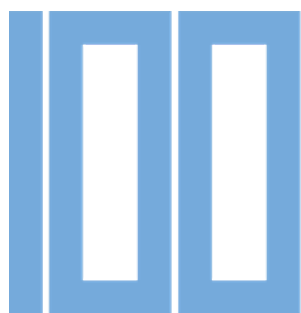




Centro de
Investigación de
Economía
Nacional

¿Hacia qué país vamos?

Primera entrega: Crecimiento del producto con caída de la inversión

agosto 2026

Introducción

Esta serie de informes titulada “¿Hacia qué país vamos?” tiene como objetivo brindar una caracterización sobre las consecuencias estructurales de la política económica de este ciclo político desde distintas aristas: crecimiento e inversión, sector externo, mercado de trabajo, etc.

Esta primera entrega parte de la anomalía en la trayectoria expansiva del PBI y contractiva de la inversión que ya acumula cuatro trimestres. Esta combinación solamente se observó en 17 de 132 variaciones trimestrales desde 1993, y es la primera vez que se repite por más de dos trimestres consecutivos.

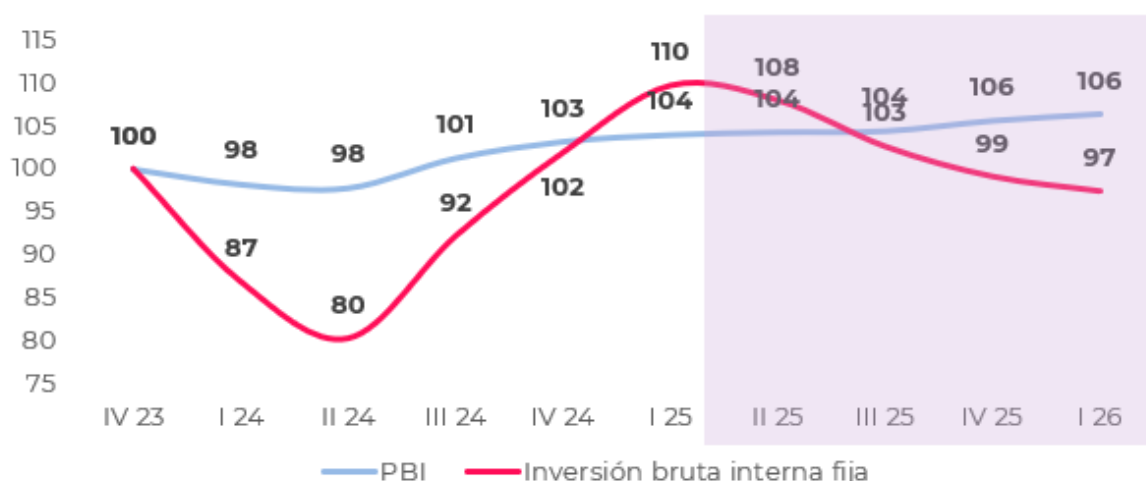
Sin embargo, al analizar el crecimiento del PBI desde el lado de la oferta, salta a la vista que la economía crece a dos velocidades, en forma de K. Algunos sectores asociados a las exportaciones de recursos naturales y las finanzas se están expandiendo rápidamente, mientras que los sectores más vinculados al mercado interno, como la industria y el comercio, vienen experimentando dificultades.

Esta divergencia no sólo resulta inusual desde una perspectiva histórica. También plantea interrogantes sobre la naturaleza del crecimiento actual. Si la inversión suele acompañar las fases expansivas del ciclo, ¿por qué cae cuando el producto continúa creciendo? La respuesta parece encontrarse en la forma específica que adopta ese crecimiento y en los sectores que lo impulsan.

La actual anomalía

Durante la presidencia de Milei, la evolución del PBI atravesó tres fases. En un primer momento, registró una caída a una tasa trimestral promedio del 1,1% hasta el segundo trimestre de 2024. Luego experimentó una rápida recuperación, con un crecimiento trimestral promedio del 2,1% hasta el primer trimestre de 2025. Por último, entre el segundo trimestre de 2025 y el primero de 2026 —último dato disponible— mostró una expansión más moderada y errática, con una tasa trimestral promedio del 0,6%.

