CEEPYD
CENTRO DE ESTUDIOS DE ECONOMÍA POLÍTICA Y DESARROLLO

ANÁLISIS DE COYUNTURA ECONÓMICA NACIONAL E INTERNACIONAL

INFORME Nº 34 – PERIODO III 2026

Lotería de commodities y “fatiga” del ajuste

Lic. Fabián Amico

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

Noviembre de 2026

Resumen ejecutivo

El gobierno consagra toda su política económica a bajar la inflación, sin conseguirlo del todo.Los mismos factores de bonanza externa (los altos precios internacionales), empujan los precios mayoristas. Pese a los términos de intercambio record, los datos de actividad de ago26 garantizan la entrada de la economía en recesión.El "núcleo exportador" (3 de 16 sectores) aportó 1,4 puntos porcentuales del total de 2% registrado en el 2T-2026, de modo que "suaviza" la desaceleración pero no la detiene.

El proceso de dolarización electoral se adelantó, limitando las posibilidades del BCRA de seguir acumulando reservas. El combo de fuerte dolarización, menor ritmo de acumulación de reservas y las sombrías perspectivas de la economía real, llevaron el riesgo país por encima de los 900 puntos y dificultan una refinanciación "civilizada" de los próximos vencimientos de deuda.

Un factor crucial en términos de actividad es el desplome del consumo privado, determinado por la caída de la masa de salarios reales, las transferencias sociales del gobierno y el desplome del crédito para consumo, asociado a la persistencia de los altos niveles de mora y los bajos salarios. El creciente endeudamiento de las familias fue la compensación (temporal) de la caída del ingreso disponible. El gobierno consiguió hacer del salario un *anclanominal* de la economía, pero su impacto "benéfico" como costo empresarial tiene la contrapartida de una menor demanda.

El*cambio de composición* del empleo (de formal a informal) fue determinante en el debilitamiento del poder de negociación de los trabajadores en su conjunto, y sumado a la suba tendencial del desempleo, hizo que en jul26 se registrara la cifra más baja de paros y huelgas de las últimas dos décadas.

Con la recesión en puerta, el gobierno profundiza el ajuste fiscal sin considerar el hecho (ampliamente observado por el *mainstream*) de que dicho ajuste tiene efectos negativos *permanentes* sobre el PIB, es decir, afecta la capacidad productiva potencial y el crecimiento de largo plazo. No es casual entonces el colapso sistemático de la inversión privada. Finalmente, el gobierno presenta este un mero ajuste macroeconómico como el comienzo de un proceso de "destrucción creadora" de sabor schumpeteriano cuando en verdad es solo el resultado de un premio (temporal) debido a lo que Díaz Alejandro denominara la "Lotería de las commodties".

1. Contexto general

El gobierno parece consagrar toda su política económica a sostener la baja de la inflación, sin conseguirlo. La inflación minorista regresó al 2% mensual en sept26, instigada por los precios mayoristas que aumentaron en el mismo mes 3,2% y prometen más. El mismo tipo de factores que explican la performance record de las exportaciones, explican también el empuje de los precios mayoristas. Los precios internacionales vuelven al ruedo inflacionario como ocurrió entre 2003 y 2012. Los precios mayoristas agrícolas subieron 8,9% mensual en sept26 y los del petróleo y gas lo hicieron en 15%. Aunque el traspaso de mayoristas a minoristas sea "no lineal" o existan rezagos, no hay manera de que esas magnitudes no tengan su reflejo en los precios minoristas.

No es una buena señal en un momento en que el proceso de dolarización electoral se adelantó varios meses, poniendo presión en el mercado cambiario y limitando las posibilidades del BCRA de seguir acumulando reservas sin despertar al tipo de cambio. Este combo de fuerte dolarización, menos ritmo de acumulación de reservas y las lúgubres perspectivas de la economía real con sus indetenibles efectos sobre el consenso político, están llevando al riesgo país por encima de los 900 puntos y alejan la posibilidad de una refinanciación "civilizada" de los próximos vencimientos de deuda externa.

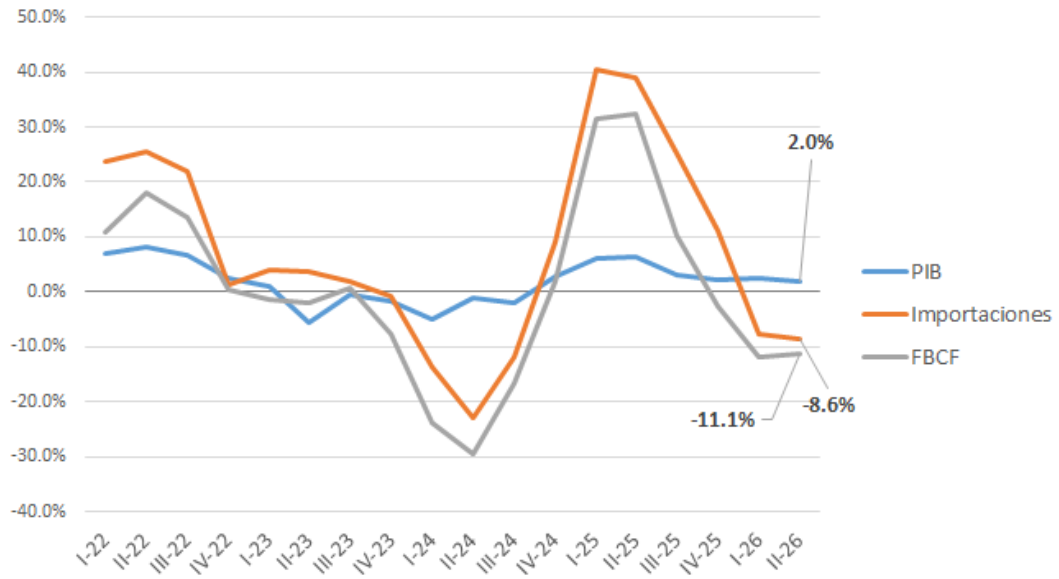
Aun así, en un contexto general de bonanza externa, en el cual la FED decidió mantener constante la tasa de interés, y aunque estructuralmente Argentina tiene un severo problema externo derivado de la dolarización de sus pasivos externos, la caída interanual del PIB en julio y agosto y la destrucción de empleo resultan magnificadas en relación a la posición externa de la economía. Al menos en el corto plazo. La idea de este informe es profundizar en los factores fundamentalmente domésticos que inciden en el nivel de actividad, empleo e inversión. Podrá verse que incluso el ajuste importador, aun al costo de una economía estancada, no consigue despejar las dudas sobre la solvencia externa.

2. Nivel de actividad

Los datos oficiales de cuentas nacionales correspondientes al 2T-2026 muestran una profundización de las tendencias señaladas en el informe anterior.[1] Aunque el PIB parece mostrar una suave convergencia hacia el 2% interanual (y cayendo), las importaciones (fuertemente ligadas al nivel de actividad doméstico) y la inversión privada muestran una caída aún más pronunciada (Gráfico 1).

[1] Ver "La macroeconomía con un creciente enclave exportador: Un caso de estancamiento liderado por exportaciones", Informe N.º 33, UNM-CEEPYD, Julio de 2026 (https://ceepyd.unm.edu.ar/wp-content/uploads/2026/07/Informe-33.pdf)

Gráfico 1. PIB, importaciones e inversión
(% interanual)

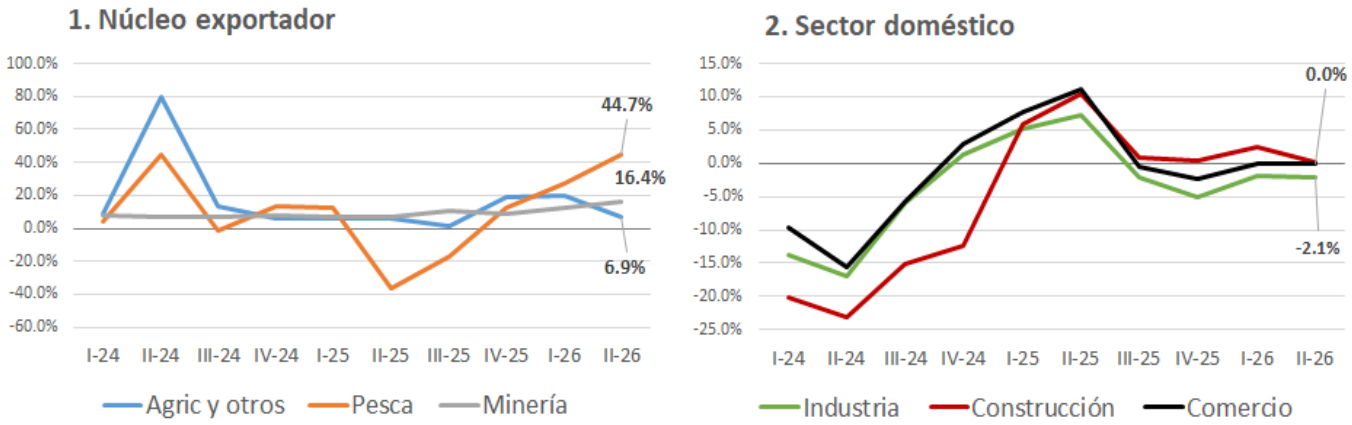


Fuente: INDEC.

