

Informe CIEFCE N° 63: Estabilidad y crecimiento

Recesión y brecha del producto: ¿Resulta sostenible la reducción de la inflación del programa libertario?

Leandro Rodríguez¹

El programa de estabilización libertario reconoce un resultado palpable: logró reducir la tasa de inflación del 12% mensual en noviembre/23 a menos del 2% en los últimos tres meses (junio-agosto/25) (medida por la variación mensual del Índice de Precios al Consumidor -IPC-). La información en este sentido es contundente. Sin embargo, a más de 18 meses de su instrumentación, la estrategia gubernamental aún no ha pasado la prueba de fuego de toda estabilización que se precie de exitosa: la combinación simultánea del proceso de desinflación con la expansión de la producción y el empleo.

En efecto, la política antiinflacionaria de Milei y Caputo se apoyó en un shock recesivo inicial, recurso frecuente en las transiciones desde regímenes de alta inflación. La finalidad de este tipo de estrategias es inducir a los agentes económicos a moderar los incrementos de precios y a reconfigurar sus expectativas hacia un escenario de mayor estabilidad. A tal fin, Milei aplicó un ajuste fiscal primario inédito en la historia argentina por su magnitud y profundidad (“ancla real” del programa). En el año 2024 y los primeros dos trimestres de 2025, el Gasto público federal primario (sin contar intereses de la deuda pública) **cayó casi 5 puntos porcentuales del PBI efectivo**. Esta política, junto a la devaluación de diciembre/23 -deterioro del salario real-, provocó una brecha del **producto efectivo respecto del potencial del 7,5%** en los dos primeros trimestres de aplicación del plan. Ello supuso un alto costo en términos de producción y empleo, pese a la recuperación del sector agropecuario tras la sequía histórica 2022/23. En la segunda mitad de 2024, el programa mostró signos de efectividad al combinar la desaceleración sostenida de la inflación con una reducción progresiva de la brecha del producto. No obstante, a partir de comienzos de 2025 esa dinámica perdió consistencia: la desinflación se estancó y la economía volvió a exhibir un patrón de estancamiento, con señales de deterioro en la actividad y el empleo.

En este contexto, particularmente con la inestabilidad de los últimos meses, emerge la pregunta por la sostenibilidad del programa de estabilización libertario y los escenarios posibles. En el presente informe pretendemos ofrecer algunas claves en este sentido.

Contenido

Introducción	2
El programa de estabilización libertario: ajuste fiscal, ancla cambiaria, erraticidad monetaria, coordinación salarial y reformas estructurales.....	2
Desafíos del programa libertario: lograr crecimiento para mantener la estabilidad	6
Las alternativas factibles frente a los desafíos del programa	9
Conclusiones	11
Bibliografía y fuentes consultadas	11

¹ Docente e investigador UNER

Introducción

El programa de estabilización libertario reconoce un resultado palpable: logró reducir la tasa de inflación del 12% mensual en noviembre/23 a menos del 2% en los últimos tres meses (junio-agosto/25) (medida por la variación mensual del Índice de Precios al Consumidor -IPC-). La información en este sentido es contundente. Sin embargo, a más de 18 meses de su instrumentación, la estrategia gubernamental aún no ha pasado la prueba de fuego de toda estabilización que se precie de exitosa: la combinación simultánea del proceso de desinflación con la expansión de la producción y el empleo.

En efecto, la política antiinflacionaria de Milei y Caputo se apoyó en un shock recesivo inicial, recurso frecuente en las transiciones desde regímenes de alta inflación. La finalidad de este tipo de estrategias es inducir a los agentes económicos a moderar los incrementos de precios y a reconfigurar sus expectativas hacia un escenario de mayor estabilidad. A tal fin, Milei aplicó un ajuste fiscal primario inédito en la historia argentina por su magnitud y profundidad (“ancla real” del programa). En el año 2024 y los primeros dos trimestres de 2025, el Gasto público federal primario (sin contar intereses de la deuda pública) cayó casi 5 puntos porcentuales del PBI efectivo. Esta política, junto a la devaluación de diciembre/23 -deterioro del salario real-, produjo una brecha del producto efectivo respecto del potencial del 7,5% en los dos primeros trimestres de aplicación del plan. Ello supuso un alto costo en términos de producción y empleo, pese a la recuperación del sector agropecuario tras la sequía histórica 2022/23. En la segunda mitad de 2024, el programa mostró signos de efectividad al combinar la desaceleración sostenida de la inflación con una reducción progresiva de la brecha del producto. No obstante, a partir de comienzos de 2025 esa dinámica perdió consistencia: la desinflación se estancó y la economía volvió a exhibir un patrón de estancamiento, con señales de deterioro en la actividad y el empleo.

