



IERAL

Fundación  
Mediterránea

## Revista Novedades Económicas

Año 45 - Edición N° 1081 - 27 de Febrero de 2023

### El 2023, paradigma de los años de estanflación

Jorge Vasconcelos

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

El deterioro de las variables macroeconómicas experimentado a lo largo de la década de estanflación encuentra en 2023 un verdadero arquetipo de estos años. Como ya se ha subrayado en este espacio, cuando hacia 2011/12 los precios de las commodities comenzaron a declinar en el mercado mundial, el gobierno de entonces se apartó de la lógica económica y se concentró en perfeccionar un esquema que permitiera manipular las variables con objetivos políticos de corto plazo. Nacieron los "cepos" y, al principio, al menos se logró maquillar la economía en los años impares, cuando se realizan elecciones. En ese altar se sacrificaron objetivos e instrumentos vinculados con la productividad, la inserción en el mundo, la incorporación de tecnología y la capacitación laboral, bajo la consigna del gasto público como locomotora. En esa línea, proliferaron controles y regulaciones, destinadas a disimular temporalmente los daños colaterales. Se ingresó en un laberinto del que no se ha salido, al punto que este año electoral arranca con una inflación en el andarivel del 100% anual y un nivel de actividad en terreno negativo respecto a doce meses atrás.

**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 2023, paradigma de los años de estanflación<sup>1</sup>

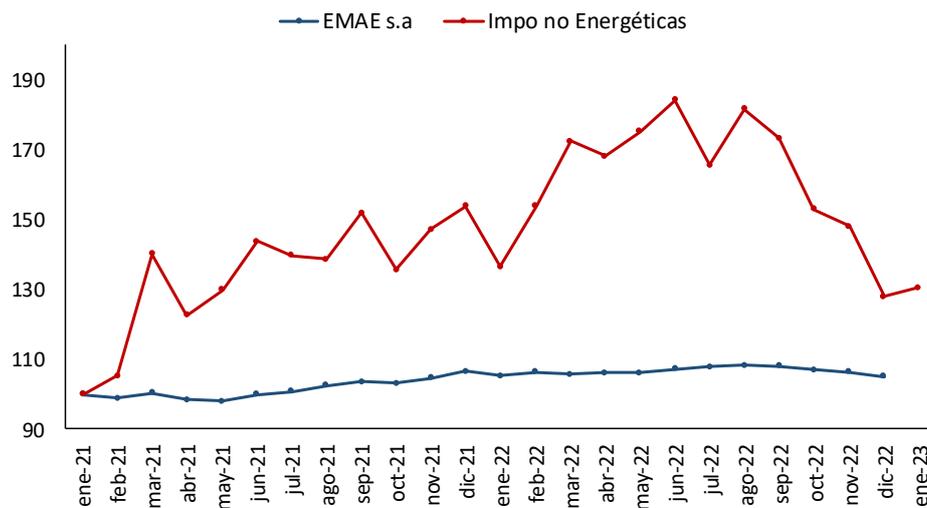
El deterioro de las variables macroeconómicas experimentado a lo largo de la década de estanflación encuentra en 2023 un verdadero arquetipo de estos años. Como ya se ha subrayado en este espacio, cuando hacia 2011/12 los precios de las commodities comenzaron a declinar en el mercado mundial, el gobierno de entonces se apartó de la lógica económica y se concentró en perfeccionar un esquema que permitiera manipular las variables con objetivos políticos de corto plazo. Nacieron los “cepos” y, al principio, al menos se logró maquillar la economía en los años impares, cuando se realizan elecciones. En ese altar se sacrificaron objetivos e instrumentos vinculados con la productividad, la inserción en el mundo, la incorporación de tecnología y la capacitación laboral, bajo la consigna del gasto público como locomotora. En esa línea, proliferaron controles y regulaciones, destinadas a disimular temporalmente los daños colaterales. Se ingresó en un laberinto del que no se ha salido, al punto que este año electoral arranca con una inflación en el andarivel del 100% anual y un nivel de actividad en terreno negativo respecto a doce meses atrás.

