

ESCENARIO MACRO: ANCLA FISCAL AFLOJANDO

El programa llega al segundo semestre con el ancla fiscal todavía puesta, pero aflojando. El superávit primario acumula 1,2% del PBI en cuatro trimestres y el primer semestre cerró en 0,7% —0,6% neto de los ingresos extraordinarios por privatizaciones—, con ingresos que viene cayendo a un ritmo del 5% real mientras el gasto primario cae 2%.

Sostener el equilibrio en 2026 pasa a ser un desafío de importancia mayor para el gobierno con esta dinámica. El segundo semestre es estacionalmente más intensivo en gastos y arrastra algunos pagos dilatados del primero, como los \$400.000 millones pendientes a universidades o los casi \$300.000 millones que estimamos no giró por Programas Sociales. Nuestra visión es que el 2026 va a cerrar con superávit primario ligeramente por debajo del 1% del PBI, disminuyendo por segundo año consecutivo, y desviándose de la meta de 1,43% pactada con el FMI. De hecho, según nuestros cálculos ya en el primer semestre hubo un pequeño desvío negativo, por lo cual la meta de junio está incumplida. Las perspectivas para diciembre son aún más pesimistas. Por ello, esperamos un waiver, una negociación algo más áspera y algunas medidas correctivas como contraprestación argentina del incumplimiento.

El nudo del dilema fiscal es la recaudación que no repunta por la estancada actividad económica. Esto podría revertirse si el crédito privado vuelve a crecer, algo que todavía no pasa. Esa es la resaca del apretón monetario de 2025. La buena noticia es que ahí el dato del mes es constructivo: la mora de las familias parece que tocó techo. Nuestra estimación sobre la Central de Deudores de junio da 12,6% de irregularidad contra 12,8% en mayo, la primera baja en veinticuatro meses.

El techo no borra el tendal. El servicio de capital e intereses de los préstamos asignados hoy representa 24% de la masa salarial formal —29% sumando el crédito no bancario, el equivalente a 7,4% del PBI— contra 12% que era dos años atrás. Si bien es positivo tener más crédito, la borrachera de 2025, donde la tasa real de los préstamos pasó de 0% a más de +45% anual en pocos meses, dejó una situación compleja. Hay 21 millones de personas con deuda, cuatro millones más que al inicio del ciclo, y el segmento que más creció es el que combina banco y proveedores no financieros de crédito -PNFC- (de 4,7 a 7,7 millones de deudores), exactamente donde la mora pegó más fuerte. Consolidando el universo de créditos (bancarios y de PNFC), uno de cada seis pesos que deben los hogares está con algún grado de atraso.

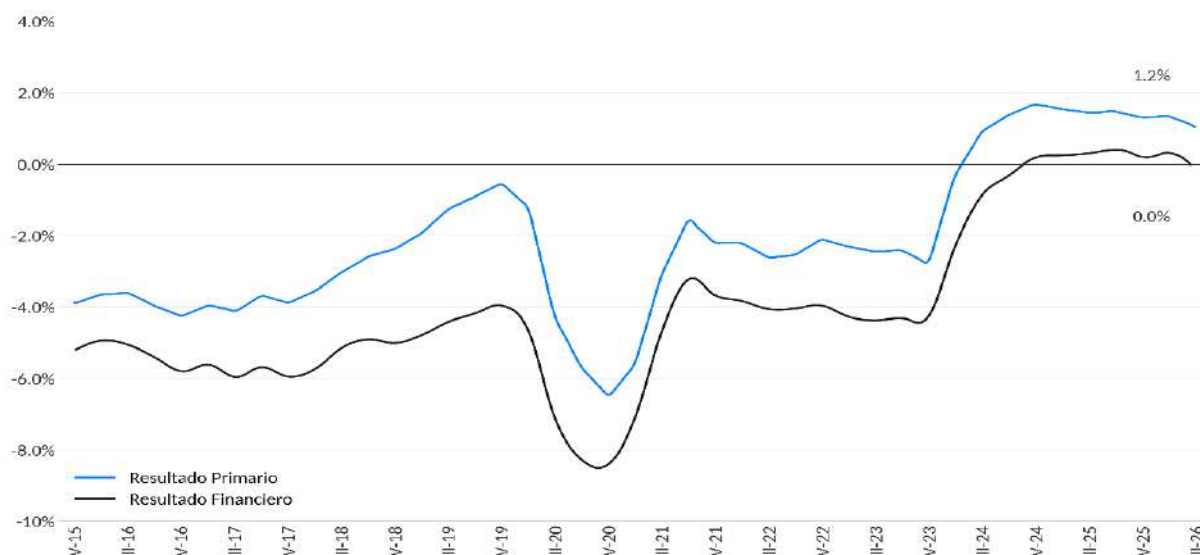
Hacia adelante, las dos historias son la misma: la velocidad a la que pueda bajar la tasa real define tanto el costo de renovar deuda para el Tesoro, como la posibilidad de que el crédito privado vuelva a arrancar. Nuestro escenario base combina un waiver fiscal y un nivel de mora que se estabiliza en torno a 12,3% en el tercer trimestre. Pero conviene no confundir techo con recuperación: con la carga financiera en máximos, 7,7 millones de deudores cruzados digiriendo pasivos y una banca que sale del episodio con balances golpeados y encajes diarios en torno al 65%, 2026 es un año de digestión. El nuevo ciclo de crédito requiere lo que todavía no está: salario, plazo y tasa.

Finanzas públicas

La foto fiscal del semestre sigue siendo buena: superávit primario de 0,70% del PBI en enero-junio, 1,2% en el acumulado de cuatro trimestres y resultado financiero de vuelta al equilibrio -aunque siempre aclarando que la mayor parte de los pagos de intereses están contabilizados bajo la línea por efecto de la capitalización- (Figura 1).

