



CEEPYD

CENTRO DE ESTUDIOS DE
ECONOMÍA POLÍTICA Y DESARROLLO

ANÁLISIS DE COYUNTURA ECONÓMICA NACIONAL E INTERNACIONAL

INFORME N° 33 – PERIODO I- II 2026

**La macroeconomía con un creciente enclave exportador:
Un caso de estancamiento liderado por exportaciones**

Lic. Fabián AMICO

**Programa de Seguimiento de la Coyuntura y Tablero Macroeconómico dependiente del
Centro de Estudios de Economía Política y Desarrollo (CEEPYD)**

Julio 2026

Resumen ejecutivo

Parece ser un escenario promisorio para la economía argentina. La actividad registra expansión con una inflación baja, mientras el BCRA acumula reservas y el FMI proyecta un crecimiento del 3% anual. Sin embargo, la (exigua) baja de la inflación no logra traducirse en mejoras del nivel de empleo, ingresos e inversión, revelando inconsistencias en la política económica oficial. Al tiempo que el PIB aumenta, cae la inversión, se desploman las importaciones y se destruye empleo en 21 de las 24 provincias. La expansión del PIB va de la mano del ajuste fiscal (¿un ajuste expansionista?) y el consumo record convive con salarios reales tendencialmente estancados.

Si se reduce la economía argentina a solo dos grandes sectores (uno vinculado al mercado doméstico y otro a la exportación) estas paradojas dejan de ser tales. Las importaciones totales siguen la evolución del sector doméstico sin ninguna vinculación con el núcleo exportador. Lo mismo se registra con la inversión y el empleo, pese al record en el nivel de exportaciones. El sector agropecuario (líder de la expansión) destina la mayor parte de su producción al mercado externo y se desempeña con alta autonomía en relación al mercado doméstico (lo opuesto sucede con la industria).

No ocurre lo mismo con el nuevo núcleo exportador conformado por la minería y la energía. En este caso, por limitaciones de la política oficial, el núcleo exportador va adquiriendo el carácter de un **enclave**, es decir, una isla donde grandes empresas (mayoritariamente extranjeras) invierten para extraer materias primas con foco exclusivo en el mercado externo. Por ende, no se integran con el mercado local ni contribuyen al crecimiento. Señalamos que, sin cambios en la política económica, el efecto estructural de este enclave exportador puede profundizar el estancamiento y el atraso.

1. El contexto general

Antes de abordar el análisis de los determinantes del nivel de actividad (foco central de estas *Notas de coyuntura*) será útil repasar brevemente algunos de los rasgos principales de la actual evolución macroeconómica. A primera vista parece ser un escenario promisorio para el gobierno. La economía argentina experimenta un repunte significativo, con una expansión de la actividad económica.

La inflación minorista ha continuado su trayectoria descendente, situándose en torno a un 2% mensual, mientras que el Banco Central ha acumulado reservas y el FMI proyecta un crecimiento del 3% anual. La relativa estabilidad cambiaria, en un marco coyuntural de fuerte afluencia de divisas del agro, permitió mantener los precios relativamente controlados. Sin embargo, la (exigua) baja de la inflación no logra traducirse en mejoras de los ingresos, de la actividad y el empleo, revelando las inconsistencias de la política oficial. Pese a esto, el tipo de cambio pareció regresar a una senda alcista, alentada por la formación de activos externos, en un contexto de reducción del riesgo país fuertemente asociado a la acumulación de reservas y al cierre del programa financiero en dólares para este año.

Sin embargo, buena parte de la acumulación de dólares en el Banco Central se basó en la caída de las importaciones inducida por la recesión industrial y el colapso de la inversión, al tiempo que se registra un crecimiento record de las exportaciones. Así cada vez más la economía argentina parece mostrar dos facetas contrapuestas. En el plano financiero-cambiario una cierta estabilidad, alentada por el núcleo exportador y la favorable geopolítica de la deuda, mientras en el plano del crecimiento y de los ingresos el empeoramiento viaja al mismo ritmo que el dualismo económico. Este último tema es justamente el foco de estas *Notas de Coyuntura*.

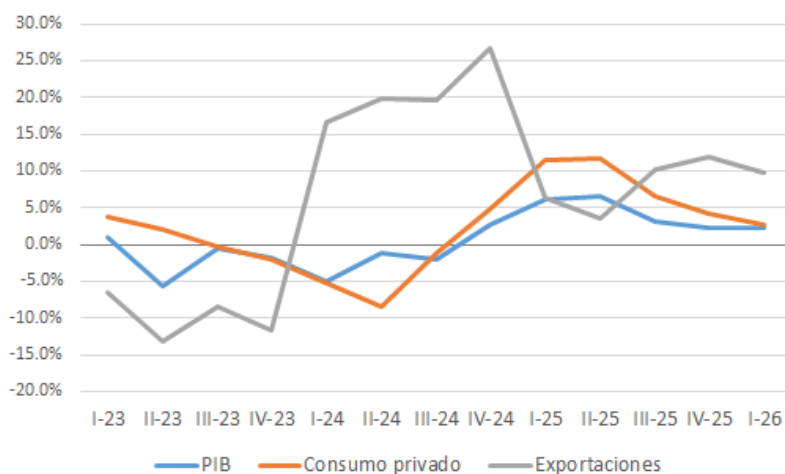
2. ¿Crecimiento liderado por exportaciones?

De acuerdo a las cifras oficiales, la economía argentina parece estar experimentando un repunte significativo, con niveles record en relación a su historia reciente. Algo análogo estaría ocurriendo con el consumo privado, que se encontraría en niveles record también, pese al estancamiento de los ingresos.

Sin embargo, los resultados macroeconómicos en términos generales son fuertemente paradójales. La recuperación de la actividad parece romper con las fuertes interrelaciones que caracterizan en general a *todo* proceso de crecimiento. Más específicamente, al mismo tiempo que el PIB aumenta, cae la inversión en capacidad productiva, se destruye empleo y se desploman las importaciones, un contrasentido en términos del comportamiento histórico de la economía argentina. Asimismo, el producto aumenta mientras el gobierno ajusta el gasto público (¿un ajuste fiscal expansionista?) y el consumo record convive con salarios reales que muestran siete meses de caída apenas morigerada por el registro de abril pasado.

Por estas razones conviene analizar esta particular recuperación más detenidamente. En primer lugar el PIB trimestral parece estabilizarse en una dinámica interanual en torno al 2% en el 1T-26, con el consumo convergiendo a la baja (Gráfico 1). Por otro lado, las exportaciones muestran un crecimiento muy significativo, en torno al 10% anual.

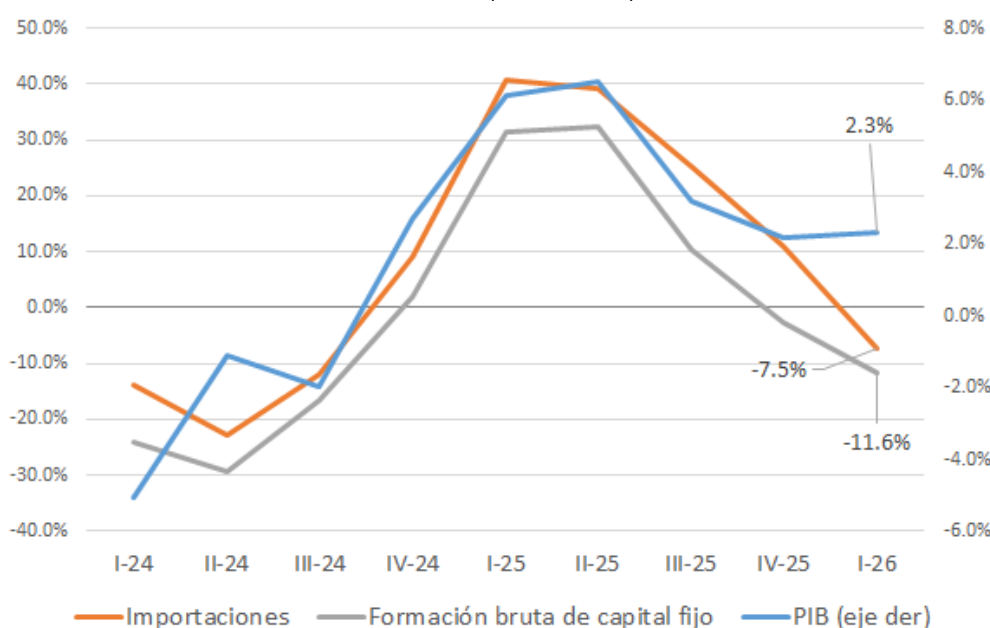
Gráfico 1. PIB, consumo privado y exportaciones
(% interanual)



Fuente: INDEC.

Si se observa esta dinámica desde el lado de la inversión y de las importaciones, surge un rasgo más paradójal: mientras el PIB pasa del 2,2% i.a. en el 4T-2025 al 2,3% en el 1T-2026, la inversión en capital fijo y las importaciones colapsan (Gráfico 2). Nótese que hasta el 3T-2025 el PIB, las importaciones y la inversión muestran su correlación (positiva) habitual con el PIB, algo que parecería quebrarse desde el trimestre siguiente.