Gráfico 1: PBI e inversión desestacionalizados (IV 23=100)



Fuente: Ministerio de Economía

En la primera etapa del gobierno de Milei, la devaluación implementada en diciembre de 2023 y el fuerte ajuste fiscal llevaron a la economía a una profunda recesión, cuya contrapartida fue el freno a la aceleración inflacionaria. En este contexto, la actividad económica alcanzó su punto más bajo en abril de 2024.

A partir de entonces comenzó una fase de recuperación que se extendió hasta febrero de 2025. El abaratamiento relativo del tipo de cambio impulsó una rápida recuperación de los ingresos medidos en dólares, lo que favoreció el repunte del consumo. El Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE) refleja este aumento de la actividad, aunque con una salvedad: si bien muestra que la economía superó los niveles previos a la asunción de Milei, ese resultado está fuertemente influido por el desempeño del sector agropecuario, que había sido afectado por una sequía histórica en 2023. Si se excluye al agro del cálculo, se observa que la economía recién recuperó el nivel de noviembre de 2023 en el mismo mes de 2024 en lugar de en julio. Además, la recuperación fue muy heterogénea entre los distintos sectores de actividad.

Durante estas dos primeras etapas, la economía exhibió un comportamiento procíclico: el crecimiento del PBI estuvo acompañado por un aumento de la inversión. Sin embargo, esta dinámica se quebró en la tercera etapa, iniciada en el

segundo trimestre de 2025. Desde entonces, la inversión acumula cuatro trimestres consecutivos de caída, mientras el PBI continúa expandiéndose.

La inversión, que representa entre el 17% y el 22% del PBI y tiende a mostrar un comportamiento procíclico, alcanzó su máximo el primer trimestre de 2025 y desde entonces cae a una tasa trimestral promedio de casi el 3%.

Tabla 1: trimestres clasificados por crecimiento/caída del producto/inversión

		Producto	
		Crecimiento	Caída
Inversión	Crecimiento	71	4
	Caída	17	40

Fuente: Ministerio de Economía

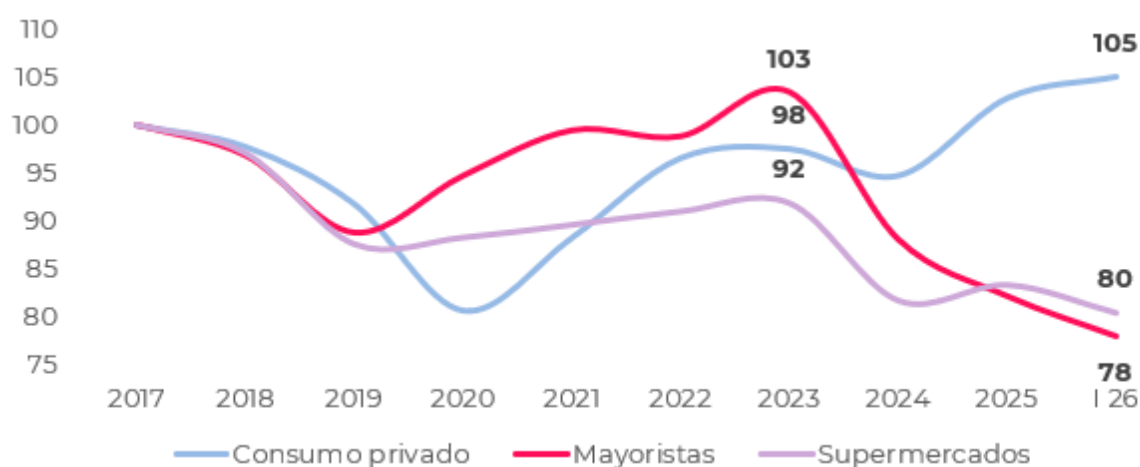
Como muestra la tabla 1, esta combinación entre un PBI al alza y una inversión que se retrae, algo observado desde hace cuatro períodos trimestrales, ocurrió únicamente en 17 de 132 trimestres desde 1993 hasta la fecha. Además, nunca había sucedido durante más de dos períodos consecutivos.