De diez trimestres que lleva el gobierno de Milei, solo en tres se registraron caídas interanuales del PIB, pero la inversión cayó en seis de esos diez trimestres. El crecimiento del PIB agregado en el 2T-2026 (+2%) es explicado por la persistencia de un esquema macroeconómico dual, constituido por un núcleo exportador en franca expansión (aunque desacelerando) y un sector doméstico en estancamiento o directamente en contracción.

Por ejemplo, las ramas que conforman el sector exportador crecen a tasas impactantes en el 2T-2026 (Gráfico 2.1), mientras los sectores que producen esencialmente para el mercado doméstico se estancan o, como la industria, siguen en contracción (Gráfico 2.2).

Gráfico 2. Nivel de actividad sectorial
(Ramas seleccionadas, VAB a precios de 2004, % interanual)

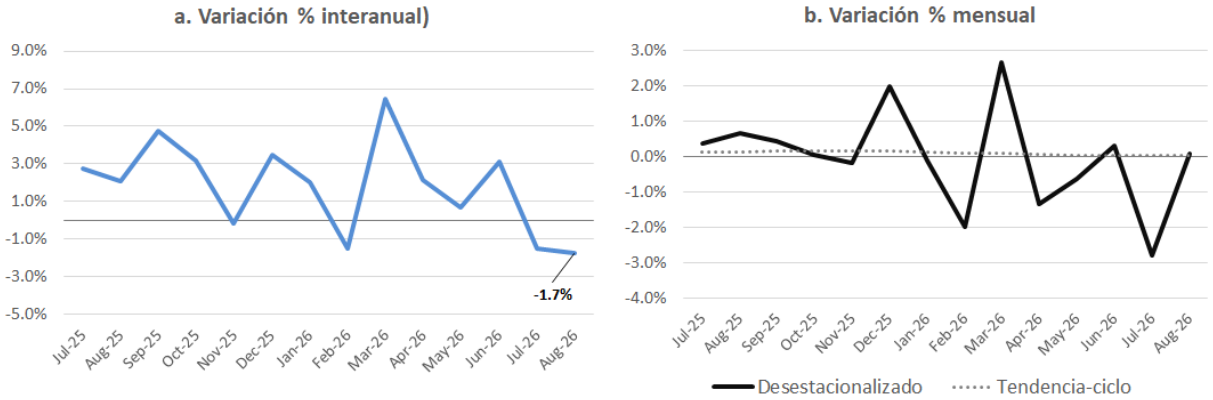


Fuente: INDEC.

El núcleo exportador (apenas 3 de los 16 sectores) aportó 1,4 puntos porcentuales del total de 2% registrado en el 2T-2026. El núcleo exportador "suaviza" la desaceleración pero no la detiene. Nótese además que en el 2T-2026 el agro (componente principal del "núcleo exportador") desaceleró con fuerza su ritmo del crecimiento.

Sobre el cuadro descripto en el segundo trimestre, la economía se estancó definitivamente en agosto y quedó cerca de una recesión "técnica". Luego del colapso de julio pasado, la actividad apenas avanzó 0,1% en la medición desestacionalizada (Gráfico 3b), cifra que está lejos de recuperar la caída previa.

Gráfico 3. Estimador Mensual de Actividad Económica
(En %)



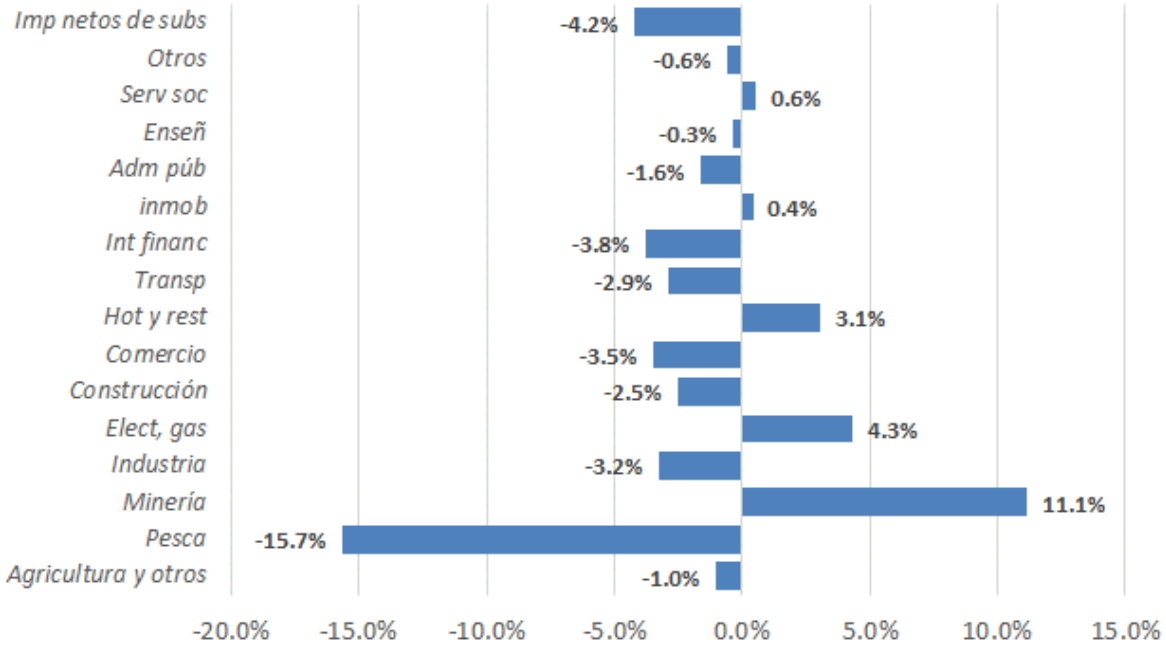
Fuente: INDEC.

En la serie original, el nivel de actividad siguió cayendo, mostrando una contracción interanual del 1,7%, profundizando la caída de julio (Gráfico 3a). Con el resultado de agosto, el aumento acumulado del PIB en los primeros ocho meses del año respecto del mismo periodo de 2025 se redujo a un 1,2%, un escalón más abajo del registrado en julio. Con las cifras obtenidas hasta el momento, para no entrar técnicamente en recesión en el tercer trimestre, el EMAE debería mostrar un aumento del 8,6% en septiembre, algo que parece fuera del alcance del modelo económico actual.

Las tendencias subyacentes no parecen mostrar cambios. El componente tendencia-ciclo, reivindicado por el gobierno para sostener que la economía mantenía una trayectoria de crecimiento frente a la volatilidad de los números mensuales, mostró un estancamiento (cero de variación mensual) en los últimos cinco meses (dejando atrás varios meses de 0,1% mensual). Aunque no es útil para medir el ritmo de la actividad en el corto plazo, la serie pone en evidencia una economía en pleno estancamiento pese a la buena performance de algunos pocos sectores.

Gráfico 4. Estimador Mensual de Actividad Económica

(Por sectores, % interanual, agosto 2026)



Fuente: INDEC.

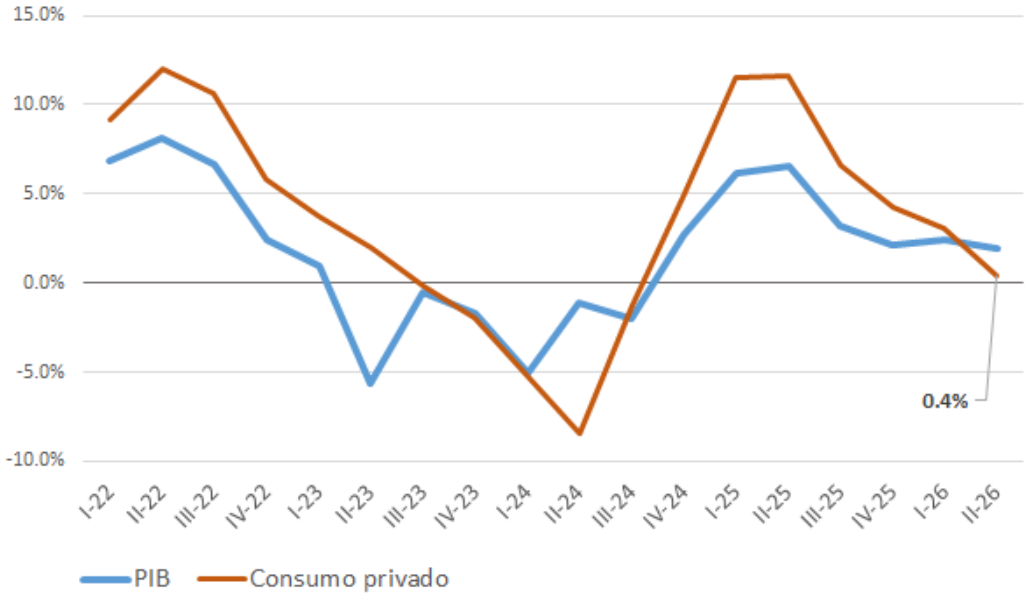
La desaceleración se hace más notoria y revela una política macroeconómica que carece de *drivers* de crecimiento. Las actividades con mejor performance en la variación interanual del EMAE en agosto de 2026 fueron “Explotación de minas y canteras” (+11,1%) y “Electricidad, gas y agua” (+4,3%). En contraposición, las ramas de actividad con mayor incidencia negativa fueron “Industria manufacturera” (-3,2%) y “Comercio” (-3,5%) (Gráfico 4). Obsérvese adicionalmente que un sector crucial integrante del “núcleo exportador”, como el sector agropecuario, tuvo un nuevo retroceso del 1% i.a. en agosto.