Pero la película es otra historia y muestra una dinámica de deterioro combinada con falta de respuestas-ideas por parte del gobierno. Descontando los ingresos extraordinarios por privatizaciones —alrededor de \$1,04 billones—, el primario del semestre baja a 0,60%, contra un sendero pactado con el FMI que exigía 0,66%: una brecha de \$574.000 millones, apenas 0,05% del PBI, pero incurrida antes de entrar en la segunda mitad del año, que es la más exigente.

Figura 1. Resultado primario y financiero del Sector Público Nacional. Acumulado 4 trimestres como % del PBI



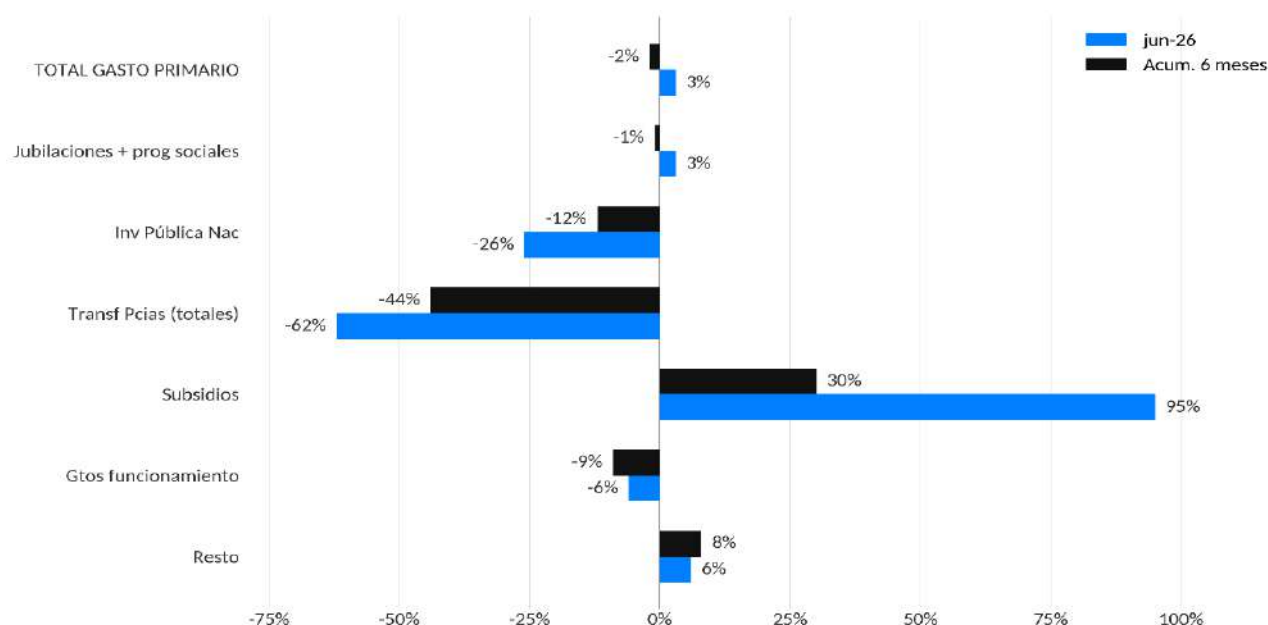
Desde el pico del ajuste inicial, cuando el acumulado llegó a 1,8% del PBI en 2024, la holgura se fue erosionando hasta el 1,2% actual. 2026 se perfila como otro año de resistencia, mucho más que de dominio del partido fiscal. Es la dinámica de la Scaloneta 2021-2022: golemos en el primer tiempo y estamos sufriendo en el segundo.

El motor de esa erosión es que los ingresos caen más rápido que el gasto: -5,0% real interanual en el semestre contra -2,0% del gasto primario. Cumplir la regla de equilibrio financiero exige cerrar esa divergencia por alguna de las dos puntas, y la de los recursos luce jugada en el corto plazo. Si bien nos imaginamos medidas para incrementar los recursos fiscales no les vemos oportunidad y conveniencia suficientes para que el gobierno decida implementarlas.

La recaudación está reflejando una actividad que no despega en los sectores empleo-intensivos —el nivel estimado de junio de 2026 es igual al de febrero de 2025. La composición de la caída lo dice todo: los derechos de exportación (-40,7% real, por menores alícuotas y liquidación) explican 2,7 puntos de la contracción de los tributarios (-6,6%), pero el IVA neto (-7,9%, 1,6 puntos) y los aportes y contribuciones (-3,8%, 1,3 puntos) son señales de un consumo débil, así como de incipientes problemas de empleo y un deterioro marginal del salario real. Derechos de importación (-18,8%) e impuestos internos (-14,1%) completan el cuadro; solo Ganancias se sostuvo (+0,7%). La dinámica dual de sectores pujantes y rezagados que venimos viendo en la actividad no va a cambiar en los próximos meses, así que la corrección no vendrá por mayores recursos.

Queda entonces contraer el gasto hasta el ritmo de los ingresos —una reedición, paradójicamente, de la fallida “regla Batakis” de gastar lo que entra. Si bien en aquella oportunidad la regla nació muerta (aunque el por qué es otra historia)—, entendemos que este primer semestre de 2026 mostró por qué eso es más fácil de enunciar que de hacer (Figura 2).

