Munich Personal RePEc Archive

The "Animal" Volatility of the Argentine Economy: Misperceptions, Frustrated Expectations, and Distributional Conflict

Gerchunoff, Pablo and Rapetti, Martin

Universidad Torcuato Di Tella, Universidad de Buenos Aires, CONICET, CEDES, Equilibra

2025

Online at https://mpra.ub.uni-muenchen.de/125730/
MPRA Paper No. 125730, posted 19 Aug 2025 10:52 UTC

La "*animal*" volatilidad de la economía argentina: *misperceptions*, expectativas frustradas y conflicto distributivo*

Pablo Gerchunoff[1] y Martín Rapetti[2]

Abstract

This article examines Argentina's macroeconomic instability from two complementary perspectives. On the one hand, it revisits Daniel Heymann's approach to expectation formation in unstable contexts and decision-making based on perceptions that may misperceive medium-term macroeconomic trends. On the other, it introduces our approach centered on "structural distributive conflict," which emphasizes the tension between a social equilibrium —associated with the welfare aspirations of workers— and the macroeconomic equilibrium. The paper seeks to connect both approaches in interpreting Argentina's economic volatility and its recurrent crises since the mid-20th century.

Resumen

Este artículo discute la inestabilidad macroeconómica argentina a partir de dos enfoques complementarios. Por un lado, retoma la perspectiva de Daniel Heymann sobre la formación de expectativas en contextos inestables y la toma de decisiones en base a percepciones que pueden malinterpretar las tendencias macroeconómicas de mediano plazo. Por otro, introduce nuestro enfoque centrado en el "*conflicto distributivo estructural*", que destaca la tensión entre un equilibrio social —asociado las aspiraciones de bienestar de los sectores populares— y el equilibrio macroeconómico. El trabajo busca vincular ambos enfoques en la interpretación de los ciclos de la economía argentina y sus recurrentes crisis desde mediados del siglo XX.

* Este trabajo fue escrito para un libro en homenaje a Daniel Heymann. Agradecemos la excelente asistencia de Gonzalo Carrerra.

[1] UTDT

[2] UBA, CONICET, CEDES y Equilibra

1. Introducción

Desde mediados del siglo XX, la economía argentina se ha caracterizado por una inestabilidad macroeconómica persistente, marcada por ciclos de expansión acelerada seguidos por contracciones bruscas, muchas veces en forma de crisis cambiarias, financieras y/o fiscales. El crecimiento sostenido ha sido la excepción, no la regla. La inflación crónica, los desbalances externos recurrentes, los problemas de deuda soberana y la volatilidad del tipo de cambio real —que durante muchas décadas fueron común entre los países latinoamericanos— continúan siendo parte del día a día de nuestro país. Los macroeconomistas argentinos hemos intentado ofrecer explicaciones a estos fenómenos y su recurrencia. Las contribuciones han sido muchas y muy variadas, pero solo unos pocos han conseguido la atención de la mayoría. Dentro de ese selecto grupo está Daniel Heymann. Con su obra, Daniel nos ayudó a entender el delicado entramado de la toma de decisiones de los individuos, su interacción y el resultado agregado, y mostrarnos cómo las limitaciones cognitivas de los agentes, los costos de recolectar y procesar información, así como las fallas de coordinación de decisiones individuales aisladas, pueden explicar la volatilidad y las crisis más allá de apelar a shocks inesperados.

Este artículo busca dialogar con la obra de Daniel. Discutimos dos formas, probablemente complementarias, de pensar la excepcional volatilidad macroeconómica argentina. Por un lado, la explicación heymanniana, basada en agentes que forman expectativas en contexto de alta inestabilidad y toman decisiones que muchas veces se basan en percepciones erradas de las tendencias macroeconómicas. Por otro, nuestro enfoque centrado, no en los errores de percepción individuales, sino en el conflicto distributivo, poniendo el foco en la tensión entre aspiraciones de bienestar material de los sectores populares de la sociedad y la capacidad productiva de la economía para satisfacerlas. Creemos que la comparación de los dos marcos analíticos puede contribuir a un entendimiento más rico de la persistente y marcada volatilidad macroeconómica que ha mostrado la Argentina a lo largo de casi un siglo, y acentuadamente desde el último cuarto del siglo XX.

El artículo está estructurado de la siguiente manera. En la sección que sigue a esta introducción, reconstruimos el contexto teórico en el que se inscribe la obra de Daniel Heymann y presentamos sus principales aportes al análisis de la volatilidad económica argentina. En la siguiente, introducimos nuestro enfoque del conflicto distributivo estructural y explicamos cómo se relaciona con los fenómenos de apreciación y crisis cambiaria observados a lo largo de la historia económica argentina. Finalmente, cerramos con algunas reflexiones sobre las aspiraciones sociales en la Argentina y su posible vínculo con la inestabilidad crónica del país.

2. La volatilidad y crisis en Argentina: Daniel Heymann y sus *"animales"*

Se dice que la obra de un autor deja de pertenecerle una vez que encuentra un lector. Muchos lectores buscan ser lo más fiel posible a lo que el autor "realmente quiso decir". Otros usan su obra como inspiración para pensar, dejando en un segundo plano si su interpretación es la "correcta". Nosotros pertenecemos al segundo grupo. Para nosotros no hay un solo Daniel Heymann, sino muchos. Este es el nuestro.

La historia que queremos contar comienza entre fines de los años setenta y principios de los años ochenta. En esa época, la teoría macroeconómica estaba experimentando una transición desde la síntesis neoclásica-keynesiana, desarrollada centralmente por Hicks, Samuelson, Modigliani y Tobin, hacia la revolución de las expectativas racionales liderada por Lucas, Sargent, Kydland, Prescott y Barro.

La punta de lanza de esta transformación es la crítica de Lucas (1976), que cuestiona la validez de los modelos macroeconómicos tradicionales para evaluar políticas económicas: las relaciones empíricas que surgen en estos modelos —como la curva de Phillips— no están sustentados por parámetros estructurales (*deep parameters*), sino que dependen de las reglas de política vigentes y, por lo tanto, se alteran cuando cambian dichas reglas. La revolución teórica que nace con Lucas promueve que los nuevos modelos estén "*microfundamentados":* el comportamiento agregado debe derivarse explícitamente de

decisiones optimizadoras de agentes representativos bajo restricciones bien definidas y con expectativas racionales.

El supuesto de las expectativas racionales es clave en esta historia. Parte de la idea de que los agentes económicos, al tomar decisiones, utilizan toda la información disponible de manera eficiente y, más importante aún, conocen el verdadero modelo que gobierna el funcionamiento de la economía. No se trata simplemente de que anticipen el futuro con precisión, sino de que sus errores sean, en promedio, no sistemáticos: no hay sesgos persistentes en sus previsiones.

