40% de la población mundial, se afirmó como protagonista indiscutido en el escenario económico internacional debido a su creciente participación en el comercio y la producción mundial total.

El bloque BRICS agrupa a países con muy diferentes historias, culturas, geografía, sistemas políticos y modelos económicos. El objetivo inicial y formal de la constitución del bloque fue promover la cooperación y el desarrollo de sus integrantes. Con el tiempo, sus integrantes mostraron que también tienen como finalidad constituirse en un contrapeso del poder económico de los Estados Unidos y de los principales países avanzados (G7).

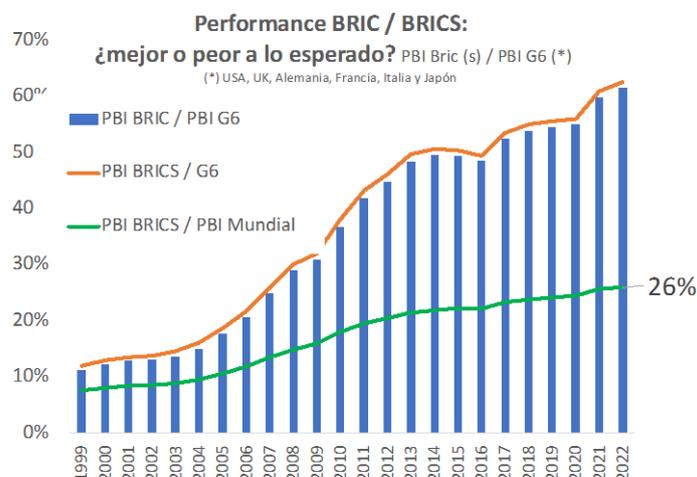
Los BRICS culpan fuertemente a las políticas económicas americanas y a Wall Street por la inestabilidad financiera del mundo y la recesión de 2009 (la primera desde la 2da. guerra mundial). Sostienen que el destrato hacia las economías menos desarrolladas por parte de Estados Unidos data de mucho tiempo y que el G7 mantiene un poder económico cada vez más desproporcionado. Estas tensiones han escalado fuertemente con la guerra entre Ucrania y Rusia debido a las sanciones impuestas a este último país por los principales grupos de Occidente, las declaraciones del presidente de Brasil culpando a Estados Unidos por incentivar dicha guerra, la evolución del precio internacional de la energía y de las commodities, el conflicto entre China y Taiwán, etc.

En el medio de estas fuertes controversias a nivel geo-político y económico, ha tomado un gran impulso la posibilidad que los BRICS lancen una moneda comercial conjunta como otra acción para fortalecer la posición del bloque en el mundo, reducir la dependencia del dólar y seguir impulsando la integración y el crecimiento de sus economías.

#### **A. La performance de los BRIC/S en los últimos 20 años:**

En 2003, Jim 'O Neil, el mismo que dos años antes había “bautizado” como BRIC a este grupo de países, pronosticó que el bloque en 2025 alcanzaría el 50% del PBI del grupo de países más avanzados de ese entonces (G6: Estados Unidos, Inglaterra, Alemania, Francia, Italia y Japón). El tiempo demostró que aquél pronóstico fue demasiado conservador.

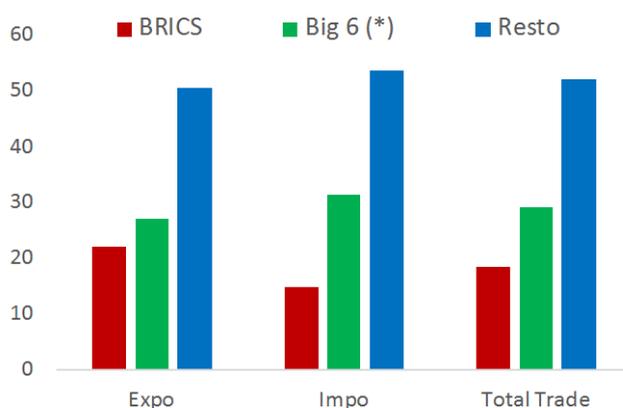
Como puede observarse en el siguiente gráfico, dicha participación fue alcanzada por los BRICS en 2017 y su PBI conjunto (incluido Sudáfrica), pasó del 8% del total mundial en 1999 al 26% en 2022.



Durante este período, la performance de los BRICS en términos del comercio internacional también fue muy buena. La participación del bloque actualmente alcanza al 22% del total mundial de exportaciones, apenas por debajo de la del G7 (27%). En términos de las importaciones, los BRICS representan el 14% de estas transacciones en el mundo y respecto al total de intercambios comerciales en el planeta, el bloque explica el 18.5%, liderado ampliamente por China (12,6%) y seguido por India (2.3%), Rusia (1.8%) y Sudáfrica (0.6%).

**Share en Comercio Mundial (en %)**

Año 2021 - (\*) USA, Alemania, Japón, C.Sur, Italia y Francia



A lo largo de la existencia del bloque, sus economías experimentaron un notable “catch-up” respecto de la economía de Estados Unidos que les permitió reducir las diferencias entre sus ingresos per cápita y el de la economía americana. No obstante, más allá de la lógica y

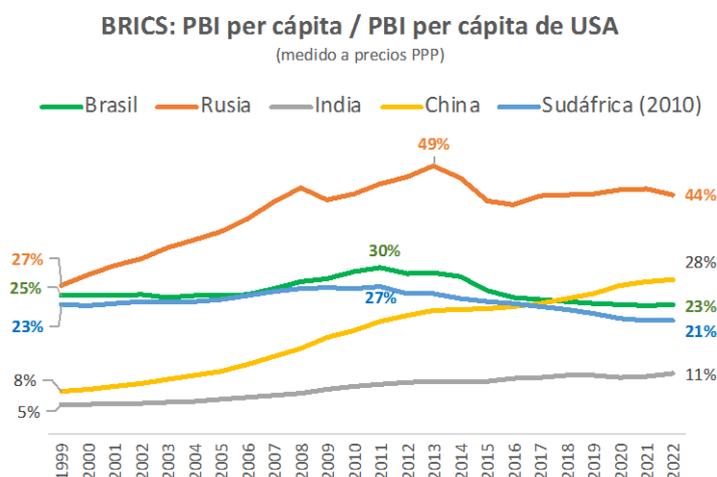
esperada desaceleración en el ritmo del crecimiento económico<sup>2 3</sup>, la dinámica de los integrantes del bloque no fue homogénea.

Los países más “exitosos” fueron China e India. En el primer caso, el ingreso per cápita<sup>4</sup> respecto de Estados Unidos más que se triplicó entre 1999 y 2022 (pasó del 8% al 28%) y en el caso de India, se duplicó (del 5% al 11%).

El caso de Rusia, si bien también fue exitoso ya que en dichos años multiplicó por 1.6 sus niveles de ingresos per cápita respecto de la economía americana, desde 2013 este proceso comenzó a revertirse. En dicho año, este país había alcanzado casi el 49% del ingreso per cápita de Estados Unidos, luego comenzó a bajar, para ubicarse en 2022 en un nivel cercano al 44% solamente.

Los países con peor performance relativa fueron Brasil y Sudáfrica. El ingreso per cápita del país sudamericano respecto de Estados Unidos mejoró durante los primeros años ya que pasó del 25% en 1999 al 30% en el 2011. Después de este último año, dicho cociente empezó a declinar para llegar a 2022 con el 23% del ingreso per cápita de la economía americana.

Sudáfrica tuvo una dinámica similar a la de Brasil, mejoró su nivel de ingreso per cápita relativo a Estados Unidos entre 1999 y 2011 (pasó del 23% al 27%) y luego fue cayendo para alcanzar el 21% en 2022.



## B. ¿Generaron comercio los BRICS dentro de su bloque?

En el plano comercial se destacan los avances del “Silk Road Initiative ” para promover el comercio, la integración con Asia Central como así también la gran cantidad de acuerdos comerciales que tienen con diversas regiones del mundo. Entre los principales acuerdos de

<sup>2</sup> Ver Barro, R. and Sala i Martin (1995), “Economic Growth”, Chapter 1, 1.2.8. Absolute and Conditional Convergence, Mc GrawHill.

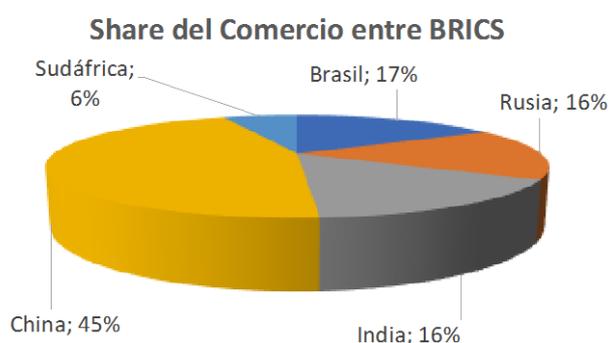
<sup>3</sup> The Economist, “How soon and at what height will China’s economy peak?”, may 13<sup>th</sup> 2023.

<sup>4</sup> Medido en Paridad Poder de Compra.

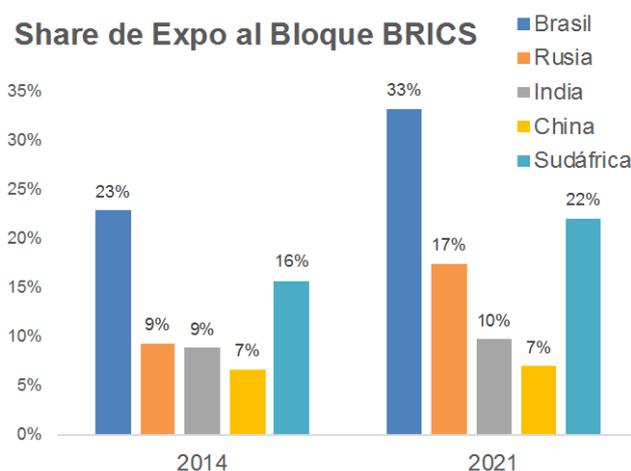
esta índole se destacan los que tienen con la región del ASEAN<sup>5</sup>, con Hong Kong, Macao y Taiwán como así también los acuerdos de libre comercio firmados con Corea de Sur, Japón, Pakistán, Australia, Nueva Zelanda, Perú, Chile, Costa Rica y el reciente acuerdo con Ecuador (mayo 2023).

Más allá de todas estas iniciativas, en términos cuantitativos, **las transacciones comerciales de los países integrantes representan cerca de un quinto del comercio total en el mundo pero sólo el 1.2% del comercio internacional se genera dentro de los BRICS.**

Dentro del comercio entre los BRICS, como es esperable, China tiene el mayor peso y es seguido por Brasil, Rusia e India que presentan porcentajes similares.



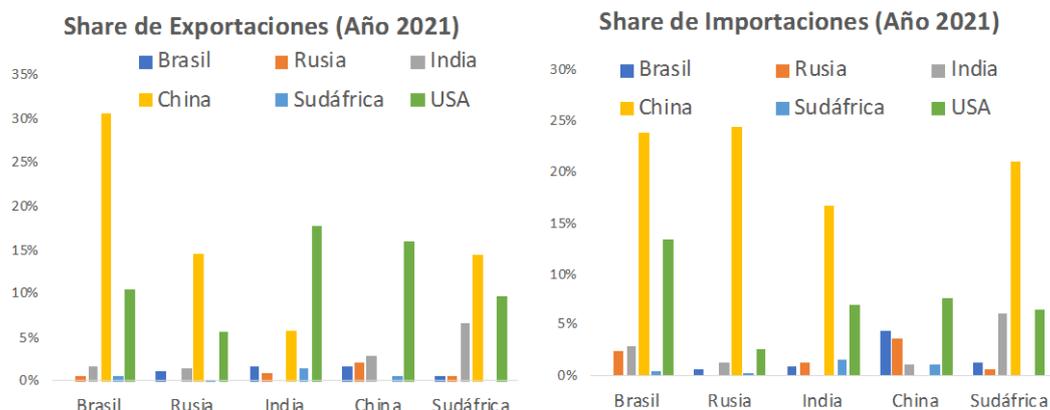
Entre 2014 y 2021, China fue el único de los BRICS que mantuvo inalterada la participación de las exportaciones al bloque BRICS en el total sus ventas al mundo (7%). El resto de los integrantes aumentó esta participación. En este sentido, el mayor crecimiento lo experimentó Brasil (del 23% al 33%) seguido por Rusia (del 9% al 17%), Sudáfrica (16% al 22%) e India (9% al 10%).



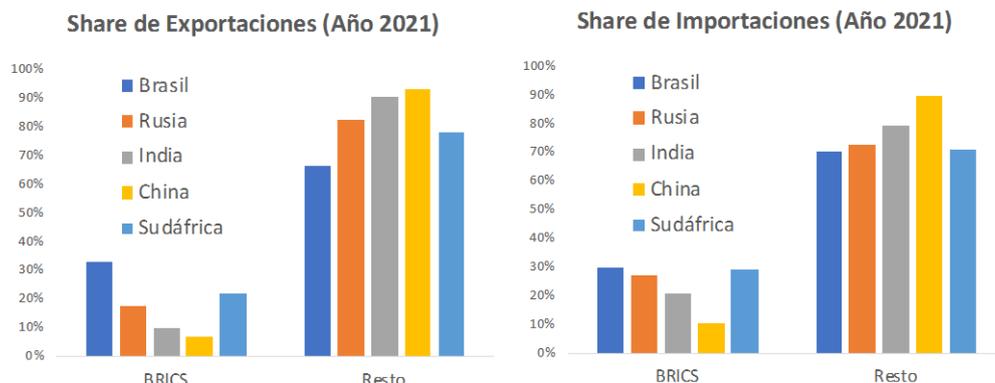
A pesar que casi todos los países integrantes (salvo China) aumentaron la participación de sus exportaciones al bloque, **la mayor parte estas exportaciones se dirigen hacia China y muy poco al resto del bloque.** Excluyendo a China, tanto las exportaciones

<sup>5</sup> Brunei, Camboya, Indonesia, Laos, Malasia, Mynmar, Filipinas, Singapur y Vietnam.

como las importaciones de los BRICS al resto de los países del bloque resultan bastante más bajas que las de Estados Unidos.



Congruente con el punto anterior, y como puede observarse en los siguientes gráficos, la mayoría de las exportaciones e importaciones de los países BRICS se explican con países ajenos al bloque. Estos últimos representan entre un 60% y 90% del total comercializado internacionalmente. En el caso de China, sus ventas externas por fuera del bloque representan más del 90% del total de sus exportaciones mientras que en Brasil (el más bajo), las mismas alcanzan el 70%.



