

Semana Económica

El ajuste fiscal y su impacto sobre la actividad: son decisiones

- ✓ En junio de 2026, el gobierno registró su primer déficit primario para un sexto mes del año en su gestión: -0,7 billones de pesos contra un superávit de 1,1 billones de pesos en igual mes de 2025 (y +0,9 billones en 2024; en los tres casos, expresados en pesos de junio 2026). El deterioro de las cuentas públicas se explicó por la caída de 9% i.a. de los ingresos, donde los cobros asociados a la demanda interna sufrieron en todas las líneas: las entradas por IVA cayeron 5% i.a., las de Seguridad social 4% i.a. y las de Ganancias 20% i.a. Asimismo, la contracción de casi 50% i.a. en Derechos de exportación también contribuyó a la reversión del superávit.
- ✓ En este contexto, la pregunta por el círculo vicioso “ajuste del gasto-caída de la actividad-caída de la recaudación-nuevos ajustes” ganó relevancia: ¿podría haberse logrado el mismo ahorro fiscal con un menor impacto sobre la demanda interna?
- ✓ Ardanaz, Cavallo, Izquierdo y Puig (BID, 2021) analizan 125 episodios de consolidación fiscal, y concluyen que los multiplicadores del gasto de capital son sensiblemente mayores que los del gasto corriente. En 2021-2023, el gasto de capital explicó menos del 10% del gasto público total del Estado Nacional; sin embargo, a pesar de esta baja incidencia, concentró casi un 20% del ajuste de 2024-2026. Para dimensionar, el recorte de esta partida fue de 80% en términos reales, mientras que el resto de las partidas se redujeron 27,5%. Como resultado, si no cambia la tendencia, el ciclo presidencial 2024-2027 cerrará con el menor ratio de gasto de capital sobre PBI desde la vuelta de la democracia.
- ✓ Las decisiones con menor efecto positivo sobre la demanda interna no se limitaron al proceso de ajuste: el contrario dispuso de cierto margen para bajar impuestos (PAIS, bienes personales y derechos de exportación, entre otros). En este caso, también eligió las opciones con menores multiplicadores hacia el resto de la economía. Gechert, Hallett y Rannenberg (2015) hallaron que cada punto de crecimiento de la inversión pública motiva un aumento de 1,2 p.p. del PBI, en tanto que el efecto multiplicador de las bajas de impuestos es menos de la mitad (+0,45).
- ✓ En términos distributivos, la política fiscal del Estado Nacional reforzó el sesgo regresivo que suelen tener los procesos de recorte del gasto (Woo, Bova, Kinda y Zhang, 2017). La flexibilización de ciertos recursos priorizó apreciar al tipo de cambio por sobre otros objetivos, limitando su efecto progresivo -por el contrario, se redujeron impuestos que suelen afectar más a los que más tienen- y de impulso al nivel de actividad.
- ✓ El perfil del ajuste fiscal agudizó la caída de la demanda interna, a la vez que la baja de impuestos hizo lo propio con el perfil regresivo del recorte del gasto. Las decisiones tuvieron cierta consistencia entre sí: los recortes se enfocaron en las partidas con mayores multiplicadores, en tanto que las expansiones (bajas de impuestos) hicieron lo propio en las partidas de menor efectos derrame.

El ajuste fiscal y su impacto sobre la actividad: son decisiones

En junio de 2026, el gobierno registró su primer déficit primario para un sexto mes del año en su gestión (los anteriores desequilibrios habían sido en diciembre 2024 y 2025): -0,7 billones de pesos contra un superávit de 1,1 billones de pesos en igual mes de 2025 (y +0,9 billones en 2024; en los tres casos, expresados en pesos de junio 2026).

El deterioro de las cuentas públicas se explicó por la caída de 9% i.a. de los ingresos, donde los cobros asociados a la demanda interna sufrieron en todas las líneas: las entradas por IVA cayeron 5% i.a., las de Seguridad social 4% i.a. y las de Ganancias 20% i.a. Asimismo, la contracción de casi 50% i.a. en Derechos de exportación también contribuyó a la reversión del superávit.

En este contexto, la pregunta por el círculo vicioso “ajuste del gasto-caída de la actividad-caída de la recaudación-nuevos ajustes” sumó relevancia. Para pensar esto, analizaremos las partidas donde el Gobierno Nacional decidió recortar: **¿podría haberse intentado el mismo ahorro fiscal con un menor impacto sobre la demanda interna? ¿qué dice la literatura económica?**

Por caso, Ardanaz, Cavallo, Izquierdo y Puig (BID, 2021)¹ se preguntan por el impacto en el PBI de las consolidaciones fiscales. Para responder, examinaron 125 episodios de reducción de desequilibrios fiscales en 70 países, y encontraron que un ajuste del gasto público equivalente a 1% del PBI reduce el Producto en 0,4%.