En este contexto, particularmente con la inestabilidad de los últimos meses, emerge la pregunta por la sostenibilidad del programa de estabilización libertario y los escenarios posibles. En el presente informe pretendemos ofrecer algunas claves en este sentido.

El programa de estabilización libertario: ajuste fiscal, ancla cambiaria, erraticidad monetaria, coordinación salarial y reformas estructurales

⇒ Plano fiscal: decisión política e interrogantes de cara al futuro

En este aspecto, el Gobierno ha tenido una política decidida y resuelta. Ajuste estatal vía reducción del gasto. En la siguiente tabla puede apreciarse el esfuerzo fiscal primario del Gobierno federal. Se trata del aspecto del programa de Milei-Caputo más reconocido por todo el arco ortodoxo, incluyendo el FMI (informe Agosto/25). El gasto público redujo su participación en el PBI en 5 pp, un ajuste inédito en la historia económica Argentina por sus características. El superávit primario (excluye el pago de intereses de

la deuda pública) alcanzó el 1,2% del PBI en 2024 y supera ese valor en la primera mitad de 2025 (Tabla 1). En virtud de ello, el Tesoro pudo financiarse sin apelar a la emisión directa.

Tabla N° 1: Ajuste fiscal del Gobierno federal

	Gasto Público primario		Resultado Primario	
	PBI efectivo	PBI potencial	PBI efectivo	PBI potencial
2019	18,6%	17,7%	-1,40%	-1,31%
2020	24,4%	21,0%	-7,19%	-6,16%
2021	21,1%	20,0%	-2,69%	-2,56%
2022	20,3%	20,1%	-3,23%	-3,22%
2023	19,4%	18,6%	-3,55%	-3,40%
2024	14,8%	14,0%	1,21%	1,11%
2025-I sem	14,1%	13,8%	1,55%	1,50%

* PBI potencial estimado por el método de la función de producción

Fuente: elaboración propia en base a datos del Ministerio de Economía e INDEC

La consolidación fiscal es fundamental para el programa de desinflación libertario puesto que descomprime la presión sobre la oferta agregada, limita la necesidad de financiamiento monetario del déficit (vía emisión o relajamiento de la política monetaria), libera recursos (humanos, impositivos -reducción de costos- y financieros), y afecta favorablemente las expectativas de los inversores.

Ahora bien, más allá de estos resultados, hay dos interrogantes centrales en este aspecto del programa libertario. En primer término, es discutible la sustentabilidad real de la política fiscal. La reducción de la inversión pública en infraestructura y capital humano, sin una compensación plena en otros niveles estadales y/o el sector privado, solo puede mantenerse en el tiempo a costa de resentir el crecimiento futuro (por caso, el costo actual de recuperación de la red vial se estima en más de 40 mil millones de dólares)². En segundo lugar, la sustentabilidad fiscal intertemporal es debatible, puesto que la existencia de títulos públicos con intereses capitalizables erosiona el resultado financiero y, bajo ciertos criterios de medición -valuación al dólar CCL-, la deuda en pesos crece como porcentaje del PBI. El Gobierno ha tenido que convalidar tasas muy elevadas de interés para renovar los vencimientos de la deuda en pesos y evitar mayores presiones en el mercado de cambios (esto es, mantener el *carry trade*: un rendimiento en dólares de los títulos argentinos muy superior al internacional).

