



IERAL

Fundación  
Mediterránea

## Revista Novedades Económicas

Año 45 - Edición N° 1079 - 16 de Enero de 2023

### El riesgo de un segundo semestre de 2023 que copie al primero de 2022

Jorge Vasconcelos

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

Con un rezago de pocas semanas, el primer semestre de 2022 coronó el deterioro de las variables económicas y políticas con una brecha cambiaria que superó el 150 % hacia mediados de julio, un escenario dominado por la zozobra que, paulatinamente, fue cediendo hacia fin de año. Paradójicamente, uno de los secretos para que en 2022 los números "cerraran" tiene que ver con una inflación que terminó en el 95 %, la más alta de treinta años y una seria amenaza para las chances electorales del oficialismo si se mantuviera en ese andarivel. De cara a 2023, un exceso de voluntarismo de parte del gobierno podría reprimir variables por un corto período, pero derivar en un segundo semestre que se parezca mucho más al primero de 2022.

**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)

## El riesgo de un segundo semestre de 2023 que copie al primero de 2022<sup>1</sup>

Con un rezago de pocas semanas, el primer semestre de 2022 coronó el deterioro de las variables económicas y políticas con una brecha cambiaria que superó el 150 % hacia mediados de julio, un escenario dominado por la zozobra que, paulatinamente, fue cediendo hacia fin de año. Paradójicamente, uno de los secretos para que en 2022 los números “cerraran” tiene que ver con una inflación que terminó en el 95 %, la más alta de treinta años y una seria amenaza para las chances electorales del oficialismo si se mantuviera en ese andarivel. De cara a 2023, un exceso de voluntarismo de parte del gobierno podría reprimir variables por un corto período, pero derivar en un segundo semestre que se parezca mucho más al primero de 2022.

Para el análisis de los resultados de 2022 hay que dividir el año en dos mitades, con un segundo semestre que fue clave, ya que:

1. Se reestableció el mando único en la conducción de la economía
2. Se aprovechó a pleno la inflación que engordaba la recaudación impositiva en términos nominales, mejorando el resultado fiscal con cierto control del gasto
3. Se logró que la soja de los silobolsas se transformara en exportaciones
4. Se subió la tasa de interés de modo que los depósitos privados en el sistema bancario terminaran incrementándose un 97 % en el año en términos nominales, un factor decisivo para alimentar el financiamiento directo e indirecto al Tesoro

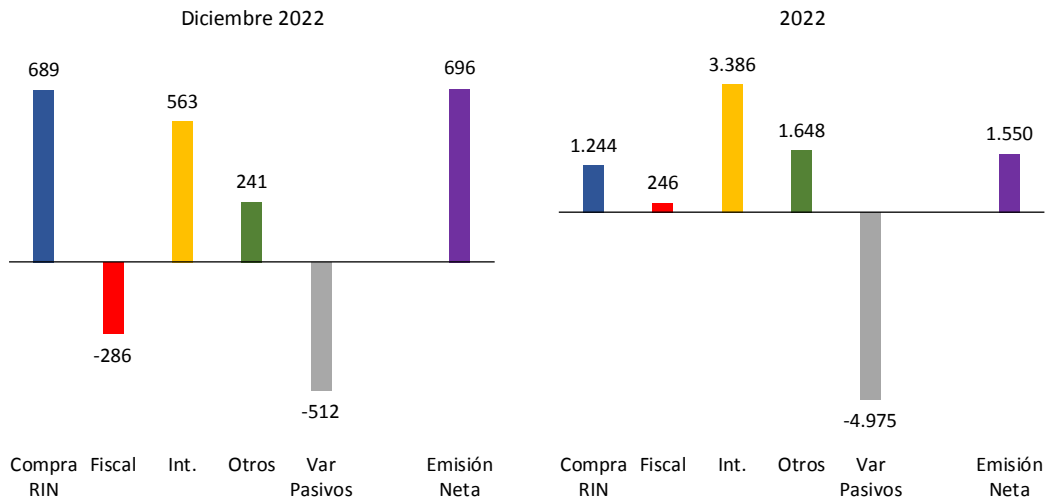
Sin embargo, ninguna de las medidas adoptadas en el segundo semestre fue gratuita en términos de “herencia económica” de cara al 2023, ya que se empujó la curva que muestra la trayectoria de la deuda del Banco Central y se hizo más crudo el conflicto entre acumular reservas por un lado y facilitar el funcionamiento de las actividades productivas que requieren de insumos importados, por el otro.