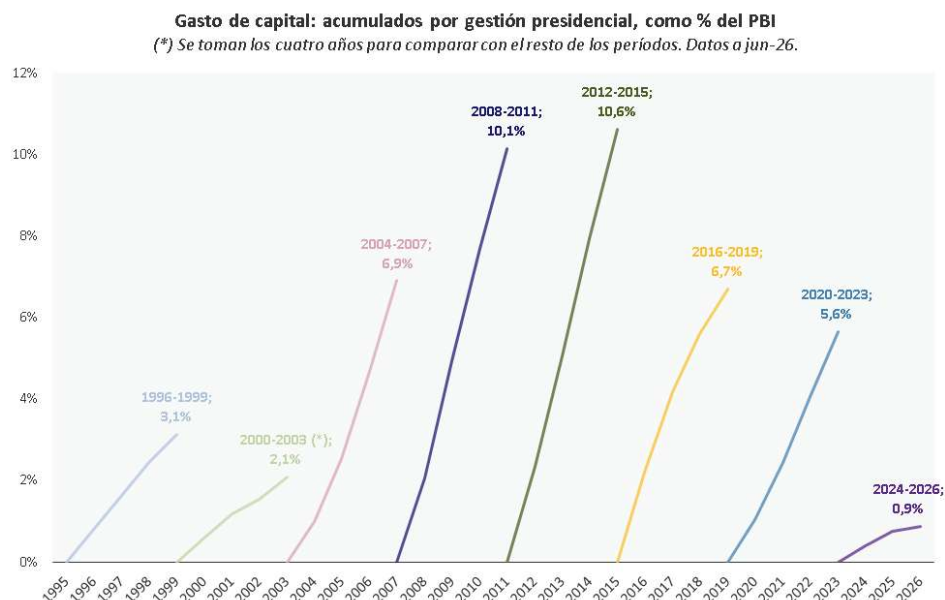
Ahora bien, como sabemos de la “economía dual”, los agregados esconden heterogeneidades: cuando los recortes se enfocan en la inversión pública -gastos de capital-, estiman los autores, la contracción del Producto llega a 0,7% tres años después. En contraste, cuando el ajuste se concentra el gasto corriente, el efecto recesivo inicial prácticamente desaparece, e incluso el Producto termina creciendo en el mediano plazo. Así, conforme a este trabajo, la diferencia entre un ajuste concentrado en gasto corriente y otro concentrado en gasto de capital alcanza 1,6 puntos de crecimiento por cada punto de caída del gasto en el mediano plazo.

En este sentido, sobresale que, a pesar de que el gasto de capital representó menos del 10% del gasto total en el promedio 2021-2023, explicó un 17% del ajuste total del promedio 2024-2026: su caída de 80% en términos reales entre ambos períodos -datos al primer semestre de cada año- motivó la sobrerepresentación de esta partida, central para el nivel de actividad, en la reducción del gasto del Estado Nacional. En simultáneo, el resto de las partidas se contrajeron 27,5%: “son decisiones”, con diferentes impactos sobre la economía real.

En la misma clave, y tal como destacamos en el **Semana Económica 939**, la inversión está 11% por debajo de 2023, según los datos de INDEC: a las causas que presentamos en ese informe, podemos sumar la evidencia empírica del paper: la inversión privada aumenta 3,5 p.p. por cada punto de crecimiento de la inversión pública. Los proyectos privados son complementarios de los públicos -no sustitutos-, y a la caída de la demanda interna y la volatilidad de tasa de interés corresponde añadir la contracción de la inversión pública.

¹<https://publications.iadb.org/en/publications/english/viewer/Output-Effects-of-Fiscal-Consolidations-Does-Spending-Composition-Matter.pdf>.

