



Informe de coyuntura N° 50

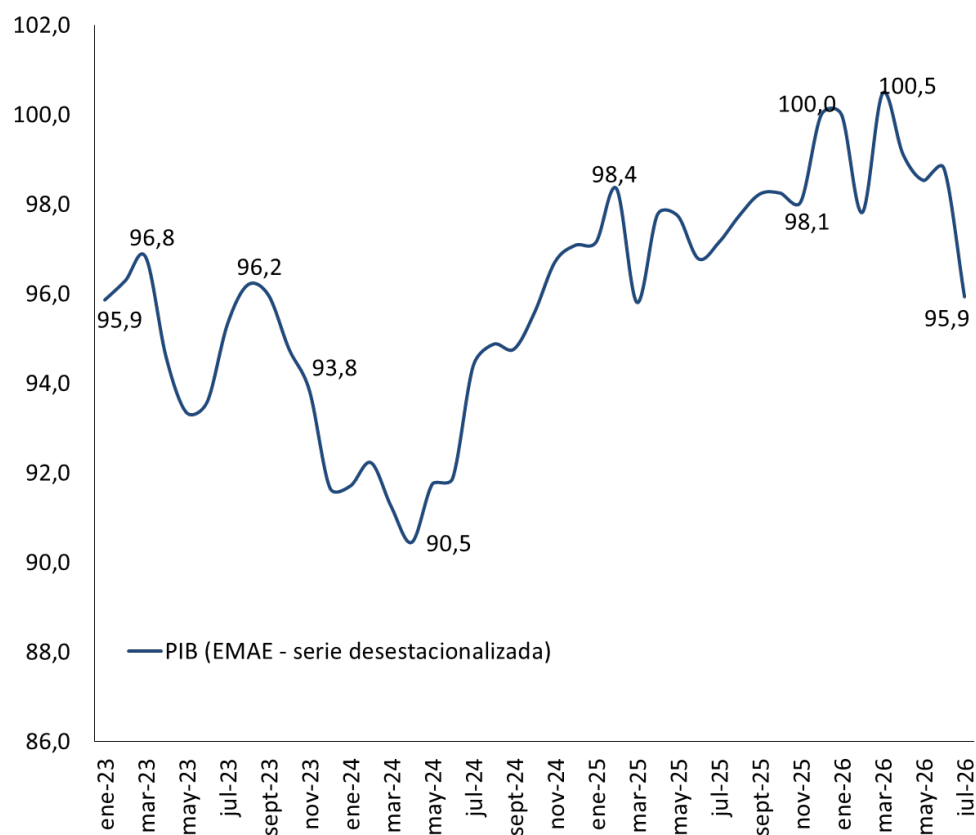
Octubre 2026

Informe elaborado por: Pablo Manzanelli y Leandro Amoretti

- El nivel de actividad económica, que se había estancado durante 2025, inició una fase descendente en 2026 registrando una contracción del 4,1% entre diciembre de 2025 y julio de 2026. El componente de la demanda agregada que más contribuyó a esa caída, y que preanuncia la continuidad del proceso, es la inversión fija cuyo descenso se remonta al primer trimestre de 2025 y acumula una caída del 12,4% en términos absolutos hasta el segundo trimestre de 2026. Esta crisis de inversión se completa con el saldo negativo de la inversión extranjera directa (-1.800 millones de dólares).
- En el marco de la valorización financiera, el ajuste de los ingresos reales y la apertura comercial, el circuito esperable que tendió a adoptar el excedente fue la fuga de capitales al exterior, que es la contracara de la reducción de la inversión. En un escenario de relativa estabilidad cambiaria, la formación de activos externos superó los 18.700 millones de dólares en los primeros 8 meses de 2026. A razón de 2.340 millones por mes.
- Los límites para revertir la fase descendente tampoco se desvinculan de la caída del empleo y de los salarios reales que afectan el segmento del consumo asociado a los sectores populares. El empleo asalariado se redujo en 370.000 y el salario real en 12,6% entre noviembre de 2023 y julio de 2026. La mayor caída del poder adquisitivo de los precios vinculados a los servicios (-32,8%) respecto a los de bienes (+5,3%) pone de relieve que una porción superior de los salarios se destina al pago de servicios y una menor al de los bienes. Este cambio en los precios relativos no está disociado de la reforma arancelaria (que fue de más de 10 puntos porcentuales en promedio) y paraarancelaria que desplegó el gobierno actual.
- En ese marco, la fragilidad externa que tiene la economía argentina, que se desenvuelve paradójicamente en una inédita bonanza comercial, constituye otro límite de carácter estructural que impide la reactivación económica. Como en una puerta giratoria, los ingresos al BCRA de 23.000 millones por el superávit comercial contrastan con los 37.700 millones que se fueron por la formación de activos externos, los intereses de la deuda, el déficit de servicios y el giro de utilidades al exterior. Esa diferencia fue cubierta con deuda.
- La incógnita es si se repetirá esa posibilidad en 2027 ya que el programa financiero del año que viene –con vencimientos del gobierno nacional y el BCRA por 30.100 millones de dólares– exhibe una brecha de 22.700 millones de dólares con las fuentes de financiamiento anunciadas en junio y corregidas en el presupuesto 2027. A ese complejo panorama se suman los vencimientos de los gobiernos subnacionales (2.400) y los de las obligaciones negociables de las grandes empresas (8.200 millones de dólares). Es decir que los vencimientos totalizan 40.700 millones de dólares en 2027. Nada menos.

- El nivel de actividad económica, que se había estancado durante 2025, inició una fase descendente en 2026. A tal punto que se registró una contracción del 4,1% entre diciembre de 2025 y julio de 2026 según la serie desestacionalizada del EMAE. En la comparación interanual el nivel de actividad fue 1,7% superior en el promedio de los primeros 7 meses de 2026.
- De esta manera la actividad económica de julio se ubicó en línea con la del mismo mes de 2023, borrando la leve recuperación que tuvo lugar entre mediados de 2024 y febrero de 2025 después de la recesión que produjo la devaluación de diciembre de 2023.
- Si se excluyen los “ganadores” del modelo económico de Milei (sector agropecuario, minas y canteras e intermediación financiera), el PIB en el primer semestre de 2026 fue 0,9% inferior al mismo período de 2023.
- Desde el punto de vista de la demanda agregada, los componentes que impulsaron la reducción de la actividad en el primer semestre de 2026 fueron la inversión (-11,5% interanual) y el consumo público (-1,5%), en tanto que las exportaciones experimentaron un acelerado crecimiento (11,9%). Por su parte, el consumo privado anotó un leve crecimiento en el primer trimestre y se estancó en el segundo.

