INFORME MENSUAL

La economía Argentina en recesión

Noviembre 2026

www.centrocepa.com.ar

CEPA
Centro de Economía Política Argentina

Índice

La economía argentina en recesión

Esquema cambiario: Vaca Muerta vs FAE récord

Impacto de las elecciones en Estados Unidos y Brasil

Esquema financiero: Riesgo País en 900 puntos

La rigidez del gasto como límite al ajuste

La economía argentina en recesión

CEPA
Centro de Economía Política Argentina

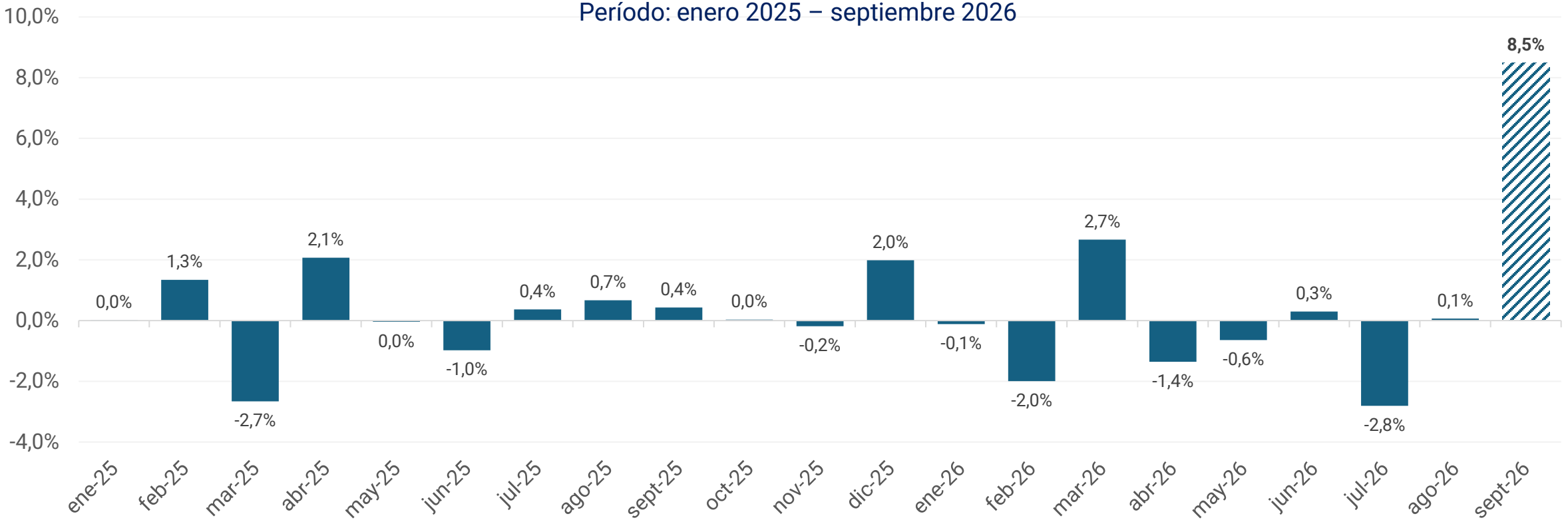
La economía argentina en recesión

Recesión inevitable: crecer 8,5% en septiembre para evitarla

Para evitar que la economía argentina entre en recesión, el EMAE debería registrar un crecimiento mensual desestacionalizado del 8,5%. Se trata de un nivel de expansión absolutamente improbable. Por lo tanto, podemos afirmar que la economía argentina entrará formalmente en recesión.

Variación mensual del Estimador Mensual de la Actividad Económica sin estacionalidad

Período: enero 2025 – septiembre 2026



Fuente: CEPA en base a INDEC

La economía argentina en recesión

Actividad en niveles de mar/25 y cayendo desde mar/26

El dato de actividad de agosto es muy malo: el incremento marginal de 0,1% no compensa el desplome de 2,8% de julio. Si el nivel de actividad registrado en agosto se mantuviera sin cambios durante el resto del año, la economía experimentaría una retracción anual de 0,2%, muy por debajo del crecimiento de 1,5% proyectado por el REM del BCRA y del 3,0% proyectado en el proyecto de presupuesto 2027.

Estimador Mensual de la Actividad Económica sin estacionalidad

Período: enero 2022 – agosto 2026



Fuente: CEPA en base a INDEC

La economía argentina en recesión

¿Qué pasa en el último trimestre del año?

El último informe de política monetaria del BCRA plantea perspectivas positivas para el último trimestre de 2026. Según el organismo, luego de la desaceleración registrada durante el tercer trimestre, la actividad económica habría comenzado a recuperarse en septiembre, especialmente en los sectores cíclicos como industria, construcción y comercio. Esta evolución dejaría un arrastre estadístico positivo para el cuarto trimestre del año.

Informe de Política Monetaria BCRA

Septiembre 2026

10. Durante el tercer trimestre siguió desacelerándose el ritmo de crecimiento acumulado en el año, sobre todo por factores transitorios. A la normalización de la actividad del sector agropecuario tras las cosechas agrícolas récord (ver Gráfico I.2.2a), se sumaron factores transitorios que incidieron principalmente sobre los sectores cíclicos del PIB, entre ellos Industria, Construcción y Comercio. En particular, se destacaron las interrupciones del suministro de gas por red a establecimientos industriales (debidas a la mayor demanda residencial ante las bajas temperaturas) y los mayores niveles de lluvias y nevadas en ciertas regiones del país. Estos factores tuvieron una incidencia significativa en julio, mientras que el nivel de actividad se estabilizó en agosto. Si bien estos factores incidieron negativamente sobre el promedio del tercer trimestre, las perspectivas para septiembre sugieren que la actividad económica de los sectores cíclicos habría comenzado a recuperarse[3]. Esta evolución dejaría un arrastre positivo para el cuarto trimestre de 2026. Pese a la desaceleración de la actividad, en los primeros ocho meses del año la economía acumuló un crecimiento de 1,2% respecto de igual período de 2025.

Fuente: IPOM BCRA

La economía argentina en recesión

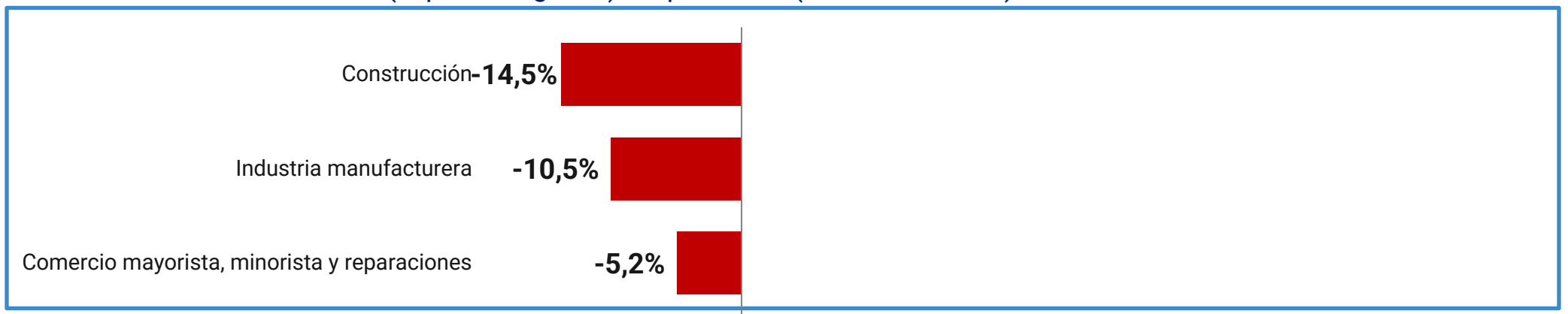
Ganadores y perdedores: se consolidan

Los perdedores del actual modelo económico (construcción, industria, comercio) son los que más puestos de trabajo generan (44,4%), mientras que los ganadores (minería, agro, intermediación financiera) explican el 9,2% del empleo.