A lo largo de la última década se exploraron y agotaron todos los límites, empezando por el endeudamiento y la presión tributaria, siguiendo con la pérdida de reservas y, como fenómenos más recientes, la duplicación de la inflación respecto a años previos y la obstrucción creciente de actividades productivas por la falta de insumos y partes importadas. Entre agosto y diciembre pasado el PIB cayó un 2,8 % (medición desestacionalizada, EMAE), pero estas tendencias recesivas que contaminan el 2023 no frenan la inflación (el peor de los mundos). Justamente, esa es una contradicción típica de los fenómenos de estanflación, con la paradoja que éste no es precisamente un año par.

---

<sup>1</sup> Una versión resumida de este artículo fue publicada en el diario La voz del interior el 26 de Febrero de 2023.

Evolución del EMAE y de las Importaciones no energéticas  
Base 100 = Ene-21



Fuente: IERAL con base en INDEC.

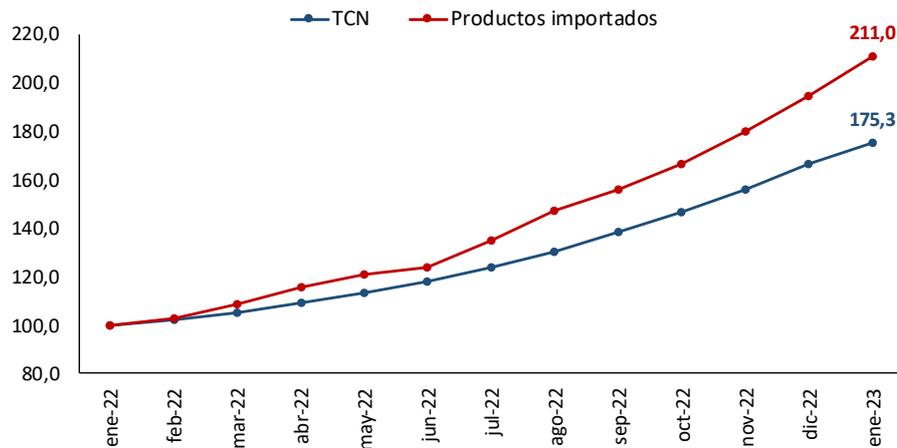
En 2022, el Banco Central pudo acumular reservas netas por unos 5,0 mil millones de dólares y, al mismo tiempo, las empresas pudieron incrementar en un 20,6 % las importaciones no energéticas, haciendo factible que el PIB se incrementara en torno a 5,2 %. Decisivo para que reservas y actividad pudieran mejorar al mismo tiempo fue la contribución de los agrodólares, con un valor de la cosecha que escaló 11,0 mil millones de dólares respecto de los registros de 2021. Sin embargo, aun con lo voluminoso de ese aporte, para cerrar los números se necesitaron de dos fuentes adicionales de financiamiento: préstamos netos por 8,2 mil millones de dólares originados en organismos (FMI, BID, Banco Mundial) y aumento del crédito privado de comercio exterior por 8,5 mil millones.

En cambio, en 2023, no sólo se está sufriendo una merma del orden de los 9,0 mil millones de dólares en la cosecha agrícola por factores climáticos; habrá saldo negativo en las operaciones crediticias con los organismos mientras que, en préstamos comerciales externos, no podrán repetirse los guarismos de 2022, más allá de lo que pueda lograrse en las negociaciones con China y Brasil.

En 2023 las reservas del Banco Central y las importaciones están destinadas a ser variable de ajuste, aun cuando otros rubros del balance de pagos registren mejoras que pueden estimarse en 7,0 mil millones de dólares, por la disminución de la factura energética (fuerte caída de precios) y un menor déficit en viajes y turismo.