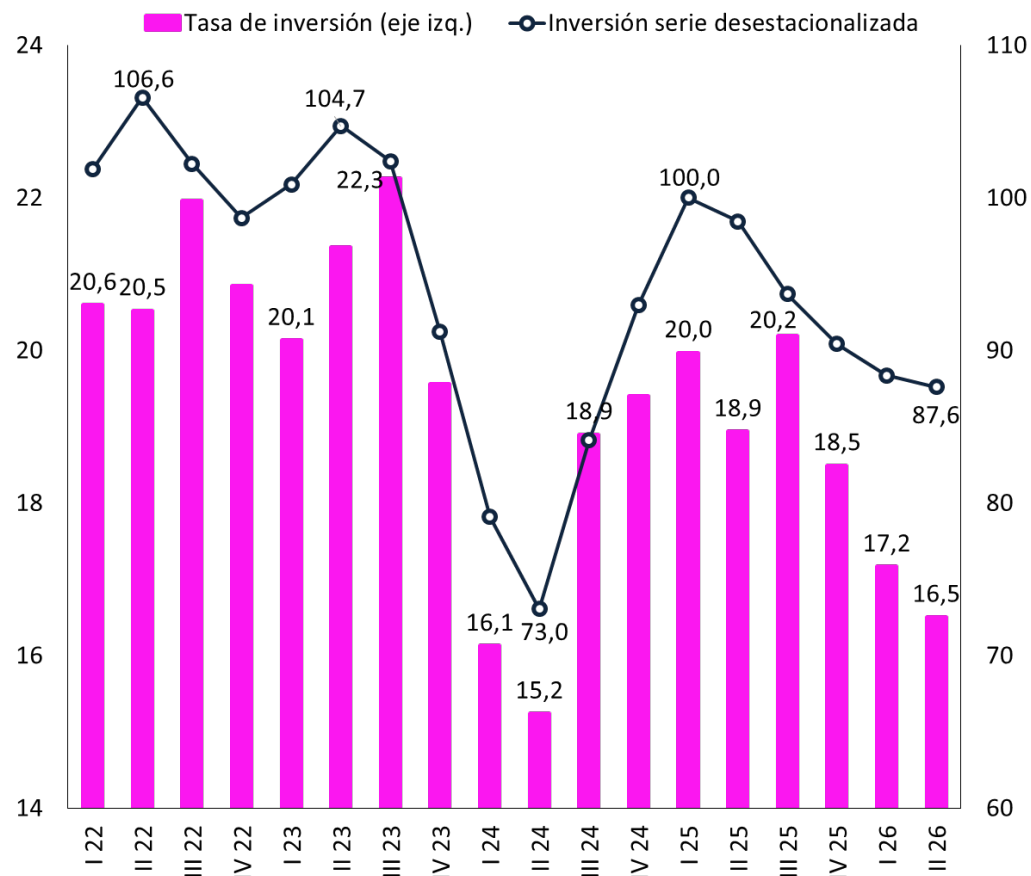
Evolución del Estimador Mensual de la Actividad Económica (índice dic-25=100), Enero 2023-Julio 2026



Fuente: elaboración propia en base a INDEC.

- Uno de los elementos que preanuncia la continuidad de la fase recesiva es el comportamiento de la inversión bruta fija cuyo descenso sistemático se remonta al primer trimestre de 2025 y acumula una caída del 12,4% en términos absolutos hasta el segundo trimestre de 2026.
- Desde el punto de vista de la tasa de inversión, cabe señalar que en el segundo trimestre de 2026 se ubicó en 16,5% del PIB, consolidando una contracción de 3,5 puntos porcentuales desde el primer trimestre de 2025 cuando había alcanzado el 20,0%. Es un nivel similar al registrado en el primer trimestre de 2024.
- Diversos elementos inciden en este desempeño de la inversión. Las altas tasas de interés en dólares, que estimulan el “carry trade” con estabilidad cambiaria, tienden a desviar a la inversión de la esfera productiva a la financiera. Asimismo, los campos de inversión productiva se estrechan por la reducción del consumo de los sectores populares ante la reducción de los ingresos reales y la apertura comercial en tiempos de guerra comercial. Por último, entre otras, la fragilidad externa del modelo incide negativamente en las expectativas alentando la “preferencia por la liquidez” que en la economía argentina se refleja en la salida de capitales al exterior.

Evolución de la inversión bruta fija en precios constantes y como porcentaje del PBI (índice I-25=100 y porcentaje), 1er trimestre 2022-2do trimestre 2026

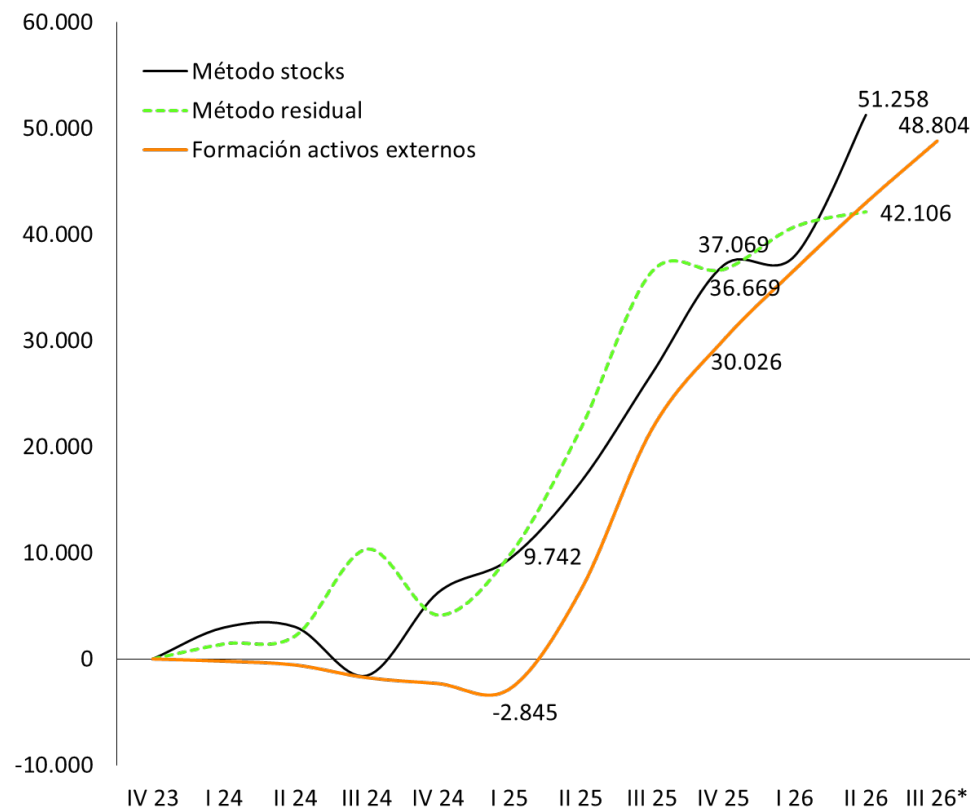


Fuente: elaboración propia en base a INDEC.