Se cumplió con el objetivo de limitar el financiamiento directo del Banco Central al Tesoro, pero se activaron nuevos mecanismos de emisión al punto que en 2022, de cada 100 pesos emitidos por el BCRA, sólo 4 se explican por transferencias al fisco y 96 pesos por “todo lo demás”.

---

<sup>1</sup> Una versión resumida de este artículo fue publicada en el diario La Nación el 16 de Enero de 2023.

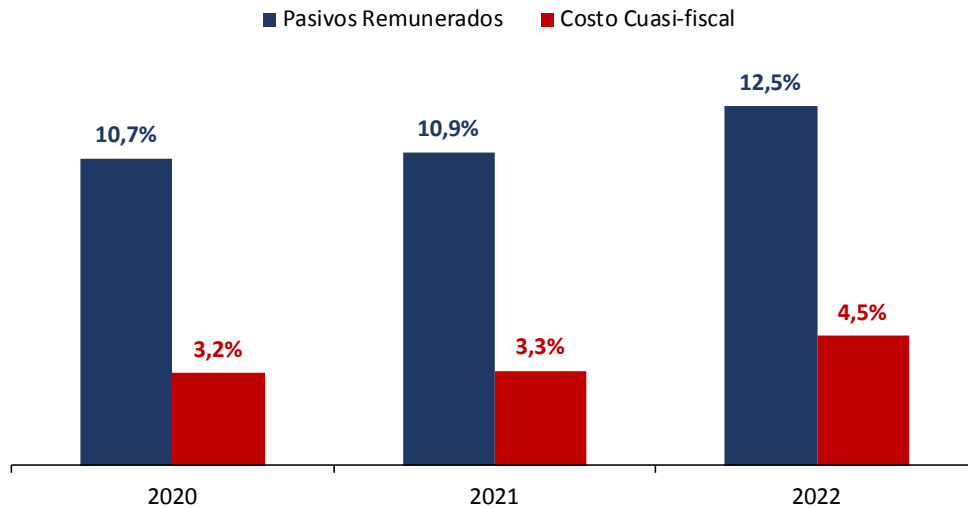
Factores de explicación de la Base Monetaria  
(en miles de millones de pesos)



Fuente: IERAL con base en BCRA.

Ese "resto" incluye los intereses de las Leliq, el plus por el "dólar soja" y las intervenciones en el mercado de capitales para sostener la paridad de los títulos públicos y evitar el fracaso de las licitaciones para refinanciar los vencimientos de deuda interna. De cara a 2023, no parece factible que esos nuevos factores de emisión puedan apagarse. Por el contrario, podrían adquirir mayor intensidad.

Pasivos Remunerados del BCRA y Costo Cuasifiscal  
En % PIB



Fuente: IERAL en base a Staff Report IMF Dic-22

El déficit consolidado que incluye el "cuasifiscal" del BCRA superó los 8,0 puntos del PIB en 2022, y el sector externo experimentó un deterioro de 2,3 puntos del PIB, ya

que la cuenta corriente del balance de pagos pasó de un superávit de 1,4 % del PIB en 2021 a un déficit estimado de 0,9 % en 2022.