Gráfico 2. PIB, inversión e importaciones
(% interanual)



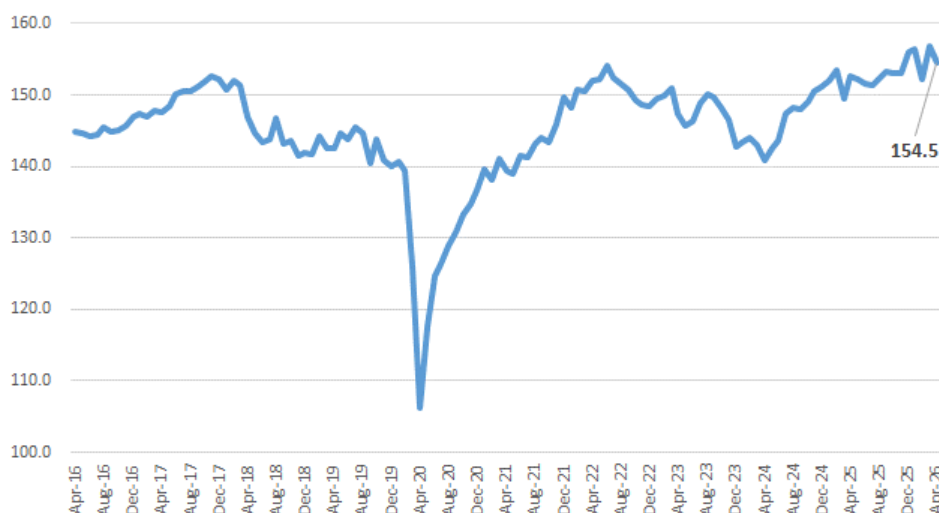
Fuente: INDEC.

Constituye un hecho estilizado de todo proceso de crecimiento que las importaciones, la inversión y el PIB muestren una alta correlación positiva. Las importaciones se correlacionan positivamente con el nivel de producto debido a que más del 70% de las compras externas se realizan para satisfacer los requerimientos productivos (piezas y accesorios, bienes intermedios y bienes de capital).

A su vez, según la perspectiva analítica adoptada, la inversión en equipo de capital se correlaciona positivamente con la dinámica del PIB ya sea porque es considerada una *condición* del crecimiento (la inversión sería una variable exógena y lideraría el crecimiento) o bien porque es *resultado* del crecimiento (en este caso es una variable inducida, volveremos sobre este punto). Pero en los dos casos la correlación observada debería ser positiva. Sin embargo, esto no parece ocurrir desde el 4T-2025.

Observando los datos adelantados de abril por el Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE) también parecen emerger cifras históricas en los últimos registros interanuales. De hecho, el *nivel* observado en abr26 es uno de los más altos de la serie que arranca en 2016 (Gráfico 3).

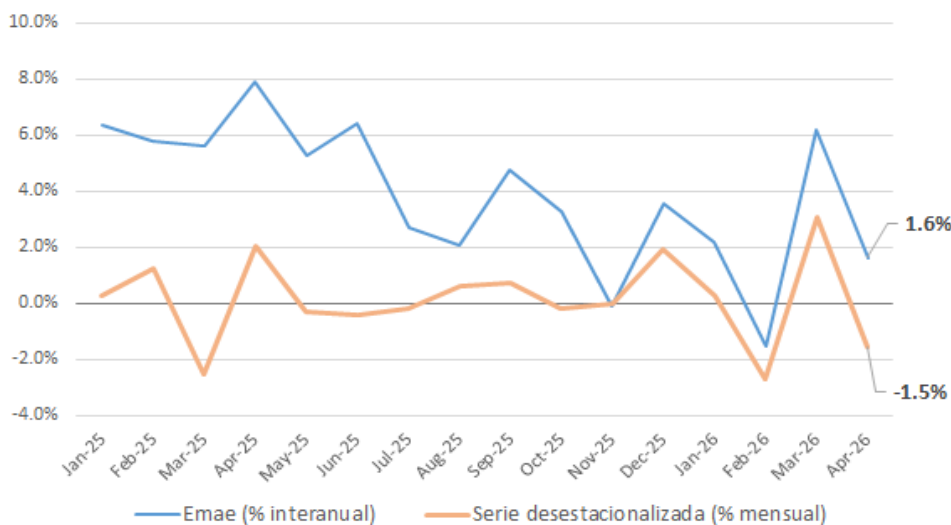
Gráfico 3. Estimador Mensual de Actividad Económica
(Índice base 2004, serie desestacionalizada)



Fuente: INDEC.

En este contexto, no pocos analistas destacan que la actividad económica se dispara y alcanza máximos históricos *pese* a la política de ajuste, en particular, pese al ajuste del gasto público. Observando la dinámica más de cerca, las cosas son algo más complejas. Los datos de abr26 del EMAE muestran que la actividad económica registró un crecimiento de 1,6% en la comparación interanual y una disminución de 1,5% respecto a marzo en la medición sin estacionalidad, revelando una dinámica inestable con tendencia al estancamiento (Gráfico 4).

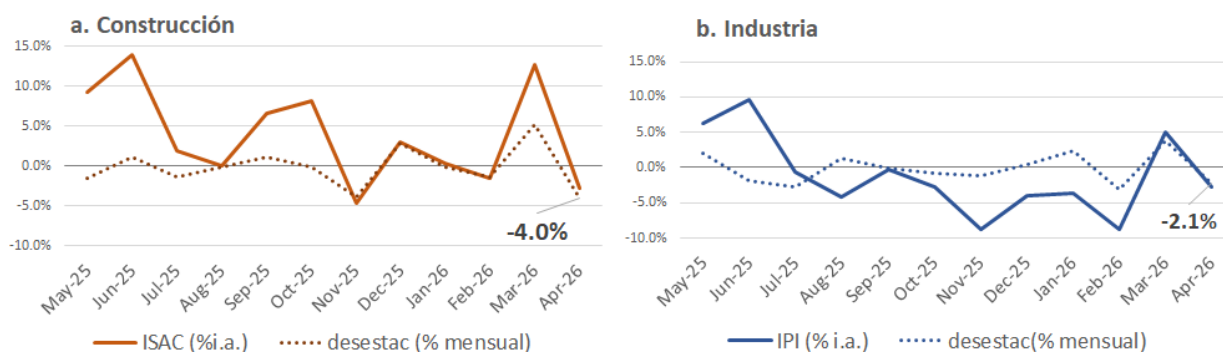
Gráfico 4. Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE)



Fuente: INDEC.

En la dimensión interanual, la actividad de Agricultura, ganadería, caza y silvicultura (10,9% i.a.) fue la de mayor incidencia positiva seguida por Explotación de minas y canteras (17,1% i.a.). La suma de estos sectores aportó 1,8 puntos porcentuales (p.p.) al crecimiento interanual del EMAE. Por su parte, ocho sectores de actividad registraron caídas en la comparación interanual, entre ellos Industria manufacturera (-2,9% i.a.) y Comercio (-3,2% i.a.) le restaron 0,9 p.p. a la variación interanual del EMAE. La economía parece crecer impulsada solo por cuatro sectores, los cuales, a su vez, no son intensivos en empleo. Por otro lado, la industria y la construcción mostraron nuevas caídas en abril, en torno al 4% en la construcción y del 2,1% en la industria (Gráfico5).

Gráfico 5. Industria y construcción
(% mensual e i.a.)



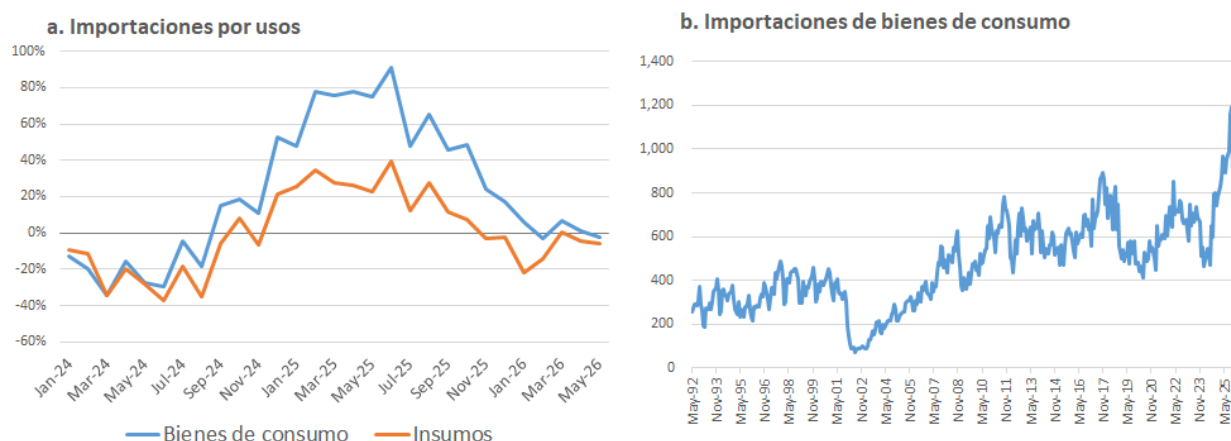
Fuente: INDEC.