La fuga de capitales

- La salida de capitales es la contracara de la reducción de la inversión bruta fija. Tal es así que según distintas aproximaciones metodológicas se comprueba la aceleración de la fuga de capitales desde el primer trimestre de 2025.
- El método más utilizado en el debate público es la formación de activos externos del sector privado que releva la compra de divisas para atesoramiento. Desde el inicio del gobierno de Milei acumula una salida de 48.804 millones de dólares. Su crecimiento a partir del segundo trimestre de 2025 guarda correspondencia con la eliminación del control de cambios para personas (no para empresas) en el marco del acuerdo con el FMI. Desde allí se contabiliza la salida neta de 51.649 millones. Eso no quiere decir que esa magnitud haya salido del sistema económico nacional, pero presuntamente una buena parte lo hizo ya que, además de la caída de la inversión, los depósitos en moneda extranjera aumentaron en apenas la quinta parte (10.800 millones de dólares entre marzo de 2025 y agosto de 2026).
- Los otros métodos de estimación –el de stocks que se releva a partir de la Posición de Inversión Internacional y el residual de la Balanza de Pagos– no hacen otra cosa que confirmar el drenaje de divisas: 51.258 y 42.106 millones de dólares entre el cuarto trimestre de 2023 y el segundo de 2026.

Estimación de la fuga de capitales al exterior a través de distintas metodologías (millones de dólares), 4to trimestre 2023-3er trimestre 2026



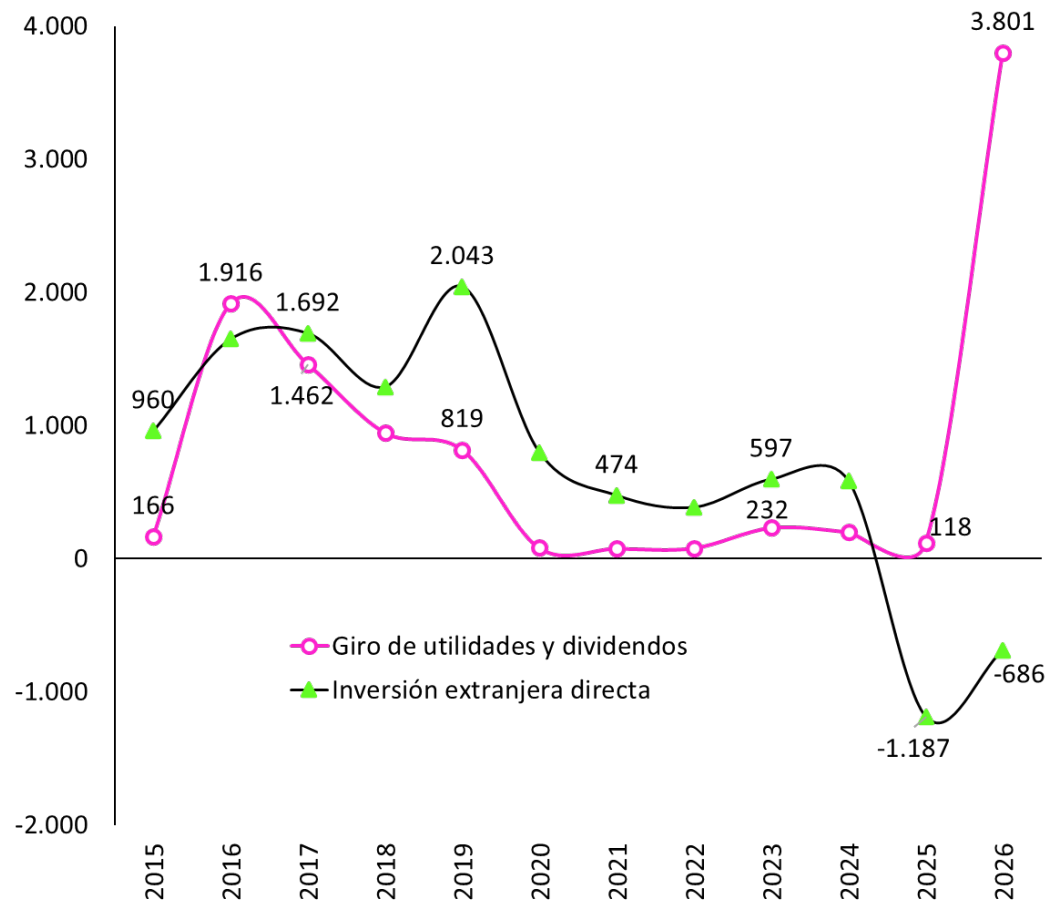
Nota: las metodologías de la fuga de capitales constan en este link <https://centrocifra.org.ar/la-evolucion-reciente-de-la-fuga-de-capitales-en-argentina/>

*Promedio julio-agosto.

Fuente: elaboración propia en base a INDEC y BCRA.

- Las medidas pro mercado, los incentivos del RIGI y la desregulación y la apertura, incluso del giro de dividendos en 2026, no modificaron el comportamiento contractivo de la inversión extranjera directa durante el gobierno de Milei, que contrasta incluso con la pobre *performance* que tuvo la inversión extranjera en la última década donde, igualmente, siempre alcanzó resultados positivos.
- En cambio, la inversión extranjera directa fue negativa en los primeros 8 meses de 2025 y 2026: -1.187 y -686 millones de dólares, respectivamente. Desde diciembre de 2023 hasta agosto de 2026 acumula una reducción neta de 1.788 millones de dólares. Esto significa que los egresos superan los ingresos, profundizando de esta manera el sesgo anti inversión que tuvo lugar durante lo que va del gobierno de Milei.
- El circuito del excedente adoptó en el capital extranjero el mismo destino que se observó a nivel agregado: en lugar de volcarse a la inversión productiva se orientó a los giros al exterior, especialmente cuando se abrió la posibilidad de distribuir utilidades en 2026. Así, el giro alcanzó a 3.801 millones de dólares en los primeros 8 meses del año, contribuyendo a la fragilidad del sector externo.