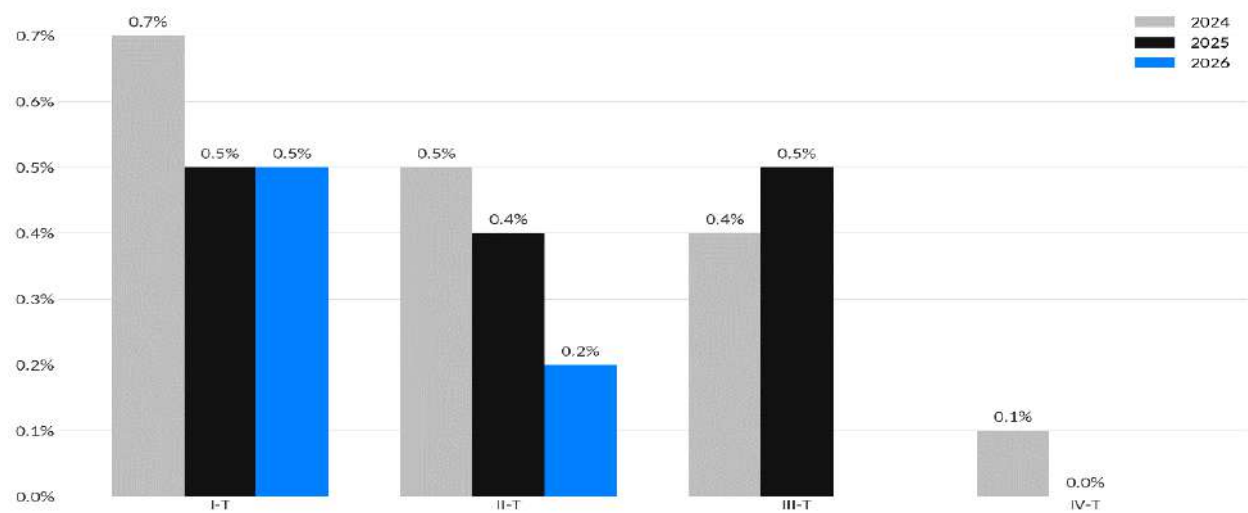
Figura 2. Variación real interanual del gasto primario y sus componentes. Junio 2026 y acumulado 6 seis meses de 2026.



Detrás del -2,0% del gasto primario conviven dos factores expansivos difíciles de tocar: las jubilaciones, cerca de 40% del gasto, se mantienen en términos reales (y aumentan en el margen conforme la inflación baja como muestra el dato de junio), y los subsidios saltaron 30% real en el semestre, de la mano de los precios de la energía disparados por el conflicto entre EEUU e Irán y una política tarifaria que se quedó corta (entendemos que a propósito para no generar más presión inflacionaria). Además las transferencias para Universidades y Programas Sociales fueron estratégicamente pisadas en junio para mejorar los números del semestre, lo que deja unos \$700.000 millones de compromisos pendientes, que tendrán impacto en el segundo semestre. Del lado contractivo, el gobierno tuvo que hacer bastante esfuerzo para no ser expansivo: otras prestaciones sociales (-8,7% i.a), los gastos de funcionamiento (-8,9% i.a), y la inversión pública (-12,1% i.a) y las transferencias de capital a provincias (-12,4% i.a) siguen cayendo sobre bases que ya se habían desplomado 70-75% en 2024.

Por eso nos cuesta creer en una corrección de segundo semestre, por dos razones que se ven juntas en la Figura 3. La primera es de momentum: el gobierno viene empeorando sus números trimestre a trimestre desde fines de 2024, porque una vez maximizada la licuación de diciembre 2023-marzo 2024 y recortado el gasto discrecional, las palancas que quedaron disponibles son las menos sanas —incumplir leyes como la de financiamiento universitario o el muñequero de caja con universidades, generadoras eléctricas y proveedores del Estado—, con el agravante de que el grueso de ese repertorio ya se usó.

Figura 3. Resultado primario (% del PBI anual) por trimestre. 2024, 2025 y 2026



La segunda es estacional: el tercer trimestre suele parecerse al segundo y el cuarto es siempre el más complejo del año, y este año el período julio-septiembre carga un lastre adicional, porque los subsidios energéticos vienen acelerando —el dato de junio marcó +95% interanual— con la importación de unos 35 millones de metros cúbicos de GNL que se encareció 26% en un año. Reeditar los resultados del segundo semestre de 2025 luce, con todo esto, improbable.

Con esa aritmética planteamos dos escenarios de cierre (Figura 4). En el base —algo optimista—, el gobierno sostiene un superávit primario de 1,1% del PBI en el año, o 0,95% neto de privatizaciones. Este escenario requiere que la recaudación del segundo semestre se recupere hasta empatar a la inflación y que el gasto revierta la estacionalidad con casi 3 puntos porcentuales adicionales de contracción respecto del primer semestre. Aun así, la brecha contra la meta del FMI es de 0,48% del PBI, unos \$5,4 billones.

En el pesimista, ingresos y gastos mantienen la dinámica del primer semestre —la recaudación cayendo más rápido que el gasto— y el año cierra con un primario ajustado de 0,76% (0,85% contando privatizaciones), con una brecha de 0,68% respecto del objetivo del programa con el FMI, unos \$7,7 billones. En ningún escenario se alcanza el 1,43% del PBI (\$16,26 billones) pactado para 2026.

Figura 4. Escenarios alternativos de meta fiscal

Escenario Neutral						
Resultado Fiscal	Efectivo		Estimado			
	Ene-Jun 2026		Jul-Dic 2026		2026 Total	
	\$	% PBI	\$	% PBI	\$	% PBI
1. Primario IMIG	7,327,029	0.70%	4,578,414	0.35%	11,905,444	1.05%
Ingresos Privatizaciones	1,039,903	0.09%	0	0.00%	1,039,903	0.09%
2. Primario Ajustado	6,287,126	0.60%	4,578,414	0.36%	10,865,540	0.96%
3. Target FMI 2026	6,861,100	0.66%	9,398,900	0.78%	16,260,000	1.43%
Diferencia (2-3)	-573,974	-0.05%	-4,820,486	-0.42%	-5,394,460	-0.48%

Escenario Pesimista						
Resultado Fiscal	Efectivo		Estimado			
	Ene-Jun 2026		Jul-Dic 2026		2026 Total	
	\$	% PBI	\$	% PBI	\$	% PBI
1. Primario IMIG	7,327,029	0.70%	2,279,138	0.15%	9,606,167	0.85%
Ingresos Privatizaciones	1,039,903	0.09%	0	0.00%	1,039,903	0.09%
2. Primario Ajustado	6,287,126	0.60%	2,279,138	0.15%	8,566,264	0.76%
3. Target FMI 2026	6,861,100	0.66%	9,398,900	0.78%	16,260,000	1.43%
Diferencia (2-3)	-573,974	-0.05%	-7,119,762	-0.62%	-7,693,736	-0.68%

Fuente: Elaboración propia en base a IMIG y FMI.