En términos de los montos exportados e importados, China es claramente el líder con su comercio tanto adentro como afuera del bloque, y es seguido por India, Rusia, Brasil y Sudáfrica.

En u\$s MM		Expo							
2021		Brasil	Rusia	India	China	Sudáfrica	BRICS	Resto	Total
Impo	Brasil	5.6	6.8	53.7	0.9	67	158	225	
	Rusia	1.7	3.7	67.8	0.7	74	197	271	
	India	4.9	7.6	94.1	9.5	116	447	563	
	China	88.1	70.9	23.1	20.6	203	1,767	1970	
	Sudáfrica	1.2	0.6	6.0	20.4	28	68	97	
	BRICS	96	85	40	236	32	488	2,638	3,126
	Resto	192	399	363	3,102	111	4,168	13,742	17,910
	Total	288	484	403	3,338	143	4,656	16,380	21,036

En lo relativo a las balanzas comerciales, durante 2021, salvo el caso de India, el resto de las economías de BRICS registraron cuentas positivas respecto al mundo. En la mayoría de los casos, la magnitud de los desequilibrios comerciales dentro del bloque resulta inferior a las registradas con el resto del mundo. La excepción la constituye India que presentó un déficit de balanza comercial negativo dentro del bloque de una magnitud relativamente similar a la que mostró con el resto de los países del mundo.

En u\$s MM		Balanza Comercial de:					
2021		Brasil	Rusia	India	China	Sudáfrica	BRICS
respecto de:	Brasil		3.9	1.9	-34.4	-0.4	-29.0
	Rusia	-3.9		-3.9	-3.1	0.1	-10.9
	India	-1.9	3.9		71.0	3.5	76.5
	China	34.4	3.1	-71.0		0.2	-33.2
	Sudáfrica	0.4	-0.1	-3.5	-0.2		-3.4
	BRICS	29.0	10.9	-76.5	33.2	3.4	0.0
	Resto	34.0	248.1	-83.5	1,334.8	42.9	1,576.3
	TOTAL	63.0	259.0	-160.0	1,368.0	46.3	1,576.3

A modo de resumen, se puede concluir lo siguiente:

- Si bien el comercio total de los BRICS con el mundo representa casi 20% del comercio internacional, el comercio dentro del bloque de los BRICS representa solamente el 1.2% del comercio mundial.
- China es para todas las economías del bloque, uno de los socios comerciales más importantes.
- El resto de los países de los BRICS presentan una relativa baja participación como socios comerciales para la mayoría de los países del bloque.
- Para China, el comercio con el bloque tiene una relativamente baja participación y se ha mantenido prácticamente constante durante los últimos 8 años.
- Los BRICS presentan un superávit de balanza comercial con el resto del mundo que es explicado por casi todos los países con la excepción de India que es el único país del bloque que registró déficit.

### C. Oportunidades de financiamiento que ofrece el bloque en general y China en particular:

En el plano financiero, los BRICS también han generado numerosas acciones para impulsar el financiamiento de la infraestructura tanto dentro del bloque como en otros países en desarrollo fuera del mismo. Entre las instituciones más importantes creadas se destacan: "The Belt and Road Initiative" (2013), el "New Development Bank" (NDB - 2014) y el "Asian Infrastructure Investment Bank" (AIIB - 2015).

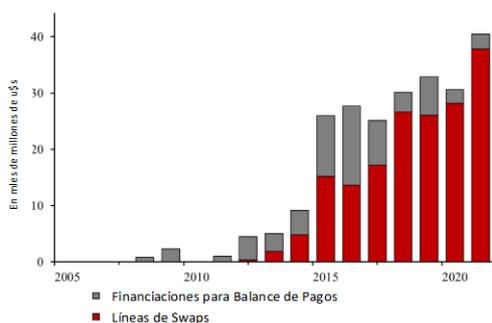
China también ha sido muy activo en su política de préstamos externos vinculados a la infraestructura aunque además, ha realizado otras operatorias como prestamista de última

instancia<sup>6</sup> con el objetivo de evitar colapsos financieros en algunas economías mediante créditos. Como puede observarse en los siguientes gráficos, durante los últimos años los mayores montos de estas líneas han estado representados por Swaps y se han dirigido principalmente a economías fuertemente endeudadas con China. Estas líneas presentan costos financieros por encima de las tasas de interés de créditos del Fondo Monetario Internacional, la Reserva Federal y de la zona del Euro.

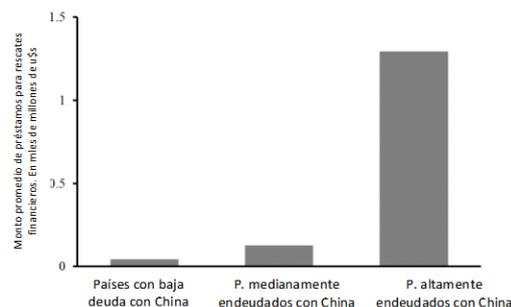
Entre las principales líneas de este tipo de créditos pueden citarse las siguientes:

- Préstamos de rescate (propósitos generales o de liquidez): Egipto 2016 y Belarus 2019,
- Facilidades de prepago de commodities: Ecuador 2009. El gobierno Chino adelanta pagos en dólares de importadores chinos de petróleo por contratos de entrega de largo plazo,
- Líneas de Swap en Renminbi para fortalecer reservas de bancos centrales (Argentina 2014-2023, Turquía 2021),
- Depósitos de dólares en bancos centrales (Pakistán 1997-2021).

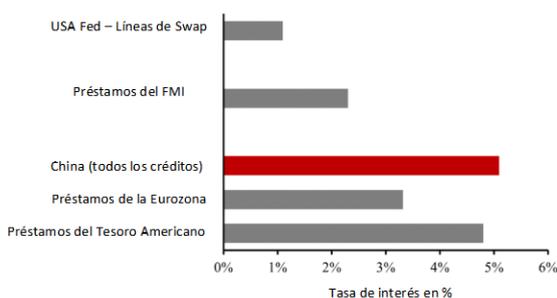
China: préstamos para rescates financieros



Préstamos de China



Costos Financieros promedio de diferentes Prestamistas de Última Instancia



La geografía de los préstamos de rescates financieros chinos



Fuente: Horn, S., Parks, B., Reinhart, C. (2023)

En el siguiente gráfico puede observarse el stock total de préstamos internacionales desembolsados por China mediante sus diferentes organismos. Los mismos presentan una importante concentración. De los 100 países tomadores de estos créditos, solamente 8 explican el 52% de los mismos. En primer lugar aparecen Rusia y Venezuela con un total del 22% (repartidos en partes iguales), le siguen Angola, Brasil e Irán con 6% de

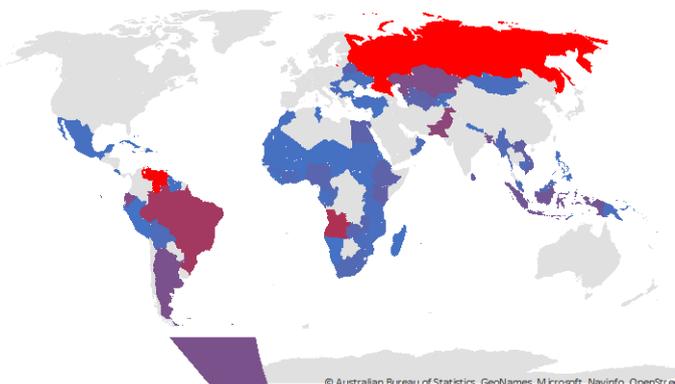
<sup>6</sup> Ver Horn, S., Parks, B., Reinhart, C. (2023), "China as an International Lender of Last Resort", NBER 31105, <https://www.nber.org/papers/w31105>

participación para cada uno de ellos y luego vienen Pakistán, Ecuador y Kazakstán con 4% en cada caso. Argentina ha recibido el 3% de dichos préstamos, un porcentaje similar a Bangladesh e Indonesia.

**Préstamos de China a través de sus organismos financieros (DFI, NDB)**

Stock Total: u\$s MM 507.469

Préstamos 2008 - 2021 (en u\$s MM)  25 57,800



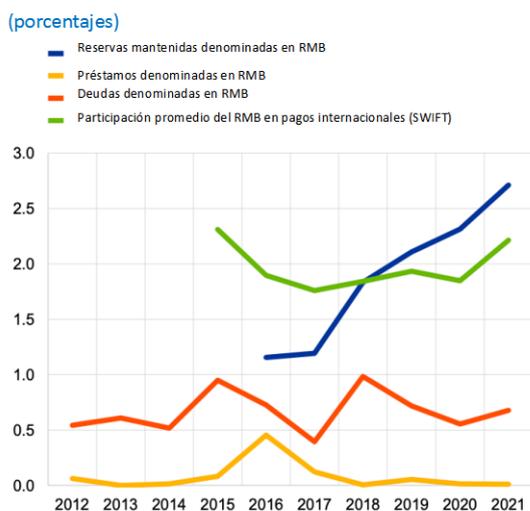
A pesar que todas estas acciones pueden verse como un deseo de reemplazar las políticas de algunos organismos multilaterales de crédito, un funcionario diplomático de China, Wang Yi, declaró al respecto: *"Nuestro país no está buscando construir un sistema rival del financiamiento internacional actual sino que lo está agrandando"*. La visión del grupo BRICS es que el actual sistema de financiamiento internacional y los organismos internacionales de crédito no funcionan bien, son demasiado burocráticos y no se adaptan a cada una de las necesidades de los distintos países en desarrollo (*"one fits for all"*).

**D. ¿Podrá el Renminbi (o la posible moneda en común) des-dolarizar la economía mundial?**

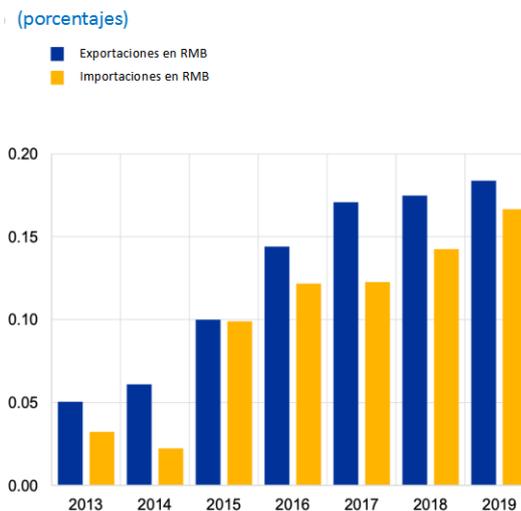
Hasta ahora, el uso a nivel internacional del Renminbi, si bien ha crecido en los últimos años en el plano comercial y financiero, su participación en el total de transacciones económicas internacionales aún sigue siendo bastante reducida como puede observarse en los siguientes gráficos.

## Evidencia de un aumento en el rol global del Renminbi (RMB) desde niveles muy bajos

Participación del RMB en transacciones internacionales no comerciales



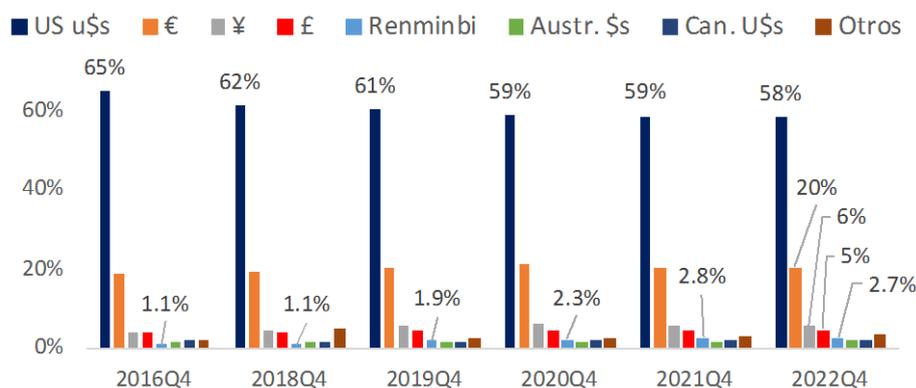
Participación del RMB en transacciones internacionales comerciales



Fuente: Dealogic, Harver Analytics, IMF, Banco de China, SWIFT, etc.

En los últimos años, el Dólar ha reducido su participación como moneda (activo) de reserva en la composición total de las reservas mundiales ya que el share de la moneda americana en este total se redujo desde el 65% (fines de 2016) al 58% (fines del 2022).

Composición Mundial de Reservas en Monedas Externas



A pesar de los variados intentos de China por internacionalizar el Renminbi como moneda internacional<sup>7</sup>, el mayor uso de esta moneda solamente sólo puede explicar apenas un poco más de un punto y medio<sup>8</sup> de los siete que perdió el Dólar de participación (del 65%

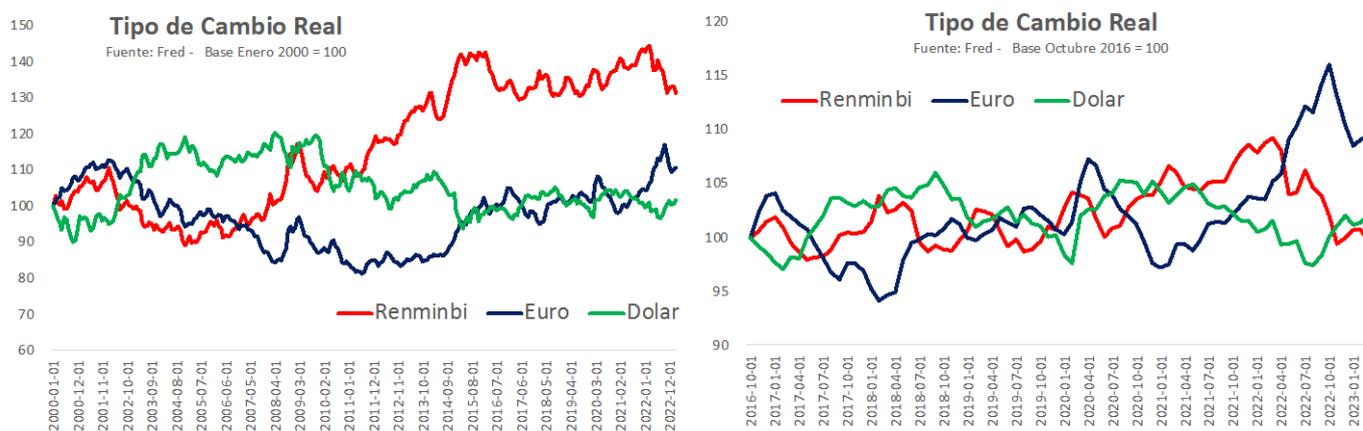
<sup>7</sup> Eichengree, B. And Kawai, M. (2015), "Renminbi Internationalization", Asian Development Bank Institute and Brookings Institute Press.