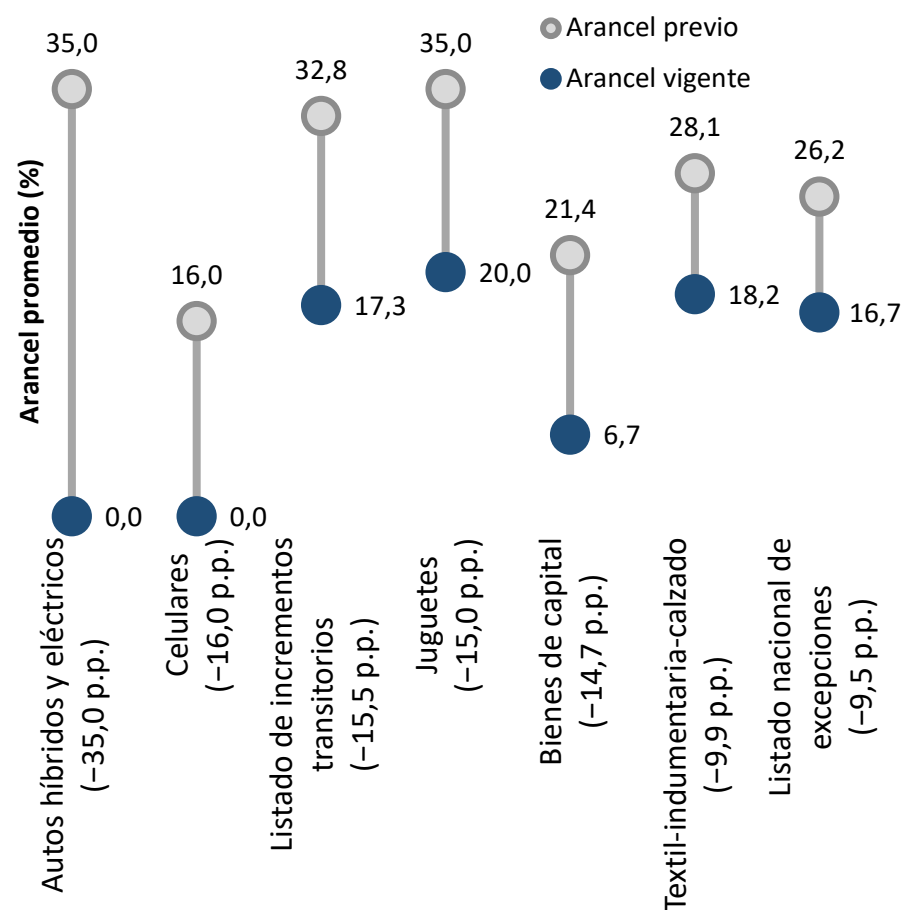
Inversión extranjera directa y remisión de utilidades y dividendos del capital extranjero (millones de dólares), Enero-Agosto 2015-2026



Fuente: elaboración propia en base a BCRA.

- El otro elemento que estrecha los campos de inversión es la mencionada apertura de importaciones que instrumentó el gobierno de Milei y que, a diferencia de la experiencia de Cambiemos, incluyó una reforma arancelaria de carácter estructural, además de medidas no arancelarias, que van a contramano de las políticas globales.
- En conjunto se redujeron los derechos de importación de cerca de 1.090 posiciones, sobre un total aproximado de 10.000 a 8 dígitos. Esa reducción fue de más de 10 puntos porcentuales en promedio. Esto afectó, entre otros, a bienes de capital, el complejo textil-indumentaria-calzado, celulares, juguetes, aparatos eléctricos y electrodomésticos, neumáticos, motos y vehículos híbridos y eléctricos.
- En el plano no arancelario se eliminaron las licencias no automáticas, la evaluación de capacidad económica del importador y los precios de referencia; se redujeron el canal rojo y los reglamentos técnicos y de etiquetado; se limitaron las medidas antidumping y se estableció una franquicia para compras por "Courier". Además, el acuerdo Mercosur-UE desgrava 8.349 posiciones en plazos de hasta 15 años.
- El caso de la industria textil resulta representativo: entre el primer semestre de 2023 y el mismo período de 2026 la importación de prendas y confecciones casi se duplicó, mientras que la de insumos (hilados, fibras y tejidos) se contrajo un 40,7%. En el mismo lapso, la utilización de la capacidad instalada del sector cayó de 53,7% a 39,2%.

Reducción arancelaria promedio por régimen o grupos de bienes (porcentajes y puntos porcentuales),
Noviembre 2023-Septiembre 2026

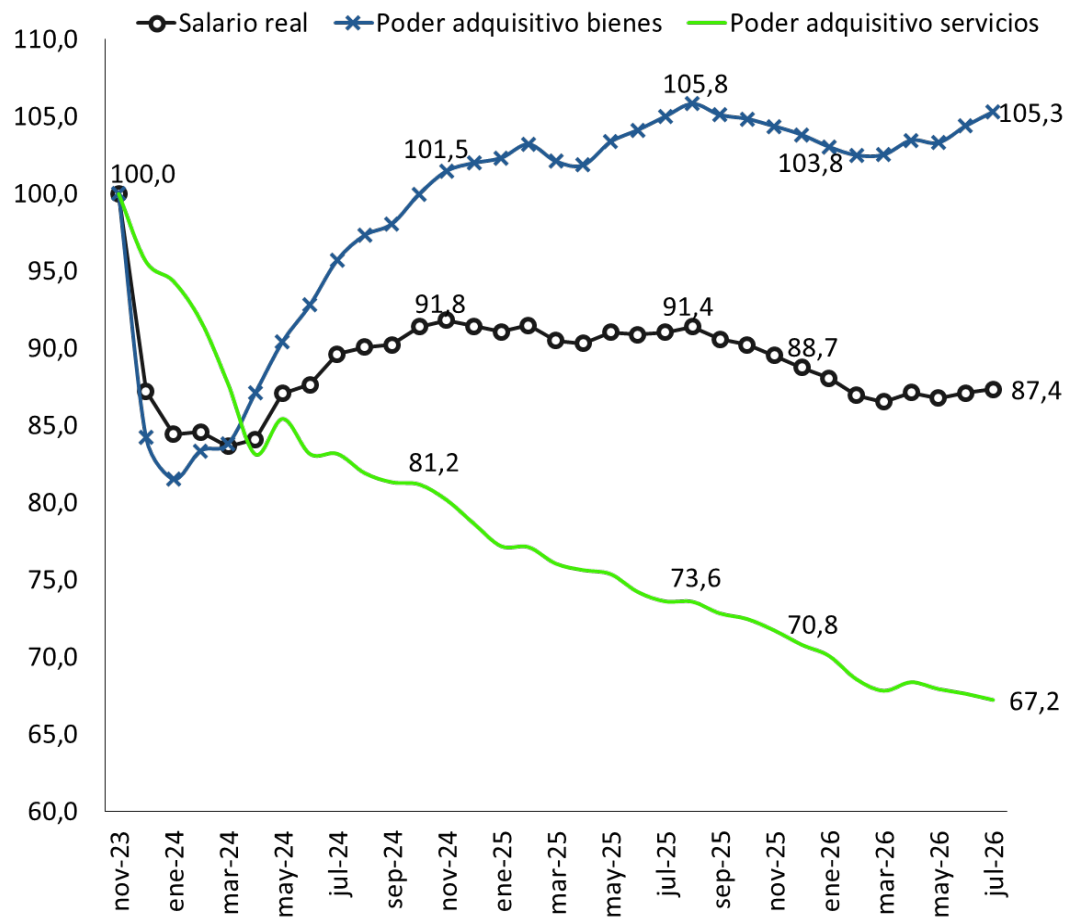


Fuente: elaboración propia en base a INDEC e Infoleg.