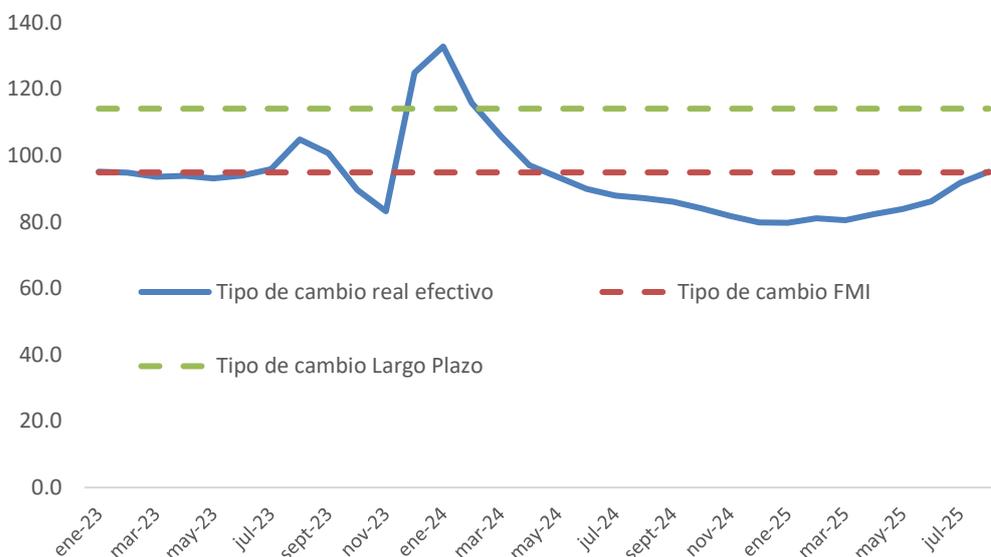
² Véase: El estado de la red vial argentina: valoración, desafíos y estrategias de recuperación. Publicado el 19 agosto, 2025. <https://www.camarco.org.ar/construcciones-news/el-estado-de-la-red-vial-argentina-valoracion-desafios-y-estrategias-de-recuperacion/>

⇒ Política cambiaria y comercial: apreciar y abrir lo más que se pueda

En el plano cambiario y comercial, la política también fue clara desde el inicio, pero resultó difícil de sostener. Tras la devaluación de diciembre/23, el gobierno procuró un proceso de apreciación cambiaria (“dólar barato”), que logró mantener claramente al menos hasta marzo de 2025. Al inicio se basó en un esquema de ajustes mensuales al valor del dólar (*crawling peg* del 2% hasta enero/25 y 1% desde febrero/25). Es común en los programas de estabilización un cierto atraso cambiario, no obstante, el tema es la sustentabilidad del mismo. De hecho, las dificultades para sostener el tipo de cambio, frente a la pérdida de reservas, llevó al gobierno a acelerar el acuerdo con el FMI, concretado en abril/25, que impuso el modelo de bandas cambiarias actual.

La política de apreciación cambiaria fue advertida por el propio FMI en el informe sobre el sector externo, con una estimación de la brecha del índice del tipo de cambio real en 18,9% hacia fines de 2024 (IMF, External Sector Report, 2025). En el Gráfico N° 1 a continuación se expone el tipo de cambio real efectivo, el tipo de cambio consistente con los fundamentos según el modelo del FMI y el tipo de cambio promedio en el largo plazo³. Es razonable suponer que el tipo de cambio de equilibrio se acerca más al promedio histórico que al modelo del FMI. Ello porque la estimación de este organismo no capta adecuadamente el carácter bimonetario de la economía argentina (especificidad) y la consecuente demanda de divisas para atesoramiento.

Gráfico N° 1: evolución del tipo de cambio real



Fuente: elaboración propia en base a datos del FMI, BCRA e INDEC⁴

³ El FMI estima el *REER-Index Model* en base al tipo de cambio consistente con los fundamentos cíclicos, macroeconómicos y de política económica.

⁴ Suponemos en el gráfico que los fundamentos no se alteran sustantivamente en el corto plazo.

La estabilidad cambiaria -junto a la apertura comercial- también son claves para el programa libertario. Permiten morigerar la presión inflacionaria de los grandes empresarios formadores de precios cuyo margen sobre ventas (*markup*) se fija en moneda dura, incrementar la competencia de productos externos baratos para disciplinar precios internos y ordenar las expectativas futuras que siguen la trayectoria de la divisa norteamericana como factor principal.

