



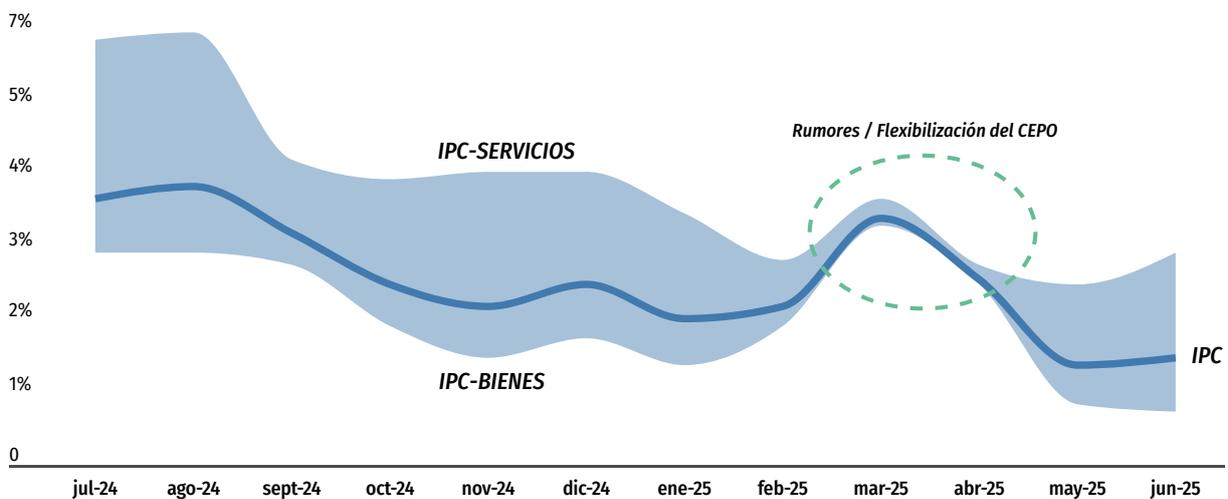
***Señales de alivio y
tensiones persistentes***

Señales de alivio y tensiones persistentes

El dato de inflación de junio sorprendió positivamente al ubicarse en 1,6% mensual, consolidando así un sendero de desaceleración iniciado meses atrás. La inflación núcleo se mantuvo en niveles mínimos no observados desde enero de 2018 (excluyendo la pandemia), con una tasa anualizada del 22,6%, y con precios estacionales que mostraron incluso una leve caída. Sin embargo, esta buena noticia convive con un mercado que advierte mayores presiones inflacionarias y con un trasfondo macroeconómico aún tensionado, donde la baja inflación coexiste con volatilidad cambiaria, ruido político y señales mixtas en la actividad económica.

ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR

IPC. Variación mensual % . Julio 2024 a junio 2025



Fuente: Elaborado por ElysiumConsultores en base a INDEC

Continuando el análisis del IPC, en junio se aceleró 0,1 p.p. respecto al dato de mayo, por debajo de las expectativas del mercado. La inflación acumulada en el primer semestre alcanzó el 15,1%, mientras que la variación interanual se ubicó en 39,4% i.a. Tras la flexibilización del cepo ocurrida entre marzo y abril, regresó la dinámica de meses previos entre bienes y servicios, con los primeros creciendo por debajo de los segundos (0,8% vs 3,2%). Los rubros con mayores alzas en junio fueron Educación (3,7%), Vivienda y Servicios Públicos (3,4%), Bebidas Alcohólicas y Tabaco (2,8%) y Recreación y Cultura (2,5%).



Aunque la inflación se encuentra contenida, su persistencia subyacente no desaparece. En particular, la aceleración en el IPC de CABA (2,1%) y el alza de los precios regulados indican que el proceso desinflacionario podría haber alcanzado un piso, al menos temporal. La suba semanal del tipo de cambio oficial (+1,8%) y la escalada de los dólares financieros alimentan esta sospecha, en un contexto donde el ancla cambiaria comienza a mostrar agotamiento y las expectativas de devaluación implícita vuelven a crecer.

En paralelo, la evolución de la actividad económica ofrece un panorama mixto. El EMAE refleja una recuperación desde el piso recesivo de marzo de 2024, ubicándose la serie desestacionalizada en máximos desde mediados de 2022. La industria acumula una suba del 6,6% i.a. en el año y la construcción 10% i.a., pero se mantienen 8% y 21% por debajo de sus niveles promedios de 2023, respectivamente. El comercio logró volver a niveles de 2023, mientras que algunos servicios —como intermediación financiera, educación e inmobiliarios— registran mejoras destacables, aunque basadas más en la estabilidad nominal que en una expansión sostenida del salario real.