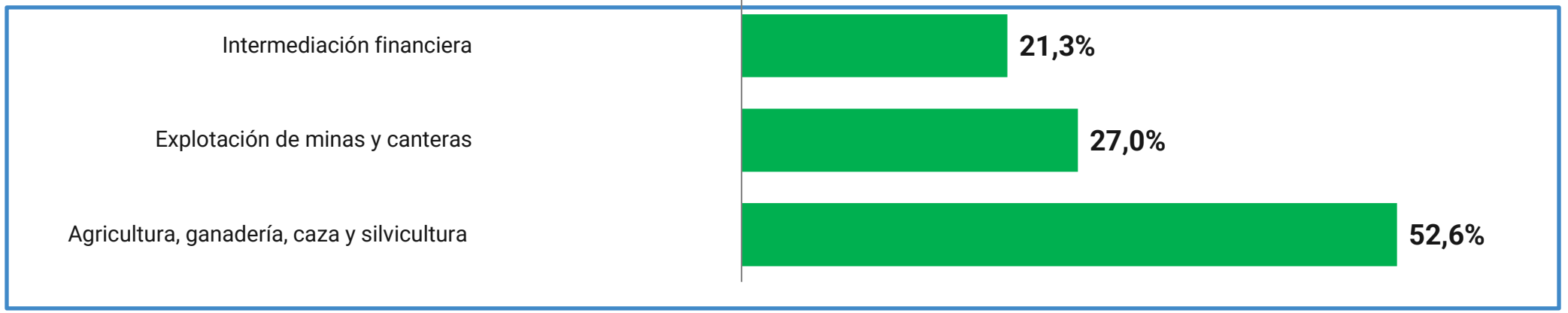
Variación de actividad por sectores

Promedio (sep/25 – ago/26) vs. promedio (dic/22 – nov/23)

44,4% de los puestos de trabajo reg. privados



9,2% de los puestos de trabajo reg. privados



Fuente: CEPA en base a INDEC y SIPA

La economía argentina en recesión

Vaca Muerta no alcanza

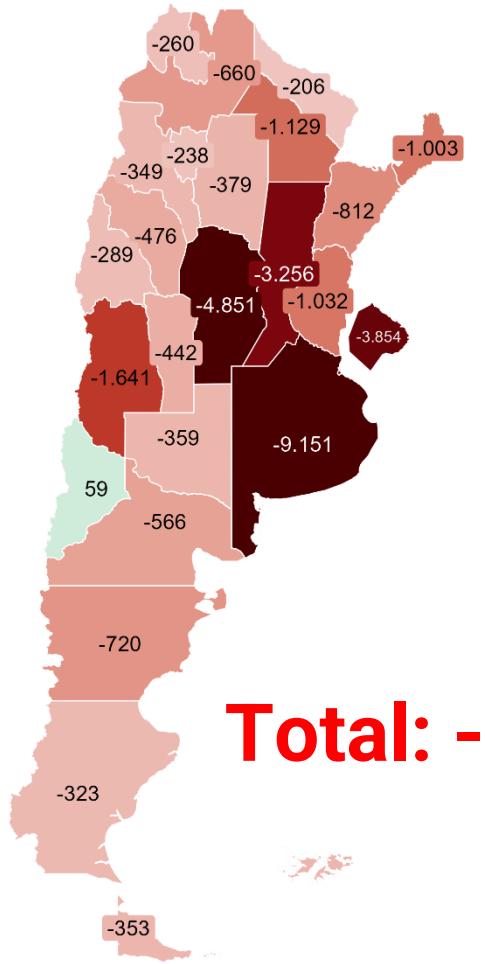
Pese a la creación de 59 nuevas unidades productivas en Neuquén, el panorama nacional es contundente: todas las demás provincias registran una pérdida de empleadores desde la asunción de Javier Milei.

Provincia	Variación unidades productivas
CABA	-3.854
Buenos Aires	-9.151
Catamarca	-349
Córdoba	-4.851
Corrientes	-812
Chaco	-1.129
Chubut	-720
Entre Ríos	-1.032
Formosa	-206
Jujuy	-260
La Pampa	-359
La Rioja	-476
Mendoza	-1.641
Misiones	-1.003
Neuquén	59
Río Negro	-566
Salta	-660
San Juan	-289
San Luis	-442
Santa Cruz	-323
Santa Fe	-3.256
Santiago del Estero	-379
Tucumán	-238
Tierra del Fuego	-353

Fuente: CEPA en base a SRT

Variación de unidades productivas

Julio 2026 vs. noviembre 2023



Total: -32.290

La economía argentina en recesión

Menos empresas, particularmente PyMEs

La heterogeneidad también es por tamaño de empresas: de las que cerraron desde diciembre de 2023, el 98,0% tenía menos de 50 trabajadores y el 99,7% menos de 500.

Variación de cantidad de empleadores

Período noviembre 2023 – julio 2026

Tamaño de empresa según cantidad de trabajadores/as	Diferencia absoluta 11/23 a 7/26	% sobre el total de casos
Hasta 50	-31.639	98,0%
51 a 500	-564	1,7%
Más de 500	-87	0,3%
Total	-32.290	100%