La caída de estos dos grandes sectores tiene implicaciones diferentes, ya que la actividad de la construcción tiene una demanda de importaciones de insumos menor que otros sectores. En cambio, al retroceso de la industria (cuyo índice de producción se encuentra en abr26 un 15% por debajo del mismo mes de 2022) es una de las razones principales del “ahorro” de divisas que ha permitido al BCRA una significativa acumulación de reservas en los últimos meses. En el promedio 2012-2023 requería unos U\$S 4 mil millones anuales para pagar sus importaciones mientras en 2026 apenas llega a la mitad. Esta fuente de dólares explicó casi la mitad de la mejora del balance cambiario en el primer cuatrimestre.

2.1. Importaciones

Como muestra el gráfico 5a, tanto las compras externas asociadas con el nivel de actividad (“insumos”) como las importaciones de bienes de consumo caen abruptamente desde mediados del año pasado. Asimismo, en sep25, las compras externas de bienes de consumo alcanzaron un record histórico para luego contraerse (Gráfico5b).

Gráfico 5. La evolución de las importaciones
(U\$S millones, % interanual)



Fuente: INDEC.

Nota: “Insumos” comprende piezas y accesorios, bienes intermedios y bienes de capital, que constituyen más del 70% de las importaciones.

La explosión importadora (especialmente de bienes de consumo) se relaciona estrechamente con la política de apertura económica impulsada por el gobierno mediante la desregulación de la economía y la liberalización comercial orientada a eliminar barreras aduaneras. No obstante, la política de apertura incluyó como ingrediente principal la eliminación de barreras *no arancelarias*, desmantelando instrumentos discrecionales que restringían importaciones, como el sistema de licencias no automáticas (incluyendo el desmantelamiento de medidas antidumping y la aceptación de certificaciones técnicas extranjeras para simplificar el ingreso de productos). También se redujeron aranceles a diversos insumos y se simplificaron los trámites para comerciar con el exterior.

Nótese que son medidas que corresponden fundamentalmente a una dimensión de la competitividad *no precio* y como tales no pueden reemplazarse sin grandes costos por un tipo de cambio real más alto. Adicionalmente, debe observarse que el nivel del tipo de cambio real es uno de los más bajos de la serie histórica (Gráfico 6), algo que, según la óptica convencional, debería resultar en una *reducción* (y no un aumento) de las exportaciones netas.

Gráfico 6. Tipo de cambio real multilateral
(Base 17-12-15 = 100)

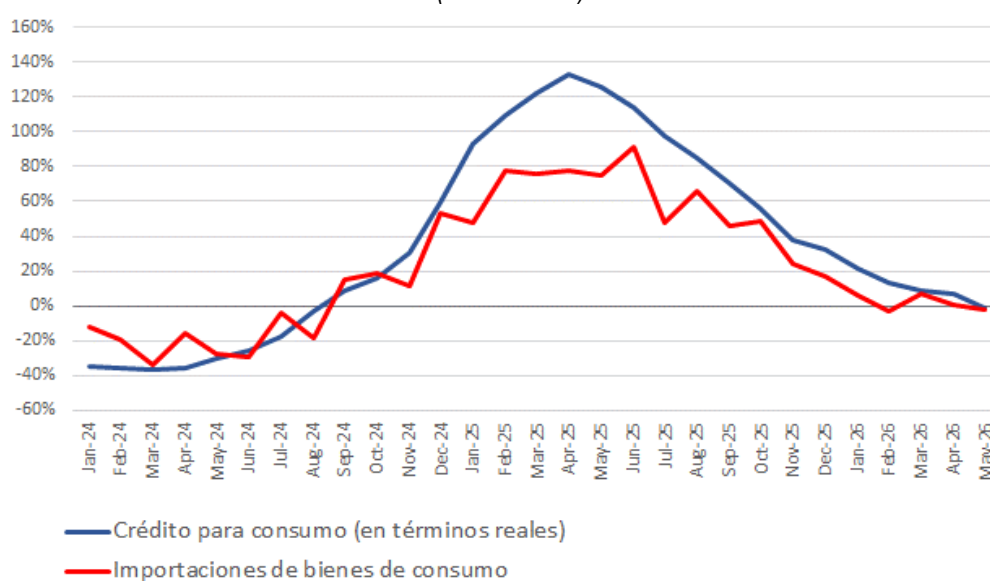


Fuente: BCRA.

Sin embargo, el valor de las importaciones totales muestra una reducción persistente, pese a la apreciación cambiaria, debido al hecho largamente establecido en la literatura empírica de que las cantidades importadas responden en forma dominante al nivel de producto y de actividad domésticos, mientras lo hacen de forma mucho más débil a las variaciones de precios relativos.

En el caso particular de las compras externas de bienes de consumo, estas parecen estar fuertemente asociadas al *boom* de crédito que siguió al blanqueo de capitales de oct24 y que desde mediados del año pasado tendió a agotarse, mostrando hacia May26 una contracción del 1% real respecto del mismo período del año anterior (Gráfico 7).

Gráfico 7. Crédito para consumo e importaciones de bienes de consumo
(% interanual)



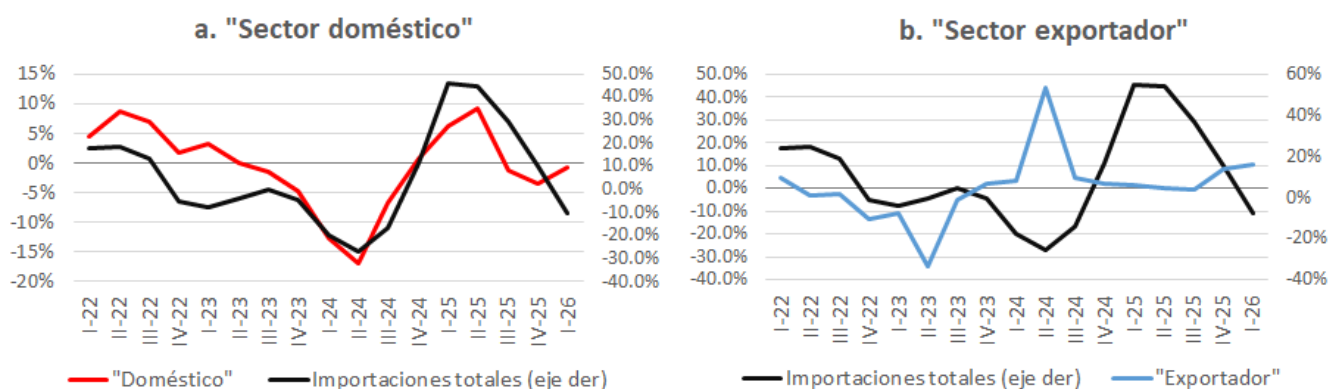
Fuente: elaborado en base a INDEC y BCRA.

En conclusión, las importaciones muestran una tendencia al derrumbe brindando señales inequívocas de los rasgos que presenta el ciclo económico actual. Si redujéramos la economía argentina a solo dos grandes sectores (uno vinculado al mercado doméstico y otro a la exportación) estos rasgos aparecen aun con mayor claridad.

Por ejemplo, considerando como *proxy* del “sector doméstico” al subsector conformado por la industria, la construcción y el comercio, y tomando como parte del núcleo exportador al agro, la minería, y la pesca, es posible observar cuáles son los sectores que determinan la dinámica de las importaciones.

Puede observarse que las importaciones totales siguen de cerca la evolución del sector doméstico (Gráfico 8a), pero no muestran ninguna asociación sistemática con el núcleo exportador (Gráfico 8b).

Gráfico 8. Importaciones, mercado interno y sector exportador
(VAB, precios constantes, % interanual)



Fuente: elaborado en base a INDEC.

Por su lado, el sector “Intermediación financiera” no forma parte del núcleo “exportador”, aunque presenta algunas características similares: no tiene implicaciones positivas sobre el empleo ni sobre las importaciones ni sobre la inversión y menos aún sobre la demanda efectiva agregada. Pero tiene un peso en la ponderación puramente *estadística* que determina el nivel del PIB.¹

En el caso del agro, dado que la mayor parte de su producción se destina al mercado externo², la importancia del sector es clave en la generación de divisas pero su evolución es altamente

¹ El aumento del Valor agregado bruto del sector de Intermediación financiera se explica principalmente por el margen de intermediación dado por la diferencia entre las tasas activas y pasivas y en menor medida por el crédito al sector privado.

² Según datos de la Bolsa de Comercio de Rosario y también datos oficiales, aproximadamente el sector agroindustrial destina algo más del 60% de su producción al mercado externo. El sector cárnico exporta 30% de su

autónoma en relación al mercado doméstico. Por ejemplo, en el lapso 2019-2026, el coeficiente de correlación entre las variaciones trimestrales de la producción agropecuaria y el PIB total es apenas 0,11, mientras que la dinámica del nivel de actividad agregado muestra una muy alta asociación con la evolución de la industria ($\rho = 0,85$).