Bajo este nuevo paradigma teórico, el comportamiento macroeconómico es derivado de decisiones deliberadas (*goal-oriented*), coherentes y consistentes intertemporalmente, en el que la inestabilidad no resulta de errores sistemáticos en la formación de expectativas ni de fallas en la coordinación de decisiones individuales tomadas de forma aislada, sino de cambios exógenos en los parámetros del modelo. Estos parámetros incluyen variables como la productividad, las preferencias, la tecnología o la dotación de recursos, pero también —y de manera central en esta tradición— las decisiones de política económica. De hecho, uno de los argumentos centrales de esta visión es que las propias intervenciones del Estado, al alterar los incentivos de los agentes y modificar las reglas del juego, son una fuente relevante de volatilidad macroeconómica. Así, la política económica discrecional se vuelve no solo ineficaz, sino potencialmente desestabilizadora, al generar expectativas que cambian constantemente y al inducir comportamientos que refuerzan los ciclos en lugar de amortiguarlos.[3]

Es en este contexto que Daniel Heymann, un joven economista y físico de la Universidad de Buenos Aires, influido por el pensamiento cepalino-keynesiano, viaja a UCLA a hacer su doctorado en Economía. Lleva una pregunta crucial en la valija: ¿cómo interpretar la enorme volatilidad de la economía argentina en un mundo de expectativas racionales? Daniel no viaja por casualidad a Los Angeles. Va en busca de Axel Leijonhufvud, un

[3] Los trabajos clásicos de esta literatura son Lucas (1976), Sargent y Wallace (1975), Barro (1976) y Kydland y Prescott (1977).

destacado economista keynesiano que, como Lucas y sus asociados, era crítico de la teoría macroeconómica de la síntesis neoclásica-keynesiana. Pero su crítica toma un camino distinto. En su influyente obra, Leijonhufvud (1968) argumenta que el verdadero aporte de Keynes no radicaba en introducir rigideces de precios —un aspecto clave en la síntesis neoclásica-keynesiana— sino en mostrar que las economías podían quedar atrapadas en estados de desequilibrio persistente debido a fallas de coordinación, expectativas inestables y restricciones financieras. Crítico del emergente paradigma de expectativas racionales, Leijonhufvud creía que los nuevos modelos macroeconómicos debían capturar las dificultades de ajuste, la descentralización de la información y los procesos institucionales que median las decisiones de los agentes.

La volatilidad macroeconómica de la Argentina y la visión de Leijonhufvud necesitaban un eslabón que los uniera. Ahí aparece nuestro protagonista. En la obra de Daniel Heymann, tanto en sus artículos como en sus clases, los agentes tienen capacidades cognitivas limitadas (*bounded rationality*), construyen expectativas inductivamente, con información limitada y bajo incertidumbre. Tienen dificultades para identificar la naturaleza transitoria o permanente de los cambios observados en variables macroeconómicas clave como la actividad, el empleo, la inflación y los precios relativos; especialmente uno: el tipo de cambio real, que influye decisivamente en el valor del ingreso y la riqueza medidos en moneda extranjera. El desafío de entender el modelo que gobierna el comportamiento de la economía aumenta en economías inestables o con trayectoria histórica errática, como Argentina. En ambientes como éste, los agentes pueden fácilmente formar expectativas y tomar decisiones a partir de percepciones erróneas sobre las tendencias de las variables clave. Estas *misperceived trends*, centrales en el pensamiento de Daniel, inducen decisiones de gasto, inversión y endeudamiento que pueden amplificar los ciclos, especialmente si shocks transitorios son mal interpretados como permanentes, generando fases de expansión y contracción (Heymann y Sanguinetti, 1998).

Esta lógica vale también para la interpretación de la trayectoria de la cuenta corriente del balance de pagos. Si los agentes *malinterpretan* la tendencia de su ingreso en dólares y subestiman la necesidad de generar superávits para repagar deuda, la trayectoria

observada de la cuenta corriente puede expresar no una “buena respuesta” de equilibrio, sino un desequilibrio no percibido (Heymann, 1994). En estos casos, déficits financiados voluntariamente no implican necesariamente solvencia intertemporal, sino que pueden deberse a errores de percepción respecto a cuál será la trayectoria futura del ingreso en dólares de la economía; o, dicho de un modo más próximo a nuestro enfoque, a tener una estimación errada del tipo de cambio real de *equilibrio* de mediano plazo.

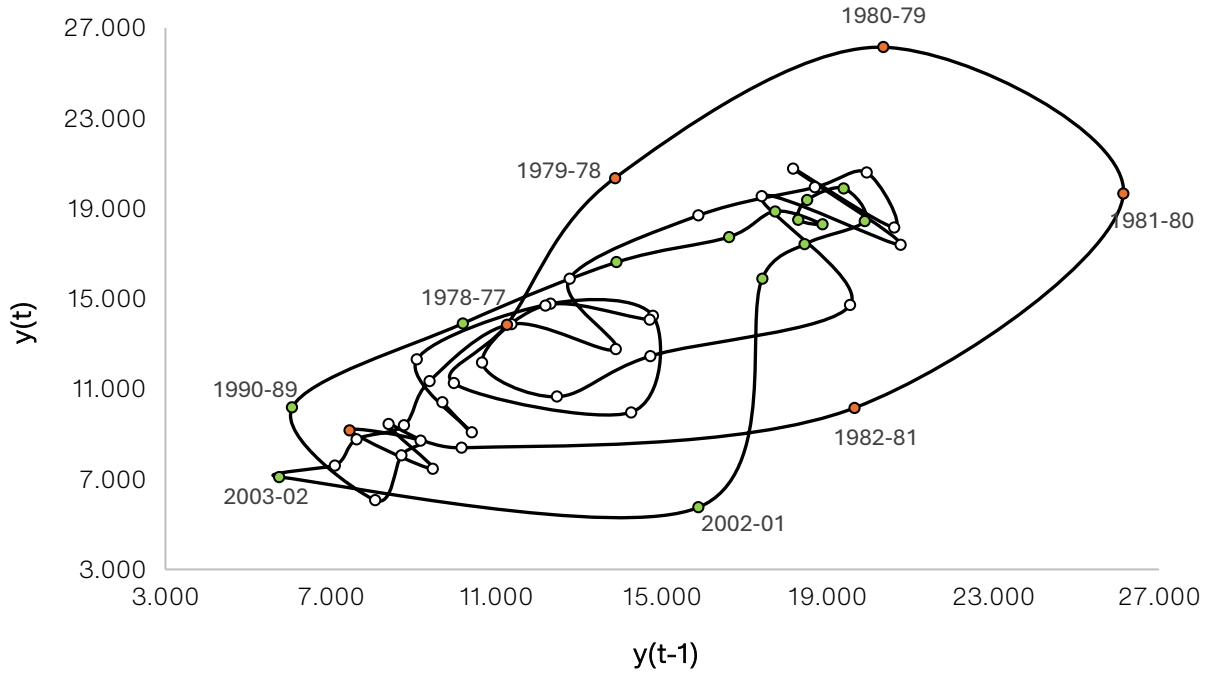
En la visión de Daniel, la percepción errada de las tendencias conduce a la construcción de expectativas que sobreestiman —en algunos casos subestiman, pero no nos vamos a enfocar en ello— los ingresos y riqueza en dólares y, en consecuencia, a asumir compromisos que tal vez no puedan cumplirse. Cuando las expectativas no se verifican, el rompimiento de contratos es inevitable. Si las expectativas frustradas y los defaults son masivos, las crisis cambiarias conllevan crisis financieras y de deuda soberana (Heymann, 2009).