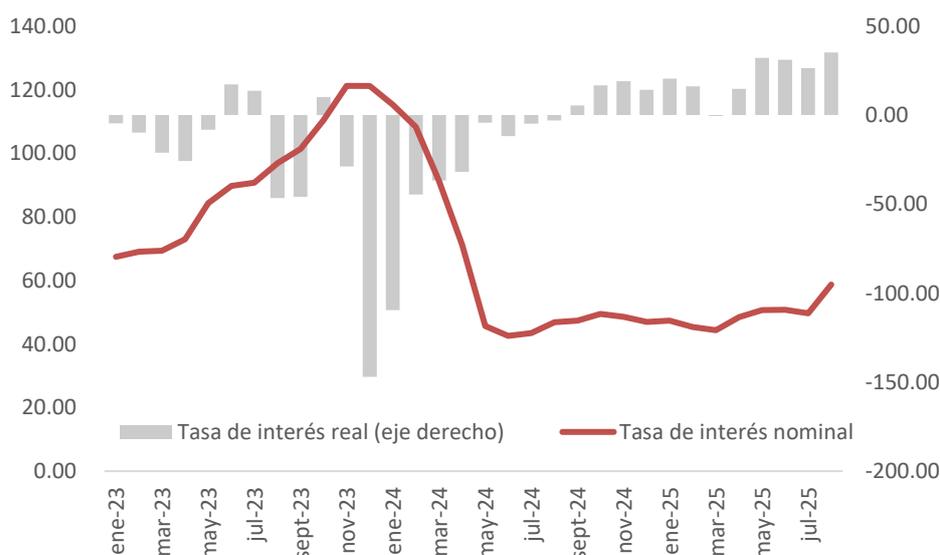
Nuevamente, sin embargo, esta política de apertura y atraso cambiario es poco sostenible en un escenario de reservas netas negativas, cuenta corriente deficitaria, alto riesgo país y demanda de divisas contenida (retiros de utilidades y dividendos más compras del BCRA para fortalecer las reservas).

⇒ Política monetaria y crediticia: erraticidad y ajuste

La política monetaria y crediticia ha sido muy errática y acomodaticia en función de los demás instrumentos y objetivos intermedios de la política económica. En los primeros ocho meses hubo un ajuste monetario real (excedente monetario negativo), pero a partir de septiembre el excedente monetario se volvió positivo de la mano de la recuperación del crédito y la remonetización de la economía (demanda de pesos).

Con la expansión del crédito y la baja de la inflación, la tasa de interés real, que resultó fuertemente negativa en los primeros meses del programa, motorizando la licuación de deuda en un contexto recesivo, se tornó positiva desde septiembre de 2024 (tomando la tasa de interés ponderada de descuentos documentos, compra documentos, préstamos a sola firma y préstamos personales -en conjunto representan entre el 52/53% del total de préstamos de 2025-). En el Gráfico N° 2 se advierte esta situación.

Gráfico N° 2: tasa de interés real y nominal (ponderada)



Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA

Por otra parte, la expansión monetaria alejada de la acumulación de reservas externas y la revalorización y emisión de títulos públicos denominados en pesos, han agregado otro factor de inestabilidad a la frágil situación económica. Es el mencionado *carry trade* que exige tasas de interés en pesos que compensen las expectativas de devaluación, con la amenaza permanente de una corrida contra la moneda nacional. El riesgo de derrumbe de la demanda de dinero argentino (pesos), considerando la expansión real de la masa monetaria, presenta un potencial disruptivo en el mercado de cambios. El Gobierno tiene herramientas para enfrentar estas problemáticas, pero su utilización siempre tiene costo (como se mencionó, en los últimos meses el Gobierno ha convalidado tasas de interés muy altas, y ha incrementado los encajes bancarios, instrumentos de política monetaria de muy corto plazo).