Esta anomalía en la evolución de la inversión refleja la reconfiguración de la estructura económica durante la era Milei y ofrece pistas sobre la trayectoria que podría seguir la Argentina si este proceso se profundiza.

¿Qué tracciona el crecimiento?

El crecimiento interanual del PBI en el primer trimestre de 2026 fue del 2,3%. Por el lado de la demanda, estuvo apuntalado por un incremento de las exportaciones del 9,8% y del consumo privado del 2,7%, y una caída de las importaciones del 7,5%. Por otro lado, la inversión acumula una caída del 11,6% y el consumo público del 0,9%.

Gráfico 2: Consumo privado, ventas mayoristas y ventas de supermercados a precios constantes (2017=100)



Fuente: INDEC y Ministerio de Economía

Cabe destacar que el consumo privado es un agregado que se obtiene por residuo y que su crecimiento es anómalo ya que dejó de correlacionar con otros indicadores de gasto de los hogares como los índices de ventas de mayoristas y de supermercados. El gráfico 2 expone esta dinámica. Mientras que entre 2019 y 2023, el consumo privado creció 6,3%, las ventas mayoristas 16,6% y las ventas de supermercados 4,9%, todas en el mismo sentido, entre 2023 y el primer trimestre de 2026 el consumo privado acumula un aumento del 8,8% contra caídas en ventas mayoristas y en supermercados del 24,7% y 12,4% respectivamente. Más allá de las diferencias metodológicas entre estos indicadores, la divergencia observada amerita considerar el aumento del consumo privado con cautela, especialmente considerando su alta participación en el PBI (75%).

Por el lado de la oferta, tres sectores explican casi el 80% del crecimiento: agricultura, caza y silvicultura (+18,1%), explotación de minas y canteras (+12,3%) e intermediación financiera (+7,5%). En menor medida, pesca (+27,5%), construcción (+2,5%), hoteles y restaurantes (+2,8%), transporte, almacenamiento y comunicaciones (+2,3%), actividades inmobiliarias (+0,9%), enseñanza (+0,1%), servicios sociales y de salud (+0,5%), otras actividades de servicios comunitarias sociales y personales (+0,7%) y hogares privados con servicios domésticos (+6,3%) explican un 25% del aumento del PBI.

En contraposición, la industria manufacturera expone una caída del 1,7% que por su elevada participación en el valor agregado bruto equivale a un -10% del crecimiento del PBI. En menor medida, la caída de los sectores de suministro de electricidad, gas y agua (-1,1%), comercio (-0,3%) y administración pública y defensa (-1,4%) equivale a un -5,4% del incremento del PBI.

Tanto desde el lado de la demanda como de la oferta, los datos exponen una economía que tiene como ganadores a los sectores exportadores primarizados y al sector financiero, mientras que sus principales perdedores son los sectores cuyas ventas dependen del dinamismo del mercado interno, particularmente la industria manufacturera. El dato “positivo de crecimiento del IPI manufacturero en un 0,9% mensual y 2% interanual en junio no invalida este análisis, puesto que la industria sigue 3,6% por debajo de diciembre de 2024 (máximo de la era Milei) y 13,4% por debajo de abril de 2023.

Esta composición sectorial del crecimiento resulta central para comprender el comportamiento de la inversión. El producto agregado puede aumentar aun cuando los sectores con mayor peso en el empleo y la demanda de insumos locales atraviesen dificultades. En consecuencia, el crecimiento del PBI deja de ser un indicador suficiente para anticipar la evolución de la inversión. Para entender esta aparente paradoja es necesario observar cómo evolucionan la demanda interna y la utilización de la capacidad instalada.

La caída de la inversión en perspectiva

La persistencia de la caída de la inversión puede analizarse a través de la teoría del acelerador¹. Según este enfoque, las empresas ajustan su stock de capital en función del grado de utilización de la capacidad instalada. Cuando la demanda es insuficiente y existe capacidad ociosa, las firmas tienen pocos incentivos para ampliar su capacidad productiva, por lo que la inversión tiende a desacelerarse.