La caída del salario real

- Los límites para iniciar una fase ascendente de la inversión y la producción tampoco pueden desvincularse de la caída del empleo y de los salarios reales que afectan el segmento del consumo asociado a los sectores populares y, en especial, a su ingreso disponible para consumir los bienes industriales que compiten con la apertura externa.
- Respecto al empleo vale decir que, según el SIPA, la caída asciende a 199.137 empleos registrados entre noviembre de 2023 y julio de 2026 (de ese total este año se destruyeron 67.967 empleos). La composición de su caída tiene sesgos regresivos dado que la caída del empleo asalariado fue de 370.343, en tanto que los trabajadores independientes ascendieron en 171.206.
- El salario real, deflactado por el IPC reponderado, exhibió un descenso de 12,6% entre noviembre de 2023 y julio de 2026. Además de la caída producto de la devaluación inicial, se constató un fuerte descenso desde agosto de 2025 (-4,4%).
- La mayor caída del poder adquisitivo de los precios vinculados a los servicios (-32,8%) respecto a los asociados a los bienes (+5,3%) pone de relieve que una porción superior de los salarios se destina al pago de servicios y una menor al de los bienes.

Evolución del salario real de los trabajadores registrados* y del poder de adquisitivo en bienes y servicios (índice nov-23=100),
Noviembre 2023-Julio 2026



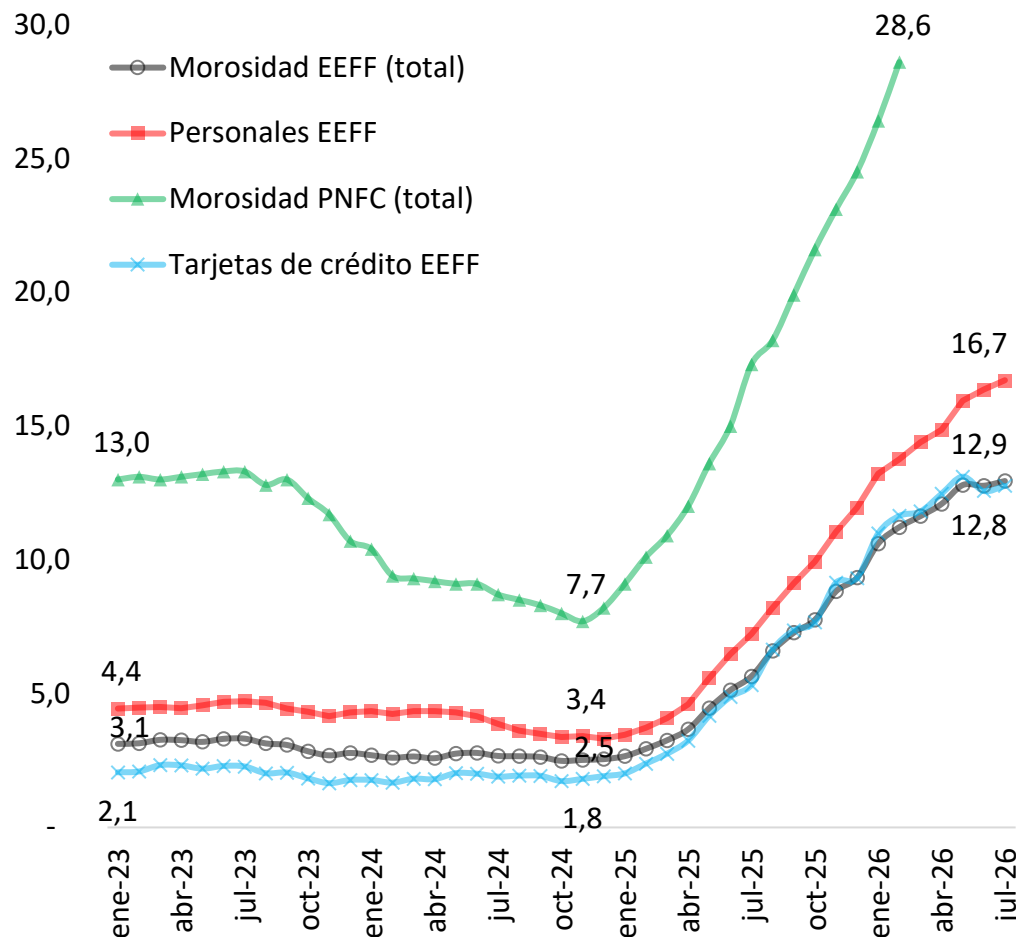
*Deflactado por el IPC reponderado por CIFRA.

Fuente: elaboración propia en base a INDEC.

Morosidad de las familias

- La crisis de ingresos acarreó, primero, el incremento del endeudamiento familiar y, después, el aumento de la morosidad que se verificó a partir de 2025.
- En julio de 2026 la morosidad de las familias con entidades financieras (ratio de irregularidad) alcanzó el 12,9%. En los créditos personales y los asociados a tarjetas de crédito la irregularidad escaló al 16,7% y al 12,8%, respectivamente.
- En términos interanuales la morosidad agregada se elevó 7,3 p.p., la de créditos personales en 9,5 p.p., y la de tarjetas de crédito en 7,4 p.p. Se trata de niveles superiores a los de la pandemia.
- El primer semestre de 2025 marcó el salto de nivel de morosidad, luego de la expansión del crédito en el segundo semestre de 2024.
- La morosidad de las familias con los proveedores no financieros de crédito, centralmente fintech, tarjetas de crédito no bancarias y venta de electrodomésticos, alcanzó un 28,6% en febrero de 2026. Incluso la morosidad en el rubro electrodomésticos alcanzó el 44,3%. En el caso de los jóvenes hasta 29 años tomadores de créditos en este tipo de entidades la morosidad trepó al 38,4% en febrero de 2026 (2,4 millones de deudores).