El desempeño dispar entre sectores revela una recuperación heterogénea, con dinamismo en los rubros vinculados a bienes durables, petróleo y ciertos servicios, pero debilidad en aquellos más dependientes del gasto público, como la obra pública. Esta recuperación, aún incipiente, enfrenta el desafío de consolidarse en un marco de apertura comercial, donde la baja de aranceles y la competencia externa benefician la desinflación, pero impactan negativamente en la producción local y el empleo, especialmente en sectores como el textil.

El escenario político, por su parte, agrega incertidumbre. La reciente aprobación de paquetes legislativos con alto costo fiscal desafía el equilibrio de las cuentas públicas —con un impacto estimado de 1,5% del PBI en 2025— y pone a prueba la capacidad del Ejecutivo para vetar y sostener esas decisiones en el Congreso. La sostenibilidad del superávit fiscal, es uno de los principales pilares del actual esquema macroeconómico.

A esto se suma la fragilidad externa. El pago de vencimientos por más de USD 4.000 millones en julio implicó la mayor caída de reservas internacionales en lo que va del año, y si bien el BCRA dejó de intervenir en el mercado cambiario, el colchón de liquidez sigue siendo limitado. La deuda en dólares volvió a sufrir retrocesos, mientras el riesgo país se mantiene por encima de los 700 p.b., reflejando las dudas del mercado sobre la viabilidad del actual esquema económico sin financiamiento externo neto.



En este marco, el Gobierno intenta sostener la calma cambiaria y monetaria a través de normativas que buscan canalizar la liquidez excedente hacia instrumentos en pesos, pero enfrenta un delicado equilibrio. La baja de tasas pasivas aún no logra reactivar el crédito en la magnitud esperada y pone en tensión el atractivo relativo del peso en un entorno donde las expectativas de devaluación a mediano plazo se reactivan.

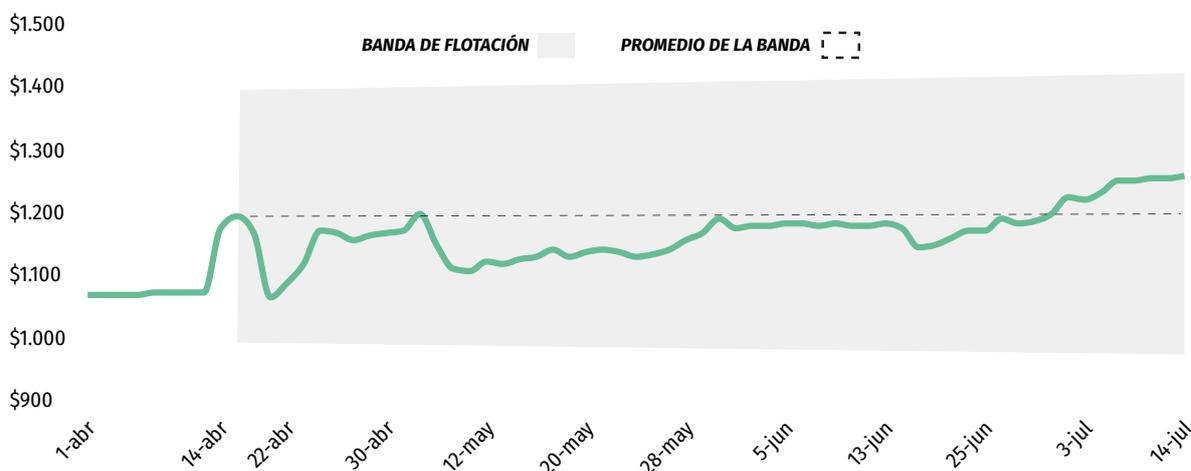
Qué esperar en los próximos meses

Con la inflación desacelerando y algunos sectores de la economía real mostrando signos de reactivación, las condiciones macroeconómicas actuales ofrecen una ventana de oportunidad, aunque limitada por los riesgos ya mencionados. El principal desafío hacia adelante será mantener el delicado equilibrio entre anclas nominales y reales, en un entorno donde el respaldo político será puesto a prueba, la presión cambiaria crece y los motores del crecimiento continúan sin despegar de manera uniforme.

Uno de los pilares más relevantes de esta transición es el tipo de cambio. En lo que va de julio, el dólar oficial subió un 5,2% y los dólares financieros acompañaron esa tendencia, con una brecha cambiaria contenida, pero en ascenso. La estabilidad cambiaria sigue siendo la principal ancla del esquema actual de desinflación, pero su sostenibilidad luce cada vez más frágil: la intervención del Banco Central ha cesado, las reservas netas siguen en terreno negativo y el volumen de exportaciones tiende a normalizarse tras el pico de liquidaciones agroindustriales. En este contexto, los futuros de dólar operan con una devaluación implícita del 2% mensual, señal de que el mercado espera cierto reacomodamiento hacia fin de año.