Así, en los últimos trimestres parece configurarse una especie de "etapa superior" de la estanflación, por la que los estímulos que se intentan para el nivel de actividad en lugar de conseguir el objetivo derivan en más inflación, pérdida de divisas e incapacidad de la oferta para responder a la demanda por la falta de insumos. Es este el escenario en el cual los precios mayoristas de productos importados suben a un ritmo superior al 8,0 % mensual, casi un 160 % anualizado.

Evolución del precio de Productos Importados-IPIM y del tipo de cambio oficial  
Base 100 = Ene-22



Fuente: IERAL con base en INDEC.

El diagnóstico adecuado para encontrar la salida pasa por asumir que los desajustes externos son un reflejo de los desequilibrios internos de la macro: recuperar el control sobre las principales variables demanda una mayor tasa de ahorro o, mejor dicho, un sector público que no se fagocite los ahorros del sector privado.

Mientras el grueso de los países de la región apuntó en 2021 a tratar de volver a los niveles de gasto público pre-covid, la Argentina demoró ese proceso, hasta que la aceleración de la inflación empezó a cumplir la tarea que el gobierno esquivaba, pero con efectos colaterales contraindicados.

Aun después de haberse ajustado por la aceleración inflacionaria, el gasto del sector público nacional, con cálculos de Marcelo Capello, economista de IERAL, fue equivalente en 2022 a 23,3 puntos del PIB, todavía 6,1 puntos porcentuales por encima del promedio de 2002 a 2011, que fue de 17,2 % del PIB.

Frustrante intento de usar al gasto público como locomotora, ya que el PIB per cápita cayó 9,2 % entre 2011 y 2022, en un contexto de fuerte aumento del endeudamiento estatal. Al respecto, Daniel Artana, economista de FIEL, calculó para ese período un déficit promedio anual de 4,6 % del PIB en cabeza del Tesoro Nacional, con un aumento de la deuda pública equivalente a 30 puntos del PIB, más el uso del impuesto inflacionario/señoreaje por otros 20 puntos. El costo de esterilización de la emisión monetaria incrementó en 5,0 % del PIB los Pasivos Remunerados del BCRA.

El agotamiento del modelo es proporcional al financiamiento (directo e indirecto) del Banco Central al Tesoro. En 2021, los "adelantos transitorios" fueron equivalentes a 3,7 puntos del PIB, pero en 2022 la suma de transferencias directas e indirectas escaló a 4,9 puntos del PIB, siendo que el ítem de los giros "por encima de la línea" fue limitado a 0,7 % del PIB. Los restantes 4,2 puntos del PIB de emisión bruta se explican por las intervenciones del Central en el mercado secundario de títulos públicos, por el subsidio

que significa el “dólar soja”, por la compra de SDR y también por la liberación de encajes para empujar la demanda de bonos por parte de los bancos.

En 2023, el financiamiento directo e indirecto del Banco Central al Tesoro apunta a un piso equivalente a 4,5 puntos del PIB, con sólo 0,6 puntos atribuibles a “adelantos transitorios”. Lo que importa es el resto. Si esa emisión ocurre en un contexto de mayor deterioro que el de 2022, sus efectos inflacionarios pueden ser potenciados. Hay que tener en cuenta la persistente caída de la demanda de dinero y el uso creciente de cuentas corrientes remuneradas, que achica la “base imponible” del impuesto inflacionario. Además, la economía se achica por las tendencias recesivas y la demanda de dinero cae proporcionalmente.

Por lo apuntado, salir de la trampa de la estanflación requiere mucho más que una paridad cambiaria consistente con el equilibrio de las cuentas externas. Y para evitar entrar en un círculo vicioso de devaluaciones e inflación, la única ancla eficaz es pasar de déficit a superávit fiscal, operando sobre los excesos de gasto público. Tampoco alcanza con eliminar los cepos y normalizar el comercio exterior, ya que se necesita profundizar la inserción externa de la Argentina si se pretende lograr un crecimiento sostenido de los empleos de calidad.