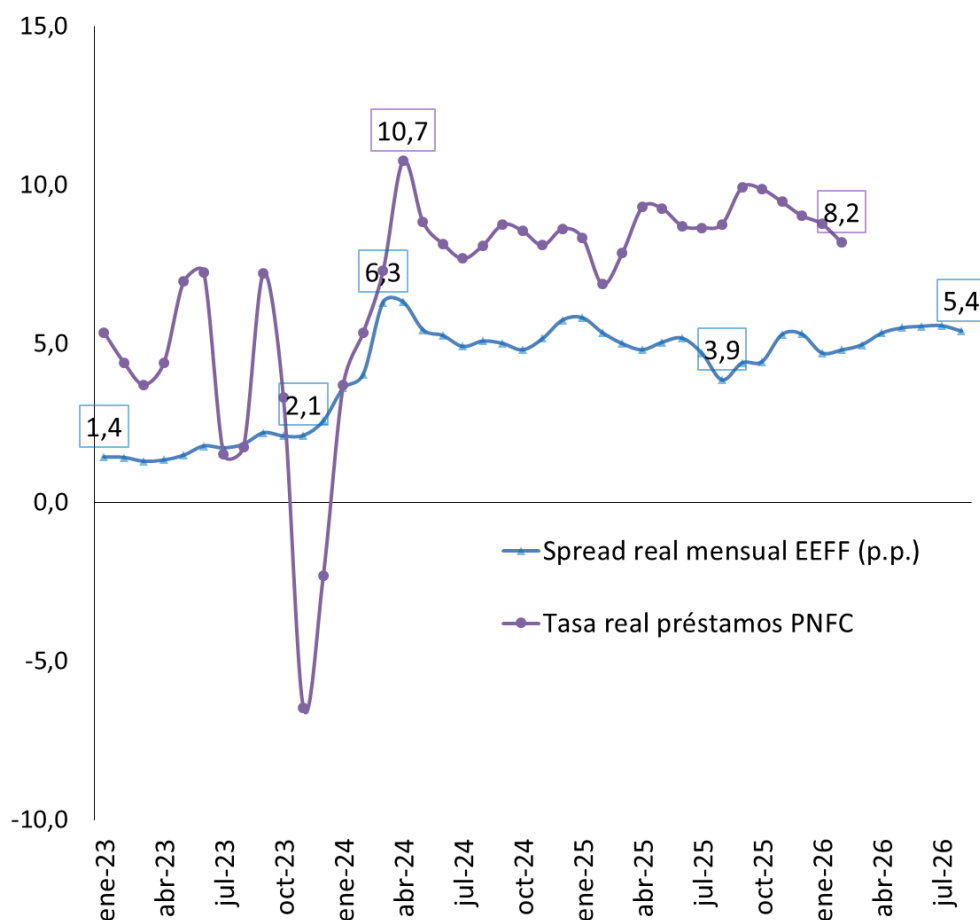
Ratio de irregularidad sobre crédito de las familias, créditos personales y tarjetas de crédito en entidades financieras, y en proveedores no financieros de crédito (porcentaje),
Enero 2023-Julio 2026



Fuente: elaboración propia en base a la BCRA.

- Además de la crisis de ingresos y ocupación como factor explicativo del incremento de la morosidad, se debe agregar la desregulación que propició el gobierno de Milei en el mercado financiero: se liberaron los topes de los intereses punitivos y los de la tasa de interés para saldos impagos de tarjetas, y se eliminó la exigencia de pago mínimo de los plazos fijos.
- Esto generó una elevación de las tasas activas que no fue compensada por las pasivas, disparando el spread bancario. En las entidades financieras se consolidó un nuevo margen financiero –calculado como la diferencia entre la tasa activa y pasiva en términos reales– que se multiplicó por 3 en el promedio del gobierno de Milei respecto a los niveles de 2023 (5,1 versus 1,7 puntos porcentuales).
- Si bien en el caso de los proveedores no financieros de crédito (PNFC) la información es más limitada, la elevación de la tasa activa real que alcanzó el 8,6% promedio entre mayo 2024 y febrero 2026 pone de relieve márgenes muy superiores a los de las entidades financieras cuyo spread real fue de 5,1%. Como expresión de ello, los ingresos de Mercado Libre por intereses de créditos ascendieron a 409 millones de dólares en el primer trimestre de 2026, mientras que en los mismos períodos de 2024 y 2023, habían totalizado 119 y 159 millones, respectivamente, según información de la SEC.

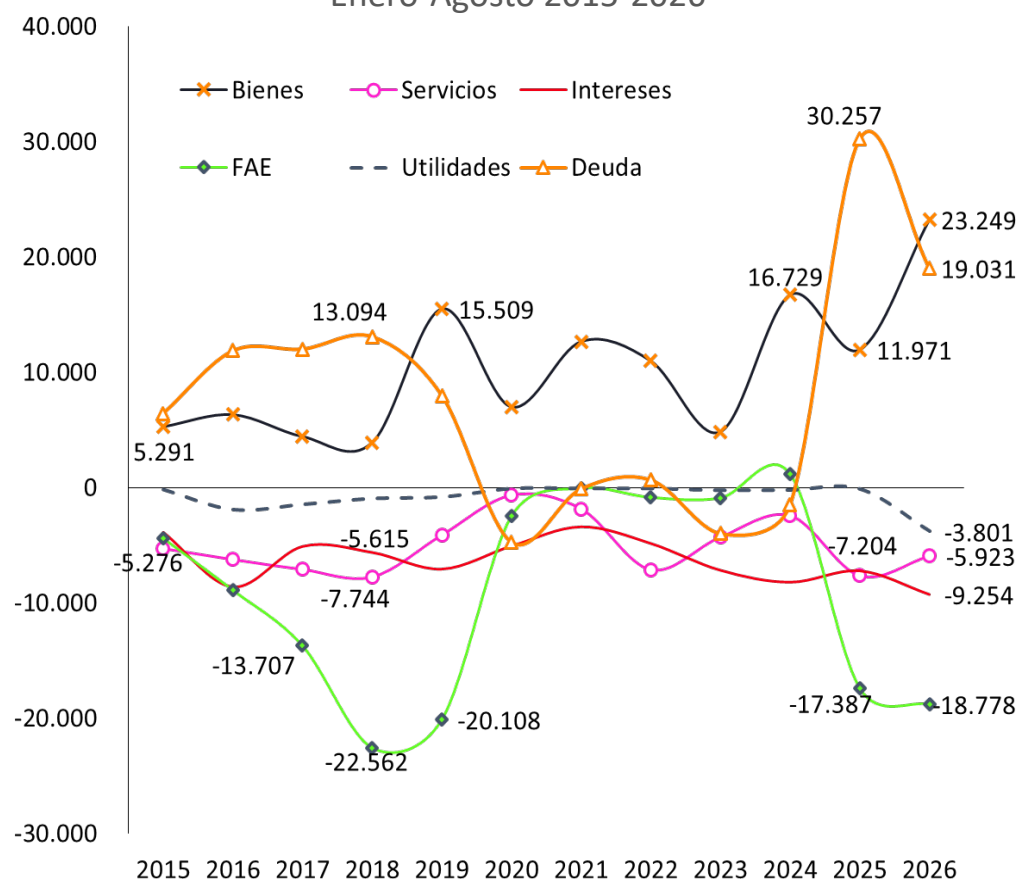
Spread bancario real de las entidades financieras y tasa real de los préstamos de los proveedores no financieros de crédito (puntos porcentuales y porcentajes), Enero 2023-Agosto 2026



Fuente: elaboración propia en base a la BCRA e INDEC.