EVOLUCIÓN DEL DÓLAR Y BANDAS DE FLOTACIÓN

Dólar mayorista. Abril a julio de 2025



Fuente: Elaborado por ElysiumConsultores en base a BCRA



Al mismo tiempo, el frente fiscal se complica. Tras haber alcanzado un superávit primario durante el primer semestre, las cuentas públicas enfrentan presiones por el pago de aguinaldos, la erosión del gasto real y la aprobación de leyes con fuerte impacto presupuestario en el Congreso. El Gobierno ha anunciado su intención de vetarlas, pero su capacidad para sostener esa decisión es limitada en ambas cámaras. Si el frente fiscal se resquebraja, el programa económico pierde credibilidad, especialmente en ausencia de financiamiento externo o respaldo institucional sólido. Esto ya se refleja en el riesgo país.

El otro frente clave es el monetario. Tras el desarme de las LEFI, el sistema financiero absorbió más de \$10 billones de liquidez en pocas jornadas. Aunque el Tesoro logró canalizar una parte relevante hacia instrumentos en pesos, una proporción significativa quedó en cuentas del BCRA y presionó a la baja las tasas del mercado de corto plazo. La intención del Gobierno de reducir la nominalidad y fomentar el crédito enfrenta ahora el dilema de mantener tasas atractivas en pesos para evitar una nueva dolarización, sin que eso implique un freno abrupto al financiamiento doméstico. Esta tensión, si no se administra con precisión, puede derivar en un nuevo desalineamiento entre política cambiaria y monetaria.

Por último, la apertura comercial asoma como una de las transformaciones más profundas del actual ciclo económico. La baja de aranceles, la simplificación de importaciones y la promoción de competencia externa han comenzado a impactar sobre precios, consumo y producción. Sin embargo, sus efectos sobre el entramado industrial y el empleo aún son inciertos. Sectores como el textil y la electrónica ya muestran retrocesos productivos y pérdida de puestos de trabajo, mientras que el impacto sobre los precios al consumidor todavía es moderado. Para consolidar esta estrategia, serán clave reformas complementarias —como la laboral e impositiva— que reduzcan el costo estructural de producir en Argentina, evitando que la apertura derive en sustitución de producción local por importaciones.

En síntesis, el rumbo económico actual se basa en un esquema ambicioso: baja inflación, tipo de cambio contenido, equilibrio fiscal, crédito en expansión y apertura comercial. Sin embargo, cada uno de estos pilares enfrenta limitaciones y requiere de una coordinación macroeconómica más robusta, apoyo político estable y señales claras de sostenibilidad. El segundo semestre del año será clave para saber si este modelo logra estabilizarse o si vuelve a ser arrastrado por las tensiones históricas que han marcado la economía argentina.



Panorama Político

Las últimas dos semanas trazaron un cambio sutil pero profundo en la coreografía del poder nacional. Como si de una pieza teatral se tratara, los actores del sistema político argentino comenzaron a acomodarse en escena, empujados por la reactivación de una dinámica electoral que, aunque latente desde mayo con las elecciones distritales en Salta, Chaco y Jujuy, ahora toma velocidad de vértigo en dirección al 26 de octubre. La provincia de Buenos Aires, con su habitual peso específico, introdujo una inflexión decisiva con el desdoblamiento electoral, y fue allí donde se produjo uno de los movimientos más significativos: el cierre de listas del pasado 8 de julio selló una alianza entre La Libertad Avanza y el PRO, alianza que no sólo buscó competir con el peronismo, sino que también reveló fracturas internas de no menor calado. Santiago Caputto, artífice de la arquitectura electoral libertaria, fue desplazado de las negociaciones bonaerense sin demasiadas contemplaciones por Sebastián Pareja, figura cercana a Karina Milei. En paralelo, los hermanos Milei intentaron vetar el ingreso de cuatro intendentes vinculados a Jorge Macri, lo que evidenció un desplazamiento tácito del jefe de gobierno porteño dentro del armado opositor. Sin embargo, a últimas horas Cristián Ritondo evitó la fractura y todos los intendentes del PRO en PBA quedaron dentro de la Alianza La Libertad Avanza.

Pero si hubo una figura cuyo corrimiento marca un parteaguas, ésa fue Mauricio Macri. El expresidente, una vez epicentro del PRO, quedó en una suerte de segunda línea ceremonial tras la victoria del candidato libertario en CABA. El operativo retiro —con tonos de épica silenciosa— lo dejó fuera de las cámaras, pero no del juego: delegó su influencia en Cristian Ritondo y, tras el cierre de la alianza, recibió elogios del propio presidente Milei, quien incluso lo imaginó como eventual embajador. En los hechos, las paces selladas parecen dar sus frutos: Macri pidió a los gobernadores del PRO que no aprueben proyectos sensibles para el oficialismo y su equilibrio fiscal (Jubilaciones y Emergencia en Discapacidad).