Esta alta correlación no es casual. En primer lugar hay una alta asociación entre el consumo privado y la industria, ya que la población demanda una alta proporción de bienes de consumo de producción doméstica. En segundo lugar, la producción industrial tiene una fuerte correlación con la actividad de la construcción, ya que produce muchos de los insumos utilizados en ese sector. Por último, cuando la inversión privada aumenta, buena parte de la demanda de bienes de capital es satisfecha con producción doméstica, todo lo cual impulsa la actividad industrial y refuerza el ciclo.

De modo que la ubicación estructural del sector agropecuario en el sistema económico, si bien no le confiere el carácter de una “isla” (ya que tiene impactos intersectoriales en la producción y el empleo), lo desvincula bastante del ciclo doméstico.

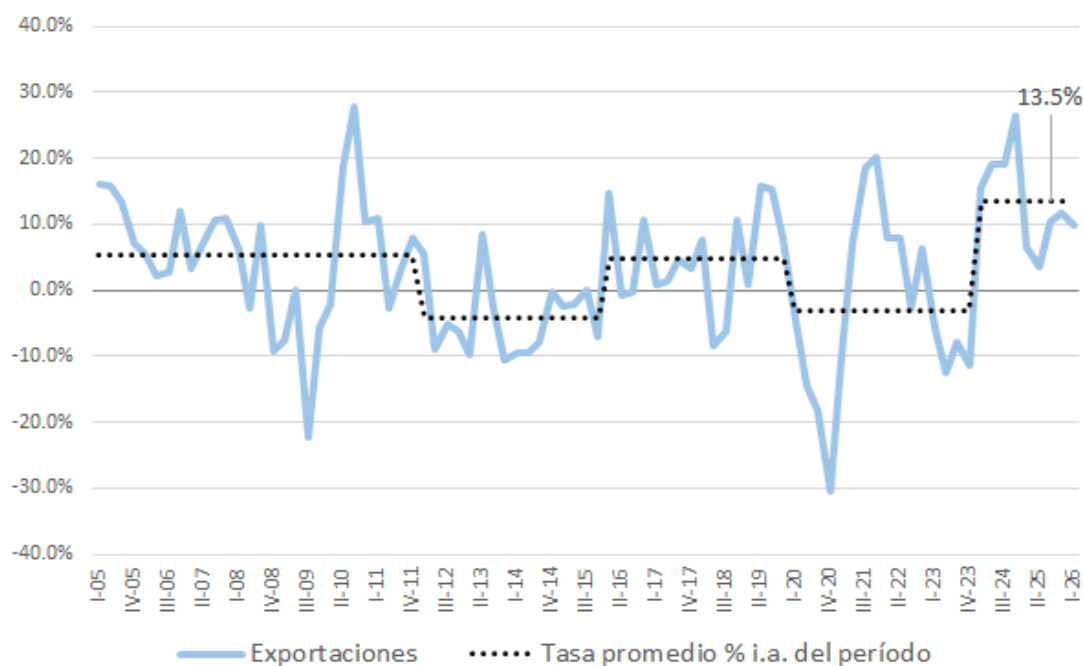
Sin embargo, no parece ocurrir lo mismo con el *nuevo* núcleo exportador conformado por la minería y la energía. En este caso, dadas las limitaciones de la política oficial, el núcleo exportador tiene el carácter de un *enclave*, es decir, es una isla donde grandes empresas (mayoritariamente extranjeras) invierten para extraer materias primas con foco exclusivo en el mercado externo. Por ende, no se integran con el mercado local, no demandan insumos de producción doméstica, generan muy poco empleo (si lo hacen) y en breve remitirán ganancias al exterior, sin contribuir ni al crecimiento doméstico o al desarrollo nacional y sin beneficios observables par la mayor parte de la población. Sobre el final de esta sección volveremos sobre estos puntos cruciales. Por ende, como veremos, su influencia en el nivel de actividad (y por ende en la inversión y el empleo) es puramente estadística. Sin embargo, como será sugerido más adelante, el *efecto estructural* de este enclave exportador puede profundizar el estancamiento y el atraso.

2.2. Boom exportador

Respecto de las ventas externas del país, debe destacarse el fuerte crecimiento de las exportaciones, las cuales muestran la tasa de crecimiento más alta para la serie que arranca en 2004. Con una alta volatilidad, la tasa media de crecimiento alcanzó el 13,5% interanual desde el IVT-23 (Gráfico 9).

producción y ese porcentaje llega al 65% en los casos de trigo y maíz y el 95% en la soja. Al mismo tiempo, tiene un requerimiento de importaciones relativamente bajo, exportando 6 dólares por cada dólar importado.

Gráfico 9. Exportaciones
(Precios constantes, % interanual)



Fuente: elaborado en base a INDEC.

Desde el inicio del Gobierno de Javier Milei, las exportaciones aumentaron un 45% su volumen y las proyecciones apuntan a que esta tendencia se mantenga en el futuro próximo. El valor en dólares de las ventas externas argentinas alcanzó en mayo pasado el nivel más alto de los últimos 34 años (US\$ millones 9537).

Se registra un crecimiento muy importante en términos de cantidades físicas exportadas, con variaciones interanuales que ascienden al 20% o más en los últimos meses. Incluso el nivel alcanzado en mayo de 2026 se ubica por encima de los picos registrados bajo el *boom* de commodities (2000-2014).

Ese salto exportador terminó por generar un superávit comercial de bienes en un contexto de retroceso de las importaciones, saldo que podría mantenerse dada la perspectiva favorable para las ventas externas y la complicada situación de la actividad interna.

Las exportaciones de bienes alcanzaron USD 87.111 millones en 2025, lo que representó un aumento interanual de 9,3%. Los complejos exportadores representaron el 93,0% de las ventas totales al exterior del período. En particular, los complejos soja, petrolero-petroquímico, automotriz, maicero, oro y plata, carne y cuero bovinos, trigo, girasol, pesquero y lácteo concentraron el 77,7% del total de las exportaciones.

2.3. ¿Consumo record?

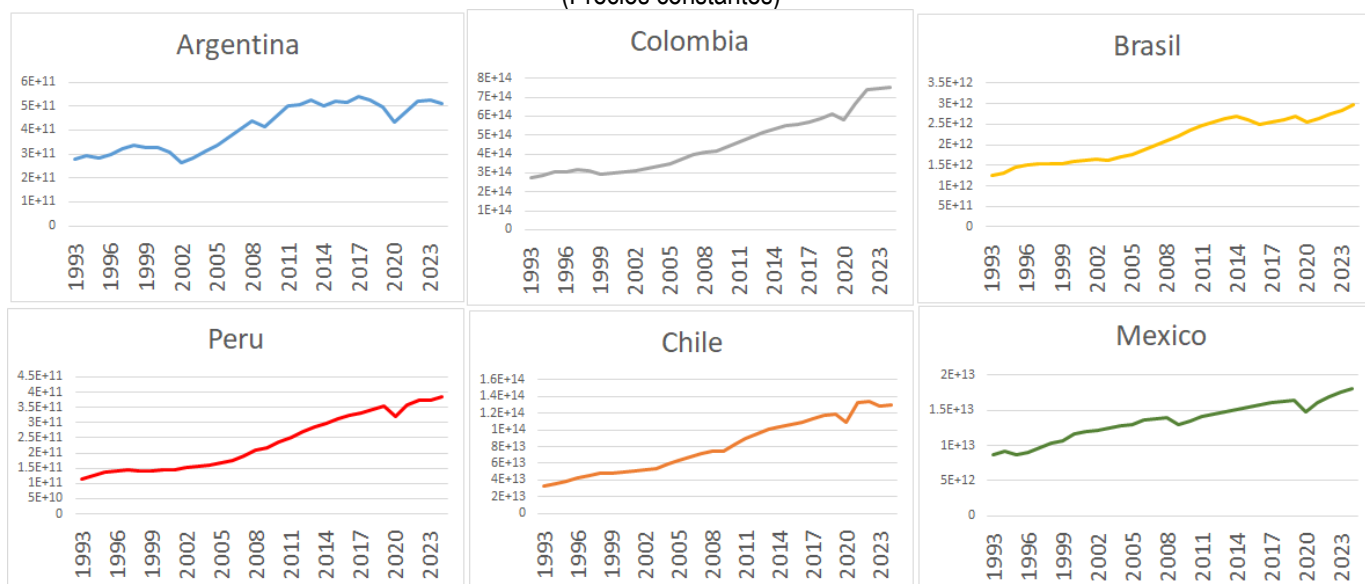
“Estamos en récord de consumo”, aseguró Javier Milei durante su disertación en el Amcham Summit 2026. Sin embargo, hay algo más que ambigüedad detrás de esa afirmación. En primer lugar, cuando se observan los datos de consumo privado *en niveles* en todos los países, por ejemplo, en América Latina, surge algo aparentemente paradójal: el consumo privado parece ser record en todas partes (Gráfico 10).

Esto ocurre porque es muy difícil encontrar un retroceso persistente en los niveles de consumo, ya que año a año la población crece e independientemente de la situación del empleo y los ingresos de los nuevos contingentes poblacionales, hay un componente inercial (o “vegetativo”) de aumento del consumo que no necesariamente es “natural”.