Gao, H. and Yongding Yu, "Internationalization of the renminbi", <https://www.bis.org/repofficepubl/arpresearch200903.05.pdf>

<sup>8</sup> 2.7% en 2022 versus 1.1% en 2016.

al 58%). Los restantes puntos se explican por el avance de otras monedas como el Euro, el Yen, el Pound, entre otros.

Por otro lado, si bien en los últimos 23 años el Renminbi se ha valorizado en términos reales más que el Dólar (y que el Euro), cuando se analiza el período específico de la caída del Dólar como reserva de activos, no se observan grandes diferencias en la evolución del poder adquisitivo de las 3 monedas (2016 / 2022 – gráfico de la derecha). Por lo tanto, es probable que la menor participación del Dólar como moneda de reserva en este último período se explique en gran medida por una mayor diversificación en la cartera de activos donde las monedas que ganaron más participación han sido las que gozan de una mayor reputación y liquidez relativa al Renminbi.



Para responder si el Renminbi (o la posible moneda en común) podrán o no des-dolarizar la economía mundial, es necesario analizar algunos aspectos claves: el grado de apertura de la Cuenta Capital de China, el régimen de Gobierno de los países componentes del bloque, las posibilidades del bloque constituirse un Área Monetaria Óptima y algunas consideraciones muy relevantes a nivel macroeconómico.

### 1) Grado de apertura de la Cuenta Capital de China y Régimen de Gobierno:

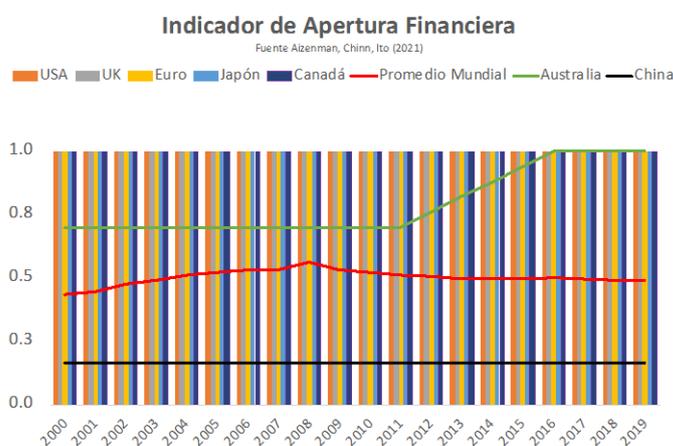
Uno de los aspectos que ha limitado al Renminbi en el uso generalizado como reserva de valor, es la baja apertura en los movimientos de capitales financieros en China y el régimen de gobierno imperante en algunos países del grupo (China y Rusia).

De acuerdo a Arslanalp, Eichengreen y Simpson-Bell<sup>9</sup>, *“las monedas de reserva no tradicionales son emitidas por países con **cuentas de capital abiertas y trayectorias de políticas sólidas y estables**. Entre los atributos importantes de los emisores de reserva cabe señalar no sólo el peso económico y la profundidad financiera, sino también políticas transparentes y previsibles. En otras palabras, la estabilidad de la economía y las decisiones de política son importantes para la aceptación internacional”*

<sup>9</sup> Arslanalp, Eichengreen y Simpson-Bell (2022), “El predominio del dólar y el ascenso de las monedas de reserva no tradicionales”, IMF Blog, <https://www.imf.org/es/Blogs/Articles/2022/06/01/blog-dollar-dominance-and-the-rise-of-nontraditional-reserve-currencies>

En lo relativo a la apertura de la Cuenta Capital del Balance de Pagos, a diferencia de los otros países<sup>10</sup> cuyas monedas son utilizadas como reserva de valor, China presenta restricciones con su moneda para las operaciones financieras (baja apertura en la Cuenta Capital del Balance de Pagos).

Esta relativamente baja apertura financiera de China puede analizarse cuantitativamente a través de un indicador<sup>11</sup> que mide el grado de apertura en la Cuenta Capitales de los diferentes países. Este indicador alcanza el valor de 1 cuando la apertura es máxima y de 0 cuando es nula. Como puede observarse en el gráfico siguiente, todos los países cuyas monedas son utilizadas actualmente como reserva internacionales presentan la máxima apertura en su Cuenta Capital (el indicador toma el valor de 1). La excepción es China que, hasta 2019 (año donde llega la base de datos construida), presenta un valor de este indicador que resulta aún más bajo que el promedio mundial, indicando la baja apertura de la Cuenta Capital de dicho país.



Otro de los aspectos que limita al Renminbi o la futura moneda de los BRICS en el uso generalizado como reserva de valor, es el régimen de gobierno imperante en algunos países del bloque (China y Rusia).

La evidencia empírica<sup>12</sup> muestra que los gobiernos democráticamente elegidos son capaces de generar compromisos más estables para desarrollar mercados financieros, condición necesaria aunque no suficiente, para que una moneda pueda constituirse internacionalmente como principal reserva de activo.

Para “medir” el tipo de régimen de gobierno imperante en cada país es posible utilizar un indicador construido por el “think tank” británico EIU<sup>13</sup>. Esta institución produce anualmente un documento<sup>14</sup> que clasifica al régimen de gobierno de cada país de acuerdo

<sup>10</sup> USA (Dólar), UK (Pound), la mayoría de los países de Europa (Euro), etc.

<sup>11</sup> Ver Chinn, Ito (2007), “A New Measure of Financial Openness”, [https://web.pdx.edu/~ito/Chinn-Ito\\_website.htm](https://web.pdx.edu/~ito/Chinn-Ito_website.htm)

<sup>12</sup> Ver Arslanalp, Eichengreen y Simpson-Bell (2022), op.cit.

<sup>13</sup> Economic Intelligence Unit.

<sup>14</sup> EIU, Democracy Index 2022 – Frontline democracy and the battle for Ukraine.

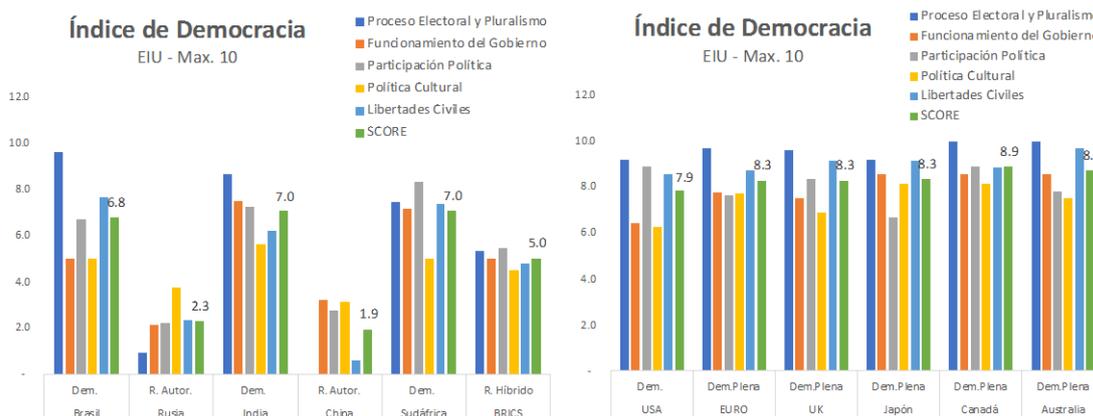
a la evaluación de cinco características: proceso electoral y pluralismo, funcionamiento del gobierno, grado de participación política, política cultural y libertades civiles.

Como puede observarse en los gráficos que siguen, de acuerdo al mencionado indicador existe una marcada diferencia entre los regímenes de gobierno de la mayoría de los países o regiones emisoras de monedas utilizadas como activos de reserva y el régimen de gobierno actual de los BRICS, especialmente con los casos de China y Rusia.

De acuerdo a este índice, mientras los otros países emisores de moneda de reservas de activos todos presentan regímenes de gobierno con democracia, el conjunto de los regímenes de gobierno en los BRICS presenta las siguientes características:

- 3 de los 5 países se encuadran como Democracia,
- Los restantes 2 países son calificados como Régimen Autoritario,
- El score promedio de los BRICS clasifica como Régimen Híbrido.

Dada la clasificación de los actuales regímenes de gobierno de China y Rusia, los mismos constituyen otro obstáculo para internacionalizar la posible nueva moneda en común de los BRICS.

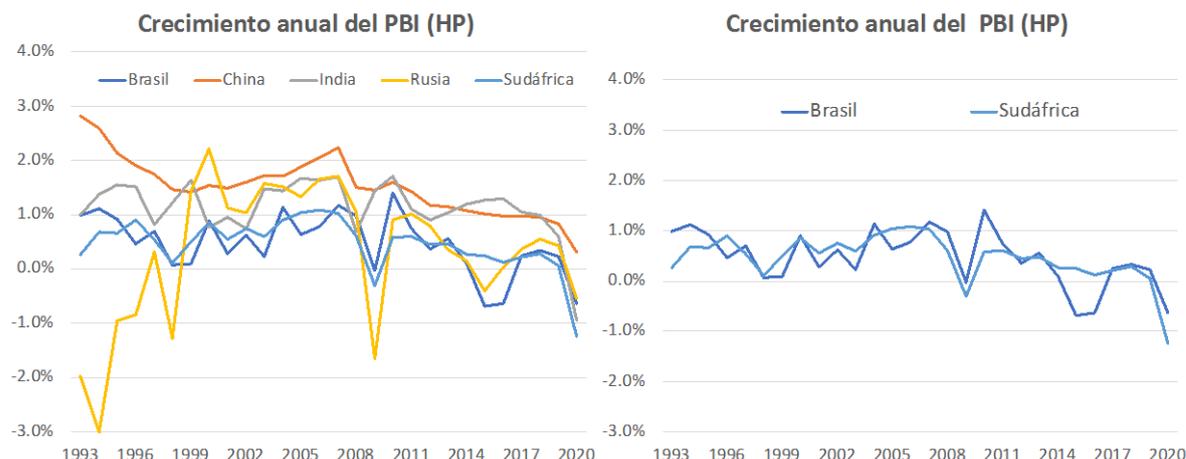


## 2) Posibilidades del bloque constituirse un Área Monetaria Óptima:

Respecto a las condiciones de las áreas monetarias óptimas, las mismas se basan en un legendario trabajo<sup>15</sup> del premio noble Robert Mundell. Esta teoría establece algunos principios que deberían estar presentes para un adecuado funcionamiento de una moneda común entre diferentes países o regiones. El requisito básico que es que los ciclos económicos de las países a integrarse en una moneda común estén coordinados. Al coincidir los procesos expansivos y recesivos, no habría conflicto entre las políticas económicas de demanda (fiscales, monetarias, etc.) entre los países. En el caso de los BRICS, si bien durante alguna parte de los últimos 30 años todos los países

<sup>15</sup> Mundell, R. (1961), "A Theory of Optimun Currency Areas", The American Economic Review, pp 657-665, <https://www.jstor.org/stable/1812792>

muestran alguna dinámica similar, sólo en dos de ellos (Brasil y Sudáfrica), a simple vista, los procesos expansivos y recesivos parecen estar fuertemente coordinados.



En muchos casos, por motivos de escala, el simple análisis gráfico no resulta suficiente para evaluar rápidamente la coordinación de ciclos entre las economías. Para estos casos, se puede calcular la matriz de correlación estadística entre las distintas tasas de crecimiento de los países para evaluar el grado de asociación entre las mismas.

<b>Matriz de Correlación Crecimiento Anual (HP) 1993-2022</b>					
	<i>Brasil</i>	<i>China</i>	<i>India</i>	<i>Rusia</i>	<i>Sudáfrica</i>
<b>Brasil</b>	100%				
<b>China</b>	71%	100%			
<b>India</b>	36%	56%	100%		
<b>Rusia</b>	17%	-21%	8%	100%	
<b>Sudáfrica</b>	69%	63%	69%	44%	100%

Como puede observarse en la anterior matriz, dentro del grupo de países de los BRICS, solamente algunas economías están asociadas con ciclos económicos similares. Estas son las que presentan coeficientes de correlación relativamente altos (el máximo sería 100% que está dado obviamente entre las correlaciones de cada economía consigo misma).

Entre los grupos de economías que existiría una aceptable correlación positiva se destacan las siguientes:

- Brasil con China y con Sudáfrica,
- Sudáfrica con Brasil, China e India y en menor medida con Rusia,
- India con China.

La falta de sincronización para el total de las economías dentro de un bloque que comparte una moneda no es exclusiva de los BRICS, también se presenta en otros bloques como el del Euro y en muchos países con territorios extensos y diversidad en sus economías o regiones.

Los casos donde falta de sincronización en los ciclos económicos se resuelven con la libre movilidad de los factores productivos entre las regiones o países integrantes del bloque. Es decir, cuando un estado se encuentra en recesión, sus trabajadores podrían migrar libremente hacia los estados (o países) que se encuentran en fases expansivas y de esta forma, compensar las dificultades de realizar políticas económicas diferentes para cada estado.

El problema es que en algunos casos, la movilidad de los trabajadores no es fácil de lograr ya sea, por diferentes costumbres y culturas, grandes distancias geográficas, barreras idiomáticas y legales, etc. La forma de resolver este tipo de casos es a través de transferencias “compensadoras” realizadas por un algún organismo a nivel federal que redistribuya recursos provenientes de las economías en expansión hacia las que se encuentran transitoriamente en procesos recesivos.

La falta de sincronización entre los ciclos económicos de los integrantes de los BRICS como así también la inexistencia de libre movilidad de factores productivos y de mecanismos compensadores entre los diferentes países, constituye otro desafío en que debería avanzar el bloque para la creación de la nueva moneda en común.