3. Desplome del consumo privado

Un factor crucial en esa dinámica es el comportamiento del consumo privado que, tras un repunte importante a mediados de 2024, comenzó una fase declinante desde el 2T-2025 y ahora converge a cero (Gráfico 5).

Al menos tres variables son las que determinan la tendencia del consumo privado agregado. En primer término, la masa de salarios reales;[2] segundo, las transferencias sociales del gobierno (AUH, jubilaciones y otros programas sociales) así como la masa de salarios públicos. Tercero, el consumo financiado con crédito.

Gráfico 5. PIB y consumo privado
(% interanual)

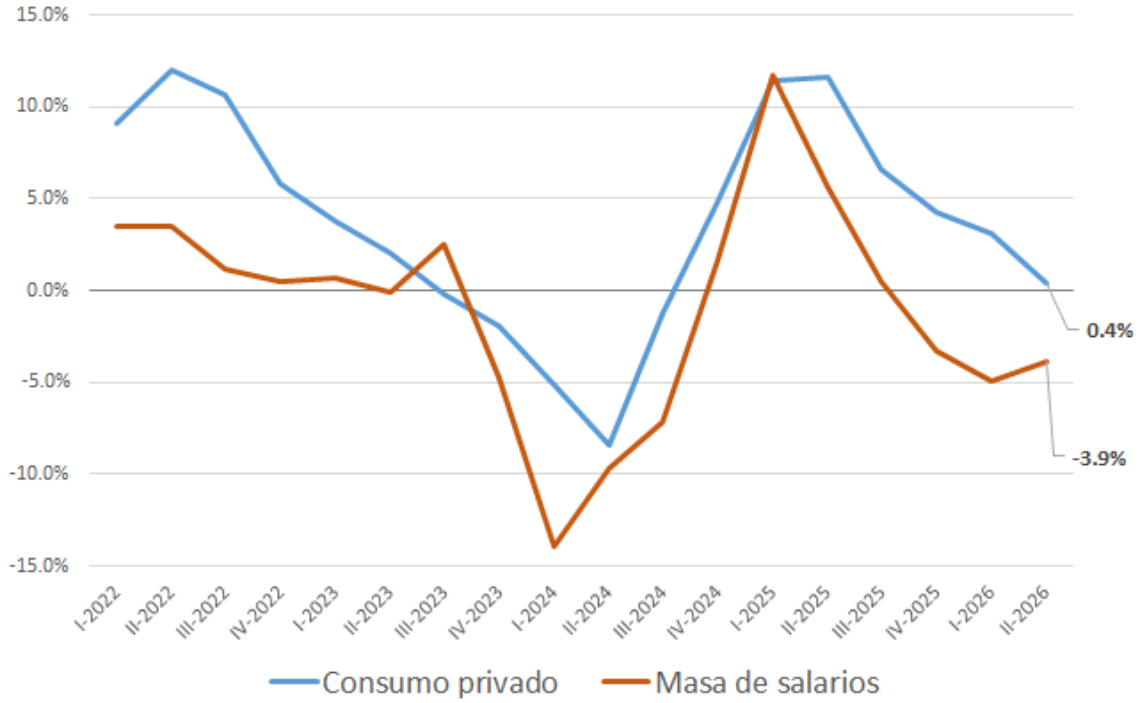


Fuente: INDEC.

Respecto de la masa de salarios para el 2T-2026 se observa una contracción real de casi 4% interanual, fuertemente correlacionada con la contracción del consumo privado. Cabe subrayar que la recuperación de la *masa* salarial, que alcanzó un pico en el 1T-2025, fue fundamentalmente determinada por la recuperación del salario real en un contexto de reducción del empleo registrado (Gráfico 6).

[2]Para el cálculo de la masa de salarios se usó la serie de empleo que surge del EIL (empleo privado registrado) mientras que la serie de salarios corresponde al salario nominal del sector privado formal que calcula el INDEC deflactado por el IPC.

Gráfico 6. PIB, Consumo privado y masa salarial
(% interanual)



Fuente: elaborado en base a INDEC.

En segundo lugar, otro determinante principal son las transferencias sociales del gobierno así como la masa de salarios del sector público. Si bien en términos estrictos se puede argumentar que, en general, el destino de esas transferencias es decidido por quienes las reciben y depende de su propensión a consumir, en el caso específico de Argentina es razonable asumir que la propensión a gastar sobre esas transferencias es muy cercana a la unidad.

Como surge del Gráfico 7 las dos magnitudes se mueven en zona de contracción interanual, con el punto importante de que la contracción real del gasto social es un fenómeno más reciente, ya que comenzó en jun26.

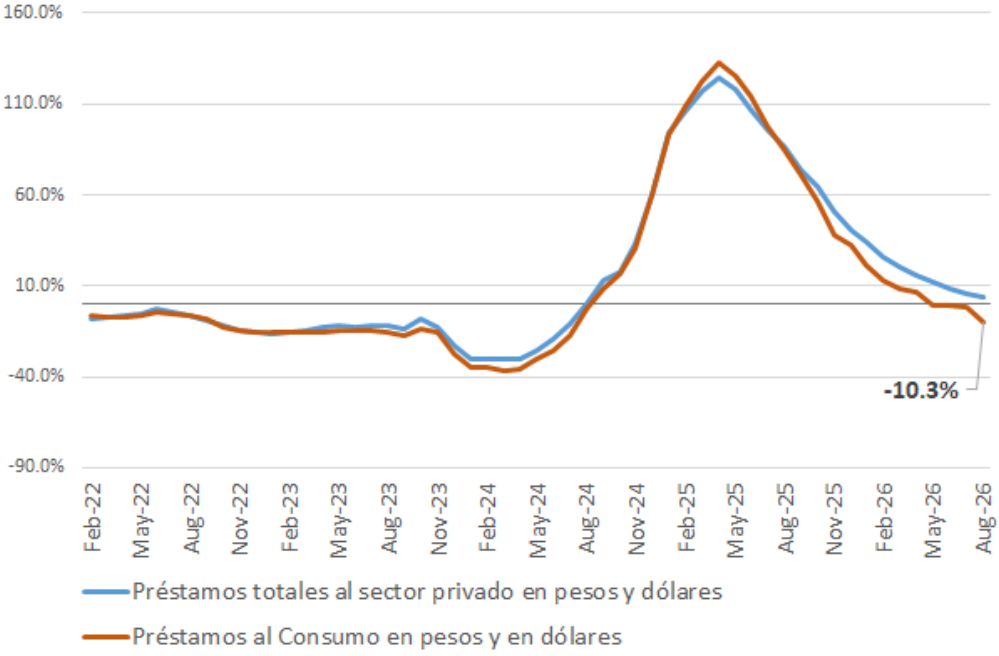
Gráfico 7. Transferencias sociales y salarios públicos
(En términos reales, % interanual)



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

Finalmente, el crédito total (tanto en pesos como en dólares) en términos reales mostró un colapso desde el pico registrado en abr25, debido fundamentalmente a la contracción del crédito para consumo, que en ago26 mostró una caída interanual del 10,3% (Gráfico 8).

Gráfico 8. Préstamos al sector privado en pesos y dólares
(En términos reales, % interanual)



Fuente: elaborado en base a BCRA e INDEC.

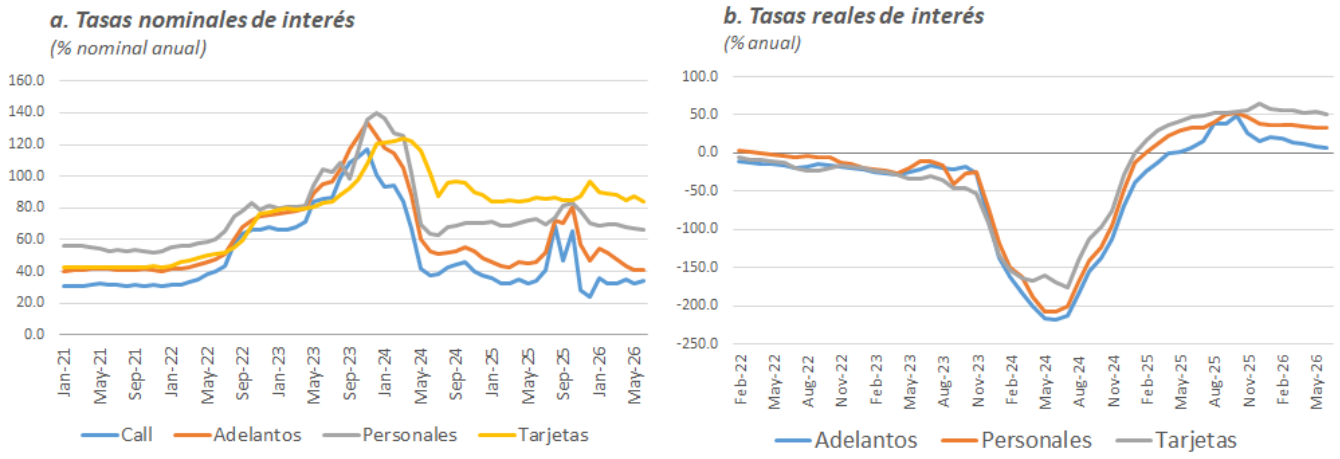
Este resultado es particularmente frustrante para el gobierno porque, en la visión oficial, el crédito era la alternativa principal para que la economía se recupere de la mano del gasto privado (consumo e inversión) reemplazando el efecto "distorsivo" del gasto público y de las transferencias de ingresos.