Otra vez, como se mencionó en los casos de la política fiscal y cambiaria, el sostenimiento de una política monetaria y crediticia tan errática y acomodaticia, no es sustentable. Mucho menos considerando que no existe un respeto explícito a la regla de independencia entre el Banco Central y el Ministerio de Economía. Ello es difícil de mantener por mucho tiempo y lograr buenos resultados.

⇒ Coordinación de ajustes salariales y reformas estructurales

En paralelo con las medidas fiscales, monetarias y cambiarias, el Gobierno promovió un conjunto de reformas estructurales plasmadas en desregulación y flexibilización de los mercados, con suerte dispar. El programa de privatizaciones quedó reducido a un puñado de empresas de menor relevancia, mientras la reforma laboral y previsional, los dos grandes pilares de las reformas estructurales, están aún pendientes. No obstante, se han logrado sendas desregulaciones en diversos planos (regulación pública y transporte) y se consiguió aprobar un régimen de grandes inversiones que parece muy favorables al capital.

En materia de política de ingresos, el Gobierno ha realizado un seguimiento y cierto control de las paritarias con relativo éxito. En abril/25 sostuvo que no iba a convalidar acuerdos salariales por encima de cierto umbral, y las paritarias han mostrado un estancamiento en el sector privado formal. Entre marzo/25 y junio/25 el IPC creció al 2,4% mientras los salarios privados registrados lo hicieron al 2,1% (INDEC). Por supuesto, esta política de coordinación de salarios tiene también limitaciones, pero puede ser válida en el corto plazo.

Desafíos del programa libertario: lograr crecimiento para mantener la estabilidad

Sobre la base del programa resumido en los puntos anteriores, el Gobierno instrumentó un proceso de desinflación que fue efectivo en términos de reducción de la tasa de aumento del índice de precios, como ya se puso de manifiesto (véase Gráfico N° 4). Sin

embargo, el debate central reside en la sustentabilidad de este proceso. La sustentabilidad no es sólo económico-financiera, sino también política y social. Esto significa que el programa de estabilización en algún momento deberá dar respuestas en materia de producción y trabajo. Esta es la prueba de fuego: achicar la brecha del producto sin que vuelvan las presiones inflacionarias. En el Gráfico N° 3 puede apreciarse el desempeño productivo: la actividad económica y el empleo privado registrado desde el inicio del programa. Como se aprecia, luego de una caída abrupta en los primeros meses de 2024, la economía comenzó a recuperarse. Sin embargo, hacia febrero/2025 la situación volvió a deteriorarse y se abrió otra fase de estancamiento.

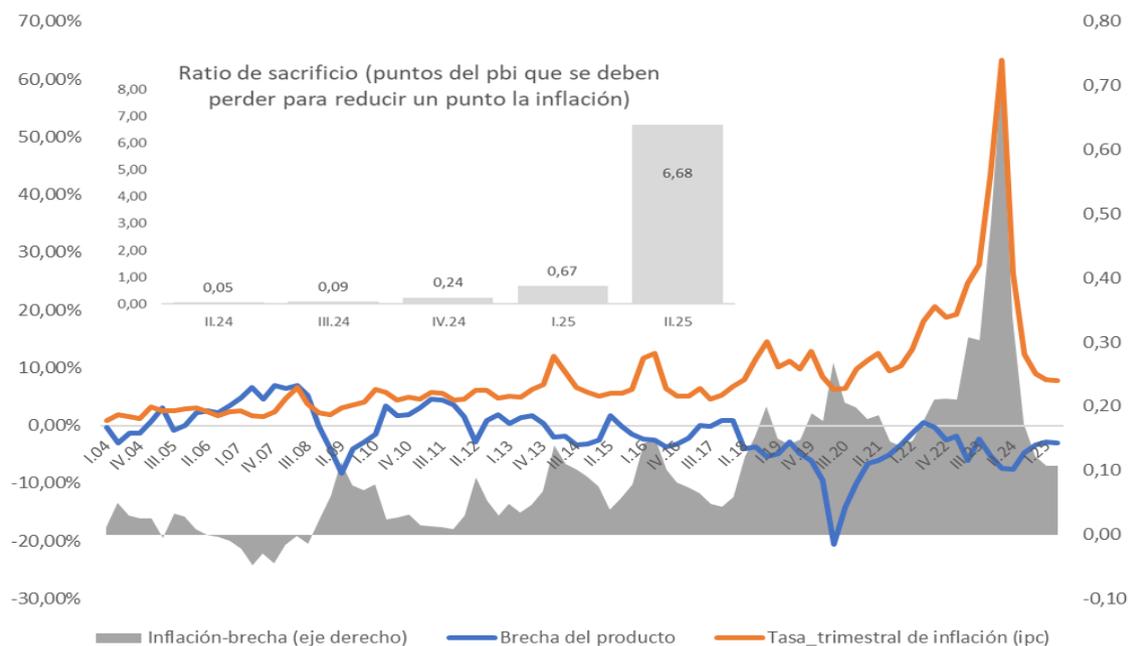
Gráfico N° 3: actividad económica y empleo privado