Así se activa el tercer gran eje de la campaña: el retorno del conflicto federal. Luego de un año y medio sin recibir más que los fondos automáticos de la coparticipación, los 24 gobernadores, cada uno con su urgencia fiscal a cuestas, comenzaron a exigir la restitución de los ATN y otras transferencias discrecionales eliminadas por la motosierra mileísta. No es una súplica ingenua ni aislada: el calendario aprieta, los consumos caen, y los mandatarios provinciales necesitan oxígeno para no hundirse en sus propios territorios. Vale aquí una digresión: según datos de la Dirección

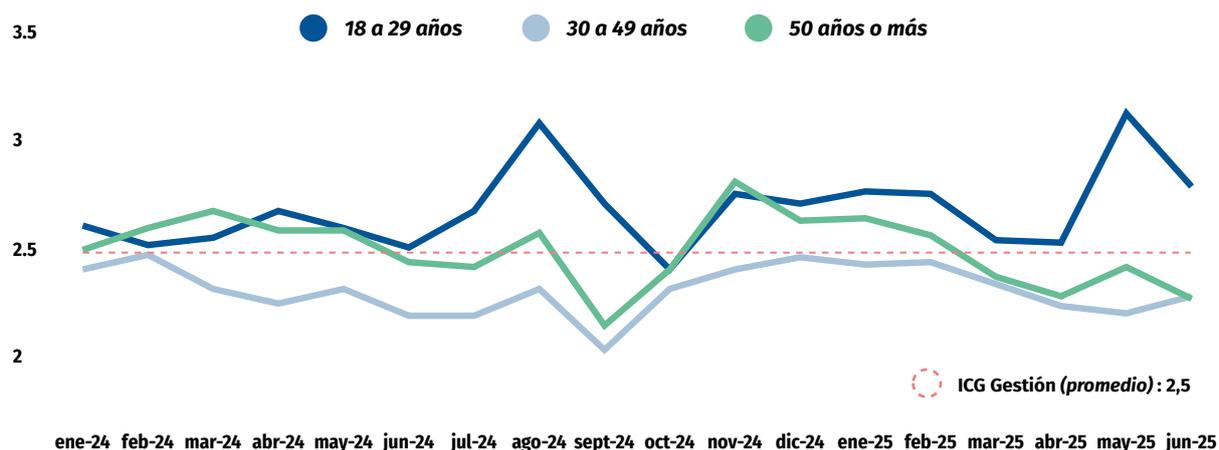


Nacional de Asuntos Provinciales, el fondo de ATN creció un 34% en términos reales en 2024 respecto a 2023, y para mayo de 2025 ya acumulaba prácticamente el mismo monto que todo el 2023. En otras palabras, el Presidente ha concentrado poder y dispone de recursos que serán objeto de disputa de las Provincias en el Senado.

Pero también asoma otro pulso: el de una sociedad que empieza a salir del encantamiento. Aunque los niveles de aprobación de Milei siguen siendo altos, las tensiones se filtran. Los mayores de 50 años —votantes prestados del ballotage, no convencidos libertarios— comienzan a registrar una erosión en su confianza. La inflación baja, sí, pero la crisis persiste, y los modos del presidente, su discurso confrontativo y su rechazo al diálogo institucional, desgastan esa alquimia inicial entre promesa de cambio y realidad tangible.

ÍNDICE DE CONFIANZA EN EL GOBIERNO

Gobierno de Javier Milei. ICG por grupos etarios. Enero 2024 a junio 2025



Fuente: Elaborado por ElysiumConsultores en base a ICG-UTDT

Aun así, no hay que perder el eje. El gobierno conserva fuerza en las encuestas, y su carta más potente —la desaceleración de la inflación— sigue sobre la mesa. Puede, sin dudas, imponerse en octubre. Pero si el oficialismo se deja arrullar por los números y confunde la tregua con un cheque en blanco, corre el riesgo de tropezar con su propio relato. Porque en la Argentina de las promesas incumplidas, los logros económicos no sobreviven sin respaldo político. Sin una élite dirigente que comprenda la fragilidad del equilibrio fiscal, sin un presidente con músculo electoral y voluntad de articular con actores clave, la Argentina seguirá atrapada en un esquema de inversiones volátiles, con un riesgo país que baja cuando hay aplausos pero vuelve a subir cuando se apagan las luces del escenario. La fiesta, en política, suele ser breve; lo que persiste es el día después.



elysiumconsultores.com