Sin embargo, la reactivación de la economía de la mano del crédito enfrenta varios límites estructurales. En primer lugar, pese al pesimismo reinante (particularmente entre analistas heterodoxos) sobre el funcionamiento del canal cambiario de la política monetaria, el nivel de la tasa de interés doméstica tiene un piso determinado por factores exógenos: la tasa de interés internacional básica más el riesgo país y la expectativa de devaluación cambiaria.

Por lo tanto, una reducción en la tasa de interés internacional y/o del riesgo país teóricamente abriría la posibilidad de una reducción más o menos sostenible de la tasa de interés doméstica. En el caso específico de Argentina el tamaño del endeudamiento externo ha tomado tal preeminencia en la política económica que fija una restricción terminante sobre la política monetaria y cambiaria.

En este contexto, el aumento de la tasa de interés *real*, resultado principalmente de la baja de la inflación, se articula de modo contradictorio con la eventual presión que el temprano proceso de dolarización electoral pone sobre las tasas *nominales* de interés (más sobre esto abajo). Por ende, esta presión cambiaria debilita aún más la estrategia oficial de colocar a la política monetaria como factor de recuperación económica por la vía del crédito para consumo.

Gráfico 9. Tasas de interés
(% anual)



Fuente: BCRA e INDEC.

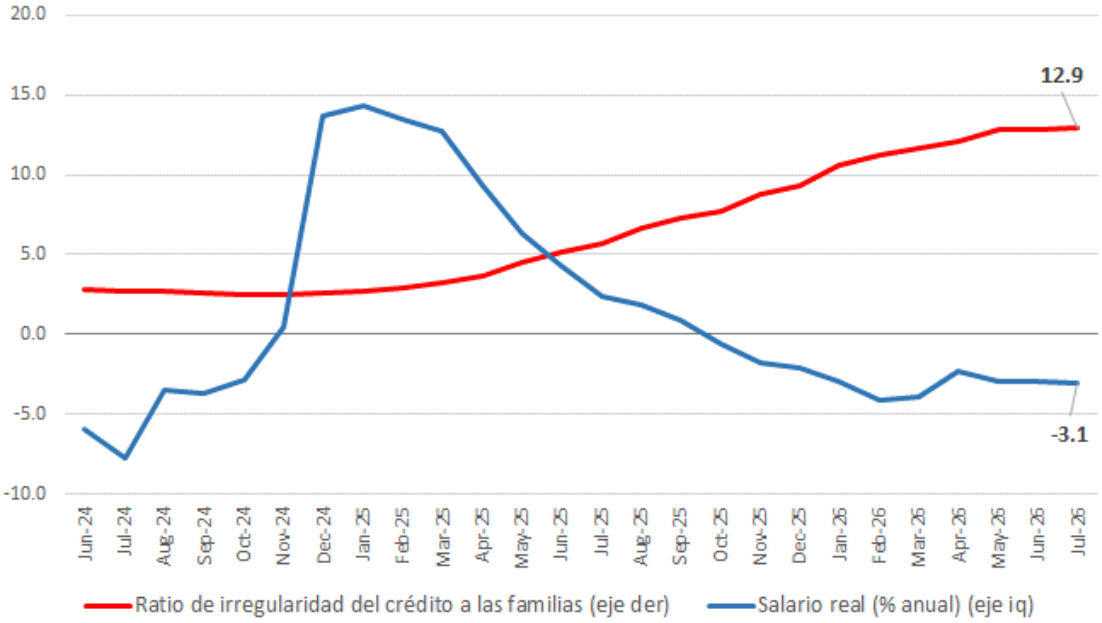
En otros términos, la reducción de las tasas nominales (Gráfico 9a) puede alentar una mayor dolarización financiera y por esta vía llevar a una aceleración de la inflación, consolidando la baja del salario real, lo que profundizaría la reducción del consumo y frenaría aún más el crédito. Pero

el aumento de las tasas nominales orientado —al menos— a compensar la compra de dólares llevaría a una suba aún mayor de la tasa real de interés (Gráfico 9b), dificultando el desendeudamiento de las familias y obstaculizando todavía más la recuperación del consumo.

La divergencia creciente entre las tasas de interés (que marca el ritmo del endeudamiento de los hogares) y la dinámica de los salarios genera cada vez más pesimismo sobre las posibilidades del crédito para contribuir a una recuperación de la economía. De hecho, el ratio de irregularidad del crédito se estancó en niveles inusualmente altos en correspondencia con las pérdidas del salario real (Gráfico 10).

La mora en el endeudamiento de los hogares alcanzó su nivel más alto desde 2004. No solo la mora de los créditos bancarios subió a 12,9% sino que en el segmento de entidades no financieras y *fintech* el panorama es aún más crítico, con una morosidad que supera el 30%.

Gráfico 10. Ratio de irregularidad del crédito a las familias y salario real
(% del crédito total y % interanual)



Fuente: elaborado en base a BCRA e INDEC.

Es fácil ver que el ratio de irregularidad se dispara cuando el salario real deja de recuperarse y comienza a caer desde comienzos de 2025. Combinado con el empeoramiento de las condiciones de crédito, la situación condujo a muchas familias a dejar sus deudas impagas (tarjetas y créditos personales), llevando al aumento inédito de la morosidad. En este sentido, la política salarial del gobierno —componente esencial de la política antinflacionaria— fue también responsable de estos resultados.

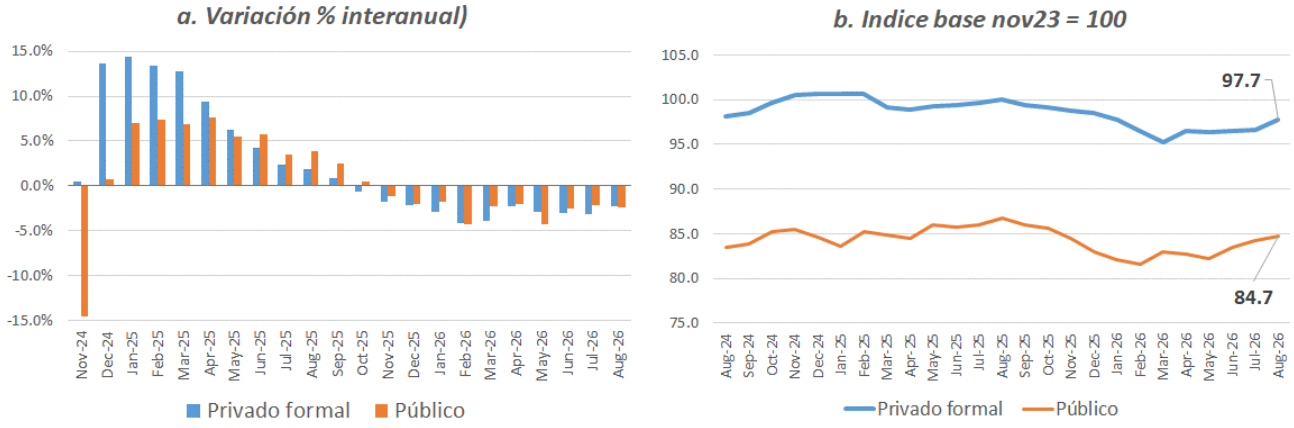
El "disciplinamiento" de los salarios reales

La tendencia de los salarios reales del sector registrado en Argentina parece mantenerse sin grandes cambios en los últimos meses. La fase de mejora parcial se produjo entre comienzos de 2024 (tras el shock cambiario inicial) y mostró síntomas de agotamiento hacia mediados de 2025. En ese lapso, en un contexto de fuerte desaceleración de la inflación y con ajustes en base a la inflación pasada, hubo cierta recuperación de los ingresos reales. Pero esa etapa concluyó a mediados de 2025 (Gráfico 11a).

Sin embargo, desde comienzos de 2024 el gobierno puso en práctica una política destinada a controlar la dinámica de los salarios nominales interfiriendo en los acuerdos negociados en paritarias con los topes y homologaciones. Crecientemente, los acuerdos salariales en el sector privado formal, así como en el sector público, se pautaron en muchos casos por debajo de (o como mucho en línea con) la desaceleración de la inflación.

Esas políticas fueron exitosas en sus propios términos ya que consiguieron hacer del salario un *anclanominal* de la economía, pero condenaron a la economía y a la sociedad a un muy bajo nivel del salario real, al punto que hacia ago26 el salario real del sector privado formal se ubicaba todavía 2,3% por debajo de nov23, mientras el salario público estaba aún 15,3% por debajo (Gráfico 11b).

Gráfico 11. Salarios reales



Fuente: INDEC.