### 3) Otras consideraciones macroeconómicas relevantes:

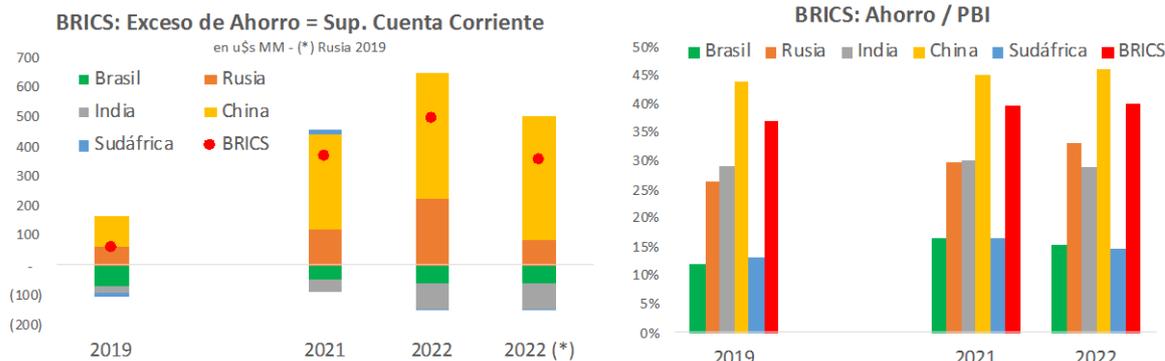
Otro de los puntos a considerar para que el Renminbi (o la moneda en común de los BRICS) pueda des-dolarizar las transacciones internacionales son los **actuales desequilibrios externos de las economías de los BRICS**. Como puede observarse en los gráficos adjuntos, en los últimos años, la Cuenta Corriente agregada de los BRICS ha resultado positiva indicando que el **bloque presenta un exceso de ahorro**. Es decir, sus niveles de producción (ingreso), superan a los gastos agregados y es por este motivo que la cuenta corriente resulta superavitaria.

El superávit de Cuenta Corriente que a simple vista puede parecer una virtud, como cualquier desequilibrio, no lo es cuando se mantiene en el tiempo. Esto es así porque dicho superávit implica que **la demanda interna es estructuralmente muy débil y no alcanza a satisfacer la producción total del bloque**<sup>16</sup>.

Los países que vuelven superavitario al bloque son China y Rusia. Aun asumiendo que Rusia vuelve a sus niveles más normales de cuenta corriente (2019 – previo a Pandemia y a la guerra con Ucrania), el bloque seguiría siendo fuertemente superavitario (2022 \*).

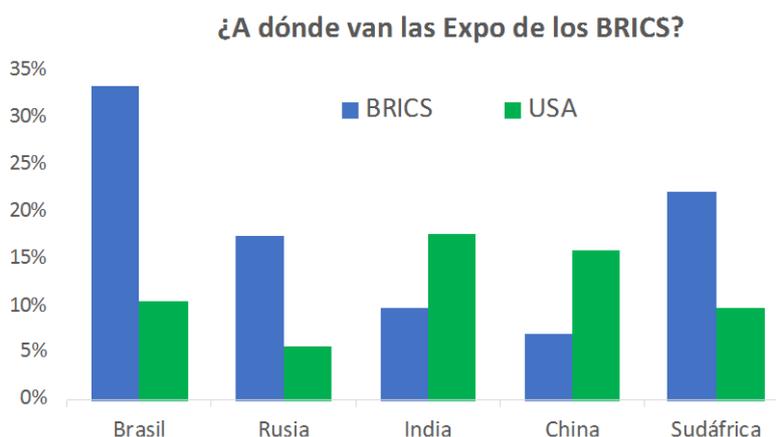
---

<sup>16</sup> Tumerkan, A., (2023), “A Flawed Idea: Why a BRICS Currency is overrated and unlikely to work”, <https://www.investing.com/analysis/a-flawed-idea-why-a-brics-currency-is-overrated-and-unlikely-to-work-200637665>



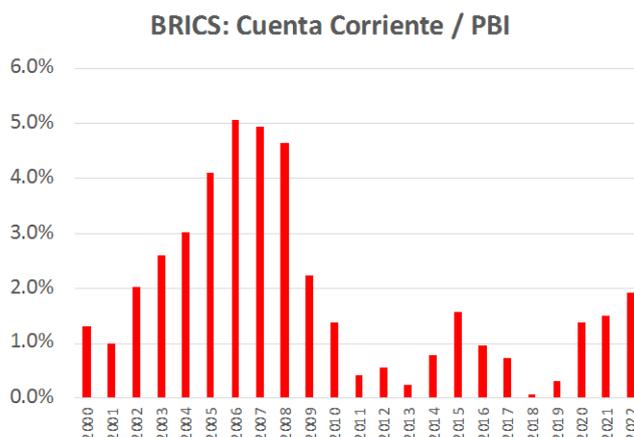
Hay al menos tres importantes implicancias que surgen de este desequilibrio.

- Por un lado, el desfase entre la demanda y la producción interna indican que **el bloque necesita comerciar con el resto del mundo para no tener que reducir su producción total** ya que, debido a sus elevados niveles de ahorro, el gasto agregado (absorción) interno es muy bajo. De esta forma, **el hecho que el bloque tenga la necesidad de colocar sus excedentes productivos en el resto del mundo para evitar un proceso recesivo, juega claramente en contra del objetivo de crear una moneda única para independizar al bloque del dólar americano** (con el que comercia la mayor parte del resto del mundo).
- Otra importante razón por la cual **es poco probable que el bloque se independice de la moneda americana** es que, como se explicó anteriormente, **las exportaciones de dos de los países más grandes del bloque son más dependientes de Estados Unidos que del propio bloque BRICS.**



- Por último, el hecho que el bloque presente **un superávit de cuenta corriente estructural** implica que los **BRICS en su conjunto están adquiriendo activos externos netos del resto del mundo y por lo tanto, no están expandiendo su moneda al resto del planeta.** Si bien esto, por un lado podría fortalecer a una futura moneda del bloque, por otro lado,

dificulta la posibilidad que la nueva moneda se extienda en el mundo y se internacionalice.



### E. Beneficios y riesgos potenciales para el mundo de una posible moneda común en los BRICS<sup>17</sup>

Claramente, como se explicó anteriormente hay varios factores que juegan en contra para que el Renminbi o la moneda común del bloque pueda des-dolarizar en forma importante las transacciones internacionales. No obstante, en caso de tener éxito dicho proceso, el efecto inmediato sería una apreciación de la nueva moneda del bloque que le quitaría competitividad a los BRICS con el riesgo de generar alguna burbuja en los mercados de activos e inestabilidad financiera en los países miembros. De esta forma, una rápida apertura de la cuenta capital de China (imprescindible para internacionalizar la nueva moneda) podría traerles problemas al gigante asiático de grandes fluctuaciones en los precios de sus activos ya que su sistema financiero es aún frágil, con poca profundidad y, a los ojos del mundo financiero occidental, carece de transparencia.

Por otro lado, la internacionalización de la moneda también traería beneficios al bloque ya que los créditos en la nueva moneda deberían tener una tasa de interés menor que la actual, aumentarían los ingresos del bloque por señoreaje, el intercambio comercial mejoraría su eficiencia y se potenciaría y le brindaría a los BRICS un salto cualitativo de poder político en el mundo.

En términos del equilibrio macroeconómico global, de tener éxito la internacionalización de la moneda de los BRICS, probablemente profundice el proceso anteriormente analizado de diversificación de portfolios en los activos de reserva y por lo tanto, se reduciría la demanda mundial de dólares (ésta es una de las intenciones de la propuesta). Esto debilitaría el precio internacional del Dólar y junto con la apreciación de la nueva moneda asiática, ayudarían a reducir los desequilibrios de cuenta corriente tanto de los BRICS como de Estados Unidos.

<sup>17</sup> Gao H. And Yu, op cit.

La debilidad del Dólar podría impulsar una nueva alza en los precios de las commodities que probablemente seguirán cotizando en la moneda americana mientras que el excedente de la divisa americana (por su menor demanda) podría reducir transitoriamente las tasas de interés internacionales y generar un ascenso, también temporario, en la tasa de inflación en el mundo.

#### **F. ¿Le conviene a Argentina integrarse al bloque BRICS?**

Como se explicaba al inicio de la editorial, si bien los aspectos geopolíticos actuales juegan claramente en contra de la entrada de Argentina al bloque, los mismo deben ser sopesados con las claras necesidades que tiene Argentina de expandir su comercio con el mundo, ampliar sus posibilidades de financiamiento y continuar diversificando sus reservas internacionales con monedas ampliamente aceptadas y fuertes a nivel internacional.

La evidencia y el análisis presentado anteriormente mostró varios puntos muy relevantes para decidir la conveniencia de que Argentina se incorpore al bloque. Entre las principales, se destacan las siguientes:

- El bloque no generó un gran comercio entre sus integrantes sino que lo hizo básicamente con China,
- El financiamiento otorgado por los BRICS en general y por China en particular, resulta más caro que el de los Organismos Internacionales,
- En la medida que la cuenta Capital del Balance de Pagos de China se mantenga relativamente bastante cerrada, los regímenes de gobierno de Rusia y China no giren hacia sistemas más democráticos, y se mantengan los desequilibrios de ahorro que presentan la mayoría de los países del bloque; el Renminbi o la posible moneda común de los BRICS, enfrentarán serias trabas para su internacionalización.

Teniendo en cuenta lo anterior, la estrategia de inserción de Argentina al mundo tanto comercial como financiero debería ser a través de acuerdos con los más países relevantes y menos cuestionados de los BRICS así como también con el resto de los diferentes países y bloques comerciales de todo el mundo.

## En Foco 1

### Se diluye rápidamente el efecto de la devaluación en el frente externo, dejando un mayor desorden interno

Jorge Vasconcelos y Maximiliano Gutiérrez

- Desde la devaluación post-PASO, el BCRA acumula compras por poco más de USD 1.150 millones en el mercado oficial de cambios, pero al mismo tiempo se habría alcanzado un record en las intervenciones vendedoras en el MEP, por aproximadamente USD 1.000 millones, contra un promedio mensual previo en torno a USD 240 millones
- En este escenario de manta corta, la contrapartida de las fuertes intervenciones vendedoras en el mercado libre por parte del gobierno es la merma en las divisas disponibles para el pago de importaciones. Así, la deuda comercial de los importadores se habría incrementado sólo en agosto en USD 2.770 millones, acumulando más de USD 10.000 millones en lo que va del año
- En base a estas estimaciones, el stock de deuda por importaciones alcanzaría a USD 41.900 millones, un 84% por encima del stock promedio del período 2017-2021
- Con los datos de inflación de agosto que se van conociendo (12,2 % en Córdoba; 10,8 % en CABA) se confirma que en poco más de 2 meses se estará agotando el efecto "competitividad" de la devaluación del mes pasado. Esta situación contrasta con la devaluación llevada a cabo en enero de 2014, donde esto ocurrió en 11 meses (y no es un "modelo" a seguir)
- En los meses previos a la devaluación de enero de 2014, la emisión bruta por parte del Banco Central, antes de esterilización, mostraba un ritmo de incremento de 3,4% mensual en relación a la base monetaria de fin de noviembre de 2013. En el presente, la emisión bruta de pesos corre al 30% mensual en relación a la base monetaria de fin de junio de 2023
- La inflación acumulada entre julio de 2019 y agosto de 2023 es de poco más de 710%. Sin embargo, se ha dado una notable dispersión en la evolución de los distintos ítems, lo que ha originado una marcada distorsión de precios relativos. En un extremo se ubican los precios de los servicios regulados: Agua, Electricidad y Gas que, según datos de CABA, han quedado rezagados entre 150 y 500 puntos porcentuales respecto al IPC. En el otro extremo, los precios de indumentaria y automóviles se han "adelantado" al IPC entre 300 y 400 puntos porcentuales, con un precio del dólar libre que lo ha hecho en casi 800 puntos
- La distorsión de precios relativos ocurrida en los últimos 4 años ha generado también adelanto significativo de 150 puntos porcentuales de los precios de alimentos y bebidas respecto a los salarios privados formales (mucho más en relación a informales)

El Gobierno oficializó desde el martes 5 una nueva versión del dólar soja, que tendrá vigencia hasta fin de septiembre, aunque con diferencias sustanciales respecto a las tres versiones anteriores.

En esta nueva edición del denominado Programa de Incremento Exportador (PIE), que incluye soja y derivados, caso de aceite, biodiesel y harina, no se ha dispuesto un “tipo de cambio especial”, sino que los exportadores del complejo sojero tendrán la posibilidad de liquidar el 75% de las divisas a través del MULC y el 25% restante será de libre disponibilidad, como forma de incentivar que las aceiteras alimenten la oferta de dólares libres. A los valores de hoy, la combinación genera un dólar soja de \$ 453, aproximadamente (75% del tipo de cambio oficial a \$350 + 25% del CCL a \$763), lo que se traduce en un valor casi 30% superior al valor previo. En este caso, sin que el BCRA pase a “comprar caro y vender barato” por esta operación.

Respecto a cuánto grano queda por vender, según la Bolsa de Comercio de Rosario (BCR) restarían de comercializar 7 millones de toneladas de soja 2022/23, a lo que hay que agregar mercadería con precio por fijar, sumando casi 11 millones de toneladas. Asimismo, hay comercializadas 0,8 Mt de soja 2023/24, pero poco más de 0,1 Mt tienen precio en firme. En este escenario de máxima, y bajo el supuesto que la autoridad monetaria logre comprar el 50% de lo liquidado, las reservas podrían engrosarse en USD 2.000 millones, un escenario que luce muy optimista. Por supuesto que el Banco Central espera que una fracción de las divisas de “libre disponibilidad” ingrese a través del “CCL”, de modo de contener la brecha cambiaria.

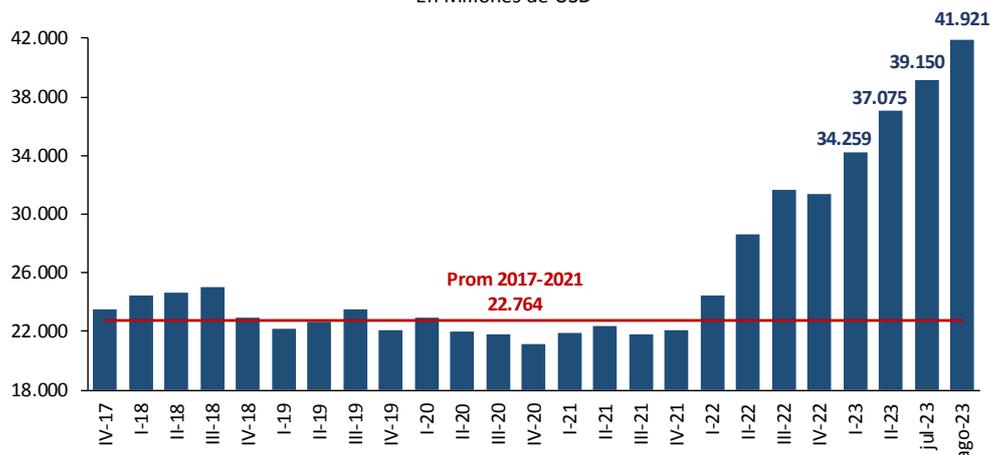
El nuevo mecanismo dispuesto para el “dólar soja” tiene que ver con los límites a los que se enfrenta el gobierno para seguir interviniendo en el mercado libre del dólar. Desde la devaluación post-PASO, el BCRA acumula compras por poco más de USD 1.150 millones en el mercado oficial de cambios, pero al mismo tiempo se habría alcanzado un record en las intervenciones vendedoras en el MEP, por aproximadamente USD 1.000 millones, contra un promedio mensual previo en torno a USD 240 millones.