Fuente: CEPA en base a SRT

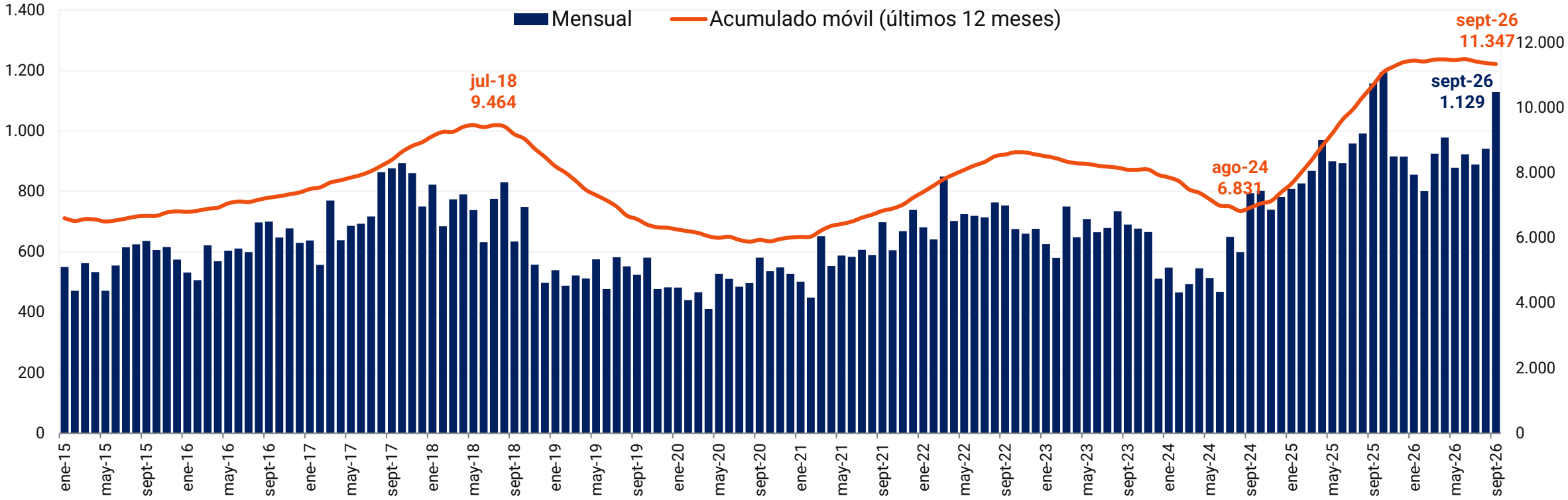
La economía argentina en recesión

Aluvión de importaciones de bienes de consumo

En el acumulado de los últimos 12 meses (octubre 2025 – septiembre 2026), las importaciones de bienes de consumo se sostienen en máximos históricos, totalizando USD 11.347 millones (es probable que el 2026 sea el año con los valores más elevados en importaciones que se tiene registro). Este nivel consolida una dinámica de crecimiento sostenido en este rubro, con efectos nocivos sobre la producción local.

Importaciones mensuales y acumuladas (últimos 12 meses) de bienes de consumo

Periodo: ene-15 a ago-26. En millones de dólares



Fuente: CEPA en base a INDEC.

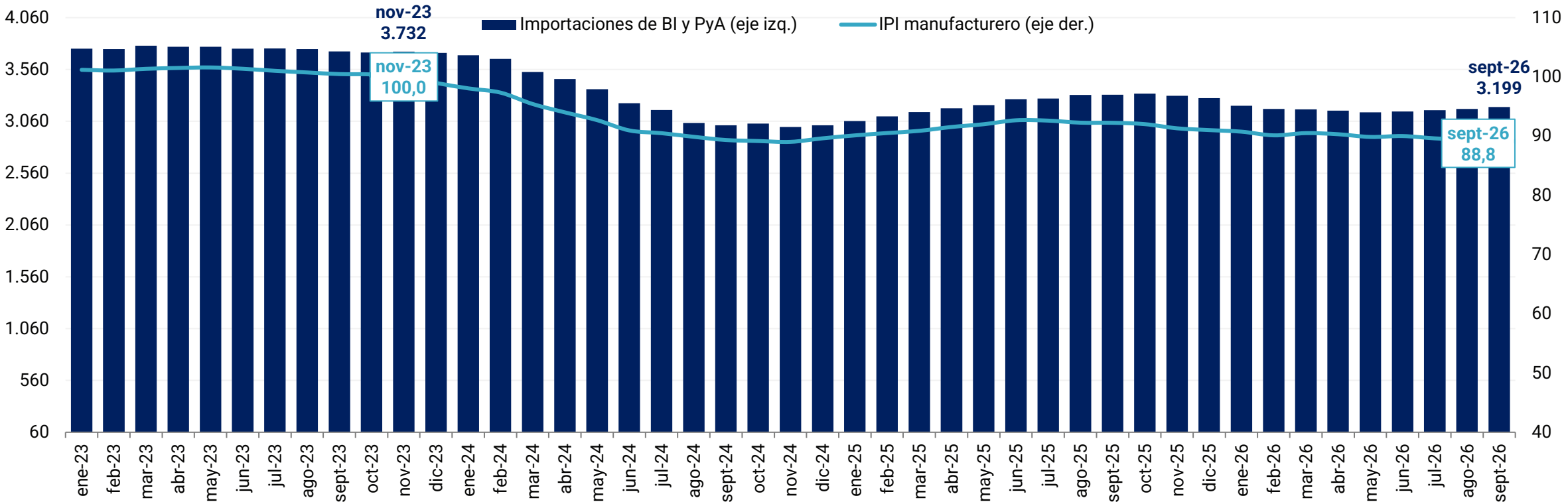
La economía argentina en recesión

Caída de insumos como correlato de la destrucción industrial

Las importaciones de Bienes Intermedios y Piezas y Accesorios acompañan (y anticipan) lo que pasa con la producción. Su nivel es comparable con el del IPI manufacturero: a septiembre de 2026 el IPI está 11,2% por debajo de noviembre de 2023, y estas importaciones, lejos de mejorar, siguen cayendo (-14,3% en el mismo período).

Promedio móvil (12 meses) importaciones mensuales de Bienes Intermedios y Piezas y Accesorios vs IPI

Periodo ene-23 a sept-26. En millones de dólares e índice base 100 =2023



Fuente: CEPA en base a INDEC.

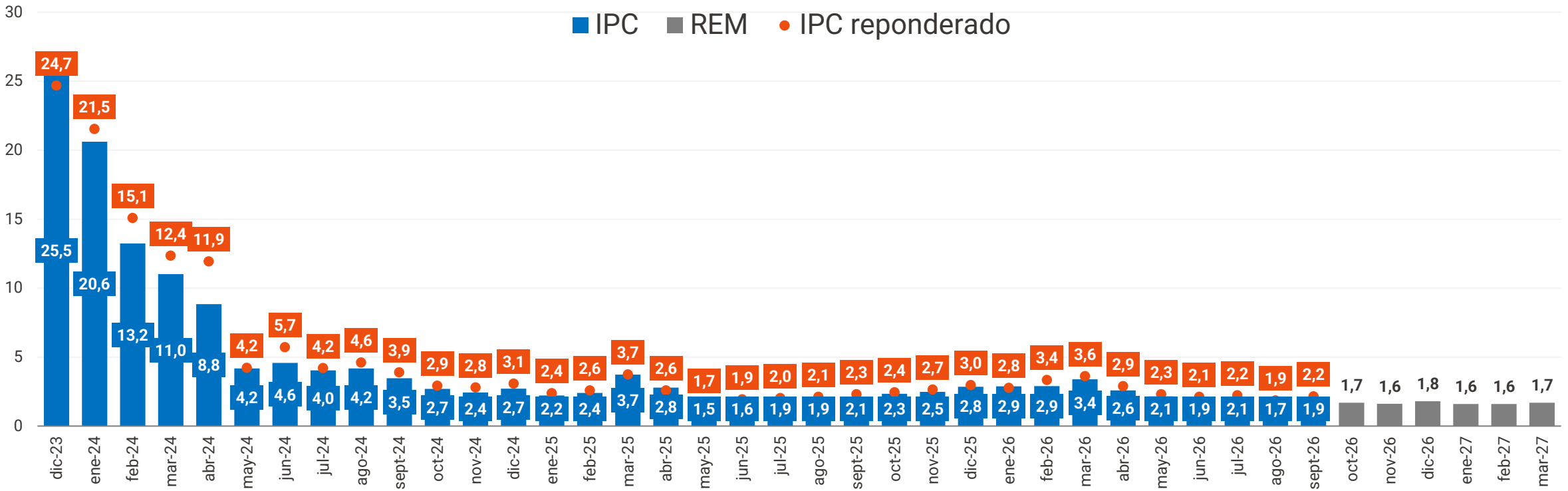
La economía argentina en recesión

Inflación: en la zona del 2,0%

En agosto, la inflación fue de 1,9% mensual. Con ponderadores actualizados (ENGHo 2017/18), la inflación acumulada desde la asunción de Milei resulta 13,2% más alta. Tras la renuncia de Marco Lavagna, el Gobierno confirmó que realizará una nueva ENGHo, la cual tardará en aplicarse, para continuar ocultando parte de la inflación hasta que se aplique la nueva ponderación (aún no hay detalles de cuando se realizará).