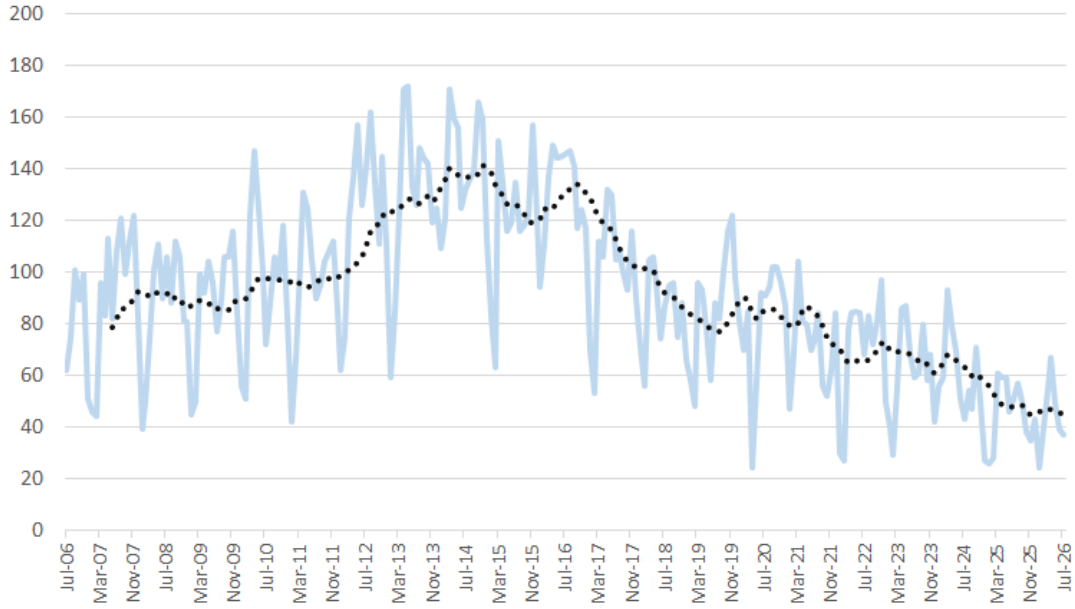
Por supuesto, el ancla inicial de la desinflación fue el tipo de cambio nominal (y lo sigue siendo en gran medida). Sin embargo, esta función del tipo de cambio no puede mantenerse en forma sistemática sin erosionar persistentemente la tasa de ganancia de los sectores transables. Por tanto, para que el proceso de desinflación se sostenga, sin alterar la nueva situación distributiva, la función de ancla nominal debía trasladarse del tipo de cambio nominal a los salarios nominales. Esto fue posible gracias a una serie de factores que debilitaron sustancialmente el poder de negociación de los trabajadores y comenzaron a limitar la tasa de crecimiento de los salarios nominales.

¿En qué medida el ajuste fiscal contribuyó a este resultado? Un factor crucial fue que el ajuste fiscal produjo una contracción del nivel de actividad y condujo a una *destrucciónpermanente* de empleo formal, alcanzando en jul26 una pérdida acumulada de 266.000 puestos de trabajo en el sector asalariado privado formal respecto de nov23. La tasa de desempleo no subió demasiado porque quienes perdieron su trabajo se refugiaron en actividades independientes e informales. Este *cambio de composición* del empleo fue determinante en el debilitamiento del poder de negociación de los trabajadores en su conjunto.

Los trabajadores informales y por cuenta propia poseen un poder de negociación sustancialmente menor que los asalariados del sector formal. Por consiguiente, este cambio de composición del empleo produjo un debilitamiento significativo del poder de negociación sindical debido a la expansión de la economía informal, ya que esta obstaculiza la sindicalización y disminuye la base de afiliación sindical —la denominada "densidad sindical"— y, con ello, la capacidad de los sindicatos para influir en los salarios y las condiciones de trabajo. Este contexto, sumado a la suba tendencial del desempleo abierto en torno al 8%, hizo que en jul26 se registrara la cifra más baja de paros y huelgas desde 2006 (Gráfico 12).

Gráfico 12. Cantidad de conflictos con paro

(Total mensual)



Fuente: Ministerio de Capital Humano.

Además, las estadísticas del INDEC reflejan sistemáticamente que un trabajador informal (no registrado) gana, en promedio, menos de la mitad que un par formal. Por ello, el cambio de composición del empleo tiene como consecuencia forzosa una reducción del poder de compra *de los asalariados en su conjunto*, lo que lleva a la contracción del consumo. Asimismo, el gobierno consideró la fijación de un salario mínimo por ley como una política equivocada, porque supuestamente obstaculiza el libre funcionamiento del mercado laboral, dejando así sin "piso" a los ingresos informales.

La creciente informalidad altera los mecanismos de ajuste entre mercado de trabajo y salarios. Cuando la informalidad es muy baja y la demanda agregada cae, aumenta el desempleo. El mayor desempleo deteriora el poder de negociación de los trabajadores, lo que desacelera el crecimiento de los salarios nominales y —como en la vieja Curva de Phillips— resulta en una menor inflación al costo de más desempleo.

Con una mayor tasa de informalidad, el mercado de trabajo reacciona de otro modo. Los despedidos del sector formal pasan a engrosar el ejército de informales y el desempleo abierto no aumenta o aumenta muy poco, manteniéndose artificialmente estable o bajo en comparación con el avance de la recesión. Aunque el desempleo no sube (o sube poco) las condiciones del mercado laboral se deterioran drásticamente, afectando negativamente la tasa de crecimiento de los salarios nominales del conjunto de los trabajadores, consolidando una inflación baja, y sin vínculo aparente con la tasa de desempleo. Así, la inflación puede desacelerarse sustancialmente, sin cambios significativos en la tasa de desempleo y la curva de Phillips se "aplana" (los cambios en la inflación ocurren con variaciones muy pequeñas en el desempleo).

¿Los trabajadores gastan lo que ganan?

En el contexto de esta tendencia declinante del salario, el aumento del ratio de irregularidad en la deuda de las familias parece revelar una tendencia subyacente que tiene muchos aspectos comunes con cierta dinámica internacional. A diferencia de las interpretaciones basadas en la hipótesis del ciclo de vida, el creciente endeudamiento de los hogares aparece cada día más como resultado de cambios persistentes en la distribución del ingreso.

A través del endeudamiento, los salarios bajos pueden coexistir —al menos temporalmente— con niveles sostenidos de consumo. De este modo, el consumo agregado puede crecer un tiempo por encima de la evolución de la masa de salarios. En el caso argentino, esto fue una solución (*temporal*) a la contradicción entre la necesidad de sostener ciertos niveles de consumo al tiempo que los salarios cumplían el rol de ancla nominal para controlar el proceso inflacionario.

El endeudamiento de los hogares aumentó notablemente en la mayoría de los países desarrollados desde comienzos del milenio y luego de la crisis de 2008 pareció estabilizarse en niveles elevados, combinando el crecimiento del consumo con una reducción de la tasa de ahorro de los hogares.[3] Si bien los hogares de mayores ingresos tienden a concentrar la mayor parte del volumen de deuda, dentro del grupo de hogares endeudados los *ratios* más elevados de deuda / ingreso se observaron en los tramos bajo y medio de la distribución del ingreso.

[3] Según datos del FMI, la deuda de los hogares en Estados Unidos se situó en torno al 69% del PIB en 2024. Esta proporción es superior a la de otras grandes economías (entre el 44% y el 50% en España y Alemania, respectivamente; el 61% en Francia y el 65% en Japón). En 2024, tres países registraron una ratio de deuda de los hogares superior al 100% del PIB: Suiza (125%), Australia (112%) y Canadá (100%).

En tal contexto, el aumento del endeudamiento y la expansión del crédito para consumo fue considerado algo positivo por gran parte de la profesión económica. Esto fue racionalizado en términos de conductas de maximización de la utilidad: las familias reorganizarían sus flujos de ingresos durante su ciclo de vida para *suavizar* intertemporalmente el consumo. Los individuos se endeudarían para financiar consumo corriente en períodos en los que sus ingresos son bajos en relación con el ingreso *promedio* a lo largo de su vida, y repagarían esos préstamos en períodos en los que los ingresos serían altos en relación con el promedio. En este contexto, los procesos de liberalización financiera, que alivian el racionamiento de crédito y favorecen el aumento del endeudamiento de los hogares, fueron (y son) considerados positivos. El mayor endeudamiento no podría ser excesivo ya que estaría motivado por una conducta *racional* de los consumidores.

Ciertamente, estos enfoques van a contramano del mundo real. Un indicio de este desajuste entre teoría y realidad se observa en el hecho de que las preocupaciones sobre potenciales fragilidades financieras y la posible insostenibilidad de las trayectorias de endeudamiento de los hogares son ajenas a ese marco conceptual.

En el mundo real, la situación de alto endeudamiento deriva en un tipo de recesión de "hoja de balance" (*balancesheetrecession*), es decir, un tipo de crisis que tiene lugar cuando el elevado endeudamiento privado lleva a que los agentes (familias y empresas) se focalicen *colectivamente* en pagar sus deudas en lugar de gastar, lo que lleva a la recesión. Este proceso puede tener lugar aún sin deflación de activos (como fue el caso *subprime* en EEUU) y ser impulsado directamente por una caída brusca y prolongada de los ingresos reales de los deudores. El detonante en la hoja de balance es el mismo: el descalce entre la capacidad de pago y el volumen de la deuda acumulada.