En este escenario de manta corta, la contrapartida de las fuertes intervenciones vendedoras en el mercado libre por parte del gobierno es la merma en las divisas disponibles para el pago de importaciones. Existirían postergaciones en la liberación de divisas para SIRAs ya autorizadas, así como nuevas SIRAs sin fecha cierta en cuanto al compromiso del BCRA de entregar dólares a cambio de pesos para el pago de estas deudas de comercio exterior.

### **La acumulación de deuda por importaciones**

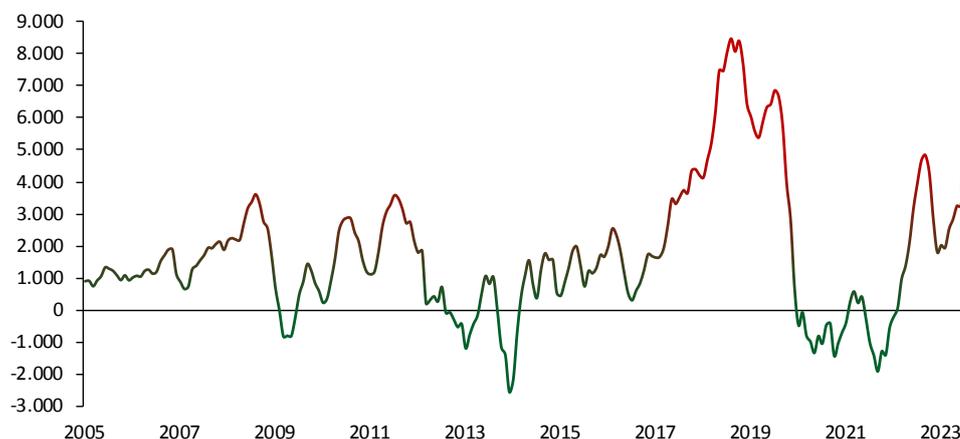
Así, la deuda comercial de los importadores (y del Central con estas empresas en cuanto a permitir el acceso a las divisas correspondientes) se habría incrementado sólo en agosto en USD 2.770 millones, acumulando USD 10.000 millones en lo que va del año. En base a estas estimaciones, el stock de deuda por importaciones alcanzaría a USD 41.900 millones, un 84% por encima del stock promedio del período 2017-2021.

### Deuda con Importadores de bienes En Millones de USD



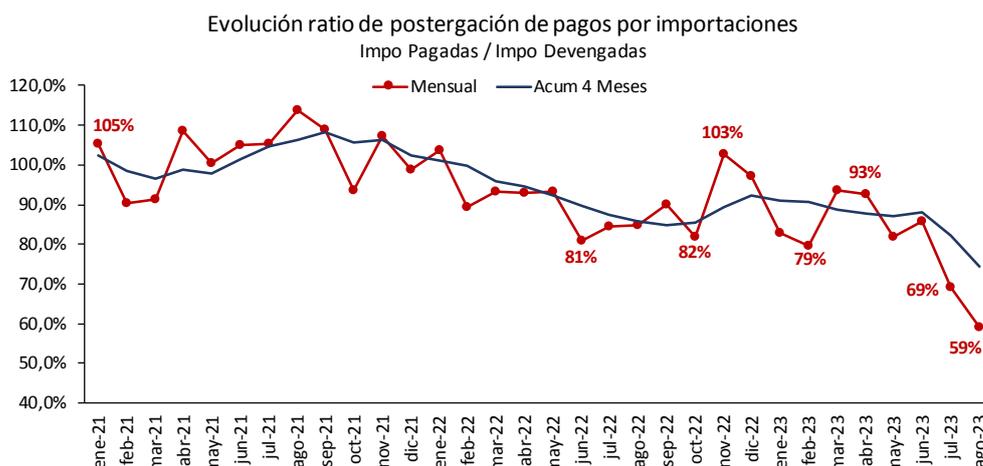
Fuente: IERAL con base en BCRA e INDEC

### Postergación de pagos por importaciones Acumulado 4 meses en Millones de USD



Fuente: IERAL con base en BCRA e INDEC

Lo insostenible de esta dinámica se observa en el gráfico adjunto. Con vaivenes, entre junio de 2022 y abril de 2023, por cada 100 dólares importados se pagaba entre 80 y 90 dólares, acumulando deudas comerciales a ese ritmo. Es a partir de abril que se inicia un tobogán en este ratio, hasta llegar en agosto a un estimado de sólo 59 dólares pagados por cada 100 dólares importados.



Fuente: IERAL con base en BCRA, INDEC y estimaciones propias

El incremento de la deuda comercial incluye otra vertiente, que tiene que ver con el préstamo en yuanes de China en cabeza del BCRA para financiar importaciones, que hasta inicios de septiembre se estima que alcanza a USD 2.200 millones. De la mano de los anuncios de Economía de liberación de SIRAs para pymes, durante septiembre se calcula que estos compromisos se acumulan a un ritmo de USD 25 millones diarios.

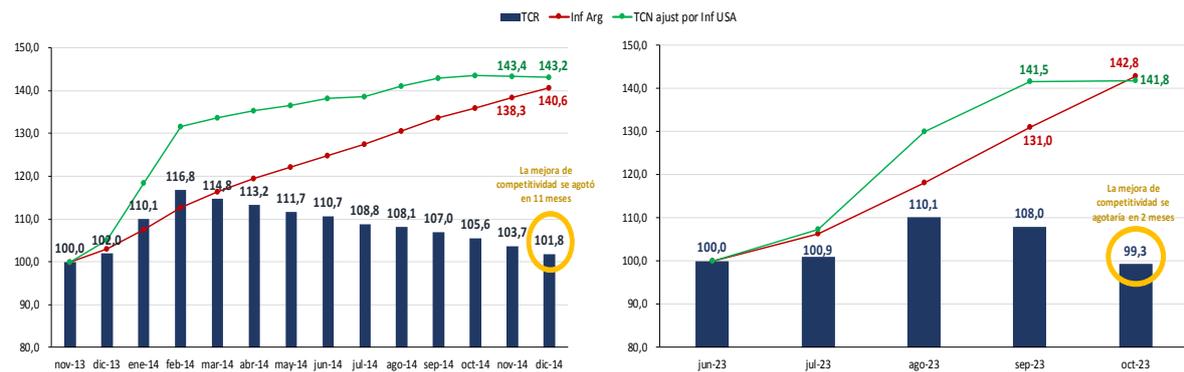
A pesar de esta mayor liberación de yuanes en las últimas ruedas para financiar importaciones, y habida cuenta que se ha utilizado adicionalmente casi USD 2.000 millones para el pago de obligaciones con tenedores de bonos y con el propio FMI, solo queda disponible unos USD 800 millones del primer tramo del Swap. Así, un tema a seguir es la presunta reticencia de China para autorizar la activación del segundo tramo por USD 5.000 millones, ante las dudas que habría en el país asiático por la situación financiera de nuestro país. En caso de no autorizarse este segundo tramo, este financiamiento de importaciones contará con escaso recorrido.

### La devaluación de agosto 2023 vs la de enero 2014

Como se ha expresado en informes previos, la devaluación del 14 de agosto (24 horas después de las PASO) no parece estar consiguiendo ninguno de los objetivos que se persiguen cuando un gobierno implementa una medida de este tipo: fracasó en términos de reducción de la brecha cambiaria, generó una frágil acumulación de reservas (basada en posponer pagos de importaciones) y sí generó una fuerte aceleración de la inflación. El saldo es efímero en términos de sector externo y de agravamiento de las tendencias de deterioro en el frente interno.

La inflación entró en el andarivel de los dos dígitos mensuales y el tipo de cambio real estará volviendo al nivel previo a la devaluación en pocas semanas más. Una forma de subrayar lo paradójico de esta situación es comparar la devaluación de agosto de 2023 con la de enero de 2014.

En dos meses se agotaría el efecto "competitividad" de la devaluación de agosto (en 2014 esto ocurrió en 11 meses)  
Base 100 = Dos meses previo a la devaluación



\* Se considera como inflación mensual: ago-23: 11,0%, sep-23: 11,0% y oct-23: 9,0%  
Fuente: IERAL en base a INDEC, Organismos de Estadísticas Provinciales, BCRA y fuentes varias

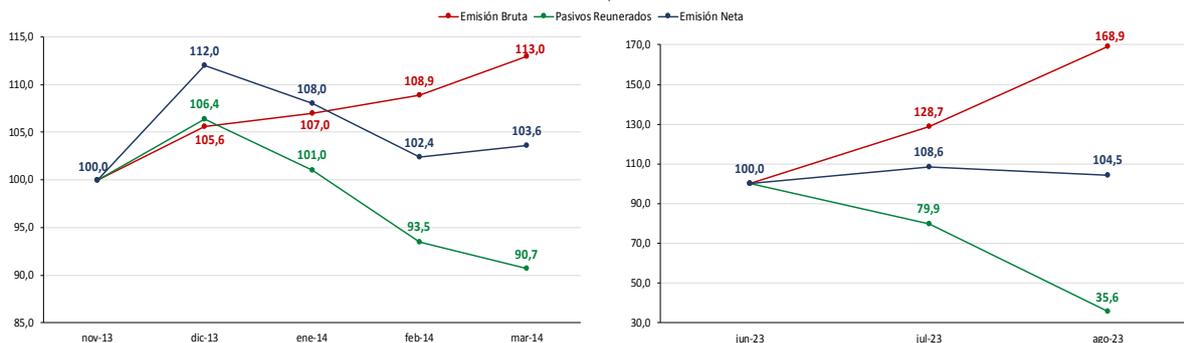
En enero de 2014, el Banco Central dispuso un ajuste del tipo de cambio mayorista de 18%, que compara con el 22 % de variación experimentado el 14 de agosto.

La inflación mensual previa a la devaluación de 2014 se ubicaba en torno al 2,7% mientras que los datos de junio y julio de 2023 mostraban una variación del IPC del orden del 6,1%.

El contexto de aquella devaluación no sólo era distinto por el ritmo de la inflación. La evolución de los agregados monetarios, indicadores de las presiones inflacionarias subyacentes, también muestran significativas diferencias.

Mientras que en los dos meses previos a la devaluación de enero de 2014 la emisión bruta, antes de esterilización, mostraba un ritmo de incremento mensual equivalente del 3,4% en relación a la base monetaria de fin de noviembre de 2013, en la actualidad la emisión bruta corre al 30% mensual en relación a la base monetaria de fin de junio de 2023.

Evolución de la expansión monetaria bruta y neta durante las devaluaciones de ene-14 y ago-23  
Base 100 = Dos meses previo a la devaluación



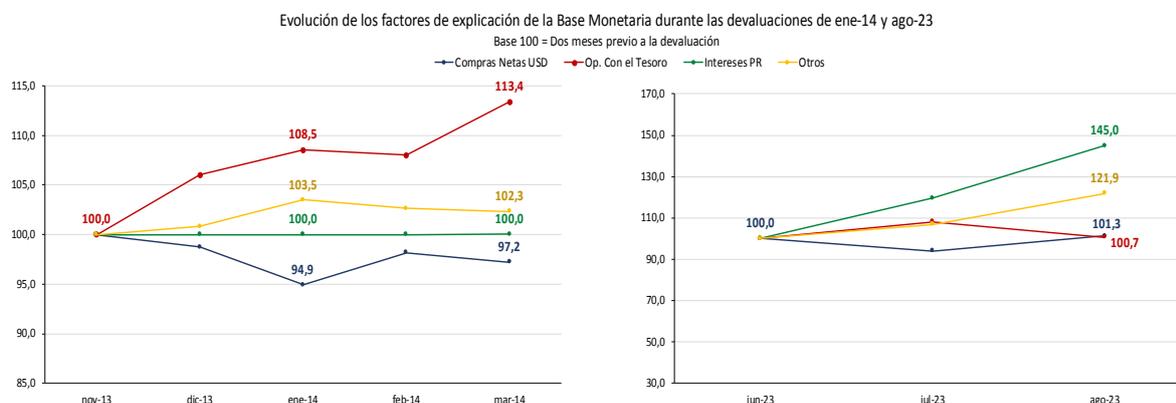
Fuente: IERAL en base a BCRA

Desagregando los factores de emisión monetaria, para cada uno de los dos casos de devaluación, se tiene:

-las transferencias del BCRA a favor del Tesoro y las destinadas a comprar bonos de deuda en el mercado de capitales (asistencia indirecta) explican actualmente una expansión monetaria a un ritmo mensual acumulativo de 10,7% (en relación a la base monetaria de fin de junio de 2023)

-Mientras, para enero de 2014 esos ítems significaron una expansión a un ritmo mensual de 5,8% en relación a la base monetaria de fin de noviembre de 2013.

- En igual dirección, pero de modo más intenso, la emisión derivada de los intereses de los pasivos remunerados (Leliq y otros instrumentos) pasó de un ritmo insignificante a principios de 2014 al 20,4% mensual equivalente en el presente.



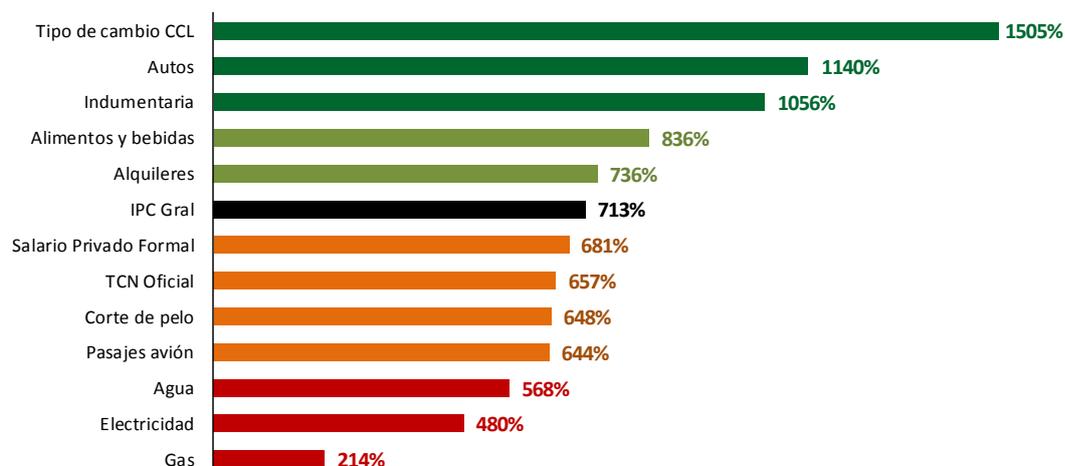
Fuente: IERAL en base a BCRA

Así, la inflación promedio mensual de 2014 aceleró al 4,0% en los dos meses siguientes, de modo que el traslado de la devaluación a precios fue 46% en dicho bimestre, para luego desacelerar lentamente a un promedio mensual del 2,2% y terminar agotando la competitividad generada por la devaluación en 11 meses. En el presente, se espera que los efectos de la devaluación en términos de “competitividad cambiaria” se estarán agotando en poco más de dos meses.