Inflación INDEC, con ponderadores actualizados y proyección REM

Período: diciembre 2023 a marzo 2027. En porcentaje



Fuente: CEPA en base a INDEC y BCRA

La economía argentina en recesión

Inflación. ¿Qué esperar hacia adelante?

El BCRA identifica tres factores que podrían presionar al alza la inflación durante el cuarto trimestre. 1) Carne vacuna: por factores estacionales, se esperan subas en noviembre y diciembre; 2) Tarifas de gas: el aumento de la tarifa promedio nacional en octubre y noviembre, producto de la reducción de subsidios por Zona Fría; 3) Combustibles: el aumento de las naftas registrado a fines de septiembre tendrá impacto pleno en octubre. Además, una suba del precio internacional del petróleo podría generar presiones adicionales.

Informe de Política Monetaria BCRA

Septiembre 2026

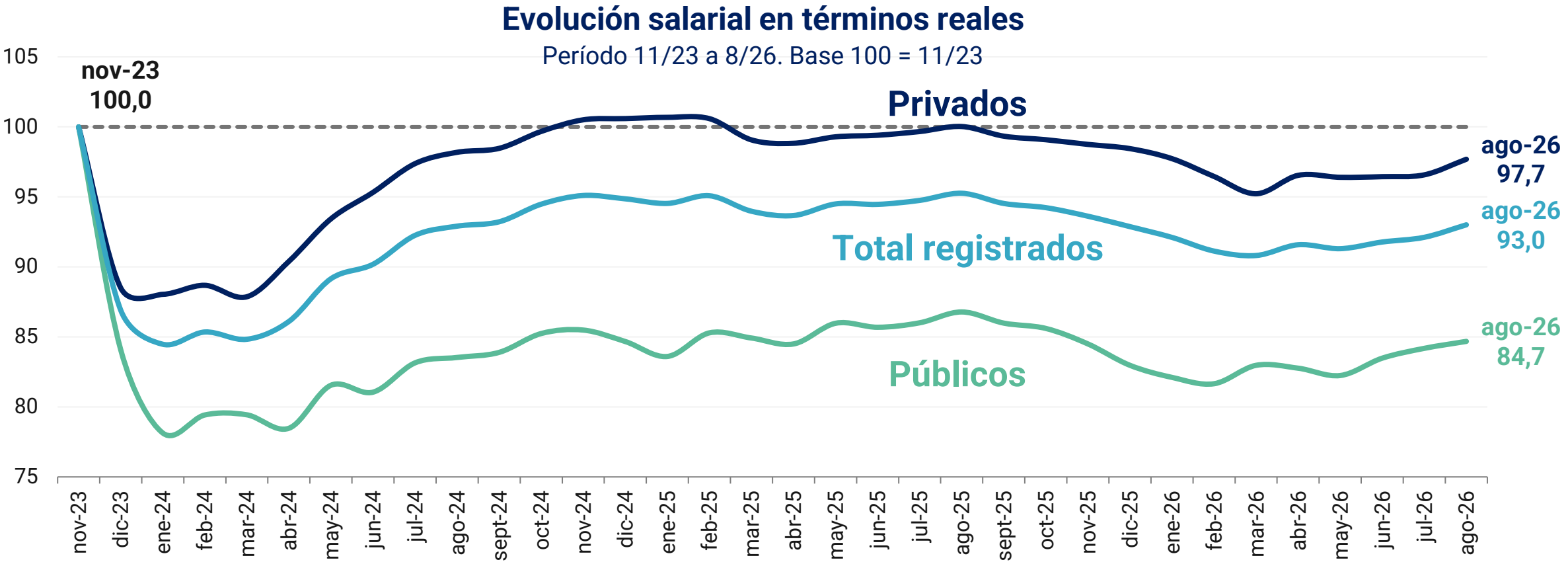
34. Durante el cuarto trimestre la estacionalidad desfavorable del precio de la carne vacuna y la aceleración de ciertos ítems regulados podrían generar presiones transitoriamente alcistas sobre la inflación. El sesgo de las políticas fiscal y monetaria, junto con una menor inercia en precios y salarios, debería conducir a un descenso de la inflación en lo que resta del año. Sin embargo, existen factores que podrían presionarla transitoriamente al alza. Entre ellos se destaca la estacionalidad desfavorable del precio de la carne vacuna, que suele registrar subas elevadas entre noviembre y diciembre de cada año. Esta vez se espera que las subas del agrupado Carnes y derivados del IPC sean menores que las de fines de 2025 y principios de 2026. En ese momento, a la estacionalidad se sumó una fuerte suba del precio relativo de la carne vacuna, por la apertura de mercados y el aumento de los precios internacionales (ver Gráfico II.7). Otro factor que podría presionar transitoriamente al alza la inflación mensual es el incremento de la tarifa promedio nacional de gas por red en octubre y noviembre, como resultado de la reducción de subsidios por Zona Fría. Por último, tras varios meses de relativa estabilidad, el aumento de los precios de las naftas registrado a fines de septiembre impactará plenamente en la inflación de octubre. La evolución del precio internacional del petróleo podría generar presiones inflacionarias adicionales.

Fuente: CEPA en base a INDEC y BCRA

La economía argentina en recesión

8 de 12 meses: caída real en salarios registrados

En agosto, los salarios registrados del sector privado crecieron 1,2% en términos reales (+2,8% nominal vs. 1,7% IPC), quedando 2,3% por debajo del nivel observado en noviembre de 2023. Los del sector público también crecieron en términos reales en 0,6% pero se encuentran 15,3% debajo del nivel de nov/ 23. Así, los salarios registrados (públicos + privados) se ubican 7,0% por debajo de nov/23.



Fuente: CEPA en base a INDEC

La economía argentina en recesión

Salarios públicos nacionales: variable de ajuste

Al analizar el sector público se observa que, en agosto, los salarios nacionales crecieron 0,3% intermensualmente (+1,9% nominal vs. +1,7% IPC) y acumulan una pérdida del 35,7% frente a noviembre de 2023. Los del sector público provincial se incrementaron 0,9% en término reales y se ubican 8,0% por debajo del nivel de nov/23.