Esa expansión insostenible del crédito tiene relación estrecha con la caída del salario real y el ajuste que tarde o temprano llega a los niveles de consumo. Las hipótesis alternativas a la visión convencional, como la noción de *ingreso relativo* de James Duesenberry[4], muestran que el consumo de los hogares no solo se ve afectado por lo que las familias ganan en el presente, sino también por el ingreso *máximohistórico* que lograron en el pasado. Cuando la economía entra en recesión y los ingresos caen, las familias se resisten a bajar su nivel de vida porque ya incorporaron ciertos hábitos de consumo en su patrón normal. Esto se denomina "efecto trinquete" *(Ratchet Effect*).

Consecuentemente, en lugar de reducir su consumo proporcionalmente a la caída del ingreso, los hogares prefieren reducir sus ahorros o endeudarse para mantener el estándar alcanzado en la época de bonanza. Este proceso se torna mucho más agudo no solo por la caída de los ingresos agregados reales, sino también por la destrucción de empleo formal y el aumento considerable de la desigualdad.

[4] Duesenberry, J.S. (1949) Income, Saving, and the Theory of Consumer Behavior. Harvard University Press, Cambridge.

4. La política fiscal: nada de populismo

Uno de los principales problemas de las políticas neoliberales de ajuste fiscal y monetario es que la rutina democrática puede devenir un obstáculo central para tales políticas. En una democracia más o menos plena, el voto de un rico inversor vale lo mismo que el de un desempleado. Esta aritmética política es una amenaza permanente a las políticas de ajuste, excepto bajo el fascismo, donde "no hay próximo gobierno".[5]

En los años 40, se imponía la idea en la recesión que "había que hacer algo (expansivo)" vía política fiscal para reducir el desempleo. Pero enseguida renacerían las presiones para regresar a la consolidación fiscal debido a que el mantenimiento de un desempleo bajo alentaría la "indisciplina" salarial y política de los trabajadores. De este modo se configuraba un patrón de "ciclo económico político", donde la restricción fiscal era un modo artificial de restablecer el disciplinamiento de los asalariados.

En el caso argentino, un experimento similar tuvo lugar entre mediados de 2016 y fines de 2017. Se lo denominó —no sin sorna— como "populismo tardío". Consistió en un aumento rápido del gasto público (basado en jubilaciones e inversión pública) que produjo una rápida recuperación del nivel de actividad inducida deliberadamente por el gobierno para mejorar su performance en las elecciones de medio término.

Esta estrategia constituía un desvío forzoso de la agenda de largo plazo y llevaba implícito un dilema. Por un lado, para triunfar en las elecciones el gobierno necesitaba generar una expansión económica. Pero, tras el triunfo electoral de 2017 surgió un problema de "consistencia interna" en la estrategia oficial. El gobierno había estimulado el crecimiento con una receta enteramente "populista", es decir, utilizando los mismos medios (keynesianos) que criticaba al populismo. Pero lo más chocante es que la economía había crecido (¡y también la inversión privada!).

Frente al problema que plantea la aritmética política de la democracia, el gobierno actual parece haber renunciado a cualquier "desvío" de su esquema original. "Al populismo no se le gana haciendo populismo", expresó Milei, al tiempo que puso la defensa del equilibrio fiscal en el nivel de una "obligación moral" y prometió "morir con las botas puestas". La implicación de política es que el ajuste fiscal se mantendrá sin importar sus consecuencias y que la economía se sumergirá en la recesión.

En verdad, más allá del fundamentalismo oficial, tanto ortodoxos como heterodoxos (con pocas excepciones) focalizan toda su atención en cierto resultado presupuestario (equilibrio o

[5] "La resistencia a la política de gasto público se supera bajo el fascismo por el hecho de que la maquinaria estatal se encuentra bajo el control directo de una combinación de las grandes empresas y los arribistas fascistas. Se elimina la necesidad del mito de las "finanzas saneadas", que servía para impedir que el gobierno contrarrestara una crisis […] con el gasto. En una democracia no se sabe cómo será el próximo gobierno. Bajo el fascismo no hay próximo gobierno" (Kalecki, "*Political aspects of full employment*", 1943).

superávit) sin considerar los otros efectos sobre la economía, en un sentido absolutamente opuesto a la tradición keynesiana.[6]

Sin embargo, una de las principales dificultades de esta perspectiva es que considera que los cambios en la demanda agregada —inducidos por el ajuste fiscal— producen solo efectos *transitorios* sobre el nivel de actividad, efectos que se disiparían pasado un cierto tiempo. El supuesto subyacente es que el producto potencial de la economía es *independiente* del producto de corto plazo y de la dinámica de la demanda efectiva agregada (y en especial del gasto público).

Pero este enfoque viene siendo crecientemente cuestionado en los últimos años, ya que se ha documentado empíricamente que los ajustes fiscales tienen efectos negativos *permanentes* en la dinámica del propio producto potencial, incluso en estudios convencionales e investigaciones llevadas a cabo en importantes instituciones internacionales. Por caso, sobre una base de 107 casos de países de la OCDE entre 1970 y 2007,[7] un estudio demostró que las reglas de "consolidación fiscal" (como las sugeridas por el FMI) resultaron en menor crecimiento y mayores ratios de deuda/PIB.

En una línea similar, economistas más cercanos al *mainstream*[8] demostraron que el ajuste fiscal tiene efectos negativos *permanentes* sobre el PIB. En la macroeconomía tradicional, se asumía que un shock de demanda o una política de austeridad temporal solo afecta al PIB a corto plazo, regresando la economía a su tendencia potencial una vez pasado el shock. Sin embargo, lo que ocurre es que el ajuste fiscal deprime la demanda agregada de tal forma que daña *permanentemente* la capacidad productiva (el PIB *potencial*). Esto ocurre debido a varios factores, como por ejemplo que el desempleo prolongado deteriora las calificaciones de los trabajadores, mientras la caída de la inversión privada frente a la menor demanda produce un retroceso tecnológico y limita los alcances y las inversiones en investigación y desarrollo.

Incluso algunos economistas ortodoxos muy reconocidos (como Olivier Blanchard) sostienen la hipótesis de *histéresis*, es decir, la idea de que si la economía está en recesión no regresará automáticamente a su tendencia previa y la recesión puede provocar daños permanentes en el nivel de producto.Así, en economías en depresión, por cada 1% que se reduce el PIB a corto plazo a causa de la austeridad fiscal, el PIB potencial a largo plazo cae en una proporción similar.[9] En síntesis, el ajuste fiscal no es neutral a largo plazo, sino que deja una cicatriz permanente en las posibilidades de crecimiento a largo plazo.

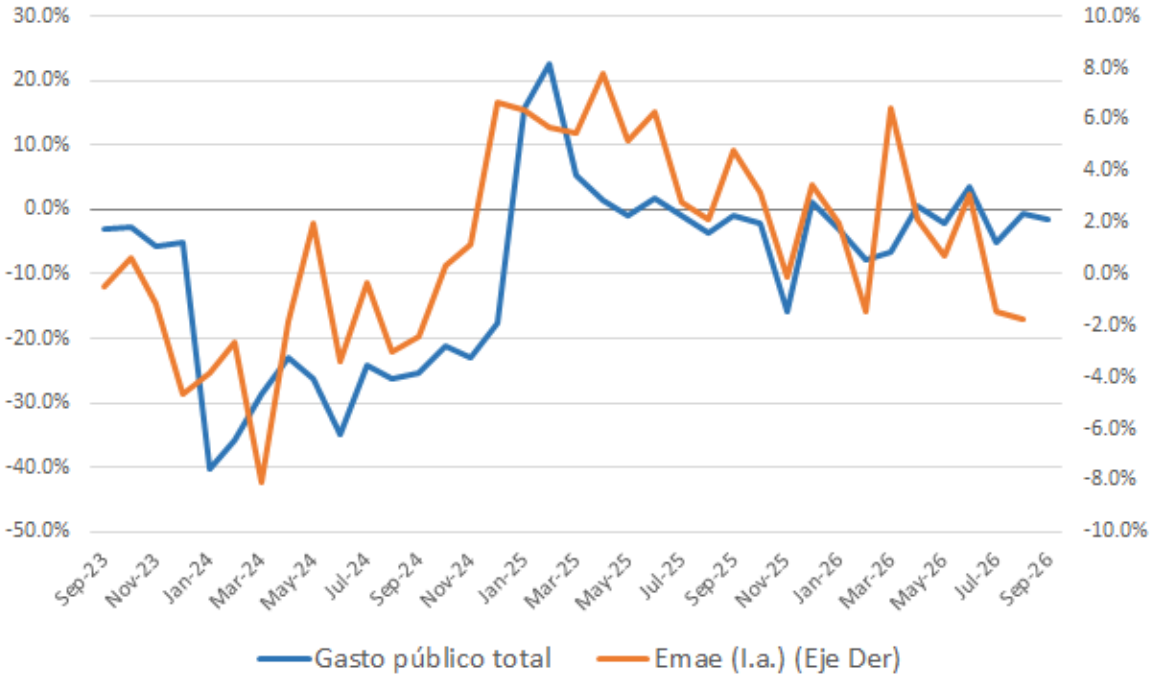
Este enfoque permite entender mejor la relación entre ajuste fiscal, nivel de actividad e inversión en Argentina. En primer lugar, se puede comprobar la cercana correlación que existe entre la

[6] Abba Lerner llamaría a tal política "finanzas disfuncionales".
[7] Jayadev, A., & Konczal, M. (2010). When Is Austerity Right?: In Boom, Not Bust, Challenge, V.53, 2010.
[8] Fatás, A., & Summers, L. H. (2018). The permanent effects of fiscal consolidations. Journal of International Economics.
[9] "Inflation and Activity - Two Explorations and their Monetary Policy Implications", IMF Working Paper, Olivier J. Blanchard, Eugenio Cerutti &Lawrence Summers, International Monetary Fund, 2015.

dinámica del gasto público real y el PIB (Gráfico 13). Claramente el gasto público estuvo asociado con las tres fases del gobierno de Milei. Ante todo, lideró la contracción inicial del PIB. Por supuesto el shock devaluatorio también jugó un papel fuertemente contractivo sobre el consumo asalariado. Sin embargo, la aceleración inflacionaria impulsada por el ajuste cambiario llevó al colapso del poder de compra real del gasto del gobierno induciendo una contracción adicional de la demanda.