La historia macroeconómica argentina ha sido un campo fértil para aplicar el marco analítico de Daniel. Una economía con dinámicas de *stop-and-go* hasta mediados de los años setenta y luego, con la reinserción en los mercados internacionales de crédito, de *go-and-crash*, puede ser retratada como una economía habitada por agentes que tienen dificultad para identificar su ingreso y riqueza en dólares en esos ambientes tan inestables. Por ejemplo, tras la salida de la hiperinflación de los años ochenta y la estabilización con la convertibilidad en los noventa, los agentes pasaron de una situación de extrema incertidumbre a otra de confianza excesiva en la estabilidad y el crecimiento sostenido. En ese tránsito, construyeron decisiones de consumo e inversión en función de una percepción de ingreso en dólares que parecía permanente, pero que dependía críticamente de condiciones frágiles: acceso fluido al crédito externo, precios favorables de exportación y continuidad en las reformas estructurales que eventualmente aumentasen la productividad sistémica de la economía (Heymann et al., 2003).

La dificultad de los argentinos para identificar correctamente su ingreso intertemporal en dólares fue elocuentemente ilustrada por Daniel a través de uno de sus famosos “*animales*”.

El gráfico de la "*ballena*", que reproducimos en la Figura 1, es un diagrama de fase del PIB per cápita en dólares, que muestra las muy amplias oscilaciones de los ingresos de los argentinos medidos en moneda extranjera. La fluctuación más significativa ocurrió durante el intento de estabilización de Martínez de Hoz que arranca con la "*tablita*" en diciembre de 1978 y termina con la crisis de 1981-82. En esta experiencia, la trayectoria del PIB per cápita —puntitos anaranjados en la Figura 1— arranca de casi U$S 13.900 en 1978, toca un máximo de U$S 26.100 en 1980 y cae bruscamente hasta U$S 10.100 en 1982. Otros ciclos de "*ilusión y desencanto*" respecto a verdadero nivel de ingresos en dólares de los argentinos se observan en los "rulos" que componen a la "ballena". Los puntitos verdes, por ejemplo, describen el auge y colapso de la convertibilidad entre principios de los años noventa y principios de los dos mil.

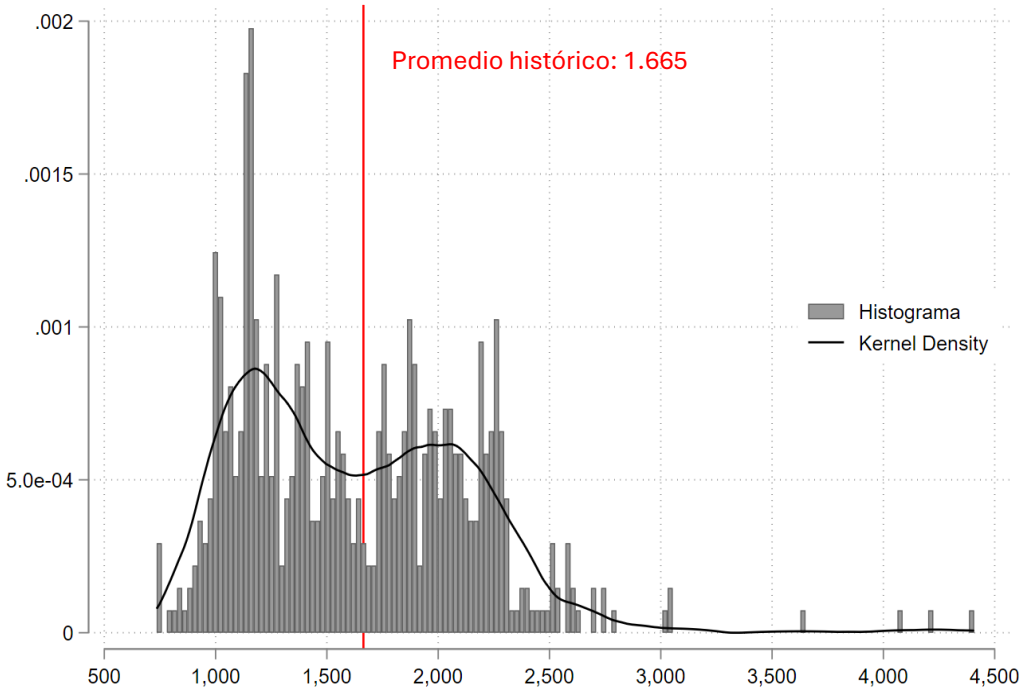
Figura 1: La "ballena" de Heymann
Diagrama de fase del PIB per cápita (y) en el año t vs en el año t-1
En dólares constantes de 2024, 1970-2024



Fuente: Elaboración propia en base a ARKLEMS, BCRA y FRED.

Lo interesante de los ciclos que finalmente dibujan a la "ballena" de Heymann es que la principal fuente de fluctuación no es el nivel de actividad (o PIB real), sino el tipo de cambio real. Las fluctuaciones cíclicas de los ingresos en dólares están lideradas por episodios de apreciaciones reales exacerbadas que se sostienen por períodos más o menos prolongados —dependiendo de la credibilidad de las políticas y del contexto de liquidez internacional— que finalmente se tornan insostenibles. Cuando el tipo de cambio se corrige, lo hace también de un modo exagerado y pasa a adoptar niveles excesivamente altos (una moneda local muy subvaluada en términos reales). Este comportamiento "*bipolar*" lleva a que el tipo de cambio real "pase" poco tiempo en torno su valor promedio o de "equilibrio", como se muestra en la Figura 2, otro de los famosos animales de Daniel, en este caso el "*camello*".