La lectura de economía política es que el desvío no pone en riesgo el Programa y los desembolsos: el Fondo ya mostró con Argentina una flexibilidad difícil de sobreestimar. Pero sí tiene precio. Es previsible que las revisiones se dilaten y que el waiver fiscal venga acompañado de medidas correctivas —prior actions— como moneda de cambio; el avance sobre la modificación del Monotributo es el candidato más a mano. Y deja una consecuencia que conecta con la sección siguiente: un Tesoro que va a renovar deuda con la meta incumplida vuelve más valiosa cada décima de baja de la tasa real, la misma variable que hoy tiene frenado al crédito privado.

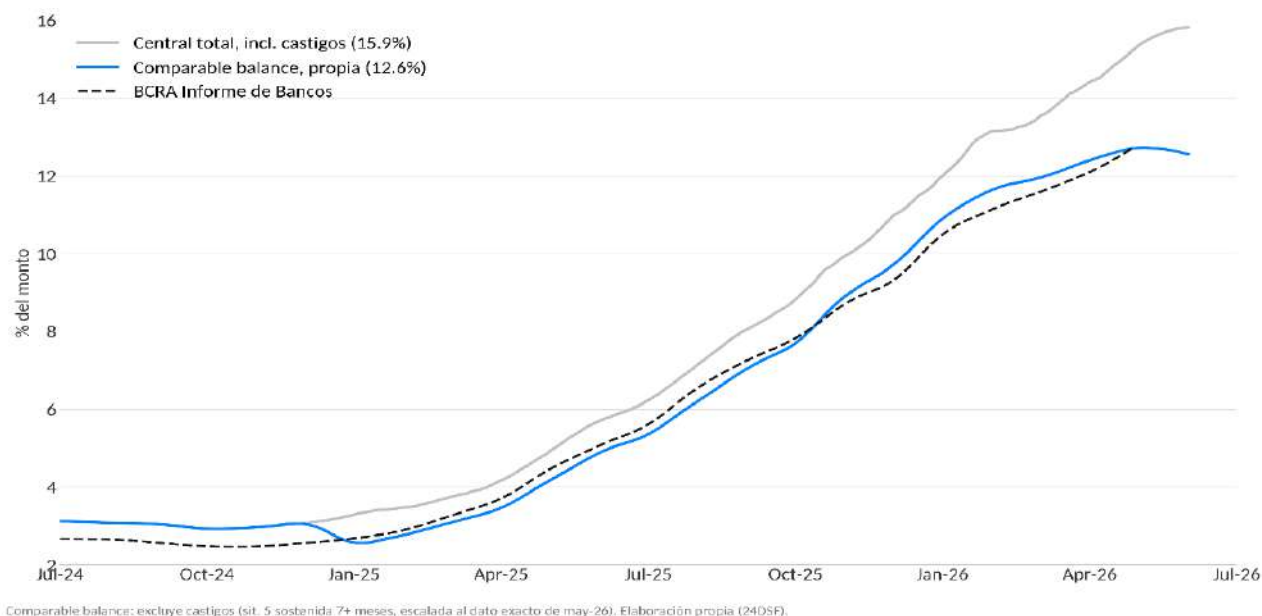
Crédito privado, mora y dinámica hacia adelante.

La principal novedad es que la mora aparenta haber dejado de subir en junio, lo que es un importante alivio para el sistema (y para el gobierno). Nuestra estimación sobre la Central de Deudores de junio —replicando el perímetro y la metodología del Informe sobre Bancos del BCRA— da 12,6% para las financiaciones bancarias a familias, dos décimas por debajo del 12,8% de mayo.

Fue la primera baja en veinticuatro meses. La Figura 5 permite poner ese quiebre en perspectiva: la mora de las familias venía de un piso de 2,5% a fines de 2024 y se quintuplicó en un año y medio, hasta alcanzar un récord de la postconvertibilidad. En paralelo, la mora de empresas pasó de niveles cercanos a cero a 3,5%, concentrada en sectores transables afectados por la apertura, como textiles y cuero, papel y el resto de la industria manufacturera.

Esta noticia positiva no implica una recuperación de la capacidad de endeudamiento de los hogares, sino más bien el agotamiento del flujo de deudores entrando en problemas. Después de dos años de deterioro ininterrumpido, que el margen haya dejado de empeorar es valioso, y era razonable anticiparla por algunos datos que veníamos viendo.