Evolución salarios públicos nacionales y provinciales en términos reales

Período 11/23 a 8/26. Base 100 = 11/23



Fuente: CEPA en base a INDEC

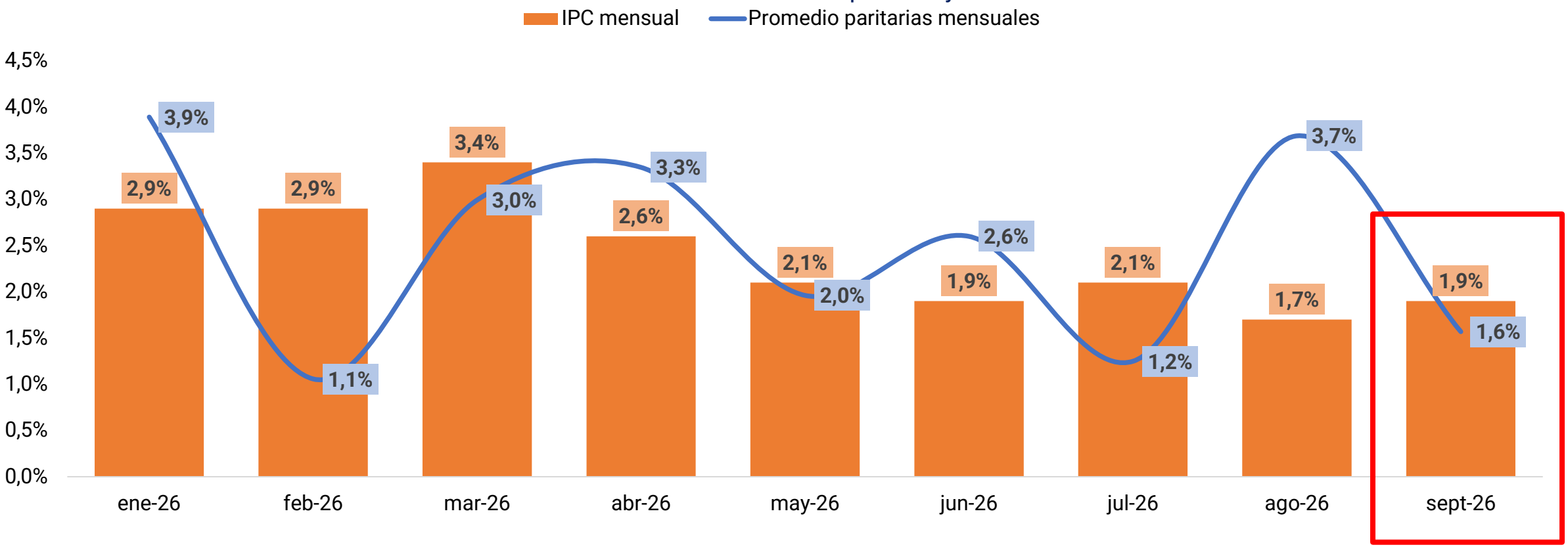
La economía argentina en recesión

¿Los salarios le ganan a la inflación?

En septiembre, el promedio de 24 convenios colectivos privados del Observatorio Paritario de CEPA aumentó 1,6%, contra una inflación de 1,9% (INDEC). Es el quinto mes de 2026 en que las paritarias quedan por debajo del IPC. Después del 3,7% de agosto, el aumento más alto desde enero, septiembre volvió a quedar 0,3 p.p. por debajo de la inflación.

Variación mensual promedio acuerdos paritarios vs. inflación

Período 1/26 a 9/26. En porcentaje.



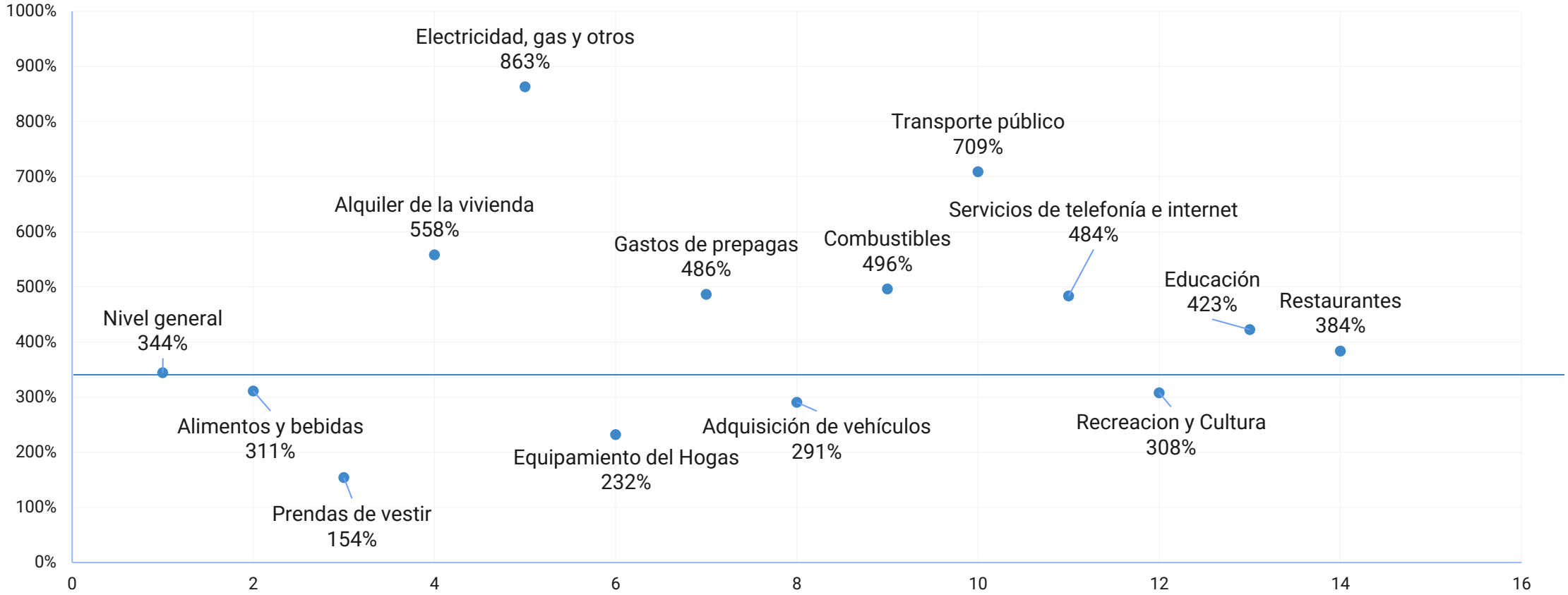
Fuente: CEPA en base a INDEC

La economía argentina en recesión

La discusión de fondo: el ingreso disponible

Entre noviembre de 2023 y agosto de 2026, el nivel general de precios aumentó 344%, pero los rubros que más inciden sobre el ingreso disponible de los hogares registraron incrementos muy superiores. Electricidad, gas y otros servicios aumentaron 863%, el transporte público 709%, los alquileres 558%, las prepagas 486% y los combustibles 496%.

Esta dinámica implica que una porción cada vez mayor de los ingresos familiares debe destinarse a cubrir gastos fijos e indispensables, reduciendo el dinero disponible para otros consumos.

