

Informe Mensual de Coyuntura

Las políticas
para reactivar y
sus restricciones



01/09/2026

El difícil dilema que plantea la coyuntura política

La macro acumula señales positivas -superávit comercial récord, avance del programa de reformas en el Congreso y una desinflación gradual- pero el ajuste todavía no logra traccionar la demanda interna, y por eso esas buenas noticias no logran instalarse en la agenda pública. El gobierno redobla la apuesta con un paquete de medidas para reactivar el crédito, aunque con un margen de maniobra acotado: ninguna iniciativa puede poner en riesgo el superávit fiscal primario ni la desinflación, en un año electoral. En el corto plazo, la salida va a seguir siendo asimétrica impulsada por las exportaciones, y no por el consumo.

El mundo de los negocios y la reactivación

Es difícil que las medidas crediticias tengan, a corto plazo, un efecto de impacto fuerte en términos de reactivar las ventas de las firmas más orientadas hacia el mercado interno. **Van a continuar las presiones para adaptar la micro de las firmas al nuevo entorno que están creando las reformas y hay que tomar en cuenta los riesgos que pueden aparecer en el camino, tanto en lo que hace al financiamiento como a los precios relativos y los costos.**

- ➔ De los cuatro componentes de la demanda agregada –consumo, gasto público, inversión y exportaciones– **sólo las ventas de firmas al resto del mundo van a seguir claramente aportando en el sentido de reactivar la economía.**
- ➔ **El gasto público seguirá mostrando un sesgo contractivo.**

- **La inversión, por su lado, si bien va a ser alimentada por los incentivos del RIGI y las oportunidades en el sector primario, en términos agregados va a continuar relativamente deprimida.** Por ejemplo, la inversión extranjera muestra un saldo negativo en las cuentas del Central, lo que en parte se explica por el aumento en el giro de dividendos que antes se reinvertían.
- **El consumo, si bien muestra una expansión según las cuentas nacionales, hay que tener presente que hay fuertes cambios dentro de ese agregado.** El gasto en bienes con precio regulado y servicios se incrementó en detrimento de consumos corrientes.
- **Las iniciativas sobre crédito con miras a la reactivación no están exentas de riesgos, que deben ser tenidos en cuenta al tomar decisiones de endeudamiento en el marco de las firmas, sobre todo las de menor tamaño.** Mantener tasas de interés pasivas deprimidas, si la incertidumbre política o externa aumentan, puede resultar poco compatible con un tipo de cambio estable. El dólar ha abandonado su letargo para ubicarse por encima de los 1500 pesos, en un contexto algo enrarecido por el ruido con la curva de rendimientos de los bonos de Estados Unidos. Ante una disparada, las tasas pueden volver a subir, por lo que es aconsejable decidir con un ojo puesto en el capital de trabajo.
- **La toma de créditos en dólares, si el negocio tiene sus ingresos en pesos, es riesgoso por el mismatch entre un activo cuyo valor presente es en pesos y un pasivo cuyo valor presente se expresa en dólares. Se acercan tiempos electorales y la exposición a la depreciación del tipo de cambio es poco aconsejable.**
- **Es novedoso que el salario real no se haya recuperado en un contexto en que el peso se apreció. Si comparamos con un año como 2016, cuando el precio del dólar era libremente determinado por el mercado, se observa que, mientras el salario en dólares tiene un valor similar al de ese año, el salario deflactado por el IPC cayó un 21%. Es una evolución complicada para hacer negocios: al tiempo que el incremento del salario medido en dólares sube los costos de las firmas y dificulta exportar o competir con las importaciones, el nivel de vida de los asalariados no mejora y ello deprime la demanda de consumo interna. Históricamente, cuando el dólar se estabilizaba el salario real subía.**

La agenda teñida de elecciones

El debate sobre la marcha de la economía está siendo dominado por tres cuestiones: la evolución del gasto de consumo, el incremento en la morosidad crediticia y las dificultades en sectores productivos que generan buena parte del empleo, como la construcción y segmentos importantes de la industria y los servicios.

Los escenarios de consumidores con sus gastos restringidos –sea por problemas de empleo, sea por dificultades para acceder al crédito– son los que todo oficialismo busca evitar en años electorales.