Figura 5. Evolución de la mora de familias. Julio 2024 a Junio 2026

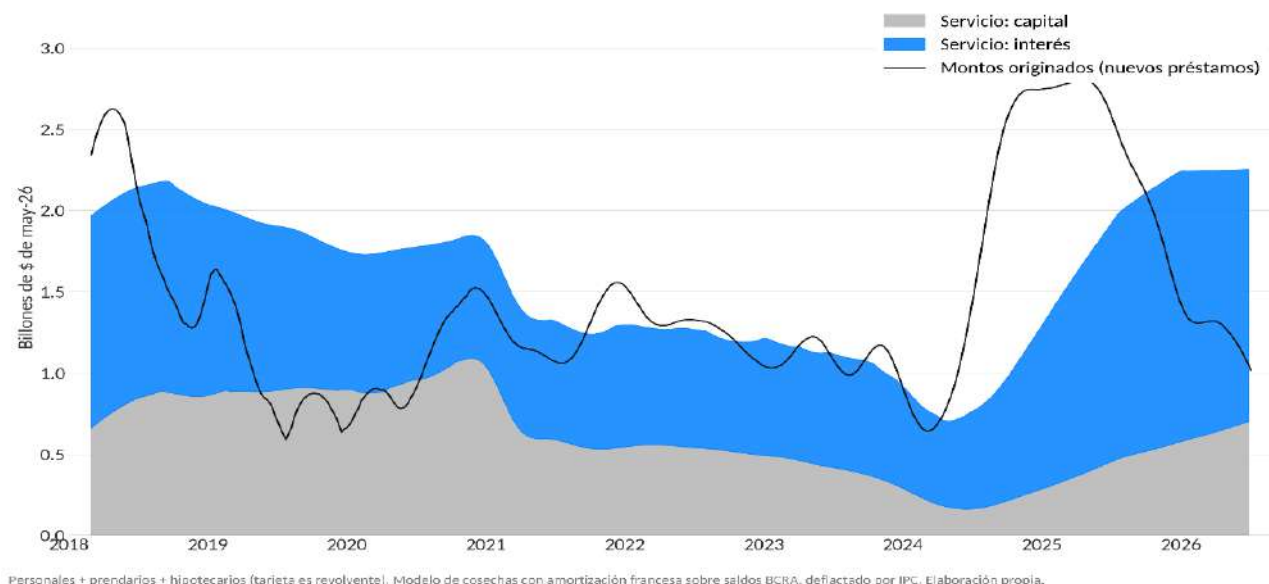


La primera señal es la sequía de crédito nuevo. La Figura 6 reconstruye cuánto crédito bancario a plazo se origina por mes y cuánto pagan las familias en concepto de capital e intereses del stock ya tomado, todo a precios constantes.

La dinámica de la línea negra sólida es elocuente: la originación se derrumbó de un pico de \$2,8 billones mensuales en abril de 2025 a \$1,1 billones en junio 2026, mientras el servicio de la deuda siguió subiendo

hasta \$2,2 billones, cada vez más explicado por el componente de intereses que respondió al incremento de tasas de interés sufrido durante la segunda mitad del 2025. Con lo cual en el neto los bancos están cobrando más de lo que originan, aunque todavía no alcanza para reducir el stock de crédito (los servicios de capital están por debajo de la originación)

Figura 6. Crédito bancario a plazo: montos originados versus servicio de capital e intereses

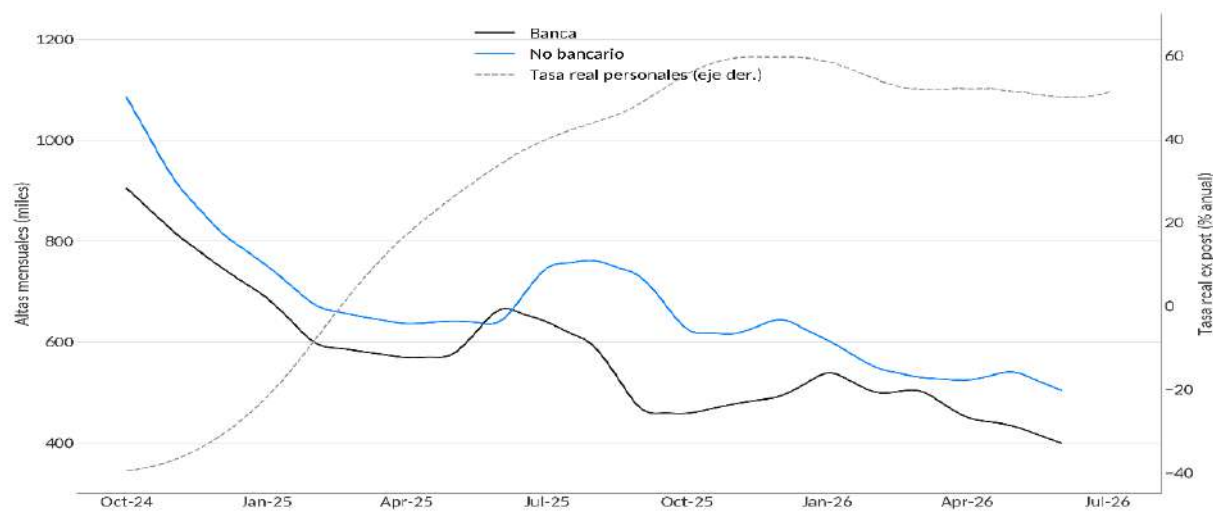


Una forma de interpretar estas cifras es la siguiente: por cada peso de crédito nuevo que reciben las familias como un todo, están pagando dos pesos por préstamos viejos, mayormente en concepto de intereses. Vale notar que, dados los indicadores de salarios recientes, este desendeudamiento es forzado, por ausencia de refinanciamiento voluntario, no por mejora de ingresos.

La consecuencia aritmética directa sobre la mora demoró más de lo pensado, pero finalmente llegó: sin nuevos créditos, no hay nuevas deudas para deteriorar. Obviamente esto es una consecuencia de corto plazo solamente. En plazos más largos la no originación implicaría un aumento de la mora privada a medida que los créditos “buenos” se repagan y solo quedan los “malos” en el stock. Pero a corto plazo genera esta dinámica que estamos viendo: la morosidad tiende a estabilizarse.

La Figura 7 muestra lo mismo en cantidades: las altas crediticias mensuales cayeron de 845 mil a 312 mil en los bancos y de 890 mil a 520 mil en el crédito no bancario desde los picos de fines de 2024 y principios de 2025. La dinámica descendiente es consistente con la apertura parcial del cepo el año anterior que implicó un incremento en la tasa de interés real de 60 puntos porcentuales, pasando de 0% a 60% en un período de nueve meses.

Figura 7. Nuevas relaciones crediticias de familias por mes, bancos y crédito no bancario. Media móvil 3 meses. Septiembre 2024-Junio 2026.