La intuición que está por detrás es que, si el uso efectivo de la capacidad supera su nivel normal, las empresas incrementan la inversión para expandir su capacidad productiva. Por el contrario, cuando existe capacidad ociosa, la inversión se reduce, ya que no resulta rentable incorporar nuevo capital.

A su vez, en el corto plazo el grado de utilización de la capacidad instalada depende de la demanda agregada. Por eso, la evolución de la inversión termina estrechamente vinculada al comportamiento de los componentes autónomos de la demanda, como el gasto público, el consumo y las exportaciones.

La evolución de la economía desde diciembre de 2023 es consistente con esta lógica. Primero, el fuerte ajuste fiscal, la caída del ingreso real de jubilaciones y salarios y la transferencia de ingresos provocada por la devaluación generaron una contracción de la demanda. Como resultado, se produjo una caída simultánea de la actividad, de la utilización de la capacidad instalada y de la inversión.

Posteriormente, a partir de mediados de 2024, la desaceleración de la inflación permitió una recuperación parcial de los ingresos reales y del crédito. Junto con una moderación del ritmo de ajuste fiscal, esto impulsó una recomposición de la demanda que se reflejó en una recuperación de la capacidad instalada y de la inversión.

Por último, a partir de 2025 el impulso inicial asociado a la desinflación comenzó a agotarse. Con el gasto público prácticamente estancado, salarios reales creciendo poco —el SIPA tiende a la baja desde julio de 2025— y con una economía cada vez más abierta a las importaciones, la demanda doméstica perdió dinamismo. En este contexto, el crecimiento pasó a depender crecientemente de los sectores exportadores primarios.

El comportamiento conjunto de la capacidad instalada y la inversión resulta consistente con esta interpretación. El gráfico 3 muestra que durante la primera mitad de 2024 la utilización de la capacidad instalada de la industria se ubicó hasta ocho puntos porcentuales por debajo de su promedio 2016-2023 (63%). En ese contexto, la inversión registró fuertes caídas trimestrales.

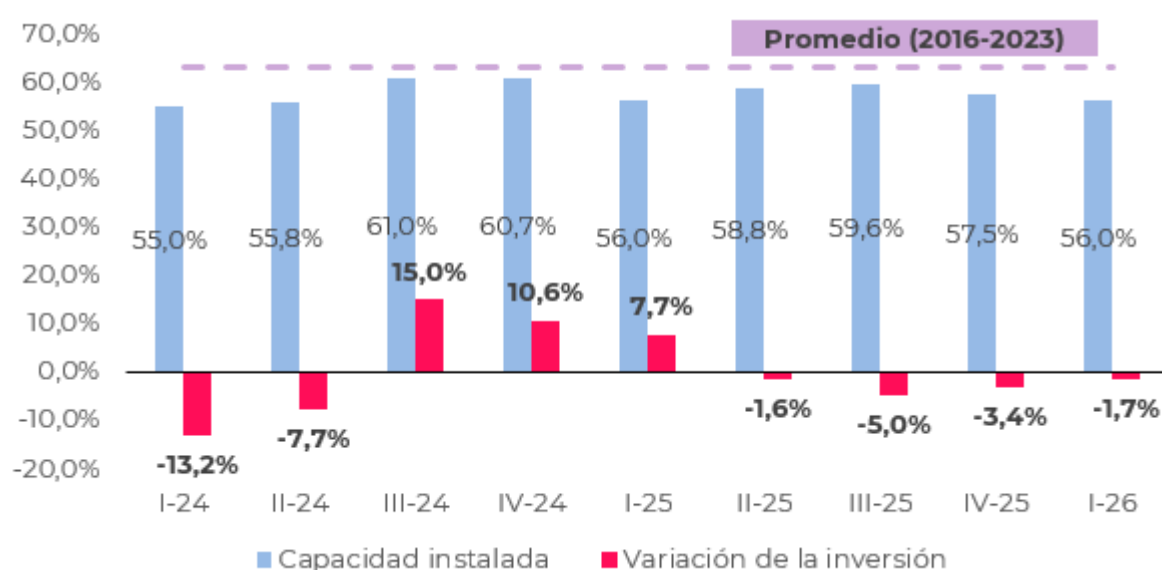
La recuperación de la demanda observada durante la segunda mitad de 2024 elevó la utilización de la capacidad instalada hasta niveles cercanos al 61%,