### **Distorsión de Precios relativos**

La Argentina no solo tiene un problema de nominalidad vinculado al proceso inflacionario; también enfrenta un severo problema de precios relativos, con ítems muy separados en su evolución respecto al IPC, tanto por arriba como por debajo. Este fenómeno, además de introducir gran incertidumbre, distorsiona las señales del sistema de precios, alterando la toma de decisiones de la demanda y la asignación de recursos del lado de la inversión.

Variación porcentual acumulada para Bienes y Servicios seleccionados  
Var % ago-23 vs jul-19



Fuente: IERAL en base a BCRA, Dirección General de Estadísticas y Censos de CABA, Ministerio de Trabajo, Ambito y fuentes varias

Se reconoce que esta distorsión existe, pero el problema está en que las últimas medidas económicas tienen a agravar el problema, en lugar de corregirlo. Para precisar el alcance del problema, a continuación, se muestra la trayectoria del precio de distintos bienes y servicios entre julio de 2019 y agosto del presente año, a partir del IPC CABA.

La inflación acumulada en estos 4 años es de poco más de 710%. El gráfico de la variación de los precios, por las disparidades existentes, es una notable fotografía de las causas y consecuencias de los desequilibrios macro que no se corrigen. En un extremo se ubican los precios de los servicios regulados: Agua, Electricidad y Gas que han evolucionado persistentemente por debajo de la inflación (499, 233 y 145 puntos porcentuales por debajo del IPC). Misma situación, aunque en menor intensidad, se observa para el tipo de cambio oficial que subió 56 puntos menos que el nivel general de precios; en el otro extremo se ubica el dólar libre (CCL) que subió casi 800 puntos porcentuales por encima de la inflación.

Para el caso de bienes internos protegidos como autos e indumentaria se calcula un encarecimiento por encima del nivel general de precios en torno a los 385 puntos porcentuales.

Importante resulta destacar la evolución de alimentos, dado el impacto en los deciles de menores ingresos, que se han encarecido en términos relativos (120 puntos de aumento por encima de la inflación general).

## En Foco 2

### Marcadas asimetrías en transferencias discrecionales a provincias

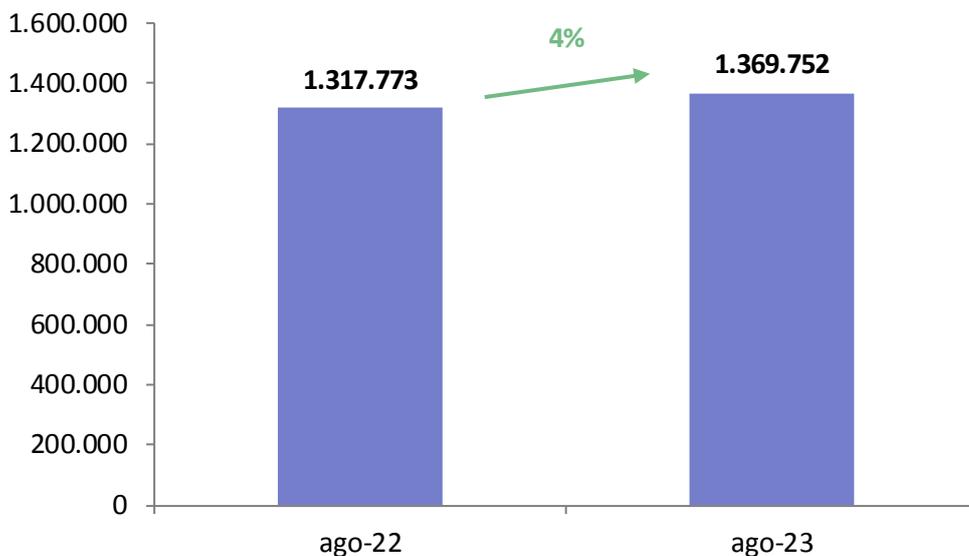
**Marcelo Capello, Nicolás Cámpoli y Valentina Gallardo**

- En agosto, con transferencias discrecionales que exhiben una reducción interanual real del 4,1%, las transferencias automáticas subieron en todas las provincias, de modo que las transferencias totales cayeron solo en dos casos (CABA y Corrientes). La mayor suba ocurrió en Santa Cruz, con un 20% respecto a agosto de 2022
- En transferencias discrecionales, se tiene para agosto un incremento interanual en términos reales de entre el 150 % y el 200% para las provincias de Santa Cruz, Tierra del Fuego y Salta. En el otro extremo, para cuatro jurisdicciones, hubo caídas en términos reales cercanas o superiores al 50 %, caso de CABA, Entre Ríos, Corrientes y San Juan
- Considerando el acumulado de enero a agosto de 2023, las transferencias automáticas a provincias experimentaron caída en términos reales y en el caso de las discrecionales el panorama fue heterogéneo. La más perjudicada en este rubro fue CABA con una merma interanual de 57% en términos reales para enero-agosto, mientras que las más favorecida resultó Santa Cruz (+95%)
- Tomando como base los giros a provincias de 2019, para el período de enero a agosto de cada año, se tiene que las transferencias automáticas de 2023 resultan el segundo mejor año, luego de 2022, con una suba 3%, en valores constantes

En agosto último, las transferencias automáticas recibidas por las provincias subieron un 4% respecto al mismo mes de 2022, en términos reales, mientras que las transferencias discrecionales se redujeron un 4%. En el consolidado, las transferencias totales en agosto resultaron un 3% superiores a las del mismo mes del año pasado.

### Transferencias automáticas a provincias

Agosto de 2022 y 2023. En millones de pesos constantes de ago-23



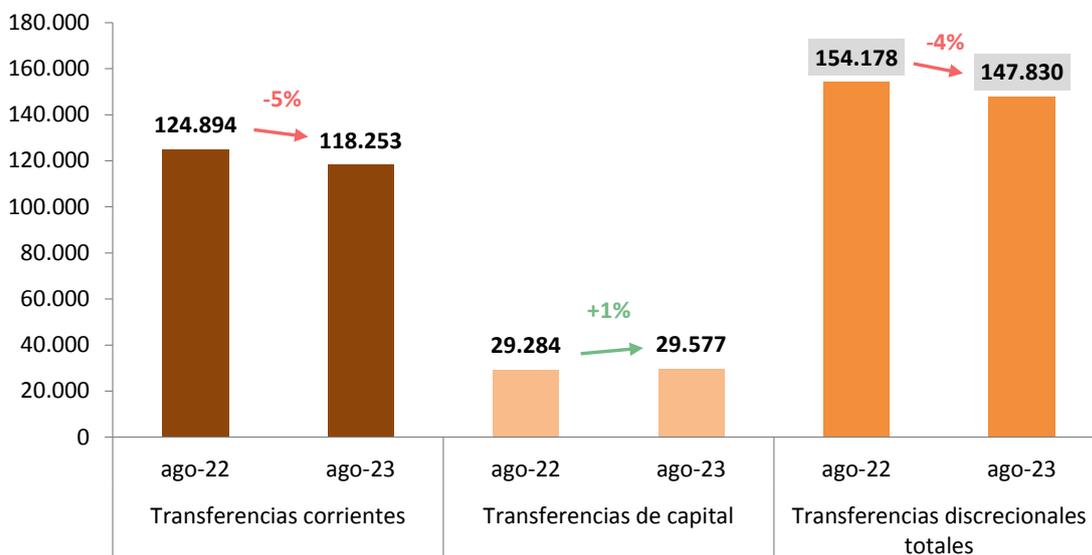
Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a datos del Ministerio de Economía.

Nota: se supone una inflación del 12% para ago-23.

Al interior de los envíos discretivos, las transferencias corrientes cayeron un 5% en agosto, en valores reales, mientras las de capital subieron 1%. En términos netos, bajaron 4%.

### Transferencias discretivas a provincias

Agosto de 2022 y 2023. En millones de pesos constantes de ago-23

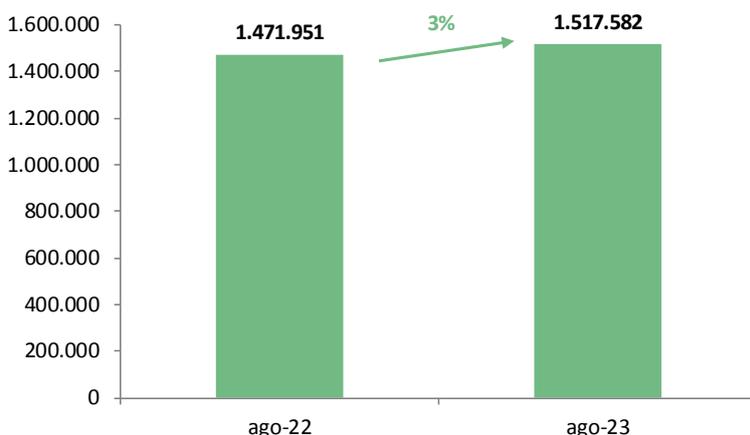


Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a datos del Ministerio de Economía.

Nota: se supone una inflación del 12% para ago-23.

### Transferencias totales a provincias

Agosto de 2022 y 2023. En millones de pesos constantes de ago-23



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

Nota: se supone una inflación del 12% para ago-23.

Si se analiza por provincia, en agosto último, si bien las transferencias discrecionales exhiben una reducción interanual real del 4,1%, las transferencias automáticas subieron en todas las provincias, de modo que las transferencias totales cayeron solo en dos casos (CABA y Corrientes). La mayor suba ocurrió en Santa Cruz, con un 20% respecto a agosto de 2022.

### Variación real de transferencias automáticas

Transferencias mensuales de agosto. Variación porcentual real 2022 – 2023.



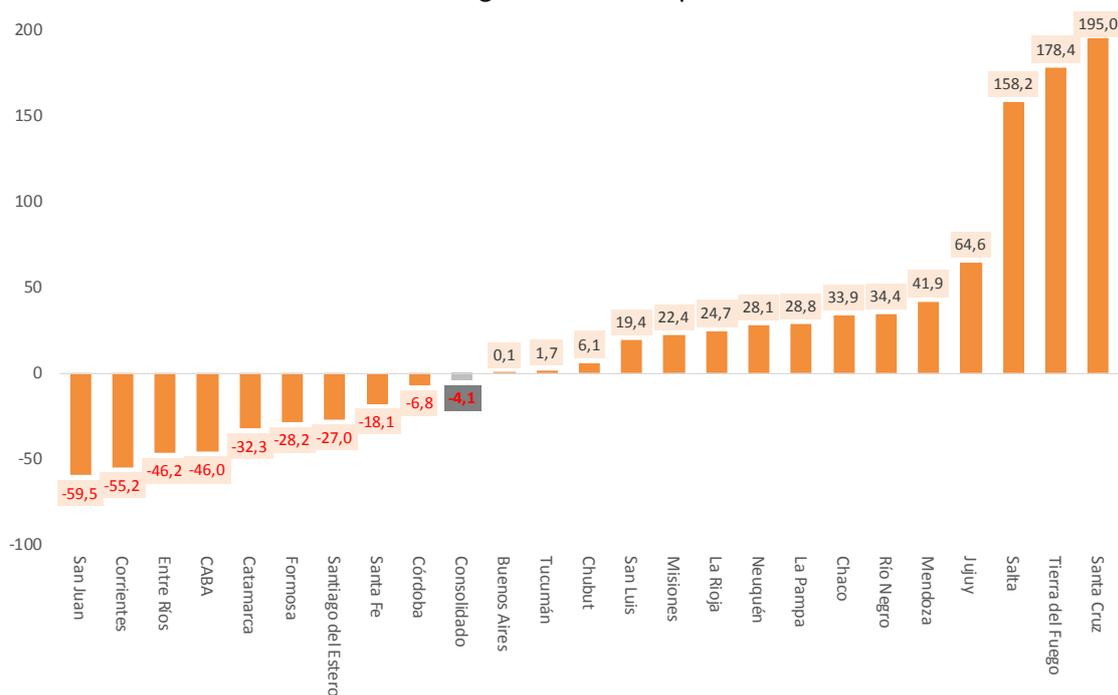
Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a datos del Ministerio de Economía.

Nota: se supone una inflación del 12% para ago-23.

En tres provincias (Santa Cruz, Tierra del Fuego y Salta), el aumento interanual de las transferencias en agosto resultó de 3 dígitos.

### Variación real de transferencias discrecionales

Transferencias mensuales de agosto. Variación porcentual real 2022 – 2023.

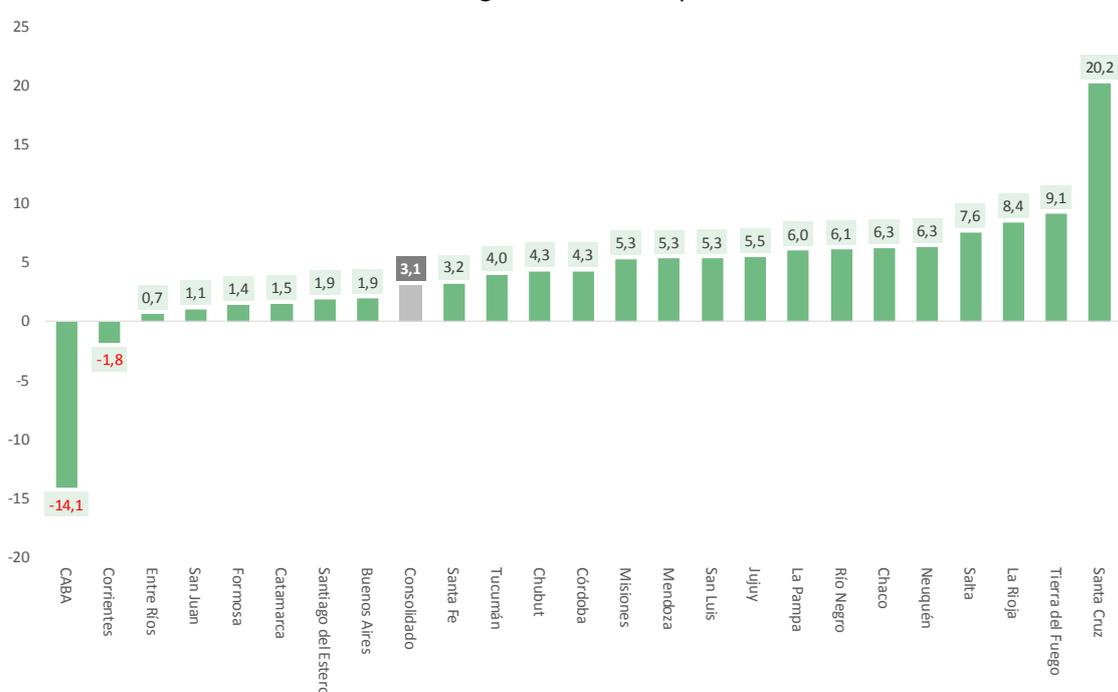


Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a datos del Ministerio de Economía.