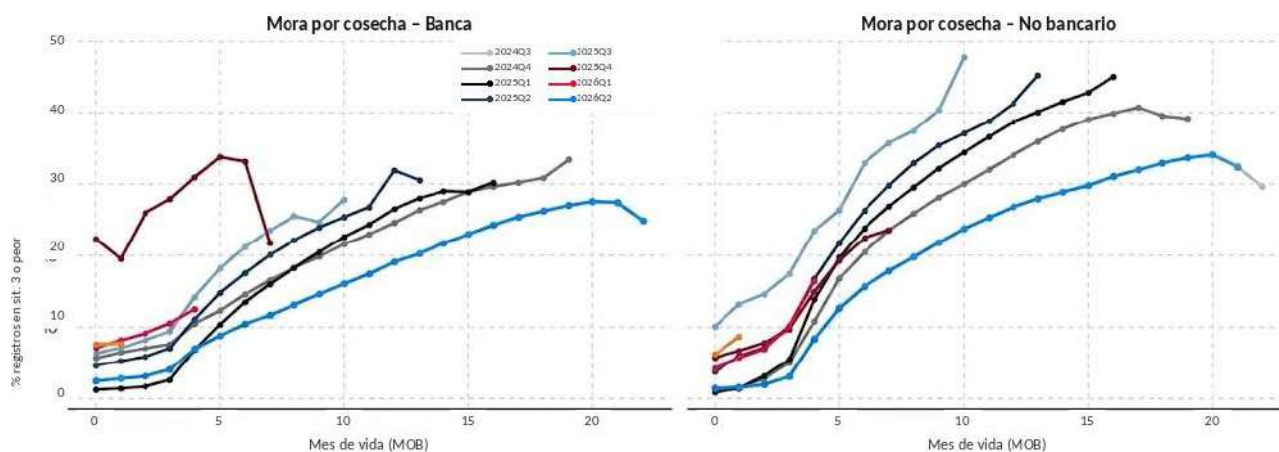


Altas: media móvil 3m, Central de Deudores (24DSF). Tasa real: TEA de personales deflactada por inflación interanual, media móvil 3m. Elaboración propia.

La segunda señal que veíamos pasaba por la evolución relativa de los nuevos créditos otorgados. Para realizar este análisis seguimos a cada camada de créditos desde su otorgamiento y medimos qué porcentaje cae en mora a igual edad del préstamo (Figuras 8 y 9).

Ahí se ve que el deterioro de 2025 no fue solo el envejecimiento del stock: cada camada nació peor que la anterior, probablemente explicado por el mismo fenómeno: las tasas reales de préstamos personales quedando en niveles 50 puntos porcentuales por encima de la inflación esperada próximos 12 meses.

Figura 8. Mora por cosecha y mes de vida del crédito, bancos y entidades no bancarias

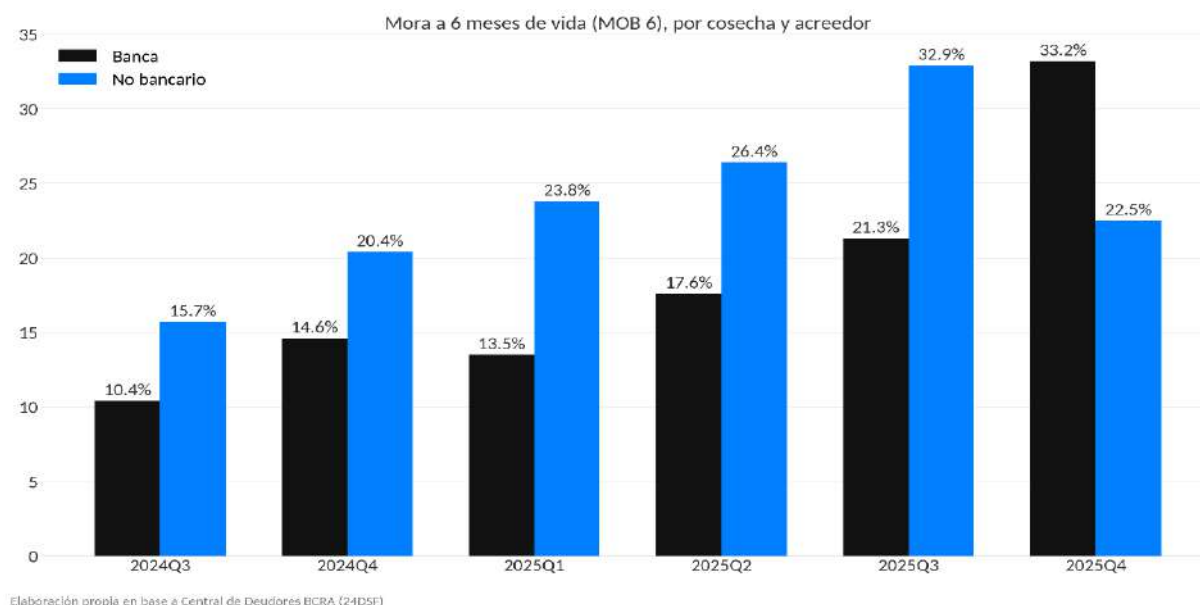


Cosecha = trimestre de primera aparición de la relación. La cosecha 2025Q4 de banca está contaminada por traspases de cartera. Elaboración propia (24DSF).

Como se aprecia en la Figura 9, a los seis meses de vida, los créditos bancarios originados en el tercer trimestre de 2024 tenían 10,4% de mora; los del tercer trimestre de 2025, 21,3%. En el crédito no bancario el patrón es idéntico con niveles superiores (15,7% a 32,9%). Las camadas más recientes, en cambio, quiebran la secuencia: a los tres meses de vida, los créditos otorgados a fines de 2025 y principios de 2026 muestran la mitad del deterioro temprano que las del tercer trimestre de 2025. Esto responde a que el filtro de otorgamiento se endureció, primero en las fintech y luego en los bancos: se está prestando menos pero con mayor calidad. Vale una aclaración de lectura: la cosecha bancaria 2025Q4 de la Figura 8 (33,2%) debe

excluirse del análisis, porque está contaminada por traspasos de cartera entre entidades que registran como créditos nuevos préstamos con historia —y mora— previa.