### Depósitos y Préstamos al Sector Privado

En Miles de Millones de Pesos a fin de mes

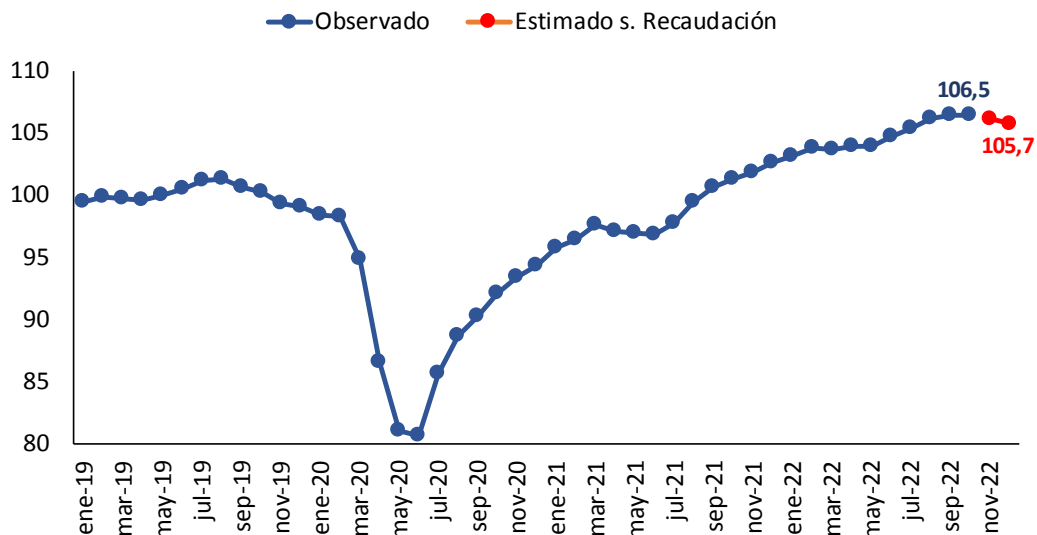
Fecha	Depósitos	Préstamos
dic-21	8.129	4.141
dic-22	15.978	6.896
Diferencia	7.849	2.754
Fracción del incremento de Depósitos canalizado a Préstamos (en %)	35,1%	

Fuente: IERAL en base a BCRA

Al mismo tiempo, se comenzó a estancar el nivel de actividad, en una tendencia muy difícil de revertir, ya que tiene que ver con:

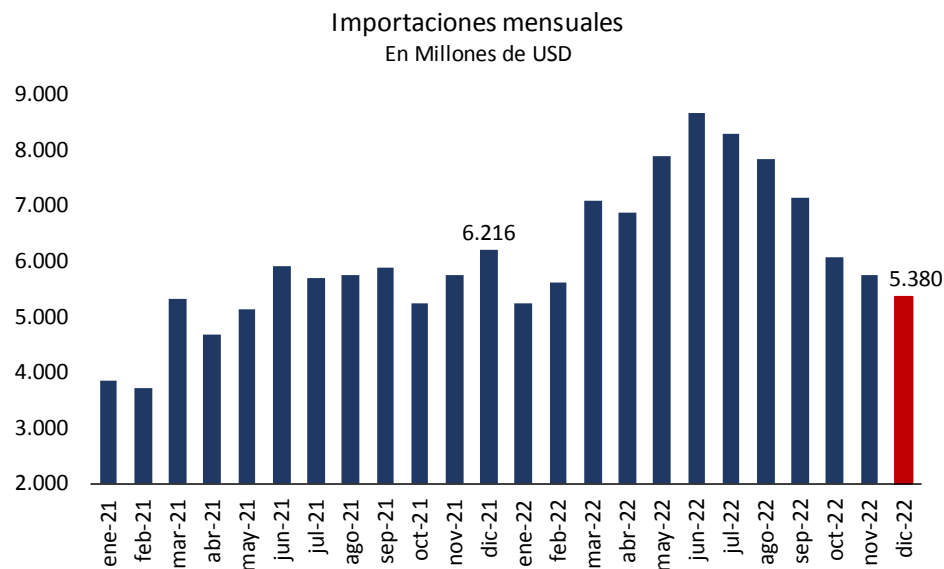
- el impacto de la inflación socavando el poder adquisitivo de la población
- la aspiradora de fondos en la que se constituyó el estado, haciendo que el crédito al sector privado terminaría siendo un residuo y capturara sólo el 35 % del incremento de los depósitos bancarios registrado en 2022

EMAE: Observado y estimado por recaudación  
(prom. móvil 3 meses)



Fuente: IERAL con base en INDEC y Subsecretaría de Ingresos Públicos.