- El límite estructural para que se revierta la tendencia descendente de la actividad no solo tiene que ver con la necesidad de que haya un giro drástico de la política económica que revierta la crisis de la producción e ingresos, sino también con la fragilidad externa que se desenvuelve a pesar de la inédita bonanza comercial.
- En los primeros 8 meses de 2026 se registró un ingreso de divisas al BCRA por el saldo comercial de bienes de 23.249 millones de dólares, un récord histórico que se vincula con el buen desempeño de las exportaciones agropecuarias y energéticas. Sin embargo, como si fuera una puerta giratoria, por la formación de activos externos, los intereses de la deuda, el déficit de servicios y el giro de utilidades al exterior, egresaron 37.756 millones de dólares.
- Esa diferencia fue cubierta con deuda (inversión de cartera, préstamos financieros y títulos de deuda y créditos con organismos internacionales) por aproximadamente 19.000 millones de dólares en los primeros 8 meses de 2026. Eso explica, a trazo grueso, por qué el BCRA pudo acumular en reservas solo el 50% de las compras de divisas que realizó en este lapso.

Principales componentes de la cuenta corriente y financiera del balance cambiario (millones de dólares), Enero-Agosto 2015-2026

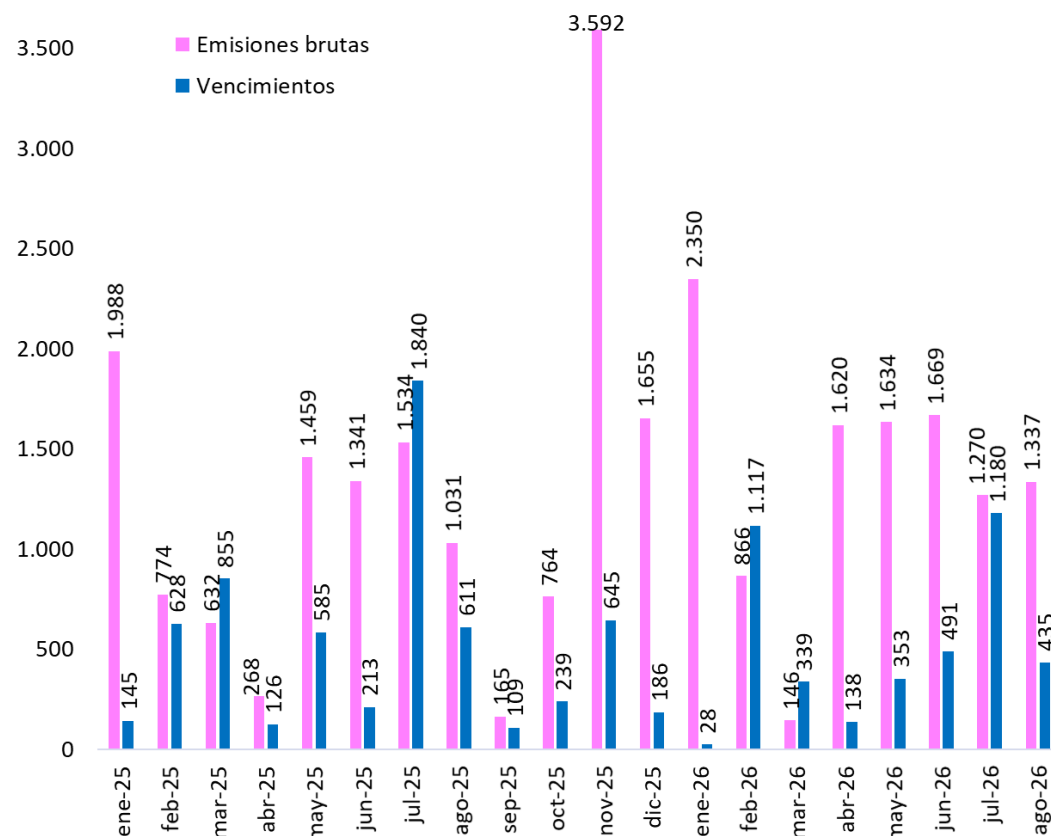


*Componentes de la cuenta corriente: Bienes, servicios, intereses y utilidades. Cuenta financiera: formación de activos externos (FAE) y deuda (inversión de cartera, préstamos financieros y títulos de deuda y créditos con el FMI y organismos internacionales).

Fuente: elaboración propia en base a BCRA.

- Además de la deuda externa pública y las exportaciones, la emisión de obligaciones negociables por parte de las grandes firmas jugó un papel importante en la sostenibilidad externa de este año.
- En los primeros 8 meses de 2026 se emitieron ON por 10.892 millones, un 20,6% más que en el mismo período de 2025. Sin embargo, tuvieron que cubrir vencimientos por aproximadamente 4.000 millones de dólares, por lo que el ingreso neto fue de alrededor de 6.800 millones.
- Las primeras 10 firmas, sobre un total de 85, explicaron el 53,6% de las emisiones de 2026. Edenor, YPF, Pampa Energía, Telecom, Vista, Pluspetrol, MSU Green Energy, Banco Macro, Petroquímica Comodoro Rivadavia y Banco Galicia. El 63,4% del panel general corresponde a ON de empresas vinculadas al complejo energético en el acumulado en el año.
- En 2026 algunas empresas registraron incumplimientos o reestructuraciones: Zafra (maquinaria agrícola), Rizobacter (insumos agropecuarios), San Miguel (citrícola), Generación Mediterránea, del Grupo Albanesi (generación eléctrica), y Celulosa Argentina (forestal-industrial), estas dos últimas por *defaults* iniciados en 2025.