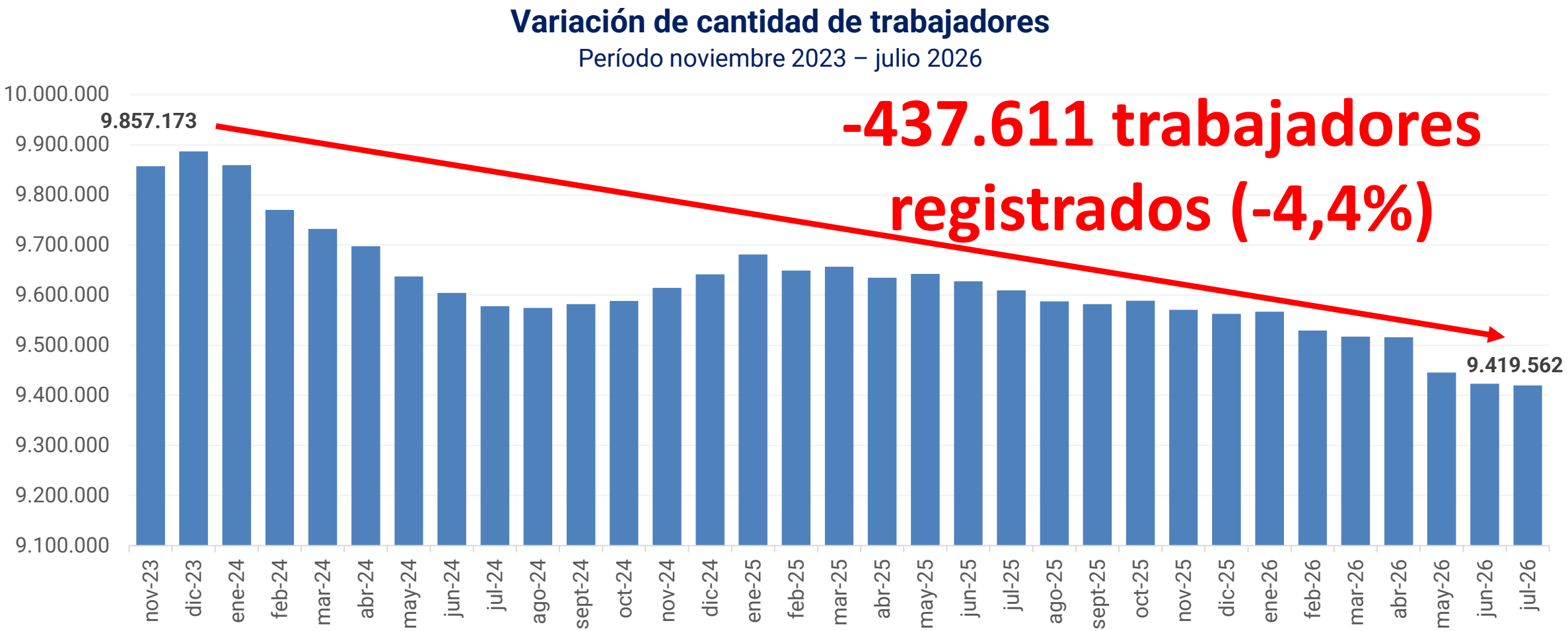


Fuente: CEPA en base a INDEC

La economía argentina en recesión

Destrucción de empleo registrado

Según datos de la Superintendencia de Riesgos del Trabajo, desde que asumió Milei se perdieron 437.611 empleos registrados (públicos + privados) hasta julio de 2026.



Fuente: CEPA en base a SRT

Esquema cambiario: con FAE récord no hay Vaca Muerta que alcance

CEPA
Centro de Economía Política Argentina

Esquema cambiario: Vaca Muerta vs FAE récord

Dólares que faltan

Programa financiero de dólares del Tesoro 2027. En miles de millones de USD.

Necesidades	24,9	Fuentes	24,9	Dólares que faltan
Vencimientos de Capital	**15,7**	Saldo programa financiero 2026	3,7	**2,6**
FMI	4,4	Compra de USD al BCRA	4,9	**4,9**
Bonares	4,9	Roll over intra sector público (capital + intereses)	1,8	
Globales	3,6	Préstamos con garantía de OI		
OI (ex FMI)	2,8	Desembolso del FMI	1,7	
Vencimientos de Intereses	**9,2**	OI (ex FMI)	4,2	
FMI	3,1	Emisiones locales	5,0	**5,0**
Bonares	1,9	Emisiones internacionales		
Globales	2,1	Otras fuentes de financiamiento	2,0	**2,0**
OI (ex FMI)	2,1	Privatizaciones	1,5	
		Fuentes - Necesidades		**14,5**

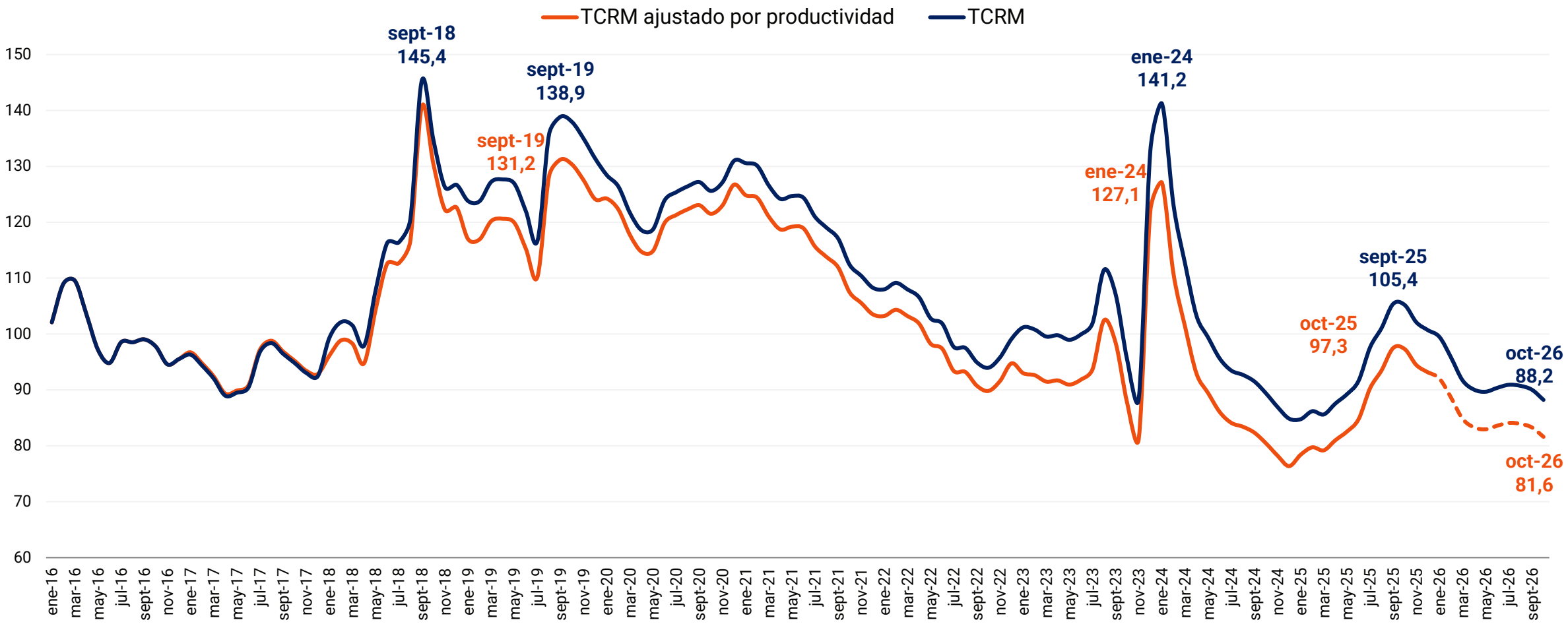
Fuente: CEPA en base a BCRA e INDEC.

Esquema cambiario: Vaca Muerta vs FAE récord

¿Hay atraso cambiario? ¿Se sostiene el modelo en USD?