Gráfico 10. ¿El consumo privado es record en todas partes?

Gasto en consumo final de los hogares

(Precios constantes)

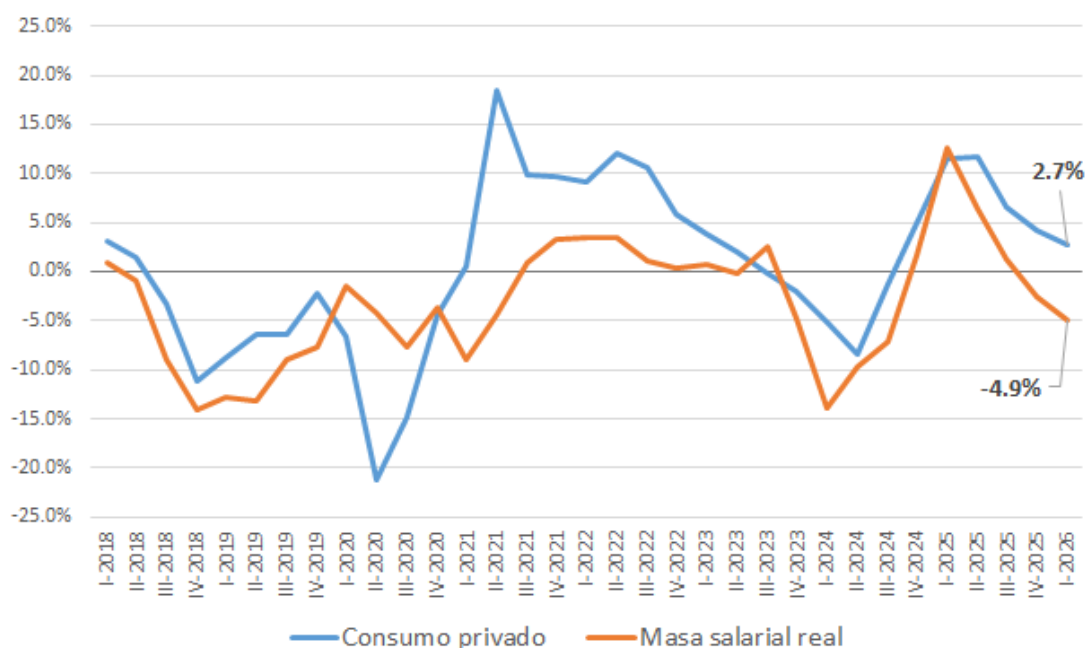


Fuente: Banco Mundial.

En todos los países existen con mayor o menor amplitud un conjunto de programas sociales basados en transferencias públicas que mantienen los niveles de consumo y otros instrumentos institucionales (como el salario mínimo) que impiden su retroceso persistente. De modo que jactarse de un *nivel* record de consumo privado es análogo a celebrar el hecho de que la población aumenta año a año y resulta difícil considerar eso como un logro de política económica.

Cuando se observa la *tasa de crecimiento* del consumo las cosas son más complejas. El consumo privado aparece fuertemente correlacionado con la evolución de la *masa de salarios reales*, que incluye la variación conjunta de salarios reales y empleo (Gráfico 11).³

Gráfico 11. Masa salarial y consumo privado
(% interanual)



Fuente: Elaborado en base a INDEC.

El gráfico permite inferir una tendencia adicional. Si se acepta el supuesto de que, como clase, en el agregado, los trabajadores no tienen capacidad de ahorrar (o el nivel de ahorro de los asalariados no es relevante), entonces cuando el consumo privado total crece a tasas más elevadas que la masa salarial eso significa que hay un elemento *autónomo* en el aumento del consumo⁴, distinto del aumento de la masa de salarios pagados por las empresas dadas sus decisiones de producción y empleo. Sería el caso del gráfico 12, al menos en la fase 1T-2021 al 2T-2023 y desde el 1T-2025.

Son varios los elementos que pueden contribuir a esa expansión autónoma del consumo. Eventualmente, la masa salarial del sector público, así como las transferencias sociales del

³ Se consideró como *proxy* del salario medio real al salario nominal del sector privado registrado deflactado por el Índice de precios al consumidor. Se excluyó el salario del sector informal debido a los ampliamente reconocidos problemas de medición. Asimismo, se excluyó el salario público porque esta variable debe incorporarse al gasto público y su análisis corresponde a la política fiscal.

⁴ Un factor de demanda autónoma es aquel gasto o inyección de poder de compra que es independiente de las decisiones de producir del sector privado y que no genera capacidad productiva.

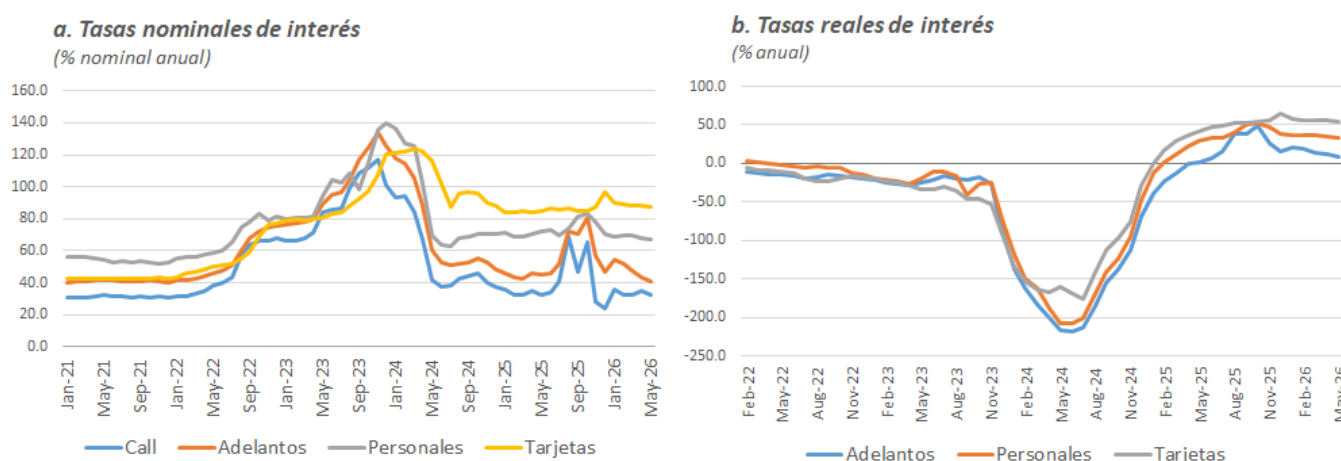
gobierno, también impactan en el consumo privado, aunque constituyen una decisión de política pública y son autónomas respecto de las decisiones de producción del sector privado. Este aspecto será analizado cuando se discuta la política fiscal.

Debido a que nuestro indicador de “Masa salarial” real solo incorpora los salarios del sector privado registrado, es probable que en la fase inmediata posterior a la pandemia el consumo privado autónomo haya crecido en parte debido al restablecimiento de los ingresos *informales* una vez levantadas las restricciones, así como también hubo una mejora de las transferencias sociales del gobierno.

Sin embargo, la fase abierta en 2T-2025, en la cual hay un elemento de consumo autónomo parece diferente. Sin dudas, el *boom* de crédito que siguió al blanqueo, desde oct24 y que alcanzó su pico en abr25 fue uno de esos factores (ver Gráfico 7). No obstante, como se explicó antes, el consumo financiado con crédito muestra señales de agotamiento hacia may26.

Debe subrayarse además que en un contexto de alta volatilidad (inducida por la propia política monetaria del BCRA), donde la autoridad monetaria prácticamente perdió el control de la tasa de interés para luego volver sobre sus pasos, hubo una consecuencia adicional, indeseada para el gobierno. Si bien algunas de las tasas *nominales* de interés no son mucho más altas que en la etapa previa de crisis de fines de 2023 (Gráfico12a), como la inflación se ha desacelerado sustancialmente, las tasas *reales* de interés comenzaron a resultar fuertemente positivas a partir de fines de 2024 (Gráfico 12b).