Figura 2: El "camello" de Heymann
Histograma y función de densidad de Kernel del tipo de cambio real multilateral
Índice base mayo 2025=1.150, serie mensual Enero1970-Diciembre2019



Fuente: Elaboración propia en varias fuentes. Nota: La función de densidad de Kernel tiene bandwidths de 120, lo que permite suavizar la función de densidad para que capture la forma general de la distribución y no sobreajuste a cada observación puntual.

El “camello” de Heymann describe una función de frecuencias bimodal en la que se observan dos modos bien diferenciados: uno, de mayor frecuencia relativa, con un nivel de tipo de cambio real “*bajo*”, bastante menor al promedio histórico, indicado por la línea vertical roja; el otro —también bastante frecuente pero menos que el anterior— de un nivel “*alto*”, significativamente por encima de la media histórica. Dado que la serie de tiempo del tipo de cambio real con la que construimos el gráfico de frecuencias es estacionaria en media, el valor promedio de la serie puede ser considerada como una primera aproximación al nivel tipo de cambio real de equilibrio.[4] En definitiva, el comportamiento histórico de la economía argentina muestra que el tipo de cambio real tiende a estacionarse mucho tiempo en niveles muy “*bajos*” respecto al equilibrio (o “atrasados”) y que finalmente resultan insostenibles. Son, luego, corregidos de forma abrupta y se ubican en niveles muy “*altos*” respecto al equilibrio. En el marco analítico Heymanniano, el comportamiento histórico pareciera sugerir que los argentinos no logran identificar correctamente la tendencia de equilibrio de sus ingresos en dólares y que esa “*misperception*” es un elemento clave para explicar la dinámica cíclica y propensión a la crisis de nuestra economía.

3. Otra interpretación de la volatilidad argentina: el conflicto distributivo estructural

Los aportes de Daniel para explicar la volatilidad de la economía argentina y sus recurrentes crisis han sido muy influyentes. Su énfasis en cómo los agentes han formado expectativas y tomado decisiones para producir fluctuaciones tan profundas y frecuentes nos ha ayudado a entender aspectos clave de nuestra historia económica. No es para nada trivial comprender las condiciones para que decisiones razonadas de agentes inteligentes

[4] Realizamos dos tests estadísticos para verificar si el tipo de cambio real era estacionario en media; es decir, si presentaba evidencia de fluctuar en torno a un promedio estable a lo largo del tiempo. Tanto con el test de Phillips–Perron, como el de Dickey-Fuller —ambos aplicados con y sin tendencia— se rechazaron todas las hipótesis nulas de que la serie no era estacionaria. Es común en la literatura, tratar al promedio histórico de la serie del tipo de cambio real como una aproximación al nivel de equilibrio, cuando ésta es estacionaria en media; e.g., Sarno y Taylor (2002).

que tienen propósitos bien definidos produzcan resultados que en el agregado resulten incompatibles con lo que ellos mismos esperaban. Una expectativa frustrada puede deberse a shocks no anticipados, pero como nos mostró Daniel, puede también resultar de errores de cálculo y malinterpretaciones de tendencias, aun cuando los agentes sean inteligentes, busquen información, la procesen y tomen decisiones buscando el mejor resultado posible.

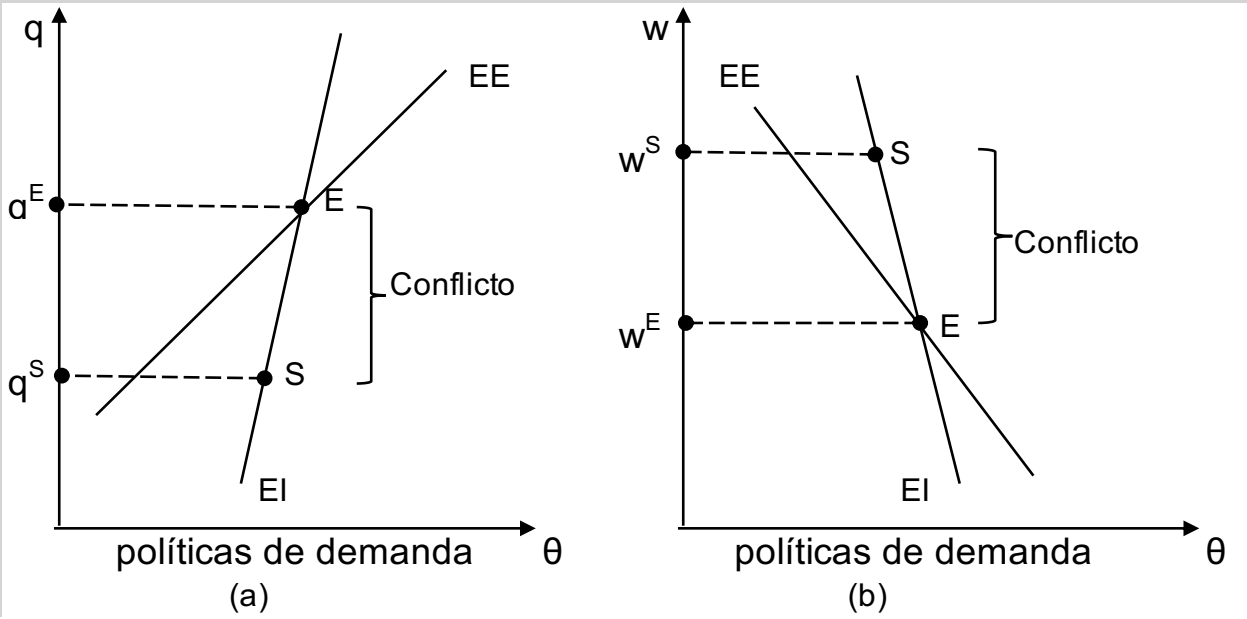
Hay, sin embargo, un aspecto de la historia económica argentina que nos cuesta capturar cabalmente bajo el marco conceptual de Daniel: ¿Por qué Argentina ha sido especialmente volátil y propensa a la crisis comparado con otros países? ¿Cuál es la especificidad de los argentinos que los hace tan incapaces de reconocer tendencias "correctas" de las variables clave? ¿Por qué han creído con tanta frecuencia que su ingreso "*permanente*" en dólares es superior al que pareciera, en los hechos, soportar la productividad de la economía? ¿Por qué los uruguayos, chilenos o brasileños no sobreestiman con igual frecuencia su ingreso y riqueza en dólares como nosotros?