Fuente: elaboración propia en base al Ministerio de Capital Humano e INDEC

Por lo tanto, como se aprecia en el Gráfico N° 3 y también en el Gráfico N° 4 a continuación, hasta la fecha, la estrategia de política económica Milei-Caputo no superó esa prueba de estabilizar con crecimiento. Lo que evidencia el Gráfico N° 4 es que, tras la devaluación de diciembre/23 y el consecuente rebrote inflacionario, el programa logró bajar la tasa de aumento de precios, con un relativamente reducido -aunque creciente- costo en términos de brecha del producto (ratio de sacrificio). Dicho de otra manera, cada vez se requerían más puntos porcentuales perdidos del producto para bajar un punto porcentual la tasa de inflación. Hasta el primer trimestre de 2025, el ratio de sacrificio era razonable, en virtud de que resulta lógico que presente un sesgo creciente (a medida que la inflación cede, los puntos porcentuales de diferencia por período se achican, y ello lleva a que el ratio de sacrificio sea mayor). Sin embargo, en el último trimestre ese indicador evidenció un salto abrupto, derivado del aumento en la brecha del producto al tiempo que se estancaba la baja de la inflación (todavía elevada en términos anuales). La conclusión es clara: en su diseño actual, el programa enfrenta serias dificultades para compatibilizar estabilidad y crecimiento de manera simultánea.

Gráfico N° 4: brecha del producto, tasa de inflación y ratio de sacrificio

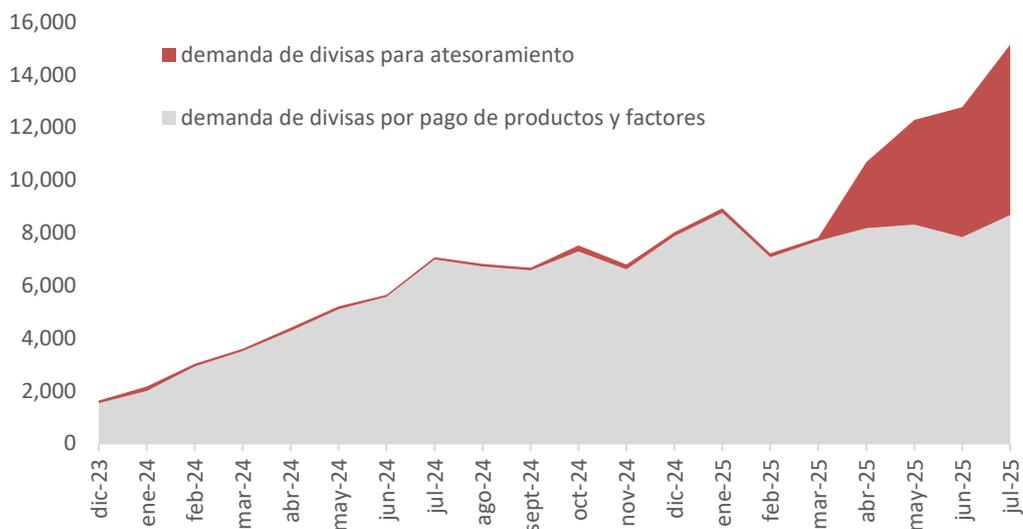


Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA, INDEC y Ministerio de Capital Humano