Gráfico 12. Tasas de interés
(% anual)



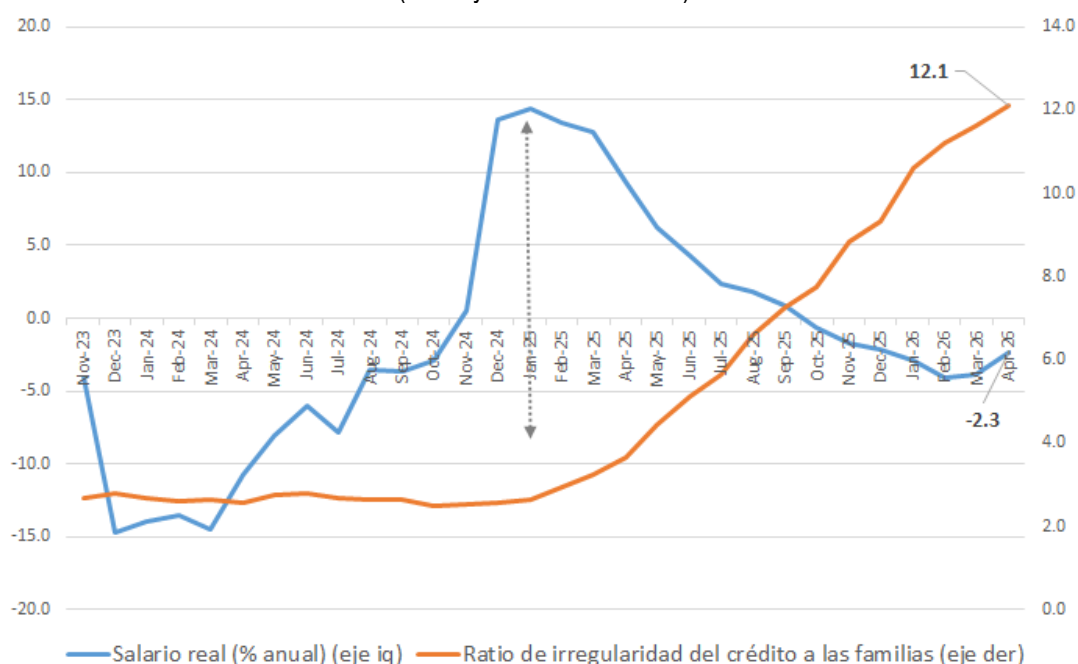
Fuente: elaborado en base a INDEC y BCRA.

Esto tiene dos implicaciones. Por un lado, tasas reales más elevadas encarecen y dificultan el acceso al crédito (frustrando los anhelos oficiales). Por otro, las tasas *nominales* que constituyen la base de la estructura de rendimientos del sistema (la tasa *call*, en el gráfico 12a), están en

niveles bajos, similares a 2021, con lo cual cuando cambie la estacionalidad en la liquidación de divisas y las tensiones resurjan podrían generar una situación de stress cambiario.

Asimismo, la condición básica de la sustentabilidad de una trayectoria de expansión del crédito para consumo radica en la relación entre las tasas de crecimiento del ingreso disponible real de los consumidores (los salarios reales) y la tasa de interés real al que solicitan préstamos. En el caso argentino reciente resulta muy claro que el ratio de irregularidad se dispara cuando el salario real deja de recuperarse y comienza a colapsar a comienzos de 2025 (Gráfico 13).

Gráfico 13. Ratio de irregularidad del crédito a las familias y salario real
(% i.a. y % del crédito total)

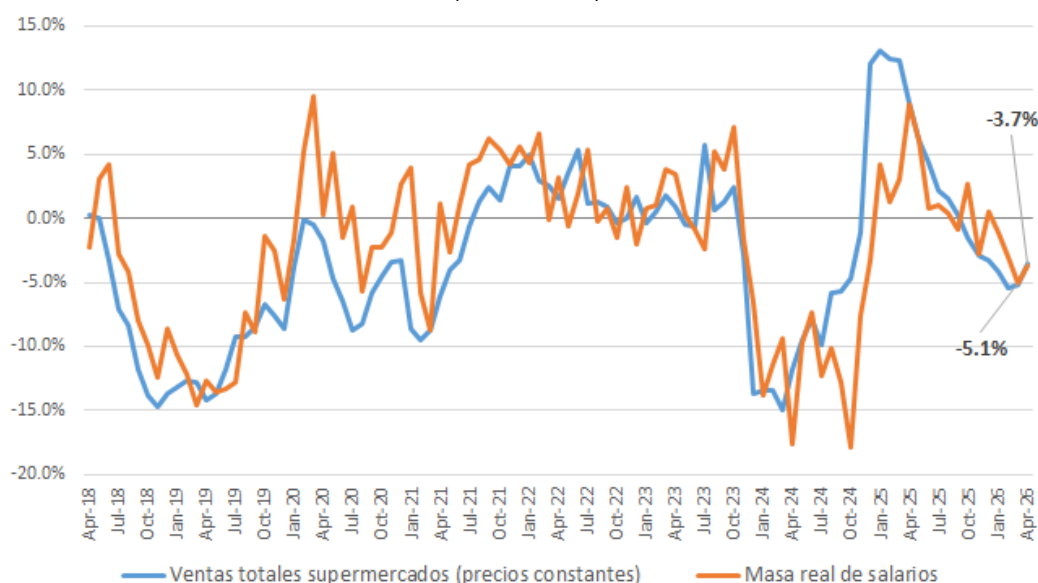


Fuente: Elaborado en base a INDEC y BCRA.

Esa trayectoria del salario se combina también con un empeoramiento de las condiciones crediticias, en particular, las tasas reales de interés se hacen fuertemente positivas también a comienzos de 2025 (Gráfico 12b). El empeoramiento drástico de las condiciones de crédito y el deterioro de los ingresos lleva a una secuencia donde las familias optan por dejar sus deudas impagas (tarjetas y créditos personales) para no ajustar el consumo a niveles mínimos. La consecuencia es un debilitamiento del consumo en general, una contracción del crédito para consumo y un aumento inédito de la morosidad de los hogares.

Entre otras cosas, esta evolución de la deuda de los hogares y de los salarios explica los vaivenes en el consumo masivo. Hacia comienzo de 2025 las ventas totales a precios constantes en supermercados crecían por *encima* de la masa de salarios, pero unos meses después convergía a la baja junto con la masa salarial (Gráfico 14).

Gráfico 14. Masa salarial real y consumo masivo
(% interanual)



Fuente: elaborado en base a INDEC.

En el segmento Electrodomésticos y artículos para el hogar el INDEC lleva un registro según el cual las ventas de este tipo de bienes durables, a precios constantes (más asociados con el crédito al consumo) muestran un colapso desde may25 registrando en Mar26 una contracción interanual del orden del 37%.

2.4. Efectos del ajuste fiscal

Para el gobierno de Javier Milei, la política fiscal es considerada un cimiento innegociable de su política económica. Supone que el equilibrio fiscal es la forma de eliminar la inflación, recuperar la confianza y asegurar un crecimiento sostenido a largo plazo.

Sin embargo, unas de las principales dificultades de esta vieja visión macroeconómica "de libro de texto" (entre otras) es que considera que los cambios en la demanda agregada —inducidos por la política de ajuste fiscal— producen solo efectos *transitorios* en el nivel de actividad, efectos que se disiparían pasado un cierto tiempo. Así, el sacrificio en términos de actividad y empleo sería apenas temporal. Sin embargo, esta visión ha sido crecientemente cuestionada debido a que se ha documentado empíricamente que los ajustes fiscales tienen efectos negativos *permanentes* en el nivel del PIB, incluso en estudios convencionales e investigaciones llevadas a cabo en importantes instituciones internacionales.⁵

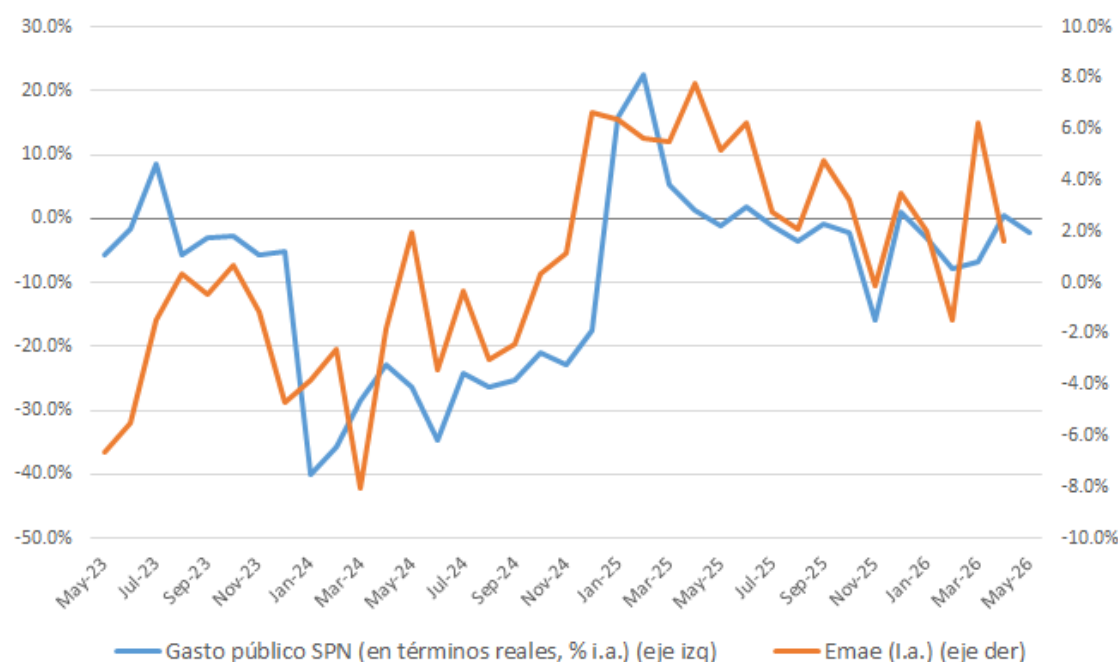
⁵ Por ejemplo, Ball, L., & Onken, J. (2022). Hysteresis in unemployment: Evidence from OECD estimates of the natural rate. *International Finance*, o también: Fatás, A., & Summers, L. H. (2018). The permanent effects of fiscal consolidations. *Journal of International Economics*.