Figura 9. Mora a seis meses de vida por cosecha y tipo de acreedor



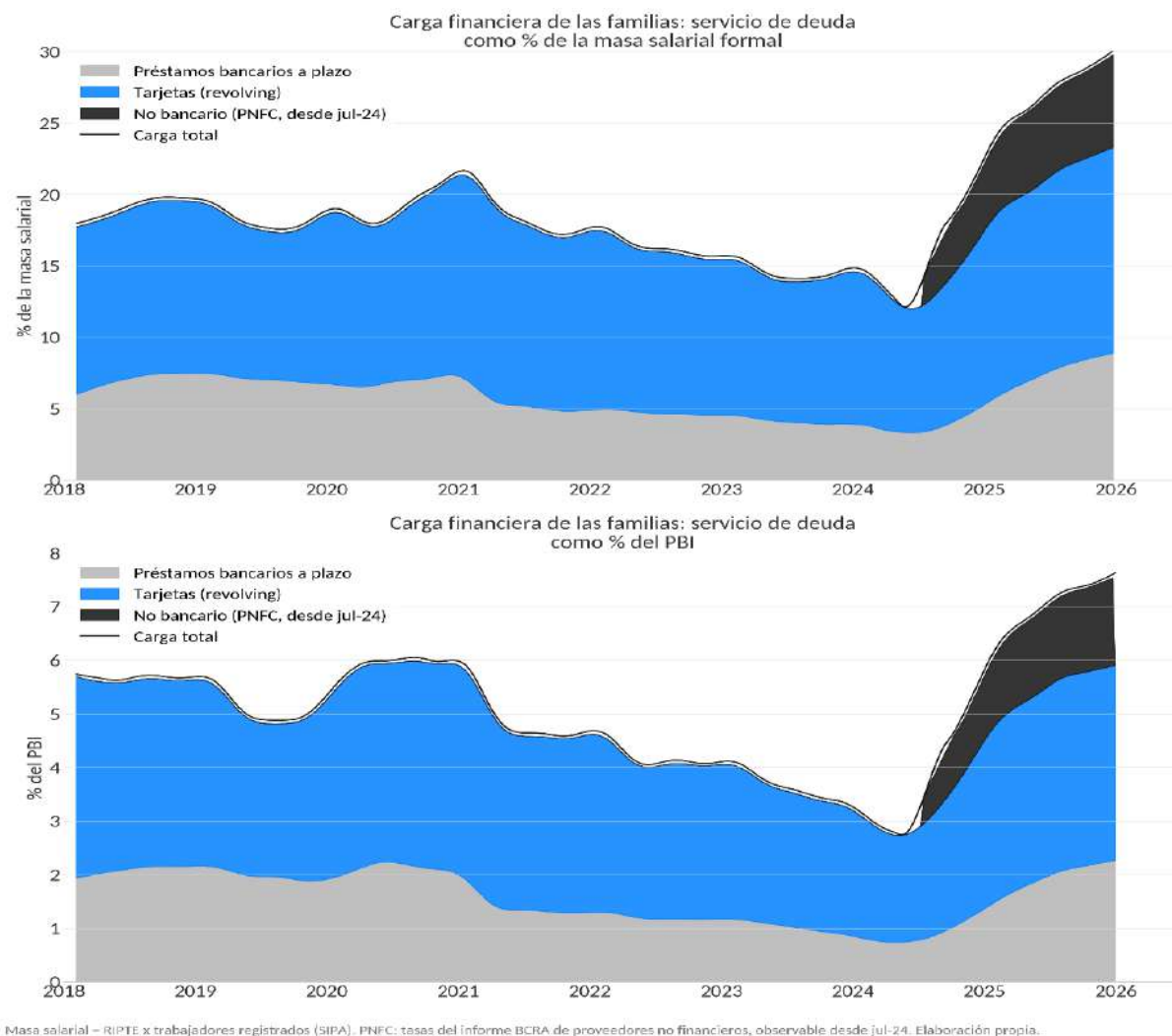
La tercera señal que veníamos observando era la composición del deterioro dentro de los deudores. El stock en situación 2 (atrasos incipientes) viene cayendo desde noviembre de 2025 y el de situación 3 desde enero de 2026; lo único que crece son las situaciones 4 y 5, es decir, la mora vieja envejeciendo camino al castigo (write-off).

A ese movimiento contribuyen las refinanciaciones, que se multiplicaron en el último año, aunque su naturaleza obliga a leerlas con cuidado: de los 444 mil registros refinanciados a mayo, el 80% venía de estar en mora en los doce meses previos, tres de cada cuatro siguen hoy en situación 3 a 5, y en el 77% de los casos la permanencia al día tras la refinanciación no llegó a tres meses, con recaídas superiores al 80% en casos como Naranja Digital, Santander y Galicia. Tal como se está usando, la refinanciación ordena el balance del banco más que la situación del deudor: le da aire a la entidad antes de pasar a pérdida el crédito.

La carga financiera volvió a máximos

Que la mora haya encontrado techo no significa que el problema quedó atrás; significa que dejó de crecer sobre un stock que ya es enorme. La medida más elocuente es la carga financiera de la Figura 10: el servicio de deuda bancaria de las familias pasó de 12% de la masa salarial privada formal en el piso de mayo de 2024 a 24% en junio de 2026 —unos 10 puntos explicados por préstamos a plazo y 14 por tarjetas—, y sumando el crédito no bancario la carga total llega a 29%, prácticamente un tercio de la masa salarial privada formal se destina al servicio mensual de deuda, lo que equivale a 7,4% del PBI, más del doble que dos años atrás.

Figura 10. Carga financiera de las familias: servicio de deuda bancaria como porcentaje de la masa salarial formal y % del PBI