Las dificultades del gobierno para cambiar el eje de la agenda en el sentido de dar mayor centralidad a los logros en la gestión no se deben a una ausencia de resultados para mostrar:

- **El frente externo aporta un colchón clave para atravesar un año financiero y electoral exigente.** El superávit comercial marca un récord y acumula US\$ 16.080 millones en siete meses, fortaleciendo la capacidad de acumular reservas frente a vencimientos de deuda por unos US\$ 24.000 millones.
- **El frente político da señales favorables para las expectativas y sostiene la agenda de reformas.** El programa avanzó en el Congreso con la aprobación en Diputados de las leyes de independencia del BCRA e inocencia fiscal, mientras la confianza en el Gobierno mejoró más de 6% tras la caída de junio.
- **La actividad muestra una recuperación incipiente, aunque todavía heterogénea entre sectores.** El EMAE desestacionalizado creció 0,8% en junio tras la caída de mayo y la industria manufacturera avanzó 0,9%, mientras la construcción volvió a contraerse.
- **La desinflación continúa, aunque a un ritmo gradual y con señales mixtas.** La inflación minorista volvió a ubicarse por encima del 2%, pero los precios mayoristas aumentaron apenas 0,8%, alimentando la expectativa de una nueva desaceleración en agosto; la debilidad de la actividad juega a favor, aunque el dólar y la volatilidad de algunos precios pueden introducir presión.

Las dificultades para el delivery y los efectos pro-cíclicos del ajuste

¿Por qué estos hechos de la coyuntura no han tenido mayor impacto en términos de la agenda pública?

Luego de más de dos años de gobierno, un factor que está pesando crecientemente son las mayores exigencias de la población para que el programa concrete su delivery de bienestar, luego del ajuste. En este aspecto, un obstáculo no menor para que el delivery se concrete es que el ajuste, además de haber mejorado las condiciones macroeconómicas, está teniendo efectos colaterales pro-cíclicos que le quitan dinamismo al nivel de actividad, particularmente al consumo y la inversión. Los efectos pro-cíclicos son fuente de volatilidad macroeconómica porque agudizan tanto las expansiones como las recesiones.

Las iniciativas para “ayudar a reactivar la economía” ya se están implementando: es lo que busca el paquete de iniciativas que se ha lanzado recientemente para reactivar el crédito y, con ello, la demanda agregada.

- **Más dólares pueden fondear el crédito, aunque todavía de forma limitada.** Se habilitó hasta **15% de los depósitos en dólares** para financiar a quienes no generan divisas.
- **Los dólares fuera del sistema aparecen como una fuente adicional de financiamiento.** La ley de **inocencia fiscal** busca movilizarlos y canalizarlos hacia el crédito.
- **Más credibilidad del peso es clave para recuperar el crédito bancario.** La reforma de la **Carta Orgánica del BCRA** apunta a fortalecer la demanda de dinero.
- **El crédito hipotecario recibe nuevo fondeo. Se destinarán \$2 billones del FGS** a préstamos de hasta **7,5% + UVA** y un mínimo de 15 años.
- **Bajan las tasas para impulsar el crédito, pero también el retorno del ahorro.** Los plazos fijos **dejaron de ofrecer rendimiento real positivo**.

Actuar sobre el crédito para reactivar tiene todo el sentido si se piensa que una de las causas de la pro-ciclicidad y de la restricción de la demanda agregada es, justamente, la falta de crédito.

La tarea, no obstante, es desafiante porque las iniciativas de reactivación no deben poner en peligro los fundamentos de la estabilización en curso, que son el superávit fiscal primario –que volvió a terreno positivo en julio– y el proceso de desinflación que exige un control estricto de la liquidez para evitar desbordes de los precios o del tipo de cambio.

La clave por monitorear es si el gobierno logra sostener ese equilibrio - profundizar el paquete de crédito sin resignar superávit fiscal ni el control de la liquidez- en un calendario con vencimientos de deuda por unos US\$ 24.000 millones y electoral. Si lo consigue, la reactivación se va a ir ampliando desde las exportaciones hacia el consumo; si no, el ajuste va a seguir siendo la variable que absorba la volatilidad del ciclo.