Gráfico 13. Gasto público total y PIB

(Sector público nacional, sin intereses de la deuda, en términos reales, % i.a.)



Fuente: INDEC y Ministerio de Economía.

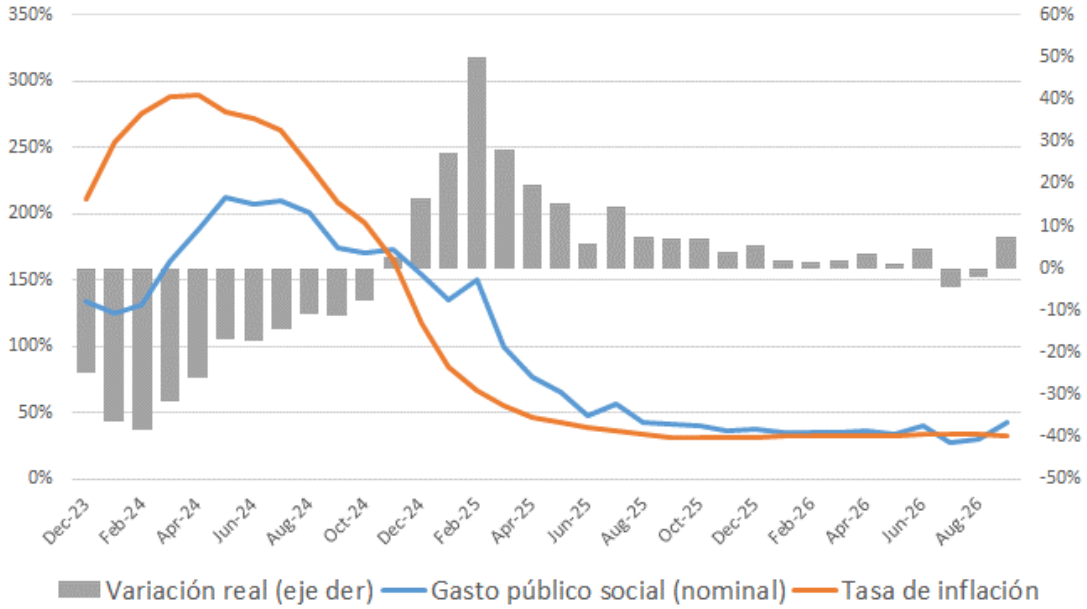
La segunda fase, más expansiva, comenzó en el 1T-2024 y alcanzó un pico en feb25, justamente cuando el proceso de rápida desinflación llegaba a su fin. De allí en adelante, la política tendió a hacer contractiva otra vez. Debe observarse la importancia crucial del proceso de desinflación en este sesgo expansivo de la política fiscal. Incluso en una situación de equilibrio entre gastos e ingresos fiscales, es decir, para un gasto público y nivel de impuestos (nominales) *dados*, la reducción de la tasa de inflación aumenta el poder de compra del gasto público y también aumenta la carga real de los impuestos. Por ende, si se partiera de una situación de equilibrio entre gastos e ingresos fiscales, parecería que el impacto de la política fiscal en términos de contribución del sector público a la demanda efectiva agregada sería neutro.

Pero este enfoque no sería correcto. En realidad, el esquema antes descripto sería un caso conocido como multiplicador del presupuesto equilibrado solo que aparece ahora en un contexto (des) inflacionario. En tal contexto, el aumento (real) del gasto público aumenta directamente la demanda agregada y el producto. Este aumento lleva a un incremento del ingreso disponible del

sector privado en el mismo monto, pero el aumento (real) de la carga del impuesto anula ese efecto. Por ende, el ingreso disponible del sector privado no cambia, pero el aumento del gasto público conduce a un aumento en el mismo monto del PIB. Además, las recuperaciones del nivel de actividad tienden a generar fuertes respuestas *procíclicas* de la recaudación.

Ese efímero sesgo más expansivo de la política fiscal provino casi por completo de la expansión del gasto público social, que alcanzó un ritmo de aumento interanual, en términos reales, del orden del 50% hacia feb25 (Gráfico 14).

Gráfico 14. Gasto público social e inflación
(% interanual)



Fuente: Ministerio de Economía e INDEC.

La reducción de la tasa de crecimiento del gasto nominal, al mismo tiempo que la tasa de inflación se reducía más rápido, produjo "endógenamente" ese episódico sesgo expansivo que, como muestra el Gráfico 13, estuvo fuertemente asociado a la recuperación transitoria de la actividad. Sin embargo, cuando la tasa de inflación tendió a estabilizarse, la política fiscal agregada tendió a hacerse contractiva otra vez.

En este contexto, algunos analistas mencionaron la probabilidad de que exista "fatiga fiscal". La idea original de esta "fatiga" reside en una incapacidad estructural del gobierno para seguir aumentando sus ingresos o recortando sus gastos al mismo ritmo que crece su deuda pública. Es un umbral más allá del cual ya no se puede estabilizar el resultado fiscal. El FMI lo relaciona con dos situaciones. Por un lado, pese a los esfuerzos del gobierno por ajustar el presupuesto, el resultado primario (equilibrio o superávit) no puede sostenerse o el costo de hacerlo es

demasiado alto. Por otro, la capacidad de recaudación se agota debido a la contracción económica o a la evasión.

Por supuesto, la "fatiga" también se refiere al cansancio y resistencia creciente de la sociedad que soporta los costos de un ajuste sin fin. Las dos dimensiones parecen conectarse, especialmente si, a diferencia del enfoque convencional, se admite que el sacrificio es inútil y solo sirve para inducir pérdida de empleo y retrocesos en el producto potencial de la economía. Como el resultado fiscal es una variable endógena, la idea de alcanzar el equilibrio mediante el ajuste fiscal termina convirtiéndose en una profecía autocumplida de fracaso.

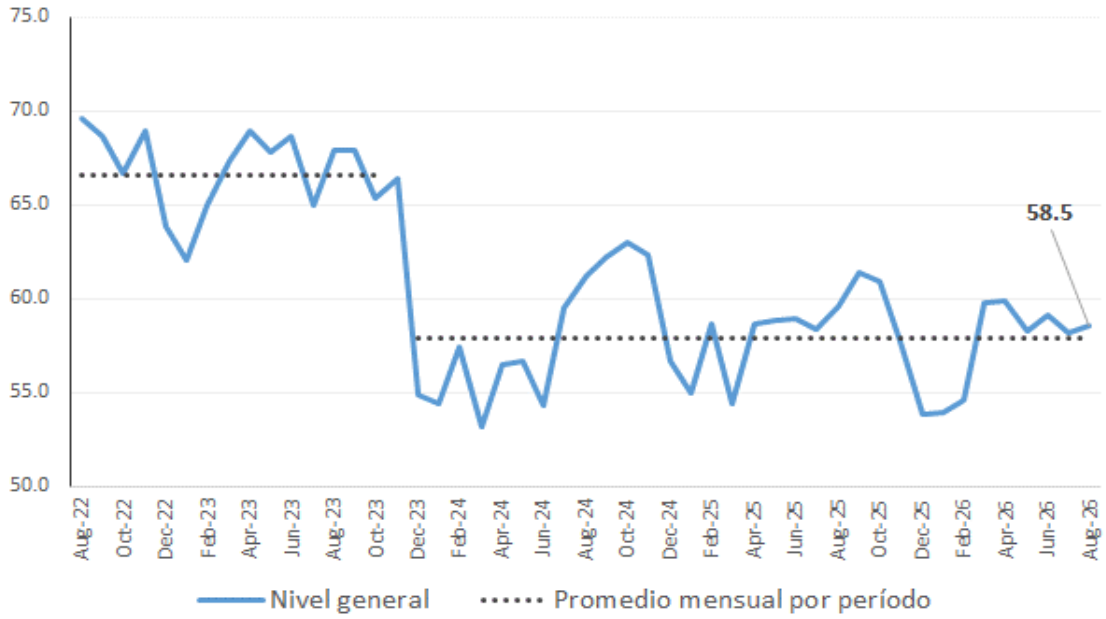
4. Colapso de la inversión privada

Según el saber convencional, la suba tendencial de las tasas reales de interés podría estar afectando negativamente la inversión privada (Gráfico 9b). Sin embargo, esta presunción enfrenta una serie de limitaciones tanto teóricas como empíricas. La inversión privada que crea capacidad productiva estaría negativamente asociada con la tasa de interés por las razones (neoclásicas) habituales basadas en el supuesto de que rige el principio de sustitución entre factores productivos, proposición de la que se demostró hace décadas que se basaba en un fundamento lógico incorrecto.