En varios trabajos hemos propuesto una hipótesis, no necesariamente alternativa, sino tal vez, complementaria a la de Daniel que pude ofrecer una salida a esos interrogantes. Nuestra mirada parte de un marco analítico distinto en el que, en vez de enfocarnos en los comportamientos y expectativas de los individuos, nos concentramos en el comportamiento y aspiraciones de grupos sociales y en las decisiones de política económica de los gobiernos. Dicho de otro modo, en vez de concentrarnos en ofrecer *"microfundamentos"* alternativos a los de Lucas y sus asociados para explicar comportamientos agregados volátiles y propensos a las crisis, ponemos la atención en la *economía política* del proceso económico que da lugar a este tipo de dinámicas. En nuestra explicación de la volatilidad económica de Argentina y sus crisis, la propensión a mantener ingresos en dólares mayores —o tipo de cambio real menor— que el equilibrio por períodos prolongados emerge de las demandas del grueso de la sociedad de consumir de acuerdo a sus aspiraciones y de gobiernos que se ven inclinados a satisfacer esas aspiraciones para mantener la paz social o ganar votos si está vigente un sistema democrático. En nuestro trabajo, las fluctuaciones —tanto la "*ballena*", como el "*camello*"

de Heymann— derivan de una tensión, una inconsistencia entre las aspiraciones históricamente arraigadas en la sociedad y las posibilidades productivas de la economía.

Nuestro esquema analítico fue formalmente desarrollado en Gerchunoff y Rapetti (2016) y forma parte de una larga tradición de la teoría económica tanto anglosajona como latinoamericana.[5] Podemos exponerlo a partir de la Figura 3 del tipo Salter-Swan.

Figura 3: El conflicto distributivo estructural



Fuente: Elaboración propia en base a Gerchunoff y Rapetti (2016)

En el eje vertical del segmento (a) del gráfico, se presenta el tipo de cambio real, en tanto que en el eje horizontal se representa la combinación de políticas de administración de la demanda agregada, incluyendo la monetaria, fiscal y de ingresos (ya sea de forma directa,

[5] La lista es inagotable. Destacamos algunas solo a fin de ilustrar. En la literatura anglosajona vale mencionar a Kalecki (1943), Goodwin (1967), Rowthorn (1977), Shapiro & Stiglitz (1985) y Blanchard (1986), entre otros. Ciertamente, el enfoque del conflicto fue perdiendo centralidad en el cuerpo central de la disciplina, pero hay muestras recientes de cierto interés, por ejemplo, en Lorenzoni y Werning (2023). Algunos ejemplos dentro de la literatura latinoamericana son Canitrot (1983), Cardoso (1981), Olivera (1991) y Dornbusch (1996).

por ejemplo, vía un aumento del gasto público; o indirecta, por ejemplo, incentivando la liquidez del sector privado). El gráfico 3 (b) muestra lo mismo, pero teniendo en el eje vertical el salario real (w), que tiene una relación inversa con el tipo de cambio real (q), establecida analíticamente en Gerchunoff y Rapetti (2016). Explicamos la intuición del modelo con el segmento (a) del gráfico, pero es muy intuitivo el pasaje al segmento (b).

La línea *EI* es la del equilibrio interno, equivalente al pleno empleo. La pendiente es positiva porque la suba del tipo de cambio real —la devaluación real— es considerada contractiva en el corto plazo y, por lo tanto, requiere una compensación expansiva de una política de demanda para mantener a la economía en pleno empleo. Puntos por encima y a la izquierda de *EI* implican desempleo.

La línea *EE* representa el equilibrio externo. Su pendiente también es positiva porque una política expansiva sobre el gasto deteriora las cuentas externas y para corregirlas se requiere una suba del tipo de cambio real. Puntos por debajo y a la derecha de *EE* representan un déficit. Partiendo de un punto sobre esa línea, una baja del tipo de cambio real genera un desequilibrio; si eso quiere evitarse, se necesita aplicar una política de demanda contractiva.

La intersección de *EI* y *EE* en el punto *E* representa una configuración de variables de política que garantiza el cumplimiento simultáneo de los balances externo y pleno empleo. Es lo que habitualmente se denomina equilibrio macroeconómico y al nivel de tipo de cambio real correspondiente a ese estado (q^E), "tipo de cambio real de equilibrio macroeconómico" (Hinke y Montiel, 1996).

Evitamos deliberadamente llamar a ese nivel "tipo de cambio real de equilibrio" a secas y agregamos el calificativo "macroeconómico", porque consideramos la existencia de otro equilibrio —el social— que implica un nivel de salario real compatible con las demandas de los grupos mayoritarios de la sociedad. El equilibrio social requiere pleno empleo (debe ser un punto sobre la línea *EI*) y simultáneamente un nivel de salario real igual o mayor a las aspiraciones (w^S), que están históricamente determinadas. Dada la relación inversa existente entre el tipo de cambio real y el salario real, el equilibrio social puede demandar

un tipo de cambio real suficientemente bajo. En el gráfico 3 (a), ese nivel de tipo de cambio real se representa con q^S y el equilibrio social con el punto *S*; en el segmento (b) corresponde con un nivel de salario real w^S.

Es concebible el caso en el que q^E y q^S coincidan y que la economía tenga un único equilibrio. Sería un caso de equilibrio general estable en el que los puntos *S* y *E* se ubiquen en el mismo lugar. Sin embargo, puede haber otros casos en que no coincidan. Nuestra explicación de la volatilidad macroeconómica en Argentina y su propensión a las crisis se sostiene en el caso en que q^E es mayor a q^S. Cuando eso ocurre, el equilibrio social representado por el punto *S* se da con un desequilibrio insostenible de las cuentas externas, y el equilibrio macroeconómico del punto *E* se da con descontento y conflicto social. En otras palabras, la brecha entre los puntos *S* y *E* del gráfico 3 revela que las demandas sociales son mayores a las que permite el equilibrio macroeconómico, o lo que es *simétrico*, que la productividad de la economía es incompatible con una distribución del ingreso que garantice la armonía social.

Llamamos al caso en que q^E es mayor a q^S "*conflicto distributivo estructural*" porque los dos valores de equilibrio del tipo de cambio real —y, en consecuencia, la ubicación de *E* y *S*— están determinados por variables de estado que no se alteran por factores coyunturales. El valor del tipo de cambio real compatible con el equilibrio macroeconómico está definido por variables *estructurales* de la economía (stocks de capital sectoriales, dotación de riqueza natural, productividad, términos de intercambio de largo plazo y otros), mientras que el que es compatible con el equilibrio social está definido por una determinada *estructura* de valores, aspiraciones y normas de justicia social que se han ido forjando a lo largo de la historia. Son dos centros de gravedad por los que orbita la economía.