Nota: se supone una inflación del 12% para ago-23.

### Variación porcentual real de transferencias totales

Transferencias mensuales de agosto. Variación porcentual real 2022 – 2023.



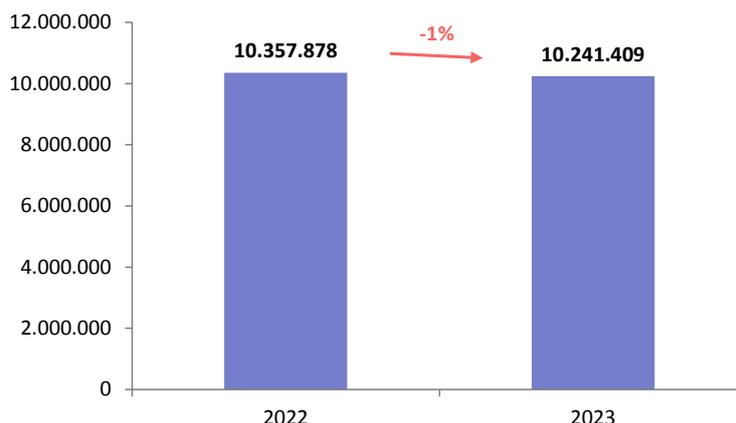
Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a datos del Ministerio de Economía.

Nota: se supone una inflación del 12% para ago-23.

Si se pone el foco en lo ocurrido en lo que va de 2023 (acumulado enero – agosto), las transferencias automáticas se redujeron un 1% respecto a igual periodo de 2022 (valores constantes). Por su parte, las transferencias discrecionales cayeron un 16%, como consecuencia de una disminución del 20% en las transferencias discrecionales y una suba del 4% en las de capital. Así, las transferencias totales muestran una caída interanual del 2,6% para el acumulado de agosto de 2023.

### Transferencias automáticas a provincias

Acumulado hasta agosto de 2022 y 2023. En millones de pesos constantes de ago-23

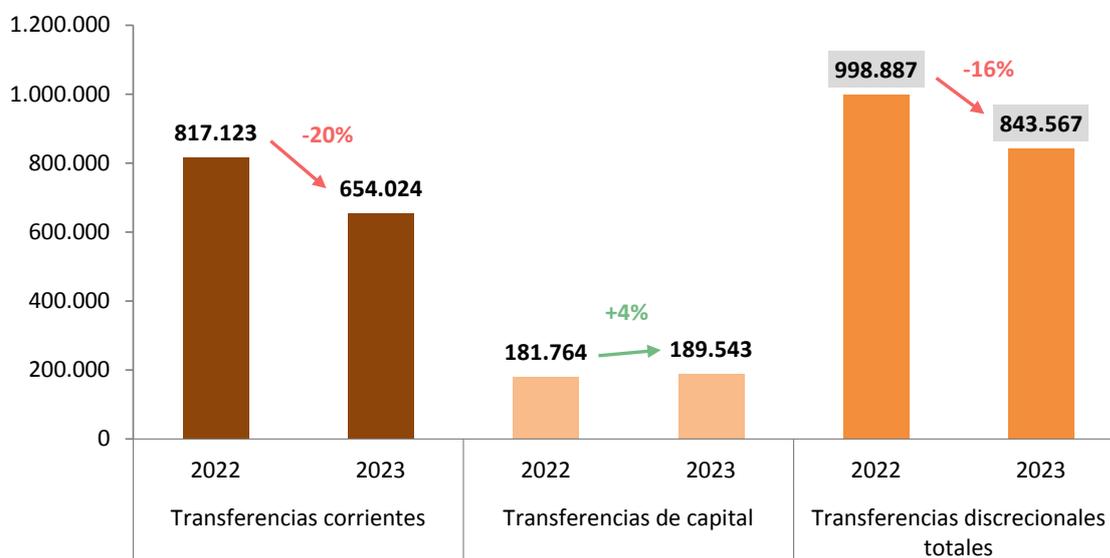


Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a datos del Ministerio de Economía.

Nota: se supone una inflación del 12% para ago-23.

### Transferencias discrecionales a provincias

Acumulado hasta agosto de 2022 y 2023. En millones de pesos constantes de ago-23

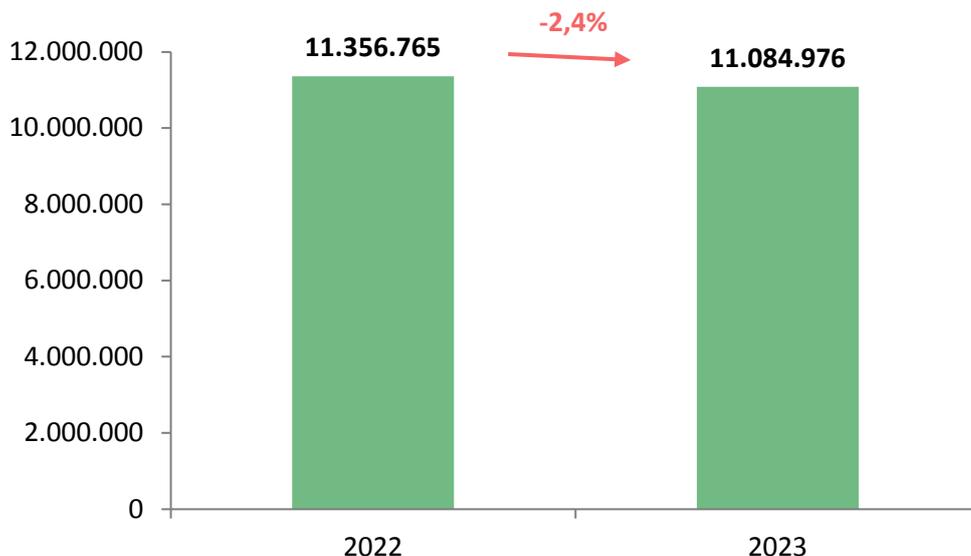


Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a datos del Ministerio de Economía.

Nota: se supone una inflación del 12% para ago-23.

### Transferencias totales a provincias

Acumulado hasta agosto de 2022 y 2023. En millones de pesos constantes de ago-23



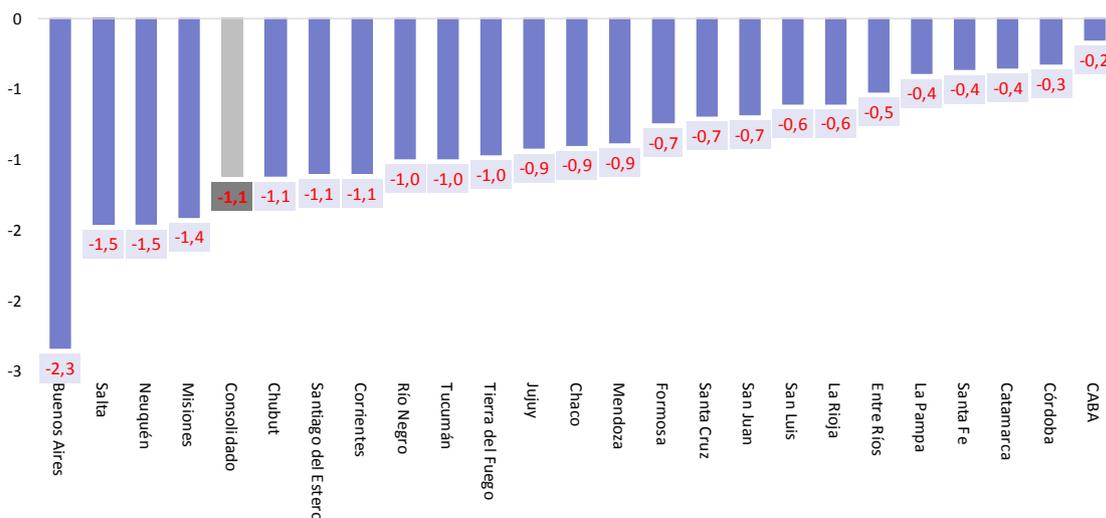
Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a datos del Ministerio de Economía.

Nota: se supone una inflación del 12% para ago-23.

En el análisis por provincia, en lo que va de 2023 las transferencias automáticas recibidas disminuyeron en todas ellas, mientras las discrecionales bajaron en 7 jurisdicciones. La más perjudicada en este rubro fue CABA (-57%), mientras que las más favorecida resultó Santa Cruz (+95%). Así, las transferencias totales subieron sólo en Santa Cruz, La Pampa, Corrientes y Jujuy.

### Variación real de transferencias automáticas

Acumuladas hasta agosto. Variación porcentual real 2022 - 2023

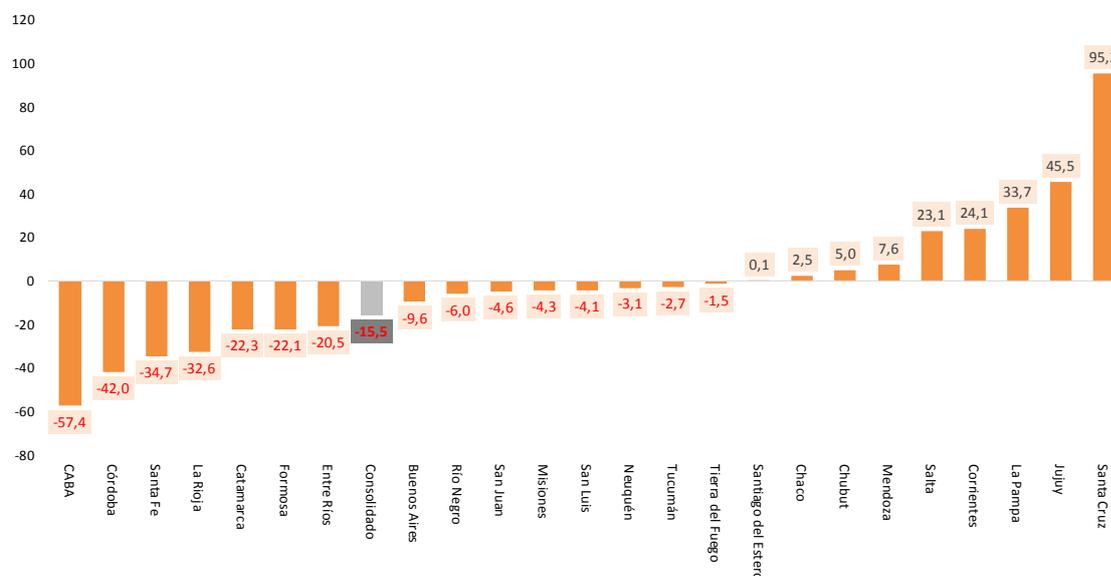


Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a datos del Ministerio de Economía.

Nota: se supone una inflación del 12% para ago-23.

### Variación real de transferencias discrecionales

Acumuladas hasta agosto. Variación porcentual real 2022 - 2023

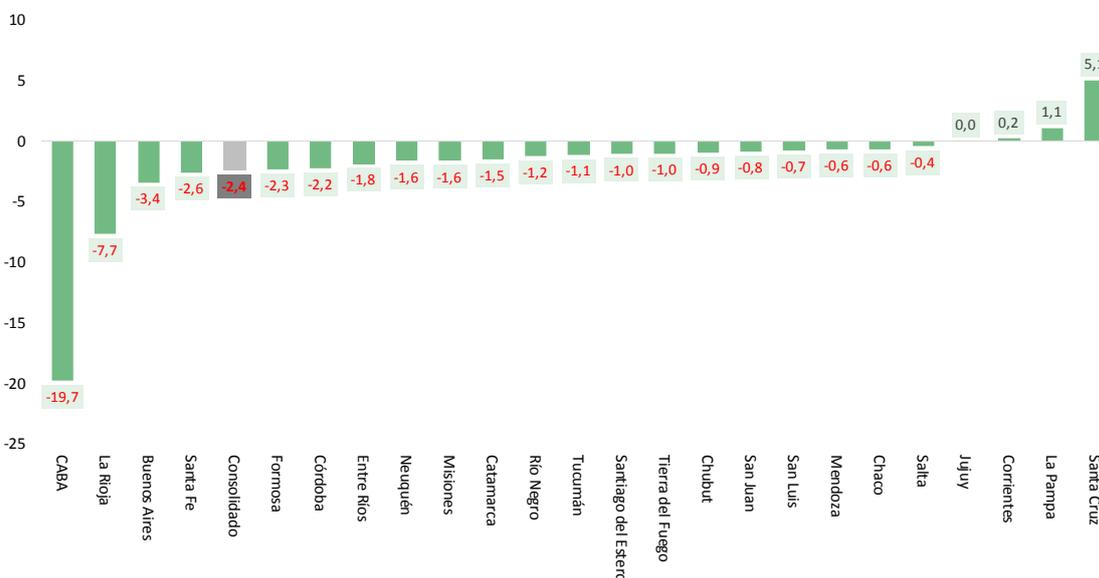


Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a datos del Ministerio de Economía.

Nota: se supone una inflación del 12% para ago-23.

### Variación real de transferencias totales

Acumuladas hasta agosto. Variación porcentual real 2022 - 2023



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

Nota: se supone una inflación del 12% para ago-23.