Emisiones brutas y vencimientos de capital de Obligaciones Negociables en dólares (millones de dólares), Enero 2025-Agosto 2026

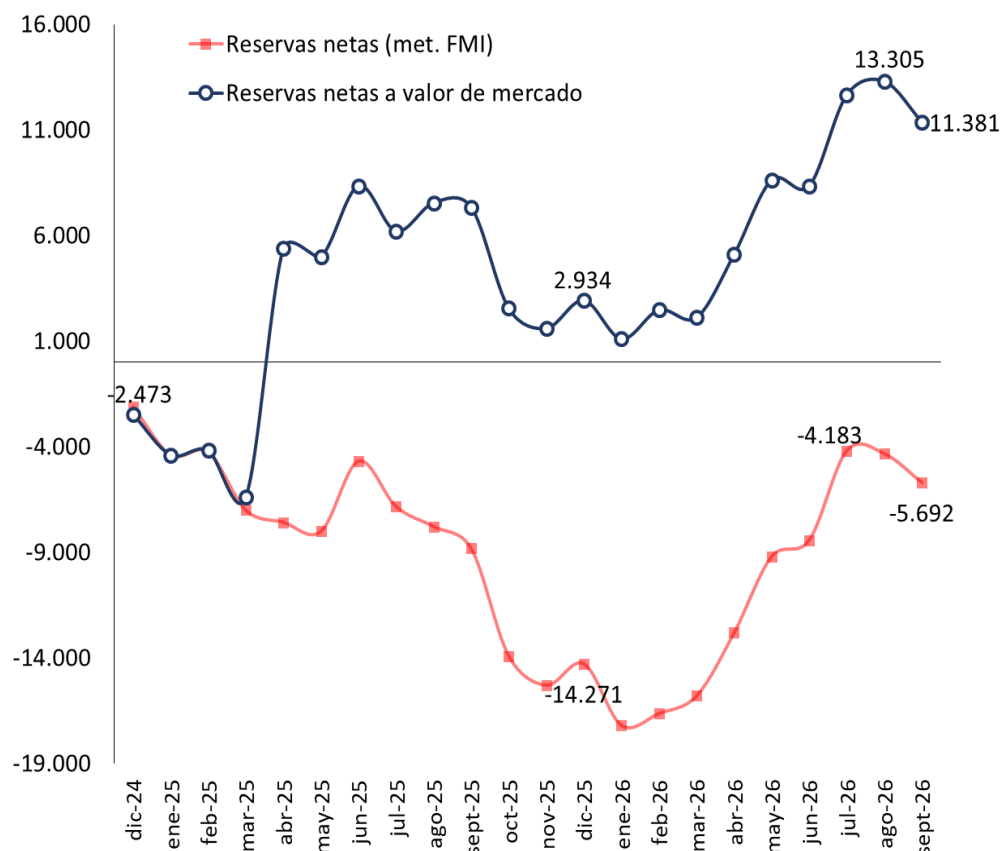


Fuente: elaboración propia en base a CNV.

Reservas netas

- A fines de septiembre de 2026 las reservas netas del BCRA alcanzaron a 11.381 millones de dólares. La recomposición respecto a fines de 2025 es relevante si se considera que se encontraban en 2.934 millones de dólares (+8.448 millones).
- De acuerdo a la metodología del FMI las reservas netas se mantienen en terreno negativo: pasaron de -14.271 millones de dólares en diciembre de 2025 a -5.692 millones de dólares en septiembre de este año (+8.579 millones).
- En 2026 se registró un giro en la política de acumulación de reservas en función de las exigencias del FMI. El BCRA compró en promedio 96 millones diarios entre los meses de enero y julio, para luego reducir el ritmo a 39 millones diarios en agosto, y 22 millones en septiembre.
- Así, en el acumulado de 2026 al 30 de septiembre, el BCRA compró 14.421 millones de dólares. Sin embargo las reservas netas se elevaron en 8.500 millones. La mayor parte de esa diferencia se explica por los dólares requeridos por la deuda con organismos internacionales (4.651) y las compras del tesoro para el pago de vencimientos (3.181).
- Efectivamente, la situación de las reservas resulta clave en un contexto en el que el drenaje de divisas impide la acumulación del nivel de reservas que resulta compatible con los abultados vencimientos de deuda del año que viene.

Reservas internacionales netas a valor de mercado y según la metodología del FMI* (millones de dólares),
Diciembre 2024-Septiembre 2026



*Reservas netas a valor de mercado: reservas brutas menos encajes, swaps, obligaciones con organismos internacionales, y garantía de depósitos (SEDESA).
Reservas netas (metodología FMI): se descuentan de las reservas netas los desembolsos del FMI (DEG a precios del 31/1/2025), el Repo de enero de 2026 hasta su renegociación (julio 2026), y se resta la valorización del oro y del tramo activo del swap con China (respecto al 31/1/2025) (TMU p.98-99).
Fuente: elaboración propia en base a BCRA y FMI.

- Los vencimientos en moneda extranjera ascienden a 24,9 mil millones de dólares en 2027, de los cuales 15,7 corresponden a vencimientos de capital y 9,2 mil millones a los intereses. A esos compromisos se suman los vencimientos del BOPREAL por 5 mil millones de dólares.
- Según el presupuesto 2027, que corrige el programa financiero presentado en junio, las fuentes de financiamiento más probables alcanzan a 7,4 mil millones de dólares: redujo de 5,9 a 4,1 mil millones de dólares los aportes de los organismos internacionales, incluido el FMI, en tanto que 1,8 corresponden al *roll over* de la deuda intra sector público y se espera el ingreso de 1,5 por privatizaciones. En cambio, la situación actual pone en tela de juicio la posibilidad de que exista un saldo de 3,7 mil millones de caja de 2026, que el BCRA compre 4,9 mil millones adicionales en 2027 y que puedan realizar emisiones locales por 5 mil millones (que en el presupuesto se reducen a 1,8). De esta manera, la brecha a financiar asciende a 22.700 millones de dólares.
- A eso se suman los vencimientos de los gobiernos subnacionales (2,4) y los de las obligaciones negociables de las grandes empresas (8,2 mil millones). Así, los vencimientos de la deuda en moneda extranjera totalizan 40,7 mil millones de dólares en 2027.

Vencimientos de capital e interés de la deuda en moneda extranjera del sector público consolidado y de las Obligaciones Negociables en dólares (miles de millones de dólares), 2027

	2027
Gobierno nacional	
Total	24,9
Capital	15,7
FMI	4,4
Bonares	4,9
Globales	3,6
OI (ex FMI)	2,8
Interés	9,2
FMI	3,1
Bonares	1,9
Globales	2,1
OI (ex FMI)	2,1
BCRA (Bopreal)	
Total	5,2
Capital	5,0
Interés	0,2
Gobiernos subnacionales	
Total	2,4
Capital	1,4
Interés	1,0
Empresas privadas (ON)	
Capital	8,2
Total	40,7
Capital	30,4
Interés	10,3