En el marco de nuestro modelo, la volatilidad macroeconómica argentina y las crisis frecuentes pueden entenderse como el resultado de la tensión persistente entre esos dos equilibrios o centros de gravedad. Las dinámicas cíclicas de la economía argentina pueden caracterizarse del siguiente modo. Cuando existe disponibilidad de dólares, se inician las fases de expansión lideradas por la presión social para llevar el poder de compra de los

salarios al nivel al que aspiran, w^S. Dado que la productividad agregada de la economía es incompatible con ese nivel, la única forma de alcanzar w^S es vía una apreciación del tipo de cambio real (q) por debajo de su nivel de equilibrio. Los gobiernos facilitan ese proceso porque les permite ampliar la base de apoyo y conseguir el objetivo de la armonía social.[6] La economía alcanza su punto equilibrio social (el punto *S* del gráfico 3). Pero el nivel de tipo de cambio que garantiza la armonía social, q^S, no es sostenible en términos de las cuentas externas: Genera déficits de cuenta corriente, pérdida de reservas y creciente vulnerabilidad. Claramente, la insostenibilidad no es obvia para todos los agentes; de lo contrario no se llegaría a este estado porque antes las acciones de los agentes precipitarían una corrección cambiaria. Aquí es central el aporte de Daniel: en S muchos actores — incluyendo probablemente al gobierno y su equipo económico— creen que el nivel del tipo de cambio real es de equilibrio (q^E); vale decir, *perciben* que están en *E*.

En el período previo a la globalización financiera, cada vez que se agotaban las reservas, esta tensión eventualmente se resolvía con políticas de ajuste del tipo del FMI: devaluación más contracción fiscal. Desde fines de los años setenta, con el acceso al financiamiento externo, la expansión y apreciación cambiaria han podido prolongarse hasta que el crédito internacional se corta abruptamente, y el ajuste adopta la forma de una crisis: el *"go–crash"*. En ambos casos, la economía se ve forzada a converger hacia un tipo de cambio real más depreciado, con caída del salario, contracción del producto e, incluso, ruptura de los contratos. Una vez que la economía se repone del *stop* o del *crash*, las demandas sociales ponen en marcha un proceso de recomposición salarial en dirección al nivel compatible con sus aspiraciones (w^S y q^S).

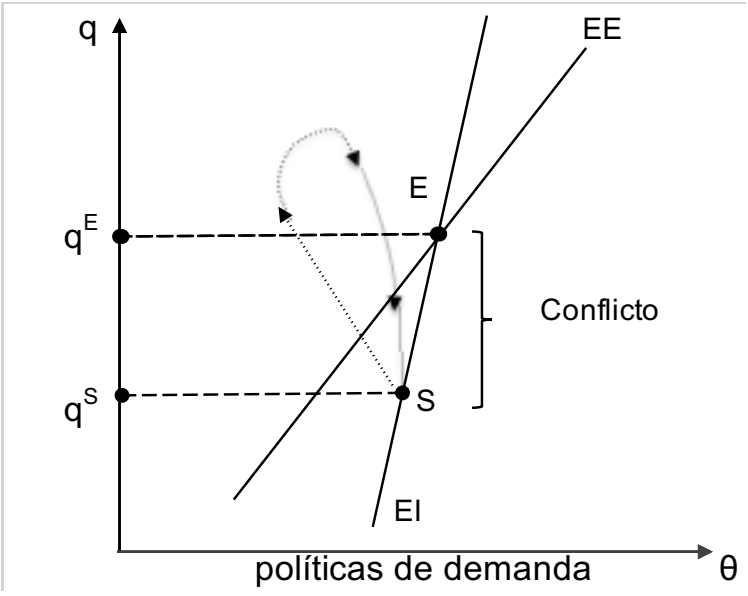
El gráfico 4 ilustra la dinámica cíclica típica de la economía argentina. En *S*, la economía está en una situación de armonía social porque hay pleno empleo y un nivel de salario real y en dólares acorde con las aspiraciones de la mayoría de la sociedad. Sin embargo, no es sostenible en el tiempo porque conlleva un déficit externo que no es financiable, aunque la percepción de los agentes tarde en ajustarse a esa realidad. La corrección toma

[6] La apreciación real históricamente se combinó con el proteccionismo, cada vez más débil como demanda social en la medida en que cayó la participación industrial en el empleo total (Gerchunoff y Llach, 2025).

típicamente forma de crisis cambiaria (*overshooting*). Vuelve Daniel: la sobre-reacción es alimentada por el entorno inestable en que se produce el ajuste y por la dificultad de los agentes de capturar cual es el verdadero estado de equilibrio de la economía: frente a la incertidumbre es preferible optar por activos de resguardo, que en la economía argentina es el dólar.

El *overshooting* cambiario lleva a la economía a una situación de desempleo y tipo de camio real por encima del equilibrio macroeconómico (q^E), lo cual deriva en una mejora de las cuentas externas, generalmente en el terreno del superávit de cuenta corriente. Pero las demandas sociales por recomponer el poder de compra de los salarios y gobiernos que quieren garantizar la armonía social vuelven a empujar a la economía en dirección de *S*. Obviamente, para volver a *S*, una historia de que *esta vez es diferente* (Reinhart y Rogoff, 2009) es necesaria para que los agentes interpreten que la apreciación real que observan es de equilibrio (*S*=*E*). Así, se producen los ciclos de sobrevaluación y sobre-depreciación cambiaria que reflejan los gráficos de la "ballena" y del "camello" de Heymann.

