

# Informe Mensual de Coyuntura

La guerra, los precios  
y el desempleo  
alteraron la macro

# Las herramientas para impulsar la demanda

Parece que hubiera pasado mucho tiempo, pero a comienzos de marzo el Congreso aprobó la reforma laboral. Con un marco de referencia modernizado para las relaciones laborales, el proceso de apertura en marcha y los acuerdos con la UE (1° de mayo vigencia provisional) y Estados Unidos en el horizonte, el camino para profundizar el cambio estructural y dar más espacio a los mercados y la iniciativa privada se despejaba. La expectativa era que, en un entorno más eficiente, las decisiones de negocios se articularan para adaptar las organizaciones y aprovechar nuevas oportunidades.

**Un pilar esencial para dar sustentabilidad externa al proceso estaría dado por el aporte de dólares e inversiones de los sectores más dinámicos –el energético, el agro y la minería– potenciados por el RIGI. Aunque de forma incipiente, 2026 se perfilaba como el año en que la micro le empezaría a robar el protagonismo a la macro. Sin embargo, persisten dos obstáculos: las distorsiones tributarias, con poco margen para reducirlas, y la baja generación de empleo de estos sectores.**

No es un problema insoluble. Estos sectores pueden articular cadenas de valor con mayor impacto en empleo. Además, la mayor oferta de divisas permitiría sostener importaciones sin presión externa, aunque con tiempos largos y un mercado laboral aún desequilibrado. En este contexto, el gobierno cuenta con dos fortalezas: menor incertidumbre macro y mayor capacidad de agenda en el Congreso al pasar leyes clave, como las de presupuesto y la laboral.

# Las señales que empiezan a condicionar la dinámica de negocios

## Tasa de inflación mayor a la expectativa del mercado

La inflación de febrero repitió el 2.9% de enero. Son ya nueve los meses que la inflación lleva sin descender y, además, la inflación núcleo, que refleja mejor la inercia inflacionaria, llegó al 3.1%. El aumento en los combustibles que disparó el shock externo ya ronda el 20%. La combinación de empuje de costos en energía –y logística– con inercia aún elevada es inconveniente y las expectativas de un retardo en el proceso de desinflación se robustecieron, como lo reconoció Caputo en IAEF.

## Salarios estancados

El cost-push, además, va a presionar negativamente sobre los ingresos reales de los consumidores, lo que resulta muy poco oportuno. Según el INDEC, los salarios formales privados cayeron en enero por quinto mes consecutivo sin haber logrado recuperar el nivel que alcanzaron en el último máximo cíclico de la economía, a mediados de 2022. Los salarios formales privados están todavía 4% debajo de ese máximo y los públicos un 20%.

## El dato de desocupación, a contramano del crecimiento

El INDEC dio a conocer que la tasa de desocupación aumentó en dos puntos porcentuales y se ubicó en diciembre en 7.5%. La complejidad de los desafíos que plantea la creación de empleo queda en evidencia cuando se considera que en 2025 la economía creció un 4.4% y que, si se toma toda la expansión cíclica desde el momento del “rebote” en 2024, el crecimiento llegó al 7%. No es inusual, sin embargo, que medidas de reforma estructural orientadas a incrementar la eficiencia generen desempleo en la transición. Ocurrió en los noventa cuando el desempleo tocó máximos históricos, pero también se incrementaba la productividad.

# El contexto se tensiona y acota el margen de decisión

Sin embargo, esas fortalezas han sufrido una erosión. Una serie de eventos pusieron límites más estrictos a la capacidad del oficialismo para fijar agenda.