Evolución del Tipo de Cambio Real Multilateral (TCRM) ajustado por productividad

Período ene-2016 a oct-2026. Índice base 100 = 2016



Fuente: CEPA en base a BCRA e INDEC.

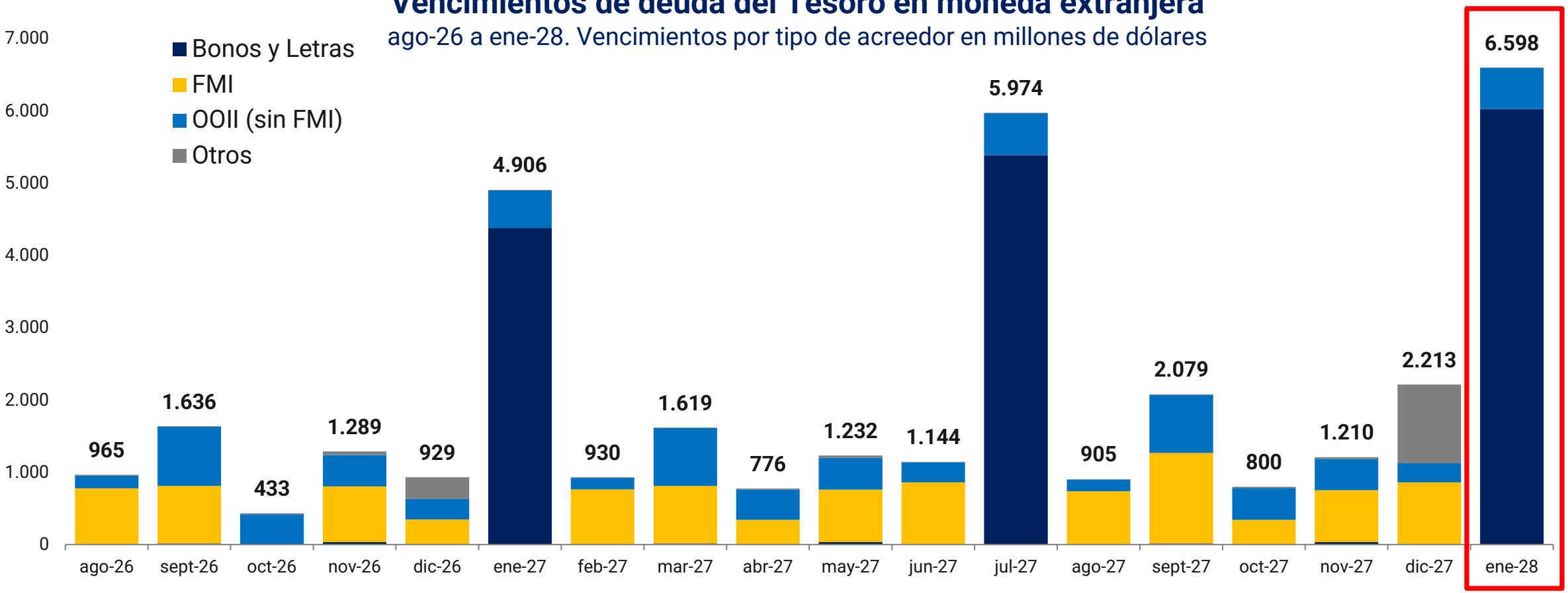
Esquema cambiario: Vaca Muerta vs FAE récord

El programa cierra en 0 ¿y enero de 2028?

El programa deliberadamente cierra 2027 en cero, por lo que se vuelve una gran incógnita como afrontará, el próximo gobierno, los vencimientos de Bonares y Globales de enero de 2028, que totalizan USD 6.598 millones. El equipo económico podría estar especulando e incentivando la incertidumbre y volatilidad financiera (el "riesgo político") en la previa a las elecciones presidenciales.

Vencimientos de deuda del Tesoro en moneda extranjera

ago-26 a ene-28. Vencimientos por tipo de acreedor en millones de dólares



Fuente: CEPA en base a Ministerio de Economía

Esquema cambiario: Vaca Muerta vs FAE récord

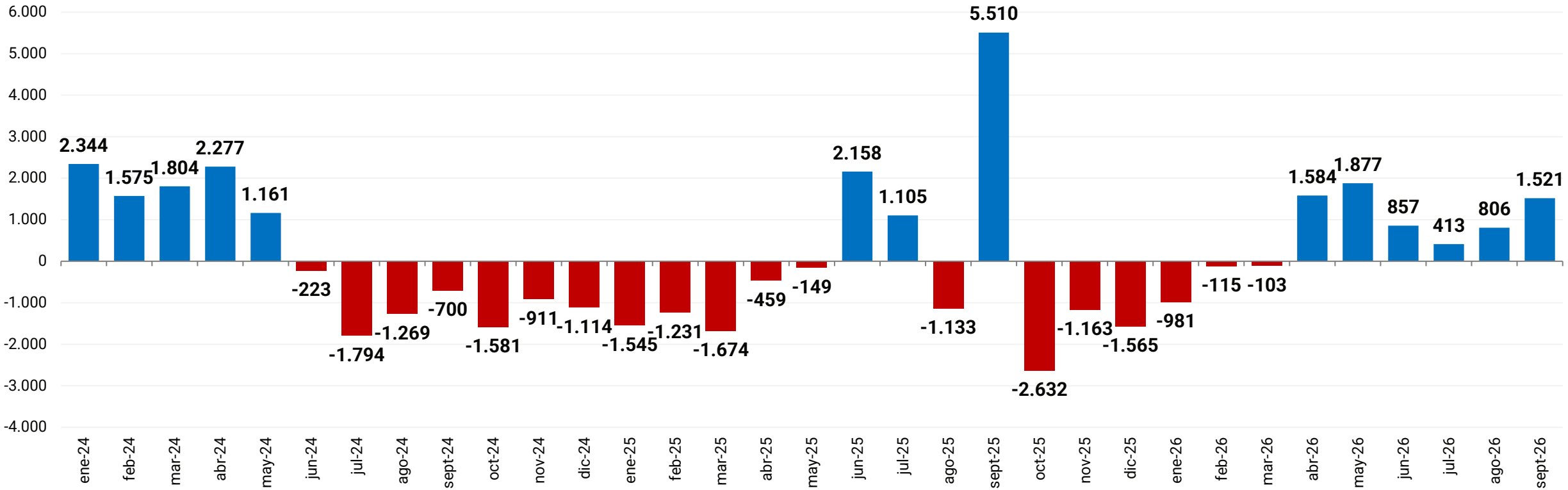
Cuenta Corriente: aumento de expo de petróleo

La Cuenta Corriente Cambiaria registró en septiembre 2026 el quinto mes consecutivo de superávit, impulsado fundamentalmente por el dinamismo del petróleo, que logró cortar la racha previa de seis meses seguidos en déficit.

El complejo Oleaginosos y Cerealeros generó USD 3.326 millones netos (caída interanual de 56,5% por la base de comparación de septiembre 2025) y el sector Petrolero generó USD 1.228 millones netos (+106,9% interanual).

Evolución mensual de la Cuenta Corriente Cambiaria

Período: ene-2024 a sept-2026. En millones de dólares



Fuente: CEPA en base a BCRA

Esquema cambiario: Vaca Muerta vs FAE récord

El modelo Milei: como se financió en 2025 en dólares

En 2025, la **Cuenta Corriente** cambiaria registró un saldo negativo por USD 2.223 millones. El superávit de la balanza de bienes (acumulado en USD 12.259 millones, excluyendo septiembre) fue utilizado prácticamente en su totalidad para el pago de fletes (USD -1.447 millones) y turismo (USD -10.052 millones).