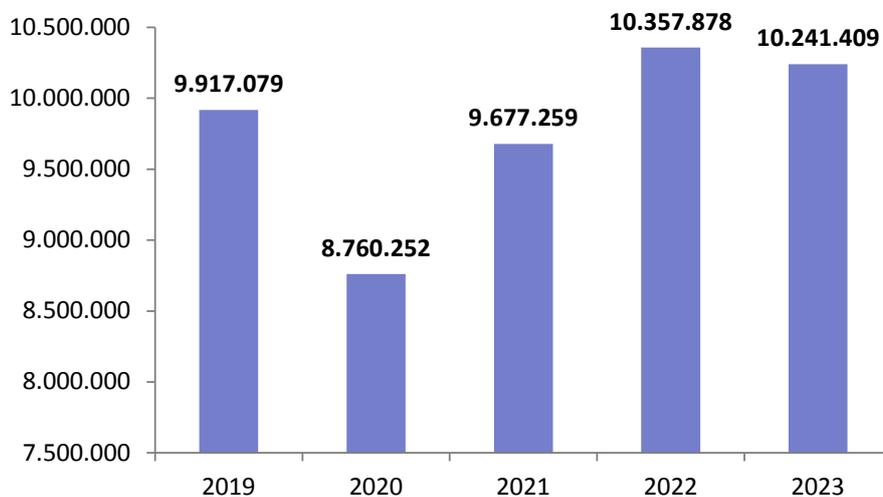
### Transferencias a provincias en la actual administración nacional

Si se tiene en cuenta el periodo abarcado entre enero y agosto de cada año, entre 2019 y 2023, las transferencias automáticas a provincias en 2023 resultan el segundo mejor año

en dicho período, luego de 2022. Entre 2019 y 2023, dichos envíos exhiben una suba 3%, en valores constantes.

### Transferencias automáticas a provincias

Enero - agosto de cada año entre 2019 y 2023. En millones de pesos constantes de ago-23



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

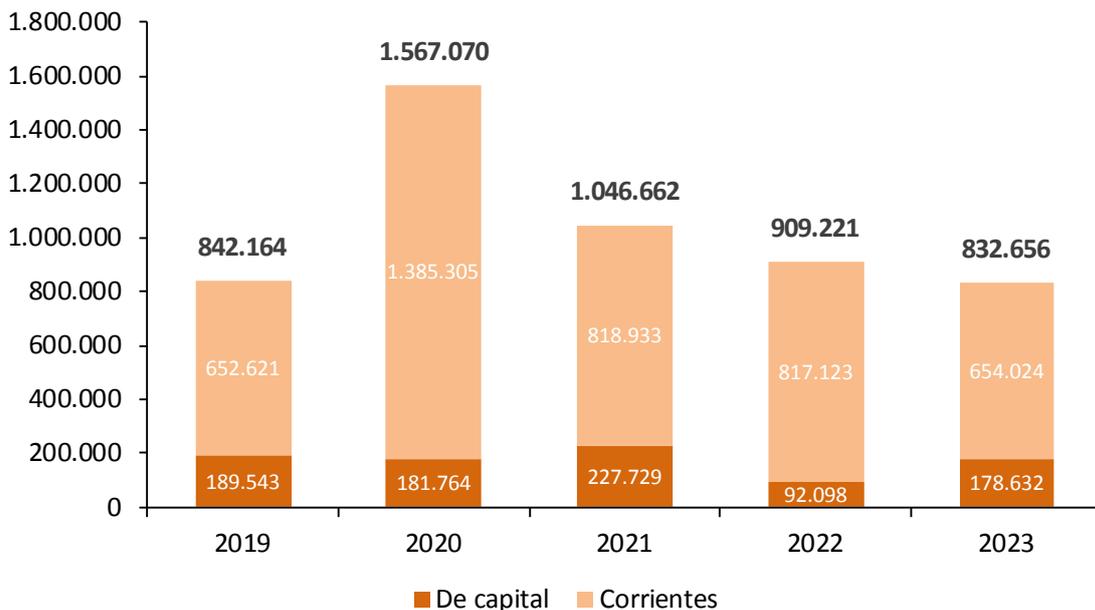
Nota: se supone una inflación del 12% para ago-23.

Distinto es el caso de las transferencias discrecionales recibidas por las provincias, que luego de una fuerte suba en las transferencias corrientes durante 2020, se han reducido año a año. De todas maneras, las transferencias discrecionales acumuladas entre enero y agosto de 2023 resultan un 1% inferiores a las de igual período de 2019.

Como resultado, las transferencias totales siguieron una evolución similar a la de las automáticas, pero con cambios menos abruptos. Se observa una reducción para el acumulado a agosto de 2020 respecto a 2019, para luego comenzar a subir y llegar a 2023 con transferencias totales que superan en términos reales a las de 2019.

### Transferencias discrecionales a provincias

Enero - agosto de cada año entre 2019 y 2023. En millones de pesos constantes de ago-23

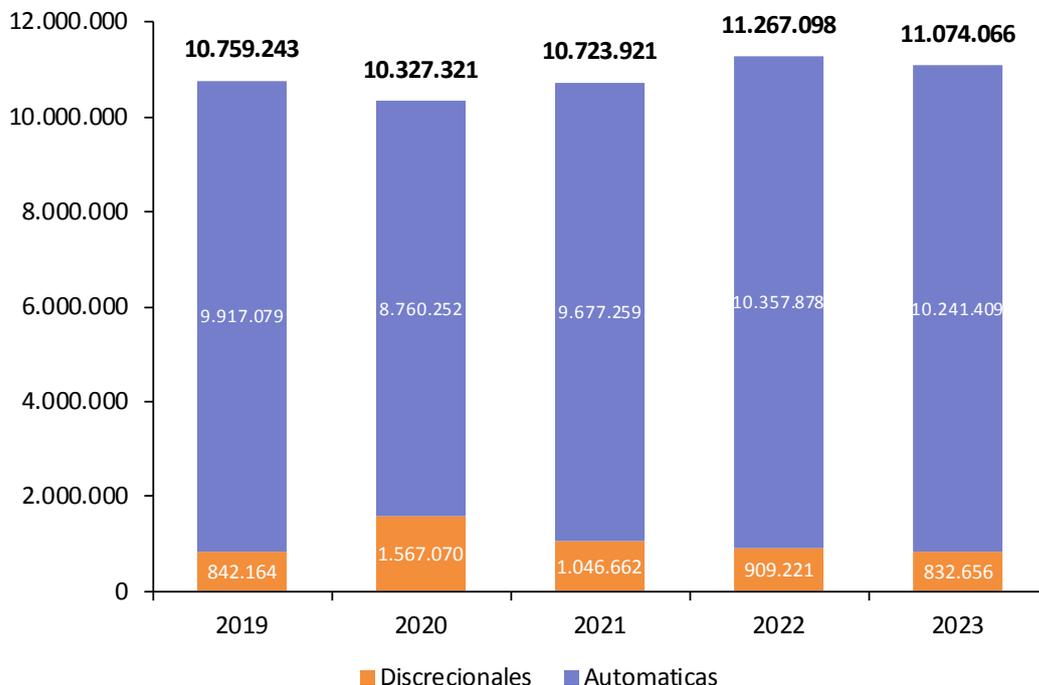


Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a datos del Ministerio de Economía.

Nota: se supone una inflación del 12% para ago-23.

### Transferencias totales a provincias

Enero - agosto de cada año entre 2019 y 2023. En millones de pesos constantes de ago-23



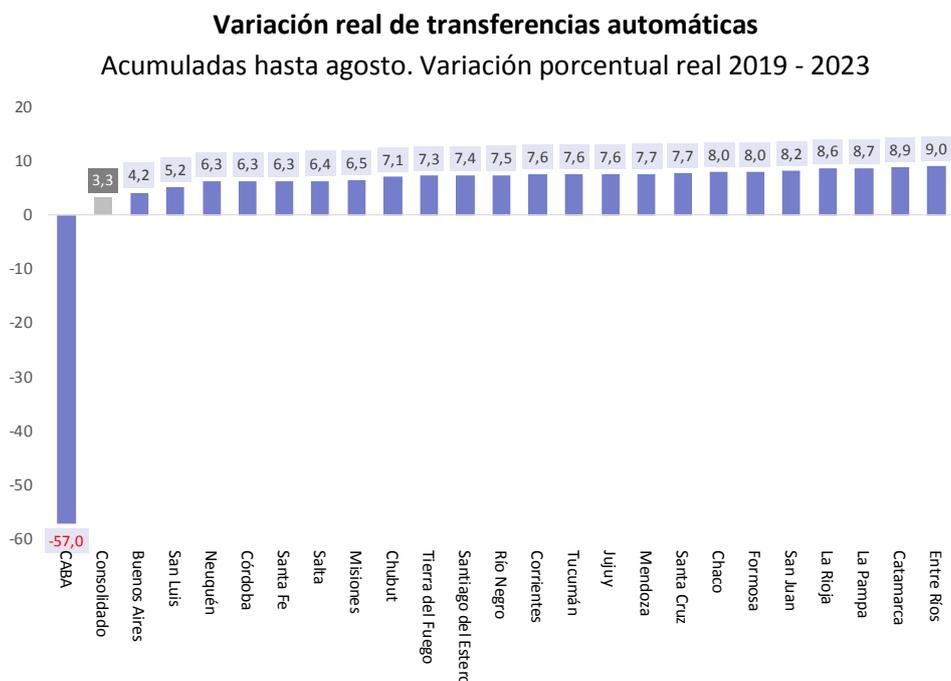
Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a datos del Ministerio de Economía.

Nota: se supone una inflación del 12% para ago-23.

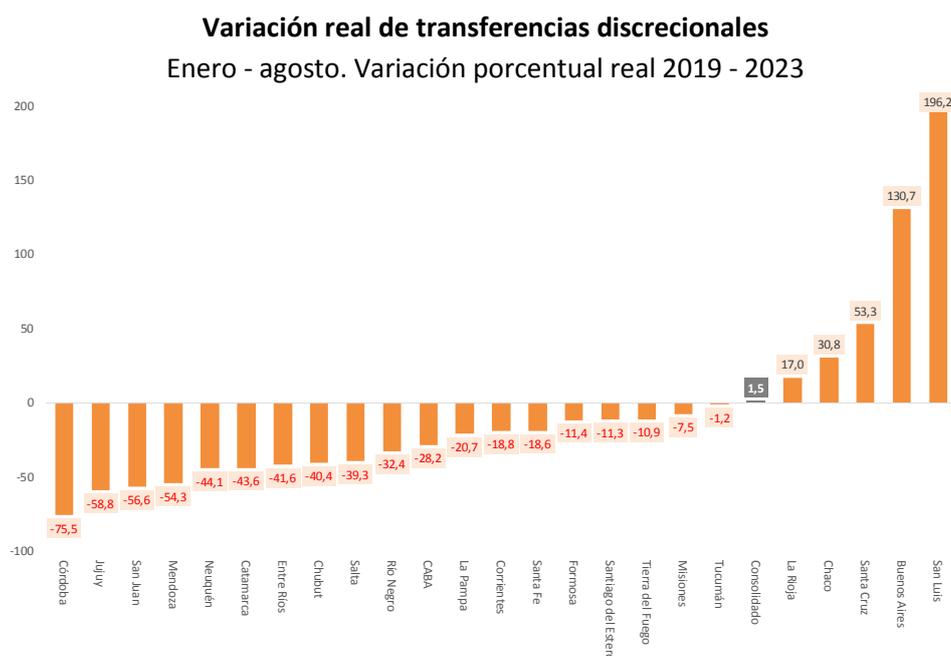
Si se analiza por provincia, entre enero y agosto de 2023, respecto a igual período de 2019, en el consolidado el aumento de las transferencias automáticas fue de 3,3%, resultando Entre Ríos la más favorecida (+9%) y CABA la única perjudicada. Distinto es el caso de las

transferencias discrecionales, que aumentaron sólo en 5 provincias en ese lapso de 4 años: San Luis, Buenos Aires, Santa Cruz, Chaco y La Rioja. Por su parte, cayeron en mayor proporción en Córdoba, Jujuy, San Juan y Mendoza.

Respecto a las transferencias totales, en los últimos 4 años las provincias con mayores subas son Buenos Aires, Santa Cruz y La Rioja, mientras que cayeron únicamente en CABA, Córdoba y Neuquén.

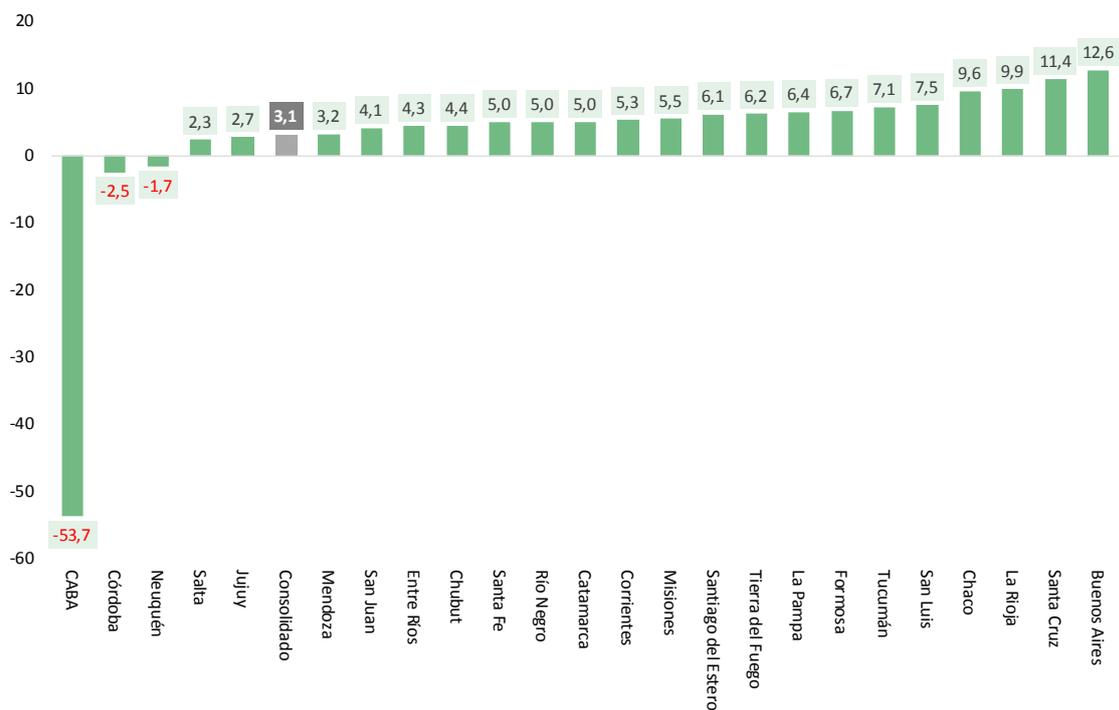


Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a datos del Ministerio de Economía.  
 Nota: se supone una inflación del 12% para ago-23.



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a datos del Ministerio de Economía.  
 Nota: se supone una inflación del 12% para ago-23.

**Variación real de transferencias totales**  
Acumuladas hasta agosto. Variación porcentual real 2019 - 2023



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

Nota: se supone una inflación del 12% para ago-23.