- el torniquete cada vez más ajustado para las autorizaciones de importación, con un diciembre en el que las compras al exterior habrían caído 13,4 % interanual, cuando en julio subían al 45 % anual



Fuente: IERAL en base a INDEC y estimaciones propias

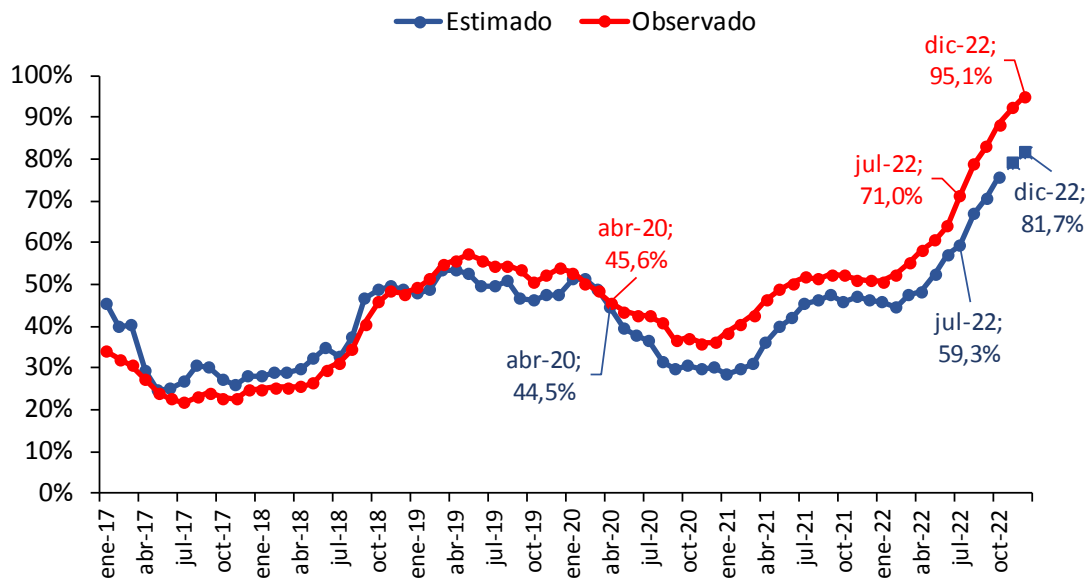
El riesgo para el 2023 es que los periodos se inviertan, y el segundo semestre de este nuevo año se parezca al primero de 2022, y no al segundo.

- A medida que el 2023 avance, podemos encontrarnos con un escenario de marcada fragmentación política, en lugar del "mando único" de los últimos meses

- Con los recientes datos de IPC y, dado el nivel actual de la tasa de interés, los depósitos bancarios podrían seguir acumulándose a buen ritmo en la primera parte de 2023. Pero la "inflación reprimida" seguirá acumulando presión. De acuerdo a estimaciones de IERAL, hay al menos un 20 % de brecha entre el índice de precios y variables clave, caso de salarios, tipo de cambio y tarifas, en la serie que arranca a fin de 2018. Esto sin computar la ampliación de la brecha cambiaria. Por ende, es altamente probable que hacia mediados de año opciones financieras más vinculadas a dólar oficial e inflación prevalezcan sobre la tasa de interés. Dependiendo del contexto político, éstas alternativas puedan ser buscadas por dentro o por fuera del sistema bancario

Inflación estimada con salarios, tipo de cambio y tarifas

Ponderaciones: salarios 60%, tipo de cambio 15% y tarifas 25%



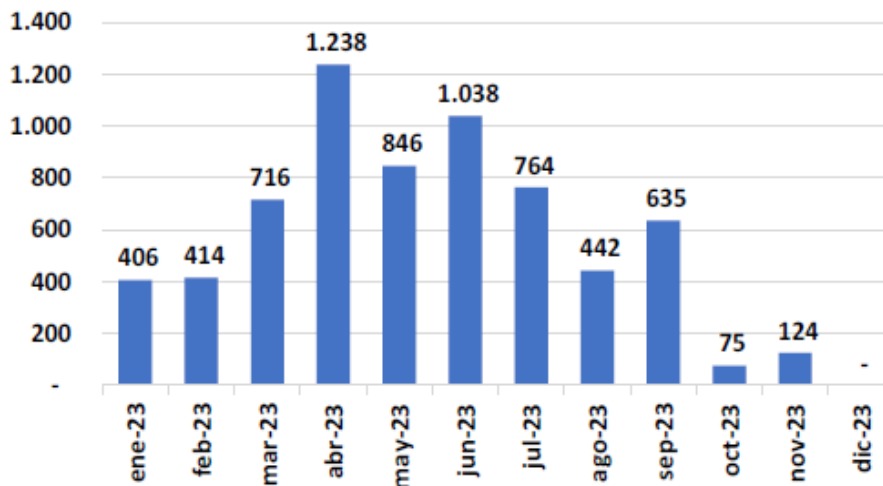
\* Nov y Dic-22 proyectado.