Figura 4: El ciclo vinculado al conflicto distributivo estructural

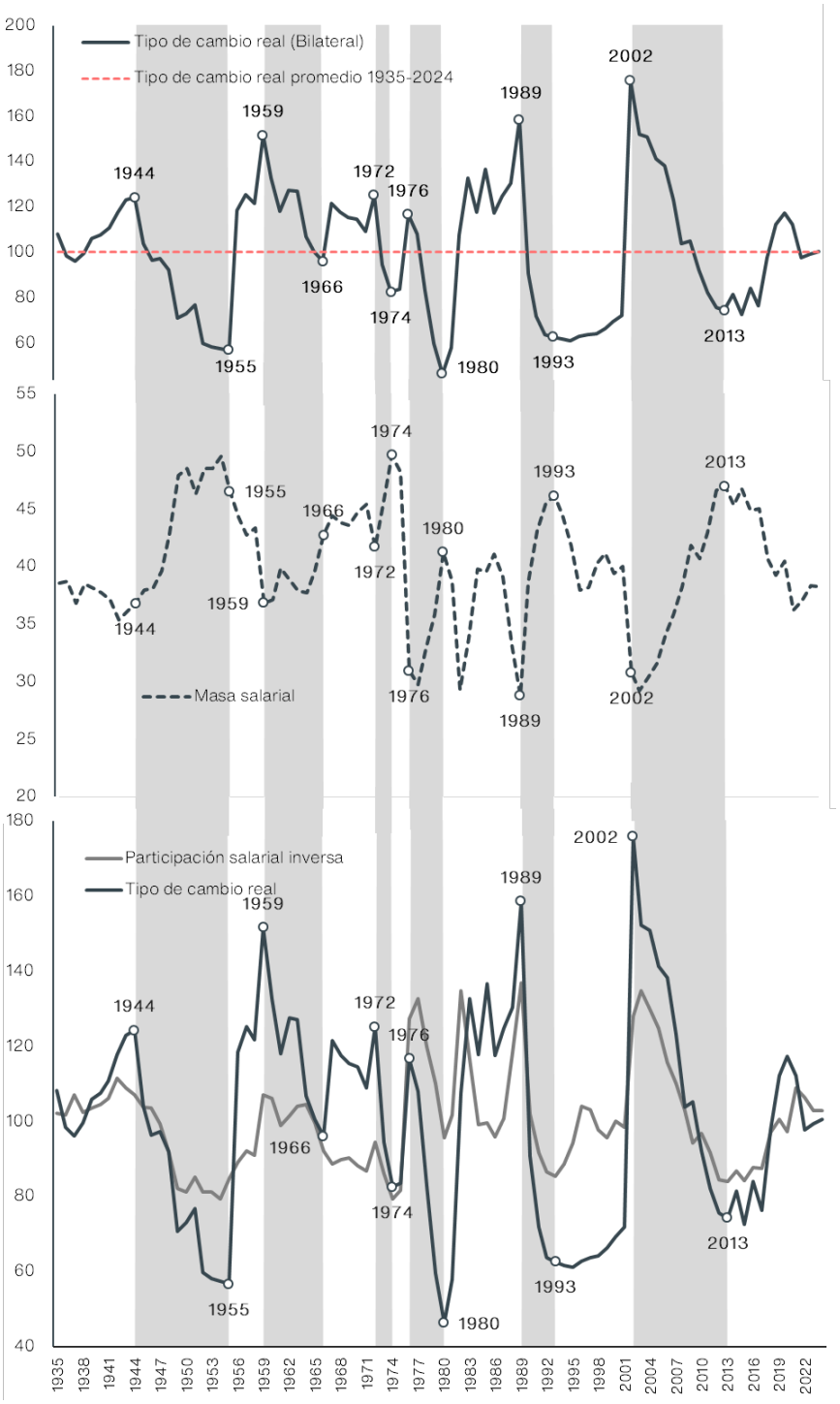


Fuente: Elaboración propia en base a Gerchunoff y Rapetti (2016)

Tanto en Gerchunoff y Rapetti (2016) como en Gerchunoff, Rapetti y De León (2020) —en el que nos enfocamos más sobre el papel que juegan los gobiernos en el conflicto distributivo argentino— empleamos nuestro marco conceptual para caracterizar la dinámica cíclica de la economía argentina desde 1930 en adelante. El Gráfico 5 es una actualización de otro que utilizamos en nuestro trabajo original, en el que trazamos la evolución de las variables con la que caracterizamos el conflicto distributivo estructural y la dinámica cíclica de la economía. En nuestro modelo, los movimientos del salario real (w) y del tipo de cambio real (q) tienen implicancias distributivas. Por eso, en el panel superior desplegamos la evolución de la participación de los asalariados en el ingreso y en el del medio, el tipo de cambio real comercial para el período 1935-2024.

Es fácil observar la relación inversa que hay entre las dos variables en el corto plazo, cuando la productividad puede considerarse dada. La estrecha relación entre ambas variables se percibe todavía con mayor claridad en el panel inferior, en el que el tipo de cambio real se presenta junto a la inversa de la participación salarial. Como ambas series tienen diferente varianza, el panel presenta las series normalizadas por sus respectivos desvíos estándar en un índice 100 igual al promedio de 1935-2024. Las áreas sombreadas en gris del Gráfico 5 muestran el comportamiento inverso entre tipo de cambio real y participación asalariada en el ingreso durante periodos a apreciación real. El movimiento contrario se ve en las zonas que no están sombreadas.

Gráfico 5: Participación asalariada en el PIB (en %), tipo de cambio real comercial (base 100 =promedio 1935-2024) y series normalizadas por desvíos estándar[7]



[7] Empalme entre serie de Masa Salarial actual (INDEC) y serie histórica construida en: Lindenboim, J., Kennedy, D., & Graña, J. M. (2011). Distribución funcional y demanda agregada en Argentina: Sesenta años en perspectiva internacional.

Reflexiones finales

No podemos concluir obviando que la pregunta sobre la especificidad argentina que le hicimos a Daniel nos cabe también a nosotros. ¿Por qué las aspiraciones de la sociedad pueden estar tan alejadas y por tanto tiempo de lo que la economía puede ofrecer? ¿Por qué no encontramos una brecha similar entre los tipos de cambio de equilibrio macroeconómico y social en Brasil, Chile, México o Perú como la que le adjudicamos a Argentina? ¿Por qué el conflicto distributivo en Argentina ha sido tan marcado e influyente en el comportamiento de nuestra economía haciéndola tan volátil y propensa a las crisis?

No son preguntas fáciles de responder. Las aspiraciones de los ciudadanos son inobservables, por lo que no queda más que conjeturar tanto sobre su génesis como sobre su incidencia en el comportamiento social. Creemos que un factor importante en la formación de las aspiraciones es la propia experiencia pasada, esto quiere decir, la historia. Por eso, para justificar nuestra hipótesis sobre el conflicto distributivo estructural y su incidencia en la volatilidad macroeconómica de Argentina desde mediados de siglo XX, debemos ofrecer alguna pista acerca de esa especificidad argentina, que Juan Carlos Torre denomina "*pasión igualitaria*".

Argentina llegó al período de entreguerras con una sociedad marcada por un inusual grado de movilidad social y expansión material. En las primeras décadas del siglo XX, el dinamismo económico generado por la inserción agroexportadora y la urbanización acelerada configuró un mercado de trabajo en expansión, con oportunidades relativamente accesibles para sectores populares. La mejora de las condiciones de vida —empleo, vivienda, educación y consumo urbano— no fue una promesa, sino una experiencia socialmente compartida, como lo ha comentado en reiteradas ocasiones Roy Hora. Esa trayectoria fundó una expectativa colectiva: que el progreso era posible y que la sociedad argentina ofrecía condiciones materiales para alcanzarlo. Las aspiraciones no fueron impuestas desde arriba ni moldeadas por modelos externos, sino producto endógeno de la propia experiencia nacional.

En ese proceso, las figuras del criollo rioplatense y del inmigrante ocupan un lugar central. El criollo rioplatense, con una amplia disponibilidad de tierras y alimentos baratos, conformó un primer basamento para el igualitarismo. En su *Historia de Belgrano*, Bartolomé Mitre (1859) describió a aquella sociedad naciente como "una democracia genial, en que todos eran iguales de hecho y de derecho. Sin nobles, sin mayorazgos, despreciando por instinto los títulos de nobleza, sin clases desheredadas, sin antagonismos de razas ni de intereses, viviendo en un clima templado y una tierra abundante, que alimentaba la fuente de la vida con un trabajo fácil, y animados de un espíritu de igualdad nativa, un mismo nivel pesaba sobre todas las cabezas."