En la serie histórica, vale destacar que el gasto de capital se encuentra en los niveles más bajos de los últimos 35 años. Más aún, en la comparación por gobierno, el mínimo era 1996-1999 con 3,1% del PBI en el acumulado de cuatro años: sin embargo, entre 2024 y la primera mitad de 2026, la suma no llega al 1% del Producto. **Si no cambia la tendencia, 2024-2027 tendrá los menores desembolsos de capital desde la vuelta de la democracia, según los datos del Ministerio de Economía.**



El ajuste de ingresos no fue solo para el Estado Nacional: también afectó a las provincias, donde los recursos pasaron de 17% del PBI en 2023 a 15% en 2024-2025, por lo que también debieron recortar sus gastos. Sin embargo, sus decisiones a nivel desagregado estuvieron más en línea con la literatura de efectos reales de políticas de ahorro fiscal: en términos de incidencia sobre el ajuste total, la contracción del gasto de capital provincial fue la mitad que la nacional (40% y 80%). El contraste es todavía más significativo si consideramos que, en 2021-2023, los gastos de capital representaron 5,5 p.p. más del gasto provincial que del nacional (12,5% y 7%, respectivamente). **Mayor participación en el gasto total y menor incidencia en el recorte.**

El elevado impacto real de la configuración elegida por el Gobierno Nacional para su ajuste fiscal no termina acá. Por caso, en la última parte de 2024 y a principios de 2025, se relajaron algunos tributos: no se renovó el impuesto PAIS, se redujo bienes personales alrededor de 0,3 p.p. del PBI -en el marco del blanqueo- y se bajaron impuestos internos (-0,1 p.p. del Producto) y derechos de exportación al sector agropecuario (-0,2 p.p.).

La evidencia vuelve a quedar en contra de las decisiones del Gobierno Nacional: según Gechert, Hallett y Rannenberg² (2015), los datos marcan que la inversión pública tiene el mayor impacto sobre la actividad (derrame de 1,2 por cada punto de crecimiento), seguida del gasto corriente (0,9), transferencias (0,55). En contraste, las impositivas solo sumar 0,45 p.p. al nivel de actividad, es decir, menos de la mitad del gasto que el gobierno más eligió recortar. Igual impacto inmediato sobre el superávit fiscal (1 peso más

²<https://cepr.org/publications/policy-insight-79-fiscal-multipliers-downturns-and-effects-eurozone-consolidation>.

que se gasta es lo mismo que 1 peso menos que se cobra en términos de resultado), pero otros efectos reales.

Así, tenemos que, no solo el gobierno eligió sobre-ajustar en las partidas con mayor impacto sobre la economía real, sino que, además, también optó por usar sus eventuales márgenes en los componentes con menores efectos sobre el nivel de actividad -y distributivos, como veremos más adelante-.

La diferencia entre aumentar el gasto o bajar impuestos es asimétrica entre los períodos de alto y los de bajo uso de la capacidad instalada: los multiplicadores positivos de la inversión pública se incrementan más que proporcionalmente cuanto menor es el grado de utilización. Al revés, las rebajas de impuestos son menos efectivas en la fase descendente del ciclo. En consecuencia, podemos concluir que resignar recaudación en un período de caída de la demanda interna tiene de las peores relaciones costo fiscal-efecto real posibles. **Dicho de otra manera, si el gobierno hubiera reasignado partidas hacia el gasto de capital en lugar de haber usado el espacio generado para bajar impuestos, la contracción de la demanda interna habría sido sensiblemente menor.**

En este sentido, Riera-Crichton, Vegh y Vuletin³ (2014) analizaron las asimetrías de los multiplicadores fiscales separando entre casos a favor y en contra del ciclo. En relación con la fase descendente, y en línea con lo comentado más arriba, los autores encontraron que los incrementos del gasto público tienen mayor impacto en los períodos contractivos que en los expansivos. Más importante aún, hallaron que, en momentos de retroceso de la actividad, cada punto de consolidación fiscal tiene un efecto negativo de 1,7 puntos sobre el resto de la economía: el ajuste impacta más que proporcionalmente. **Nuevamente, las decisiones quedaron en la vereda opuesta de la literatura.**

Para terminar, vale complementar el análisis del efecto real de la consolidación fiscal a nivel partida con el análisis distributivo. En este sentido, Woo, Bova, Kinda y Zhang (2017)⁴ encuentran que los programas de ajuste del gasto público tienden a deteriorar la distribución del ingreso, que puede matizarse con una mayor progresividad tributaria y transferencias focalizadas. Al revés, sostienen, flexibilizar impuestos sobre los altos patrimonios o los bienes de lujo refuerza la regresividad distributiva del ajuste del gasto.