Esta visión es consistente con algunos hallazgos empíricos recientes. Por ejemplo, los economistas Jayadev y Konczal estudiaron 107 casos de países de la OCDE entre 1970 y 2007, y encontraron como resultado que las políticas contractivas resultan en general en un menor crecimiento del PIB y en mayores ratios de deuda/PIB.⁶

En línea con estas visiones más realistas, el análisis de la policía fiscal debe partir de sus efectos sobre el nivel de actividad, es decir, sobre el nivel de producto *efectivo*. Luego, se analizará el efecto que esta política tiene sobre la tasa de inversión y por ende sobre el producto *potencial* de la economía.

Tenemos una estrecha correlación positiva entre la dinámica del gasto público del Sector Público Nacional (en términos reales) y la evolución del PIB (Gráfico 15).

Gráfico 15. Gasto público y nivel de actividad
(% interanual)



Fuente: Elaborado en base a Ministerio de Economía e INDEC.

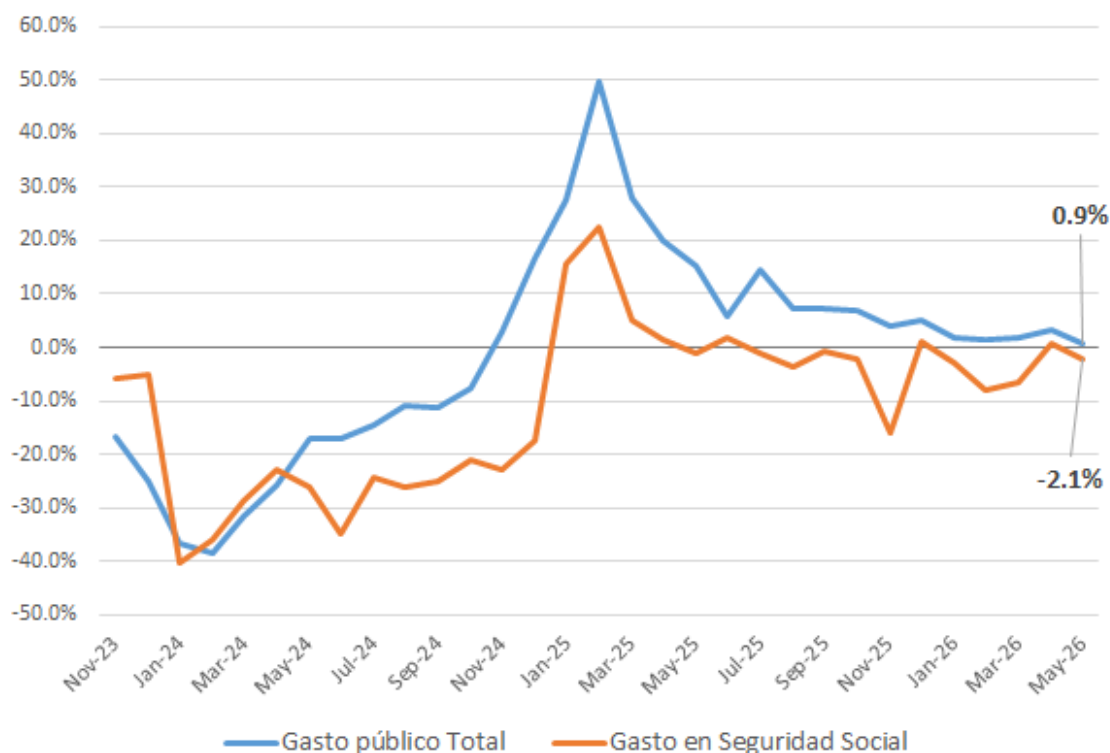
En línea con la interpretación antes mencionada esto no tiene nada de paradójico. Sin embargo es uno de los principales problemas de la política económica oficial, ya que el gobierno considera que el ajuste fiscal solo tendrá efectos permanentes sobre la tasa de inflación pero ningún efecto persistente en el nivel de actividad. Debe subrayarse que esa misma visión impregna, implícita o explícitamente, muchos análisis declaradamente heterodoxos.

Obsérvese (gráfico 16) que la política fiscal se hizo relativamente más expansiva hacia fines de 2024, comienzos de 2025, generando una tibia y efímera recuperación. El principal motor de esa

⁶ Jayadev, A. & Konczal, M. (2010). When Is Austerity Right? In Boom, Not Bust, Challenge.

expansión fiscal fueron las transferencias sociales, en buena medida condicionadas por reglas de ajuste institucionales contra la inflación pasada y también por el interés del gobierno en generar alguna contención social frente a los efectos perniciosos del ajuste del gasto (Gráfico 16).

Gráfico 16. Gasto público total y transferencias sociales
(% interanual, en términos reales)



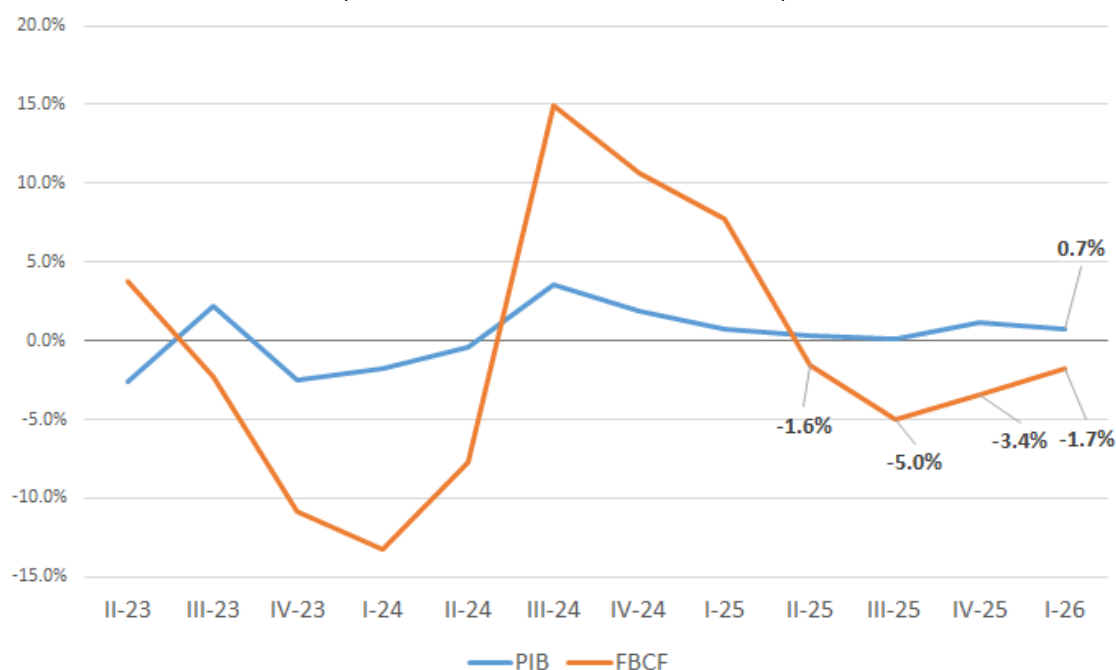
Fuente: Elaborado en base a Ministerio de Economía e INDEC.

Como veremos, la política fiscal tiene fuertes implicaciones en la determinación del carácter de enclave del nuevo núcleo exportador, ya que por la vía de la política fiscal (y de la política macroeconómica en general) puede generarse un poderoso canal de transmisión desde el núcleo exportador hacia el conjunto de la economía, integrando las dos dimensiones.

2.5. La inversión ausente

Desde 1993 nunca se observó cuatro trimestres consecutivos de *contracción* de la inversión privada en capital con *expansión* del PIB (Gráfico 17). Esto parece contrastar con *toda* la literatura (convencional o heterodoxa) que da cuenta de una asociación *positiva* entre inversión y crecimiento.

Gráfico 17. PIB e inversión privada
(% mensual, serie desestacionalizada)



Fuente: INDEC.