Ahora bien, ¿por qué ocurre esta contradicción entre crecimiento y estabilidad en el corto plazo? Se trata de un fenómeno tan sencillo de comprender, como difícil de resolver. Cualquier país que procure acelerar su tasa de crecimiento tenderá a incrementar sus importaciones y necesitará divisas para hacer frente a los pagos externos. En el caso de un país periférico como la Argentina ello se ve agudizado: por cada punto de crecimiento del PBI los cargos por importaciones tienden a incrementarse 3 puntos porcentuales (período 2014-2024). Pero además, todo ello se ve agravado considerando el carácter particular de la Argentina como economía bimonetaria: los argentinos no sólo demandan divisas para compras externas (bienes y servicios) sino también para atesoramiento (los argentinos ahorran en dólares). Más aun teniendo en cuenta la percepción del público de que el billete verde está barato, debido a la política de apreciación cambiaria y a la imposibilidad de acumular reservas por parte del Banco Central (que mantiene reservas netas negativas). De hecho, desde la flexibilización de las restricciones cambiarias (abril/25) hasta julio/25, sólo computando las personas humanas, se han adquirido un total de 8.953 millones de dólares billete para atesoramiento (Informe Mercado Cambios, BCRA, 2025). En el Gráfico N° 5 se muestra la evolución más general de la demanda de divisas en la gestión libertaria. A esta circunstancia se agrega el hecho de que el país tiene que cubrir los servicios de deuda (sólo en el sector público se prevé U\$S 18.137 millones en 2026)⁵.

⁵ Existen otras problemáticas, como la cuestión de ciertos precios relativos, que no se incluyen aquí por una cuestión de espacio.

Gráfico N° 5: demanda de moneda extranjera



Fuente: elaboración propia en base al BCRA

En ese contexto, la política que parecería adecuada sería la flexibilización del régimen cambiario de modo de permitir que la moneda se deprecie lo suficiente para desalentar las compras. Sin embargo, en una estrategia de estabilización que aún no se ha consolidado y donde persisten las expectativas inflacionarias, la depreciación de la moneda en un nivel elevado probablemente llevará al rebrote de la inflación (traslado de la depreciación a precios o *pass through*) y atentará contra la estabilidad. Por tanto, la depreciación más o menos abrupta no es una opción efectiva (aunque puede resultar inevitable).

Las alternativas factibles frente a los desafíos del programa

Conforme lo mencionado en el acápite anterior, la cuestión central finalmente estriba en que Argentina carece del acceso a una fuente abundante de divisas para sostener al mismo tiempo el crecimiento (y el empleo) y la estabilidad. Por ello, el Gobierno se ve obligado a mantener el estancamiento vía aumento de la tasa de interés y/o ampliación del superávit fiscal primario, y/o permitir una relativamente lenta depreciación de la moneda, con la posibilidad del rebrote inflacionario. A ello se agrega la incertidumbre provocada por el *carry trade* y el riesgo de desarme de las posiciones en pesos por parte de los inversores financieros.

Ahora bien, parece evidente que mantener el estancamiento no es una opción en el mediano plazo para el Gobierno, puesto que erosiona la gobernabilidad y genera riesgo de conflictividad social. Tampoco es una opción para el Gobierno en el mediano plazo la modificación del régimen económico (reforzar el control de cambios, reinstalar controles de precios y establecer aranceles e impuestos a las importaciones). Entonces,

¿cuáles son las alternativas o escenarios que se le presentan a la gestión libertaria en el mediano plazo para la continuidad del programa? Al menos hay cuatro escenarios a considerar:

- a) Una mejora sustantiva en los términos de intercambio de la Argentina, que relaje la restricción externa y favorezca el ingreso de divisas genuinas (exportaciones netas). Este sería un escenario ideal, pero es poco probable. Los organismos internacionales, de hecho, prevén una tendencia al estancamiento de los términos de intercambio o una mejora muy leve, e incluso en algunos casos se proyecta una reducción del precio real de las *commodities* agropecuarias que la Argentina exporta (más allá de variaciones coyunturales).
- b) Un *shock* de confianza en los mercados externos, que habilite un flujo masivo de capitales hacia la Argentina, de modo de consolidar el programa en la transición hasta que den fruto las reformas estructurales. La reducción de la tasa de interés de la Reserva Federal prevista para estos días es un elemento relevante en este sentido. Este parece ser el escenario al que apuesta el Gobierno. Sin embargo, requiere un aval político de la ciudadanía que está en cuestión dadas las circunstancias electorales por todos conocidas.
- c) Un aumento más acelerado del volumen de las exportaciones de minerales y especialmente energéticas (cuenca Neuquina y Golfo San Jorge), que posibiliten nuevamente el relajamiento de la restricción externa. De hecho, se prevé para 2026 una mejora en el balance energético (mayores saldos exportables). Sin embargo, un escenario explosivo en las exportaciones energéticas aun no es posible. Las exportaciones requieren la maduración de inversiones, y además todavía se está en la etapa de alta inversión, con lo cual el saldo neto es menor. Se espera que el potencial de Vaca Muerta demore unos años en expresarse plenamente.
- d) La promoción de una estrategia de crecimiento más lenta y selectiva, en base a un aumento en la regresividad en la distribución del ingreso, de modo que las pérdidas de los excluidos compensen las mejoras de los incluidos, mientras el gasto neto de divisas no crezca en demasía. Sería algo similar a la política de los 90', de crecimiento concentrador y excluyente. No obstante, ello es muy difícil de instrumentar en la práctica económica, y genera resistencia política y social.

A todo ello, puede también ocurrir la presencia de un “cisne negro”, esto es, un fenómeno no previsto que altera las condiciones económicas generales (por ejemplo, una sequía, una pandemia, una guerra, ...).

Conclusiones

En definitiva, a dieciocho meses de su implementación, el programa de estabilización libertario logró reducir la tasa de inflación, configurando un resultado visible en un país con larga tradición de inestabilidad macroeconómica. Sin embargo, el desempeño reciente muestra que este resultado no ha venido acompañado de una recuperación sostenida de la producción ni del empleo privado, lo que pone de manifiesto la dificultad de compatibilizar simultáneamente estabilidad de precios y crecimiento económico. Esta tensión constituye el *test* de solidez de toda estrategia de estabilización: su capacidad de sostener la desinflación en un marco de expansión productiva e inclusión social.

La política fiscal, basada en un ajuste inédito del gasto público, permitió alcanzar superávit primario y reducir el financiamiento monetario del déficit. No obstante, su sostenibilidad intertemporal es cuestionable, en tanto el recorte en inversión pública y capital humano amenaza el crecimiento de largo plazo, mientras que el peso creciente de la deuda medida en dólares financieros erosiona las cuentas fiscales (y agrega un factor de inestabilidad). La política cambiaria, por su parte, descansó en un proceso de apreciación que funcionó como “ancla nominal” pero que tensiona la acumulación de reservas y agrava la restricción externa. La política monetaria, finalmente, mostró un comportamiento errático, combinando fases de ajuste y expansión que alimentan la volatilidad y mantienen abierto el riesgo de inestabilidad cambiaria.

Estas dinámicas revelan que el programa, aun con avances en el frente inflacionario, presenta debilidades estructurales que limitan su viabilidad en el mediano plazo. El riesgo de reaparición de presiones inflacionarias, frente a un eventual relajamiento cambiario y monetario, sigue siendo elevado.

En consecuencia, la estrategia de estabilización, que ha mostrado capacidad para reducir la inflación en el corto plazo, evidencia dificultades para asegurar simultáneamente crecimiento y estabilidad. Mientras no se resuelva esta contradicción -y en ausencia de un flujo genuino y sostenido de divisas que relaje la restricción externa-, las posibilidades de éxito duradero permanecen limitadas y los riesgos de reversión de los logros alcanzados continúan latentes.

Bibliografía y fuentes consultadas

Instituto Nacional de Estadísticas y censos (INDEC)

Banco Central de la República Argentina (BCRA)

Ministerio de Economía de la Argentina

Ministerio de Capital Humano de la Argentina

Fondo Monetario Internacional