## → El conflicto de Medio Oriente

Con el barril de petróleo en la zona de los 100 dólares volvieron con fuerza los temores a una estanflación global. Como la calidad y credibilidad de la política monetaria son hoy mucho más sólidas que en la crisis del petróleo de los años setenta, el impacto inflacionario podría atenuarse. Pero es seguro que si el conflicto se extiende la economía global va a pagar un costo no menor en términos de desempleo y recesión. El costo de la energía impacta de lleno en los costos de producción y logísticos, así como en los presupuestos familiares. **Si el conflicto se extiende, el impacto sobre la inflación en nuestro país va a ser importante porque la credibilidad de nuestra política monetaria es aún frágil y la inercia inflacionaria elevada.**

El traslado del aumento internacional del petróleo a los precios locales de combustibles introduce una presión inflacionaria acotada pero no trivial, con un impacto directo estimado en torno a 0.6 puntos porcentuales en el IPC nacional, que puede escalar a 0.8/0.9 pp en regiones con mayor ponderación del rubro. Más allá del efecto de primera ronda, el foco pasa a la dinámica de segunda vuelta: la persistencia de precios elevados puede amplificar el pass-through vía costos logísticos y expectativas, en un contexto donde el margen de intervención es reducido y cualquier señal de distorsión de precios tensiona la estrategia.

Otro factor negativo es que, si las tensiones globales se mantienen altas, el flight to quality va a aumentar el costo del crédito y la vuelta de la Argentina a los mercados de crédito externo se va a retrasar.

**No todas son malas. El incremento en los precios de la energía –y, dependiendo de la actividad global, de otras commodities que exportamos– tiene un efecto favorable sobre nuestra ya positiva balanza energética. Sería una buena noticia en un año en que el Central se ha propuesto comprar reservas por US\$ 10.000 millones. Asimismo, en el marco del RIGI, con precios elevados y una geografía alejada del conflicto, los incentivos para invertir en el sector energético argentino se potenciarían.**

Más allá de esto, lo cierto es que la incertidumbre sobre la duración del conflicto –esencial para evaluar la magnitud de las consecuencias– es aún muy elevada como para extraer conclusiones firmes.

## Un EMAE positivo, pero heterogéneo

El indicador de actividad económica de enero trajo consigo la buena nueva de que la economía creció un 0.4% en términos desestacionalizados. Es el segundo dato positivo, luego de las turbulencias de octubre y noviembre del año pasado. Un rasgo mucho menos deseable es que se repitió la heterogeneidad en la dinámica de los sectores, como ha venido siendo la norma durante meses. Mientras los sectores primarios se expandieron a “tasas chinas”, persiste la falta de dinámica en sectores clave para la generación de empleo como la construcción, el comercio y la industria. Caputo remarcó que el EMAE en su conjunto superó su máximo de hace dos años y medio, pero el nivel de la actividad de la construcción es un 30% menor al máximo que alcanzó en ese momento y la industria un 13%. Si la masa salarial y de beneficios en construcción, servicios e industria, que representan bastante más de dos tercios de la economía se reduce en términos reales, la demanda agregada se deprime porque no hay ingresos suficientes para financiar el gasto. Por supuesto, si hubiera un boom de inversiones en los sectores dinámicos ello ayudaría, pero el coeficiente de inversión cerró en débil 16% del PBI en 2025.

## Impacto en la imagen del gobierno

Los indicadores de inflación, empleo e ingresos parecen estar influyendo en la opinión pública más que los buenos datos sobre crecimiento. Al menos así lo están reflejando las encuestas; por ejemplo, las caídas en los índices de confianza en el gobierno de las universidades Di Tella y San Andrés. Las revelaciones periodísticas sobre el caso Libra y la polémica por los viajes del Jefe de Gabinete, por otra parte, resintieron la capacidad de las autoridades para controlar agenda en un momento que el shock externo incrementó la incertidumbre sobre la economía.

**El escenario es más exigente en la ejecución. Los drivers de crecimiento están, pero conviven con señales de alerta en costos, demanda y financiamiento.**

**La agenda no cambia, pero sí el timing y la forma de capturar valor. La diferencia va a estar en la capacidad de priorizar, ajustar rápido y posicionarse donde todavía hay tracción.**

**Más que esperar a que la macro ordene, el foco pasa por gestionar en un entorno que combina oportunidad con volatilidad.**