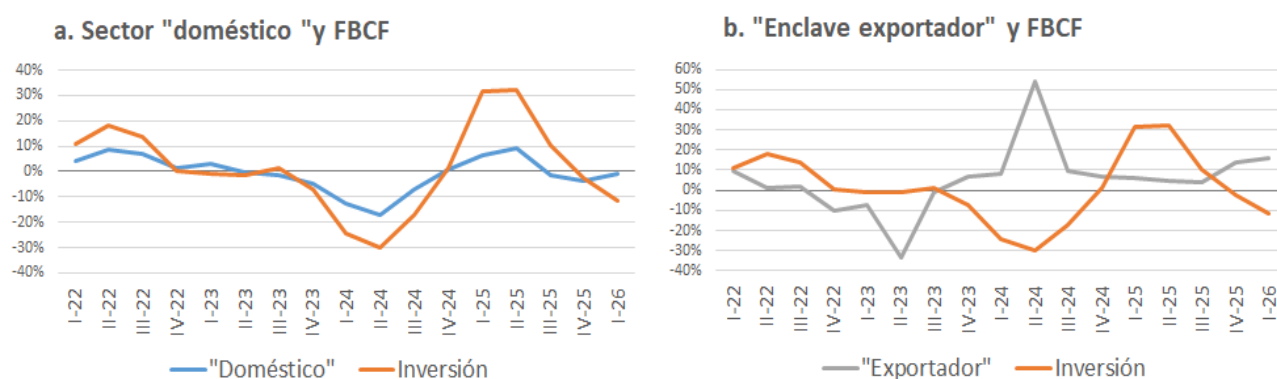
Ciertamente, sobre esa correlación positiva se ofrecen interpretaciones con causalidades opuestas. La primera, más convencional, afirma que la inversión es la causa del crecimiento. Sin embargo, la evidencia empírica parece favorecer una interpretación opuesta, según la cual es la tasa de inversión la que se ajusta a la tasa de crecimiento, después de un cierto retraso.⁷

Entonces, ¿cómo puede ser compatible esa evidencia con el registro que muestra el gráfico 17, donde esa asociación parece ser *negativa*? Una vez más, la situación estructural del agro (fuertemente desvinculado del mercado interno) y el creciente carácter de enclave del nuevo núcleo exportador (minería y energía) es la respuesta.

De facto, la inversión privada agregada en capital fijo sigue estrechamente vinculada al sector “doméstico” de la economía, sin ninguna relación con el sector exportador (Gráfico 18). Es por esta razón que el conjunto de la economía parece no darse por enterada de los 16 proyectos del RIGI ya aprobados.

⁷ UNCTAD (2019). World Economic Situation and Prospects 2019, United Nations, New York, p.159.

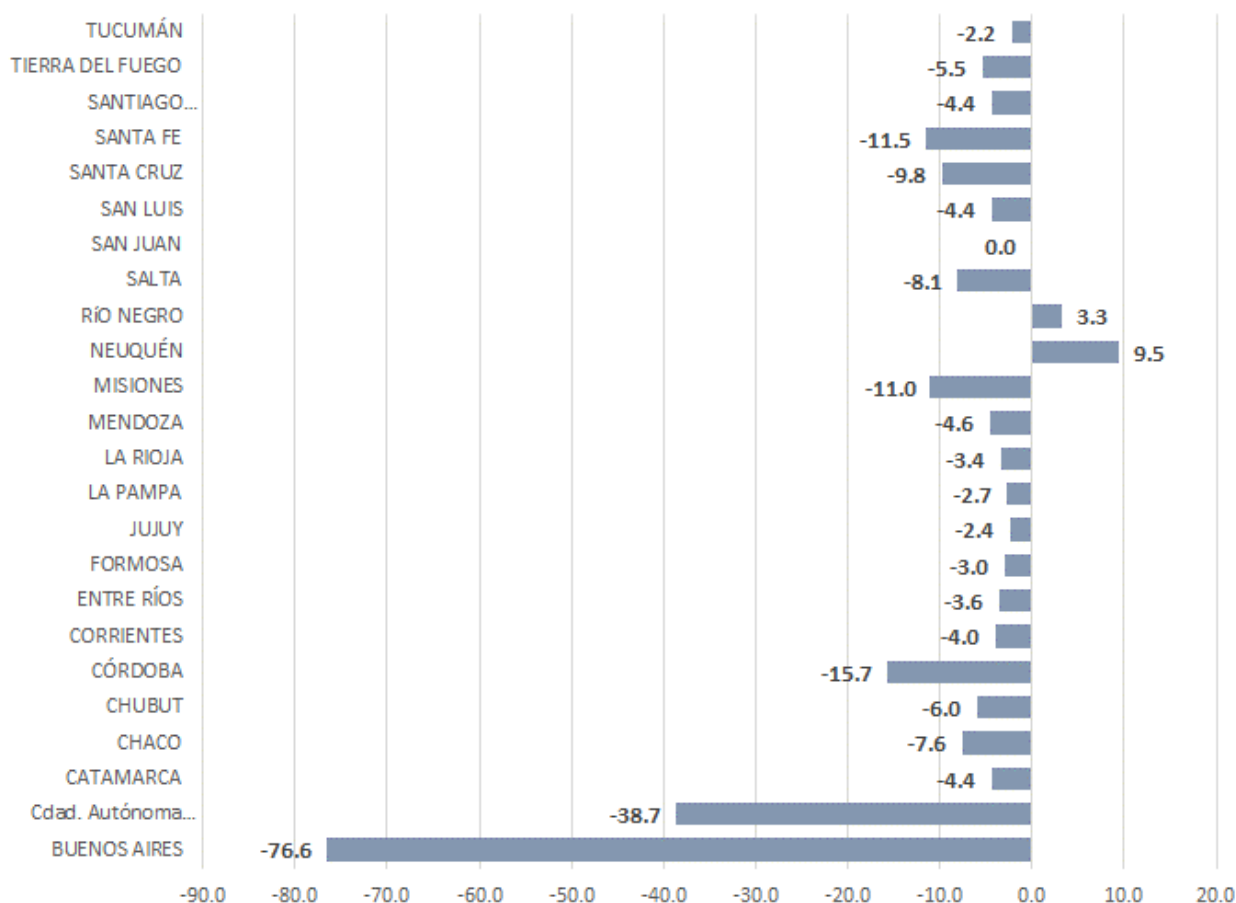
Gráfico 18. Inversión y dinámica sectorial
(% interanual)



Fuente: Elaborado en base a INDEC.

A su vez, esto tiene una implicación devastadora en términos de empleo. Desde nov23, solo dos provincias lograron escapar al proceso de destrucción de empleo en el sector privado registrado. Según los datos con base en el Sistema Integrado Previsional Argentino (SIPA), entre Nov23 y Mar26 se destruyeron 217 mil empleos registrados en el sector privado, proceso que tuvo lugar en 21 de las 24 provincias, sobresaliendo los casos de Buenos Aires (-77 mil), Caba (-38 mil), Córdoba (-15,7) y Santa Fe (-11,5). (Gráfico 19).

Gráfico 19. Empleo asalariado registrado en el sector privado según provincia
(Diferencia acumulada, en miles, mar26 / nov23, serie desestacionalizada)



Fuente: SIPA.

La forma en que el gobierno proyecta esta situación hacia el futuro es mediante un exótico desplazamiento poblacional desde el AMBA y otros centros comerciales e industriales hacia el interior. Así, en las próximas décadas millones de personas se desplazarían desde áreas urbanas hacia las zonas de actividades primarias. El Gráfico 19 muestra las dificultades para “encajar” esas cifras.

3. Epílogo

Vale subrayar una advertencia respecto del nuevo sector exportador. En prácticamente todos los casos donde, de un modo u otro, se generaron enclaves exportadores a través del libre comercio y la recepción de inversión extranjera, esos países experimentaron un declive económico que condujo al subdesarrollo.

La producción orientada a la exportación de recursos naturales sin vínculos con las economías receptoras puede crear estructuras económicas duales donde los beneficios de la globalización se terminen acumulando el mundo exterior y en pequeña parte para las élites locales, mientras la brecha de ingresos y de productividades se amplía rápidamente.

Sin embargo, ese desenlace no es un resultado necesario de toda actividad de exportación de los recursos naturales. La exportación de recursos naturales aliviar las restricciones externas al crecimiento y permitir una expansión del mercado doméstico. Pero esta relación no es automática y requiere que la política macroeconómica genere activamente los mecanismos de transmisión desde la exportación primaria hacia el desarrollo doméstico e industrial así como el aumento del empleo, los ingresos y la inversión.

Argentina tiene todavía hoy un importante mercado interno y por tanto la participación de las exportaciones en la demanda agregada total es pequeña. Por ende, las ventas externas no son capaces de impulsar el crecimiento del PIB en ausencia de otros factores que motoricen el crecimiento de la demanda interna. Para ello, se requieren una distribución más progresiva del ingreso y una política fiscal activa que “derrame” (transmita) la bonanza de la balanza de pagos en una expansión doméstica de la actividad y el empleo. Por ejemplo, el aumento de la inversión pública en infraestructura económica y social es un factor decisivo, incluso para darle sustentabilidad a los proyectos de exportación en el largo plazo. La expansión de las transferencias sociales es otro factor crucial de integración social, al introducir avances civilizatorios y de acicate a la expansión del consumo y mercado interno. Por supuesto, esto requiere otra concepción de la política macroeconómica en general (y de la política fiscal en particular), algo que se ubica en las antípodas del dogma oficial.

ANÁLISIS DE COYUNTURA ECONÓMICA NACIONAL E INTERNACIONAL INFORME N° 33

Publicación digital



Director del Programa: Lic. Fabián AMICO

Asistencia: Lic. Camila NAGY

CENTRO DE ESTUDIOS DE ECONOMÍA POLÍTICA Y DESARROLLO (CEEPYD)

DEPARTAMENTO DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y JURÍDICAS