Fuente: IERAL en base a INDEC, Est. CABA, BCRA y Ministerio de Trabajo.

- De la mano de una cosecha de granos que en 2023 puede estar 9,0 mil millones de dólares por debajo de la de 2022, el recurso del "dólar soja" puede ser menos predecible, con los productores demandando un "premio" mayor al 32 % de diferencia que hubo en diciembre con el tipo de cambio oficial. En este último caso, la emisión monetaria por el plus será potenciada, al tiempo que no habrá cómo recuperar reservas en el segundo semestre, con los silobolsas vacíos

- Si la inflación en el primer semestre dejara de ser un factor decisivo de recaudación impositiva, entonces el gobierno, frente a previsibles dificultades para refinanciar los vencimientos de deuda interna, tendría que operar sobre el gasto público, con menos subsidios y planes sociales. Y esto fragilizar aún más la cohesión del oficialismo

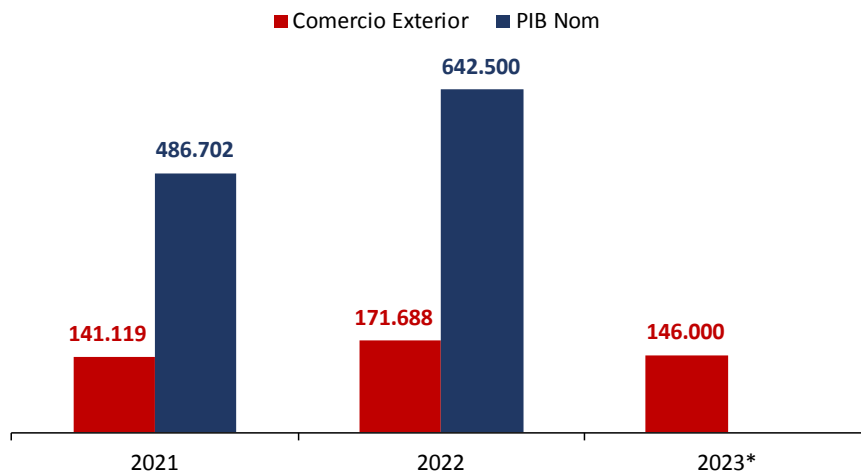
Estimación de vencimientos Deuda en pesos con el Sector Privado  
(En Miles de Millones de Pesos)



\*Ajustado por tipo de cambio y CER según corresponda.  
Fuente: Aurum Valores en base a FGS, BCRA, BYMA y estimaciones propias.

Los riesgos del segundo semestre del 2023 tienen que ver con el hecho que los desequilibrios de la macro no se han corregido. Más bien, estamos atravesando un período en el que se exploran nuevos límites para financiarlos (Banco Central como prestamista de última instancia para el Tesoro, dólar soja y demás), en un contexto hasta hace poco tiempo muy favorable en clima y en precios internacionales de los commodities.

Comercio exterior y PIB  
Comercio exterior = Expo + Impo.  
En Millones de USD.



\* Proyectado  
Fuente: IERAL en base a INDEC y estimaciones propias

En 2022, el flujo de comercio exterior (la suma de exportaciones e importaciones) fue de 172 mil millones de dólares, el 26,8 % de un PIB que, medido a precios corrientes, fue superior a los 640 mil millones. Y el tema es, en parte por la sequía, la suma de

exportaciones e importaciones apunta a los 146 mil millones para 2023, una base demasiado estrecha para sostener un PIB del tamaño del año pasado. Obsérvese que el flujo de comercio exterior de este año no sería demasiado diferente del registrado en 2021 pero, ese año, el tamaño del PIB medido en dólares corrientes fue significativamente inferior al de 2022.