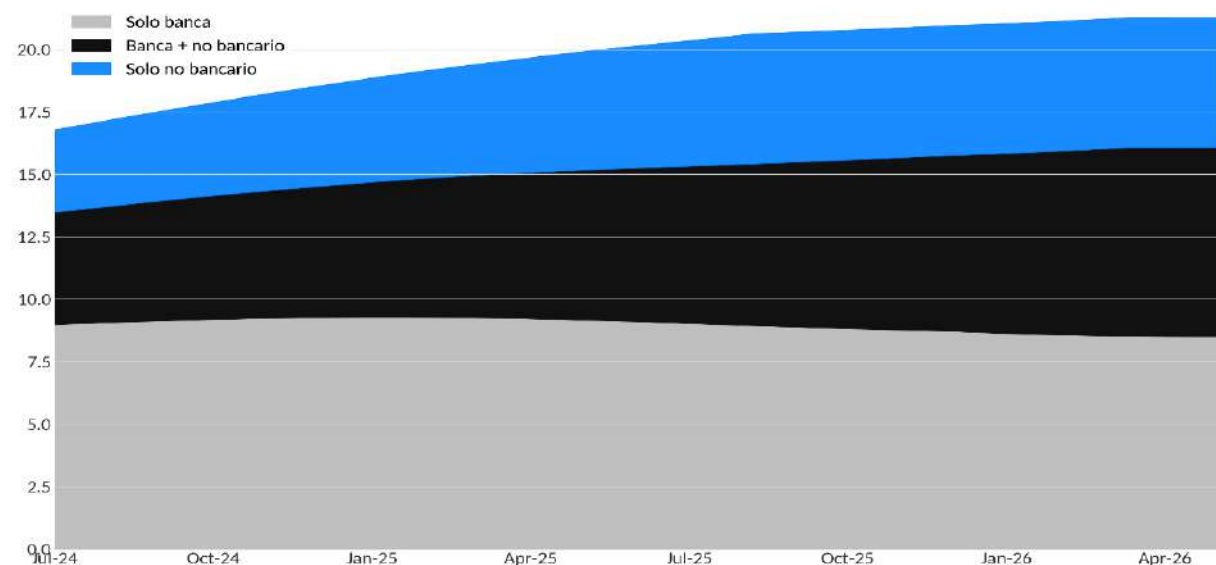


Detrás del salto está el fin de la licuación. Ese es el problema de cara a la salida del berenjenal actual: con tasas reales de esa magnitud la carga no baja sola, baja con recuperación salarial, con extensión de plazos o con tasas menores, y ninguna de las tres está garantizada en un semestre electoral.

El ciclo también deja un mapa de deudores más grande y superpuesto (Figura 11). Las personas con alguna relación crediticia pasaron de 17 a 21 millones entre julio de 2024 y junio de 2026.

La expansión no vino por clientes exclusivos de los bancos tradicionales —ese universo incluso se achicó de 9 a 8,4 millones—, sino por la superposición de acreedores: los deudores que combinan bancos y crédito no bancario saltaron de 4,7 a 7,7 millones, con deudas promedio de \$6 a 7 millones, y el segmento exclusivamente no bancario creció de 3,5 a 4,8 millones de personas, con deudas chicas, cercanas a \$700 mil. Y fue el público que utiliza ambas fuentes de financiamiento el que acumuló la mayor cantidad de problemas para servir sus deudas, dado que es ahí donde se concentró el impacto de la mora.

Figura 11. Deudores de familias por tipo de acreedor



Elaboración propia en base a Central de Deudores BCRA (24DSF)

Este universo no bancario merece un renglón propio porque es estructuralmente distinto: su irregularidad ya era de 17% en 2018 según el relevamiento del propio BCRA, hoy roza 27% en la medición oficial (31% en la nuestra, a junio) y no está alcanzado por las normas de previsión y castigo que ordenan la cartera bancaria, de modo que su depuración corre por otra vía: venta de carteras y deudores que dejan de informarse. Consolidando ambos mundos, la mora de las familias es 15,4%: uno de cada seis pesos que deben los hogares argentinos está hoy impago. Ese es el número que mejor describe lo que deja este ciclo de aumento del crédito a hogares.

Perspectiva para el segundo semestre

El escenario base supone la confirmación del techo y una lenta declinación: mora de balance estabilizándose en torno a 12,5% durante el tercer trimestre, con la medida amplia de la Central todavía subiendo unos meses por el arrastre de los castigos, que operan con siete meses de rezago normativo.

El riesgo de corto plazo sería un nuevo shock de tasas o cambiario durante 2026, pero lo vemos poco probable. Luego del corredor implícito de tasas que implementó el BCRA y el año positivo en términos de sector externo, nos parece difícil tener un segundo semestre con volatilidad de tasas similar al 2025.

No obstante, los balances ya deteriorados y la experiencia 2025 parecen difíciles de superar para las entidades que aún no pueden reducir las tasas activas de interés. En nuestra opinión, eso se conforma de un conjunto de factores:

- El traumático 2025 en términos de volatilidad de tasas.
- La resaca del ciclo electoral que nos dejó todavía con integración diaria de encajes en torno al 65%.
- La necesidad de compensar las pérdidas esperadas de la cartera en un contexto en el cual la mora seguirá estando alta en el sistema por bastante tiempo.
- El riesgo político que implica 2025, no solo por el cambio de rumbo económico, sino por la volatilidad cambiaria y de tasas que se puede experimentar en 2027.

El riesgo de volver a cosechar camadas recién saneadas y nuevamente deterioradas posterga un proceso virtuoso nuevo de crédito. Incluso en el escenario bueno, conviene no confundir techo con recuperación.

Para que arranque un nuevo ciclo de crédito hace falta que la carga financiera baje —salario, plazo y tasa mediante—, que los 7,7 millones de deudores cruzados digieran sus pasivos, y que los bancos que salen del episodio con la rentabilidad golpeada por provisiones vuelvan a originar sin repetir los estándares de otorgamiento de 2024-2025. La mora encontró su techo en junio; el trabajo de desendeudar a las familias y reconstruir el mercado de crédito recién empieza.



Investigación y Estrategia de Mercado

📍 Esmeralda 303, CABA, Argentina.

🌐 www.nchacobursatil.com.ar

Contacto

Tel.: 0800-555-6242 Int. 2890

La información contenida en el presente reporte ha sido elaborada por Nuevo Chaco Bursátil S.A. Sociedad de Bolsa ("NCHB") en base a información pública. La misma es suministrada únicamente con fines orientativos y no supone recomendación ni sugerencia de inversión ni de asesoramiento de clase alguna, y bajo ninguna circunstancia se la podrá utilizar como oferta de compra o de venta en firme. NCHB no asumirá ninguna responsabilidad por pérdidas o riesgos causados directa o indirectamente como consecuencia de la utilización, aplicación y/o errónea interpretación de la información de referencia.