Más tarde, millones de inmigrantes llegaron huyendo del hambre, la guerra o la falta de oportunidades, y encontraron en la Argentina condiciones materiales que les permitieron mejorar sustancialmente su situación. Se emplearon, alquilaron piezas, enviaron a sus hijos a la escuela pública y accedieron al consumo urbano. El contraste entre el punto de partida y las condiciones que encontraron en la Argentina dio lugar a una vivencia de ascenso rápido, tangible y verificable, que ancló una narrativa potente: en este país, el esfuerzo tiene recompensa. Junto con la aspiración al progreso, se consolidó un ethos igualitario popular. En esa Argentina ascendente no se aceptaban fácilmente los privilegios heredados. Un país en el que "*naides es más que naides*". La idea de que todos debían tener acceso al bienestar —no por compasión, sino por derecho— se volvió parte de la cultura política de masas. Esa concepción igualitaria no fue un enunciado doctrinario, sino una experiencia cotidiana: se vivía en la escuela común, en el hospital público, en la posibilidad concreta de ascenso del peón a capataz, del obrero al comerciante. Se vivía también –como lo describió Guillermo O´Donnell (1984)— en el cafetín de Buenos Aires, donde el mozo le espetaba *"¿Y a mí que carajo me importa?"* a aquel desorientado que, creyéndose en Rio de Janeiro, lo desafiaba con un "*¿Usted sabe con quién está hablando?*".

Así se fue conformando un patrón aspiracional exigente, con raíces en la experiencia colectiva de movilidad y dignidad, que probablemente ayude a explicar por qué, en la Argentina, las expectativas sociales arraigadas profundamente como resultado de esa historia empezaron a chocar con lo que la economía podía. Ese choque comienza a

producirse en el periodo de entre guerras y se nota con total nitidez a partir de la segunda posguerra. La alta productividad de la economía argentina agroexportadora ya no era la misma en un mundo que había cambiado su configuración geoeconómica y política de manera permanente. Ese desencuentro perdura hasta hoy. Ni las aspiraciones sociales se desgastaron significativamente —a pesar de las sucesivas frustraciones y ejercicio de disciplinamiento de los gobiernos militares—, ni la economía fue capaz de aumentar su productividad para satisfacer las demandas.

Referencias

Barro, R. J. (1976). Rational expectations and the role of monetary policy. Journal of Monetary Economics, 2(1), 1–32.

Blanchard, O. J. (1986). The wage price spiral. The Quarterly Journal of Economics, 101(3), 543-565.

Canitrot, A. (1983). El salario real y la restricción externa de la economía. Desarrollo económico, 423-427.

Cardoso, E. A. (1981). Food supply and inflation. Journal of Development Economics, 8(3), 269-284.

Dornbusch, R. (1996). The Latin Triangle. World Economy Laboratory at Massachusetts Institute of Technology.

Gerchunoff, P., & Llach, L. (2025). Ved en trono a la noble igualdad, mimeo.

Gerchunoff, P., & Rapetti, M. (2016). *La economía argentina y su conflicto distributivo estructural (1930–2015)*. *El Trimestre Económico¸ 83*(329), 5–50.

Gerchunoff, P., Rapetti, M., & de León, G. (2020). La paradoja populista: crecimiento y distribución en el largo plazo argentino. Desarrollo Económico, 59(229), 299–328.

Goodwin, R. M. (1967). A Growth Cycle: Socialism, Capitalism and Economic Growth, 1967, ED. CH Feinstein. In Essays in economic dynamics (pp. 165-170). London: Palgrave Macmillan UK.

Heymann, D. (1994). Sobre la interpretación de la cuenta corriente. Desarrollo Económico, 34(136), 479–494.

Heymann, D. (2009). Macroeconomics of broken promises. Macroeconomics in the Small and the Large: Essays on Microfoundations, Macroeconomic Applications and Economic History in Honor of Axel Leijonhufvud. Cheltenham: Edward Elgar. 2009. p74 - 98.

Heymann, D., & Sanguinetti, P. (1998). Business Cycles from Misperceived Trends. Economic Notes. Review of Banking, Finance and Monetary Economics.: 1998 vol.27 n°2. p205 - 232.

Heymann, D., Galiani, S., & Tommasi, M. (2003). Great expectations and hard times: The Argentine convertibility plan. Economía, 3(2), 109–160.

Hinkle, L. E., & Montiel, P. J. (1999). Exchange rate misalignment: Concepts and measurement for developing countries. Oxford University Press for the World Bank.

Kalecki, M. (1947). Political aspects of full employment. In The Political Economy: Readings in the Politics and Economics of American Public Policy (pp. 27-31). Routledge.

Kydland, F. E., & Prescott, E. C. (1977). Rules rather than discretion: The inconsistency of optimal plans. Journal of Political Economy, 85(3), 473–492.

Leijonhufvud, S. A. B. (1968). On Keynesian Economics and the Economics of Keynes: A Study in Monetary Theory.

Lorenzoni, G., & Werning, I. (2023). Inflation is conflict (No. w31099). National Bureau of economic research.

Lucas, R. E. (1976). Econometric policy evaluation: A critique. Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, 1, 19–46.

Mitre, B. (1859/1944). Historia de Belgrano y de la independencia argentina. Buenos Aires: Eudeba.

O'Donnell, G. (1984). ¿Y a mí, qué me importa?: notas sobre sociabilidad y política en Argentina y Brasil, CEDES.

Olivera, J. H. (1991). Equilibrio social, equilibrio de mercado e inflación estructural. Desarrollo Económico, 487-493.

Reinhart, C. M., & Rogoff, K. S. (2009). This time is different: Eight centuries of financial folly. Princeton University Press.

Rowthorn, R. E. (1977). Conflict, inflation and money. cambridge Journal of Economics, 1(3), 215-239.

Sargent, T. J. (1979). After Keynesian macroeconomics. Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review, 3(2), 1–16.

Sargent, T. J., & Wallace, N. (1975). Rational expectations, the optimal monetary instrument, and the optimal money supply rule. Journal of Political Economy, 83(2), 241–254.

Sarno, L., & Taylor, M. P. (2002). Purchasing power parity and the real exchange rate. IMF Staff Papers, 49(1), 65–105.

Shapiro, C., & Stiglitz, J. E. (1984). Equilibrium unemployment as a worker discipline device. The American economic review, 74(3), 433-444.