En 2024-2026, las rebajas impositivas tuvieron como principal objetivo contribuir a la apreciación del tipo de cambio. Por caso, el mencionado fin del impuesto PAIS, que abarató la importación de bienes, y la relajación de Bienes Personales, que fortaleció la oferta de dólares. Asimismo, las sucesivas rebajas temporarias de retenciones del año pasado intentaron matizar los efectos adversos de pérdida de competitividad que trae el fortalecimiento del peso y apuntalar la oferta de divisas en la antesala electoral (exportación de USD 7.000 millones sin retenciones en sep-25). **A riesgo de sonar repetitivos: así como el efecto real del ajuste no era inevitable, su sesgo distributivo tampoco lo fue.**

En síntesis, el perfil del ajuste fiscal agudizó la caída de la demanda interna a la vez que la baja de impuestos profundizó el perfil regresivo del recorte del gasto. **Al menos, las decisiones tuvieron una consistencia: siempre eligieron la opción que menos contribuía a la recuperación de la economía real**, fuera en la parte contractiva -contracción gasto de capital por sobre gasto corriente-, como en parte expansiva -recortar impuestos progresivos en lugar de aquellos que afectan más a los que menos tienen, o expandir las partidas del gasto con mayores multiplicadores-.

³ <https://www.nber.org/papers/w20533>.

⁴ https://ideas.repec.org/a/pal/imfecr/v65y2017i2d10.1057_s41308-016-0021-1.html.

Principales variables

Variable	Unidad	Frecuencia	Último dato	Dato	Var. i.a. % o Diferencia
Actividad					
PBI precios constantes	%	s.e. y v%a	I-26	0,7%	2,3%
EMAE	%	s.e. y v%a	may-26	-0,5%	0,2%
Salarios privados registrados					
Salarios nominales INDEC	%	s.e. y v%a	may-26	2,0%	29,3%
Salarios reales INDEC	%	s.e. y v%a	may-26	-0,1%	-2,9%
Fiscal					
Ingresos totales	% PIB, dif. i.a.	Acum. año	jun-26	6,7%	-0,7 p.p.
Gasto primario	% PIB, dif. i.a.	Acum. año	jun-26	-6,1%	0,4 p.p.
Resultado primario	% PIB, dif. i.a.	Acum. año	jun-26	0,6%	-0,3 p.p.
Intereses	% PIB, dif. i.a.	Acum. año	jun-26	-0,5%	0,0 p.p.
Resultado financiero	% PIB, dif. i.a.	Acum. año	jun-26	0,1%	-0,3 p.p.
Precios					
IPC Nivel General, Nacional	%	v% m y v% a	jun-26	1,9%	33,5%
IPC Núcleo, Nacional	%	v% m y v% a	jun-26	1,6%	31,8%
Comercio exterior					
Exportaciones (INDEC)	USD M	Mes y 12m	jun-26	9.055	96.824
Importaciones (INDEC)	USD M	Mes y 12m	jun-26	6.861	74.343
Balanza comercial (INDEC)	USD M	Mes y 12m	jun-26	2.194	22.481
Balance cambiario					
Bienes (BCRA)	USD M	Mes y 12m	may-26	4.322	28.377
Servicios y rentas (BCRA)	USD M	Mes y 12m	may-26	-2.445	-24.159
Cuenta capital y financiera (BCRA)	USD M	Mes y 12m	may-26	1.769	2.939
Tipo de cambio					
Tipo de cambio, A3500	ARS/USD	Diario	30-jul-26	1.490,8	
Tipo de cambio real multilateral	Dic 01=1	Diario	29-jul-26	1,2	
CCL	ARS/USD	Diario	30-jul-26	1.566,2	
CCL real multilateral	Dic 01=1	Diario	30-jul-26	1,3	
Reservas					
Reservas brutas	USD M	Diario	30-jul-26	48.684	
Compra neta de divisas semanal	USD M	Diario	30-jul-26	180	
Títulos públicos					
AL30	USD	Diario	30-jul-26	58,1	
GD30	USD	Diario	30-jul-26	60,7	
Riesgo País	USD	Diario	29-jul-26	441	
Monetario					
LECAP más corta	% TEM	Diario	30-jul-26	2,2%	
TAMAR Bancos privados	% TNA	Diario	28-jul-26	22,4%	
Internacional					
Real Brasil	BRL/USD	Diario	30-jul-26	5,1	-8,4%
Yuan China	CNH/USD	Diario	30-jul-26	6,8	-5,9%
Soja (tn.)	USD	Diario	30-jul-26	437,2	13,4%
WTI (Petróleo)	USD	Diario	30-jul-26	83,8	28,8%

El presente informe no podrá interpretarse o considerarse como un asesoramiento profesional para la realización de operaciones financieras. El Banco de la Provincia de Buenos Aires, sus directores, agentes o empleados no serán responsables por cualquier pérdida o daño, ya sea personal o patrimonial, que pudieran derivarse directa o indirectamente del uso y aplicación del contenido del presente informe. Para su reproducción total o parcial, agradecemos citar la fuente.