Desde el punto de vista empírico, es muy difícil determinar una elasticidad negativa significativa de la inversión agregada con respecto a la tasa de interés, mientras la influencia de la demanda es mucho más importante en la generalidad de los casos. Por ejemplo, un estudio de UNCTAD sobre los determinantes de la inversión y su importancia relativa para seis países latinoamericanos entre 2005 y 2017 muestra que, en tres de ellos (Argentina, Brasil y México), la dinámica de la inversión es ampliamente impulsada por el nivel de actividad y la demanda.[10] En este contexto, la existencia de una significativa capacidad ociosa ciertamente inhibe toda decisión de inversión productiva (Gráfico 15).

Gráfico 15. Utilización de la capacidad instalada en la industria
(% del total)

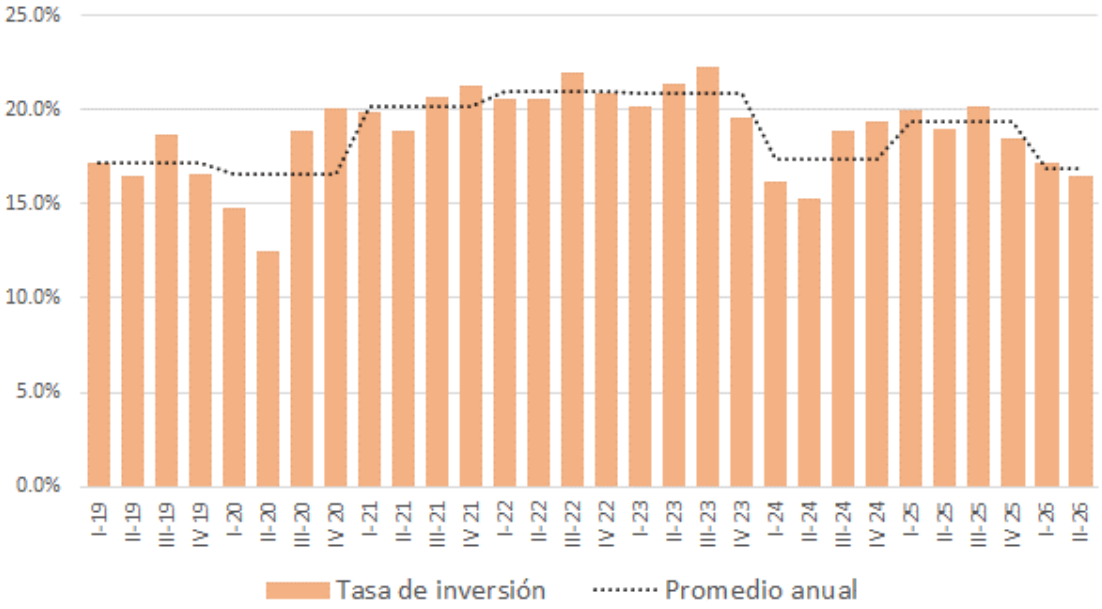
[10]Para el conjunto de la muestra, un aumento de 1 punto porcentual en la tasa de crecimiento da como resultado un aumento de 1,7 puntos porcentuales en la tasa de crecimiento de la inversión (UNCTAD, 2019, World Economic Situation and Prospects 2019, New York, p. 159.).



Fuente: elaborado en base a INDEC.

Desde el punto de vista macroeconómico la inversión solo puede ser una demanda derivada, y no puede crecer si no es justificada por el aumento de los gastos en bienes finales que no crean capacidad productiva (como el consumo, las exportaciones, el gasto público, entre otros). De hecho, la encuesta de tendencia de negocios que elabora el INDEC para la industria manufacturera no deja dudas sobre el diagnóstico de la situación. Un 54% del total considera que el factor más importante que está limitando su capacidad para aumentar la producción es una demanda interna insuficiente (solo 3,5% alude a la falta de demanda externa y un 9% a la competencia importada). Una encuesta análoga pero en el área comercial arroja resultados similares: un 66% de los encuestados señala que el principal factor que limita su actividad es la falta de demanda (solo un 14% alude al costo laboral).

Gráfico 16. Tasa de inversión
(FBCF / PIB, en %)



Fuente: INDEC.

Esta tendencia de la demanda y su correlato en una abundante capacidad ociosa lleva a que la inversión productiva caiga más aún que el PIB (Gráfico 16). Como resultado de esta política macroeconómica, la tasa de inversión muestra caídas casi tan severas como los niveles observados durante la pandemia del COVID-19 o, incluso, la crisis de 2001.

5. Epílogo

La destrucción de empleo y la recesión en ciernes resultan más contrastantes cuando se toma en cuenta el contexto externo. Con los actuales precios internacionales, el año en curso mostraría el nivel más favorable de términos de intercambio de los últimos cuarenta años, incluso por encima del boom de *commodities* que finalizó cerca de 2012.

Sin embargo, en el presente *boom*existen diferencias muy marcadas en términos de crecimiento. En aquella etapa una crítica común fue que la expansión fiscal era procíclica, cuando debería haber sido anticíclica: "ahorrar" en el auge para gastar en la fase contractiva. Adicionalmente, ese manejo anticíclico supuestamente exigía un superávit fiscal y la disminución del gasto primario como proporción del PIB (en lugar de aumentar), "ya que dicho gasto debe seguir la tendencia del crecimiento del PIB en el largo plazo".[11]

Otra vez la misma idea: la demanda (el gasto público) sigue la tendencia del PIB que sería dado exógenamente (en lugar del PIB siguiendo al gasto). No solo es una idea lógicamente inconsistente sino que la evidencia empírica es claramente contraria: si el gasto crece menos que el PIB el resultado sería en general contractivo y la tendencia del PIB (el producto potencial) terminaría declinando. En países con amplios mercados internos (como Brasil o Argentina) este enfoque conduce a la recesión y a desaprovechar por completo las mejores condiciones internacionales. Esto explica por qué, aun con los mejores términos de intercambio de las últimas cuatro décadas, la economía argentina se sumerge en la recesión. Además, el enorme saldo comercial (US$ 26.900 millones en sept26 acumulados 12 meses) no llega a cubrir la demanda de billetes del sector privado no financiero (US$ 30 mil millones en el mismo lapso).

La retórica del gobierno presenta la vertiginosa dinámica del sector exportador primario como un logro propio y como el punto de arranque de un *cambio estructural* producido por mecanismos de mercado. La transición entre un régimen y otro se enmarcaría en un proceso de "destrucción creadora" de aroma schumpeteriano. Sin embargo (y sin discutir los atributos reales de la noción original) la "destrucción creadora" es un proceso por el cual la *innovación* constante destruye las viejas estructuras, industrias, tecnologías y modelos para dar paso a otros nuevos y más eficientes.

Pero la economía argentina no está construyendo nada parecido a un núcleo doméstico de investigación y desarrollo, o generando un conjunto de innovaciones de vanguardia (más bien lo contrario). Simplemente Argentina tiene un conjunto de recursos naturales que fue premiado por la *lotería de las commodities*. El término acuñado por Díaz Alejandro[12] plantea que a cada país le toca un billete o "premio" en función de su dotación de materias primas. Así, las trayectorias de desarrollo de los países periféricos están fuertemente condicionadas por la geografía y el azar, los cuales determinan el tipo de recursos naturales que pueden exportar. La Argentina actual no es la excepción. La discusión relevante es cómo la política macroeconómica y la estrategia de

[11] José A. Ocampo, "La macroeconomía de la bonanza económica latinoamericana," Revista CEPAL, 2007, p. 24.
[12] Carlos Díaz Alejandro, "Latin America in the 1930s", Texto para discussão, PUC-Rio, 1984.

desarrollo deben aprovechar esta *ventanatemporal* como oxígeno para la balanza de pagos, más que tratar de convertirlo en un descabellado régimen permanente.

Sin embargo, a diferencia de otros países de la región que pueden participar del contexto internacional más favorable, Argentina tiene dolarizada buena parte de sus pasivos externos. La suba del riesgo país desde ago26 subraya esa condición. La deuda externa argentina fue reestructurada en 2020 pero el sentido fue evitar la crisis, no colocar la deuda en un sendero sostenible. En este marco, el papel de acreedor privilegiado del FMI impone condiciones a la baja del riesgo. En tal contexto, Argentina solo puede evitar una crisis externa si aumenta su endeudamiento gracias al alineamiento geopolítico, ya que de acuerdo a las reglas usuales del mercado internacional el país no consigue refinanciar sus deudas. Finalmente, los mercados (financieros) quieren garantías de "estabilidad" pero apoyan políticas que en un régimen democrático no pueden garantizar persistencia. La "fatiga" del ajuste sin fin es, en definitiva, una consecuencia natural.

ANÁLISIS DE COYUNTURA ECONÓMICA NACIONAL E INTERNACIONAL

INFORME Nº 34

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