¹Serrano, F., [Long period effective demand and the Sraffian supermultiplier, Contributions to Political Economy](#), 14 (1995) p.67

acompañada por una marcada recuperación de la inversión. No obstante, desde comienzos de 2025 la capacidad instalada volvió a deteriorarse y se mantuvo por debajo de los niveles promedio históricos. Paralelamente, la inversión volvió a exhibir una trayectoria descendente.

La única excepción a la regla fue el primer trimestre de 2025, período en el que el grado de utilización de la capacidad tendió a la baja, pero la inversión creció 7,7%. Probablemente, esto esté relacionado a la apreciación cambiaria, la cual incentivó la adquisición de maquinaria y equipo importado, cuya participación en la inversión alcanzó máximos desde el primer trimestre de 2019.

Gráfico 3: grado de utilización de la capacidad instalada y variación trimestral de la inversión



Fuente: Ministerio de Economía e INDEC

Una limitación importante es que la utilización de la capacidad instalada sólo se releva para la industria manufacturera, fuertemente golpeada por el bajo dinamismo de la demanda y la apertura, mientras que la inversión corresponde al conjunto de la economía. Por lo tanto, la relación observada no debe interpretarse mecánicamente.

Sin embargo, la industria manufacturera sigue siendo un sector central para explicar los movimientos de la demanda agregada, el empleo y la inversión. Hacia el primer trimestre de 2026 sigue siendo el tercer sector con mayor participación en la demanda de mano de obra (11%), solamente superado por el sector público (16,4%) y comercio (18,8%). Por ello, su desempeño constituye una señal relevante para evaluar la dinámica macroeconómica general.

En este sentido, la caída de la inversión no parece responder a un fenómeno transitorio sino a una insuficiencia persistente de demanda en los sectores productores de bienes. Mientras el crecimiento continúe concentrado en actividades exportadoras de baja capacidad de arrastre sobre el empleo y el resto

del entramado productivo, resulta difícil esperar una recuperación sostenida de la inversión.

Dado su doble carácter de determinante de la capacidad productiva futura y componente de la demanda presente, la persistencia de su contracción constituye un factor que puede limitar la sostenibilidad del crecimiento observado en los últimos trimestres.

Conclusión

Esta serie de informes pretende centrarse sobre aspectos estructurales de la economía argentina. En esta oportunidad el foco estuvo en la coexistencia entre crecimiento económico y caída de la inversión, lo cual es el reflejo macroeconómico de un entramado productivo que se mueve a dos velocidades, donde los sectores más dinámicos son capaces de sostener el crecimiento agregado, pero muestran una capacidad más limitada para irradiar ese dinamismo al conjunto de la economía.

La principal tensión que surge de esta configuración es que en la medida en la que el crecimiento económico esté cada vez más ligado a sectores de poco arrastre en empleo, proveedores locales y capacidad innovadora, el vínculo entre crecimiento y mejora en las condiciones de vida de las mayorías va a volverse menos claro que en el pasado. Esta tensión suele quedar relegada en los análisis que interpretan estos cambios como una simple reasignación de recursos desde sectores menos productivos hacia sectores más productivos, sin considerar los diferentes efectos que cada actividad genera sobre el empleo, los encadenamientos productivos y la innovación.

Si bien las necesidades de provisión de divisas demandan un programa económico que aumente las exportaciones, es importante recordar que el equilibrio macroeconómico no debe ser el único objetivo de política, sino que debe conciliarse con la generación de empleo, la generación de proveedores locales y la innovación. De lo contrario, existe el riesgo de un debilitamiento del vínculo entre crecimiento y desarrollo económico, fenómeno frecuentemente asociado a las economías de enclave. Determinar hasta qué punto la economía argentina se está desplazando en esa dirección será uno de los ejes centrales de los próximos informes de esta serie.