En 2025, la **Cuenta Financiera** cambiaria cerró con un saldo positivo de USD 9.263 millones. El endeudamiento con el FMI (USD 14.469 millones) y el de los privados (USD 15.409 millones) fueron los motores que permitieron compensar la mayor parte de la salida por Formación de Activos Externos (USD -32.340 millones).

Por su parte, los préstamos de Organismos Internacionales (USD 6.001 millones) alcanzaron para cubrir el saldo negativo de Inversión Extranjera Directa (USD -1.281 millones) y la intervención del BCRA en la brecha cambiaria (USD -2.418 millones).

Cuenta Financiera en 2025

Total Cuenta Financiera	9.263
Deuda privada	15.409
Préstamos con el FMI	14.469
Resto de conceptos	8.155
Préstamos con otros OOII	6.001
Inversión Extranjera de Portafolio	1.269
Inversión Extranjera Directa	-1.281
Compra-venta de títulos valores BCRA	-2.418
Formación de Activos Externos	-32.340

Cuenta Corriente en 2025

Total Cuenta Corriente	-2.223
Bienes (resto del año)	12.259
Bienes (solo septiembre)	7.003
Resto Servicios	520
Ingreso secundario	87
Utilidades y dividendos	-383
Fletes	-1.447
Viajes y tarjetas	-10.052
Intereses	-10.211

Fuente: CEPA en base a BCRA

Esquema cambiario: Vaca Muerta vs FAE récord

El modelo Milei: como se financia en 2026 en dólares

En los primeros tres trimestres de 2026, el superávit de la **Cuenta Corriente Cambiaria** acumuló USD 5.858 millones (solo el 22% del saldo de la Balanza de Bienes). En este período la Balanza de Bienes acumuló USD 26.567 millones de superávit (traccionado particularmente por la persistencia del conflicto en Irán), mientras que las principales demandas de divisas fueron por el pago de intereses (USD -9.771 millones), Turismo y tarjetas (USD -7.562 millones) y Utilidades (USD -4.007 millones).

En el mismo período, la **Cuenta Financiera Cambiaria** acumula un déficit de USD 1.521 millones, el endeudamiento privado (USD 14.296 millones) y el financiamiento neto de Organismos Internacionales y el FMI (USD 1.928 millones) no alcanzaron a compensar la salida de divisas. En particular, la Formación de Activos Externos absorbió la totalidad del ingreso de divisas, siendo que acumuló USD 21.315 millones en el curso de 2026.

Cuenta Financiera en 2026

Total Cuenta Financiera	-1.521
Deuda privada	14.296
Resto (Var. Dep. USD y otros)	4.513
Inversión Extranjera de Portafolio	2.777
Préstamos con el FMI y otros OOII	1.928
Inversión Extranjera Directa	-554
PGC	-922
Títulos de deuda pública	-2.244
Formación de Activos Externos	-21.315

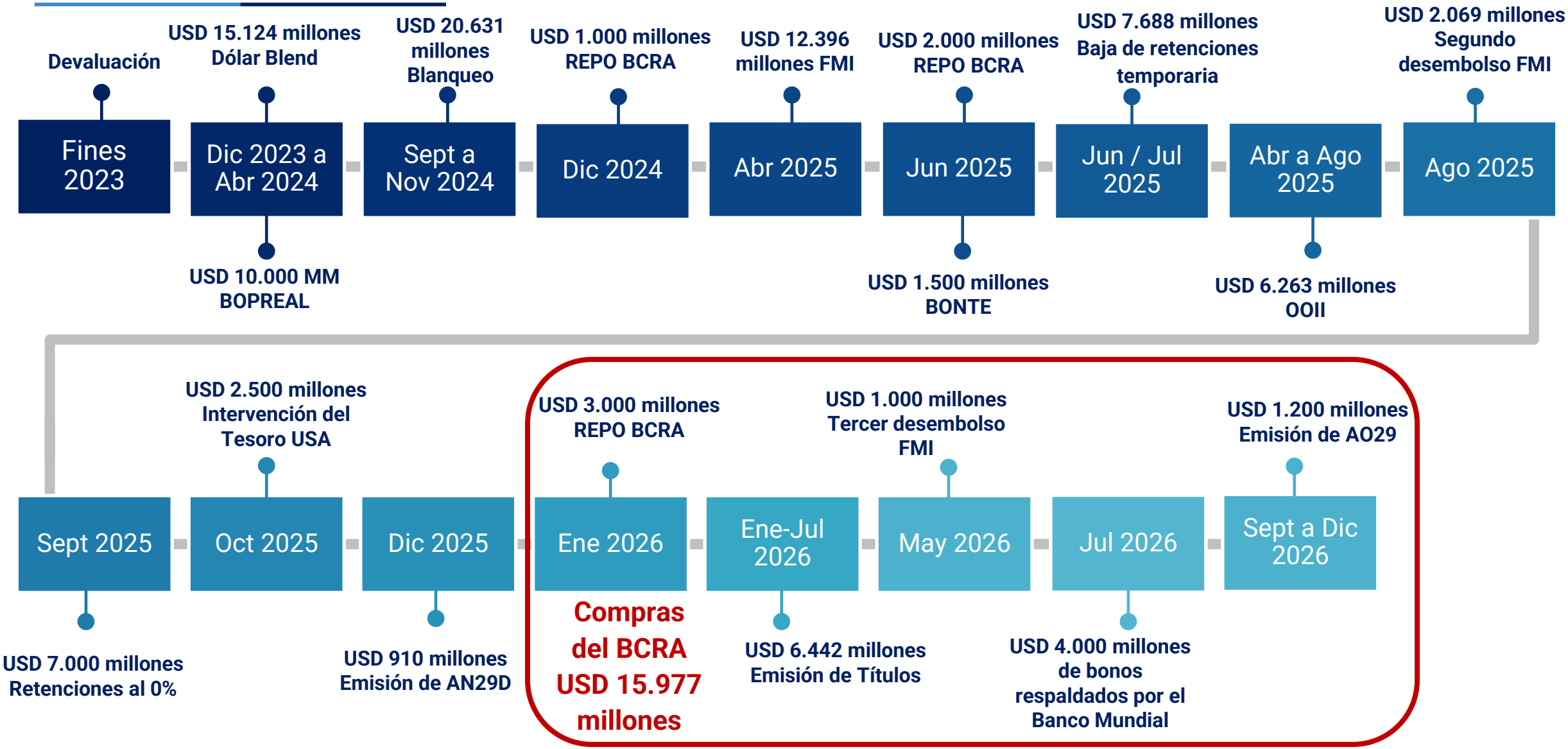
Cuenta Corriente en 2026

Total Cuenta Corriente	5.858
Bienes	26.567
Resto Servicios	1.524
Ingreso secundario	53
Fletes	-946
Utilidades y dividendos	-4.007
Viajes y tarjetas	-7.562
Intereses	-9.771

Fuente: CEPA en base a BCRA

Esquema cambiario: Vaca Muerta vs FAE récord

El modelo económico de Milei: siempre conejos de la galera



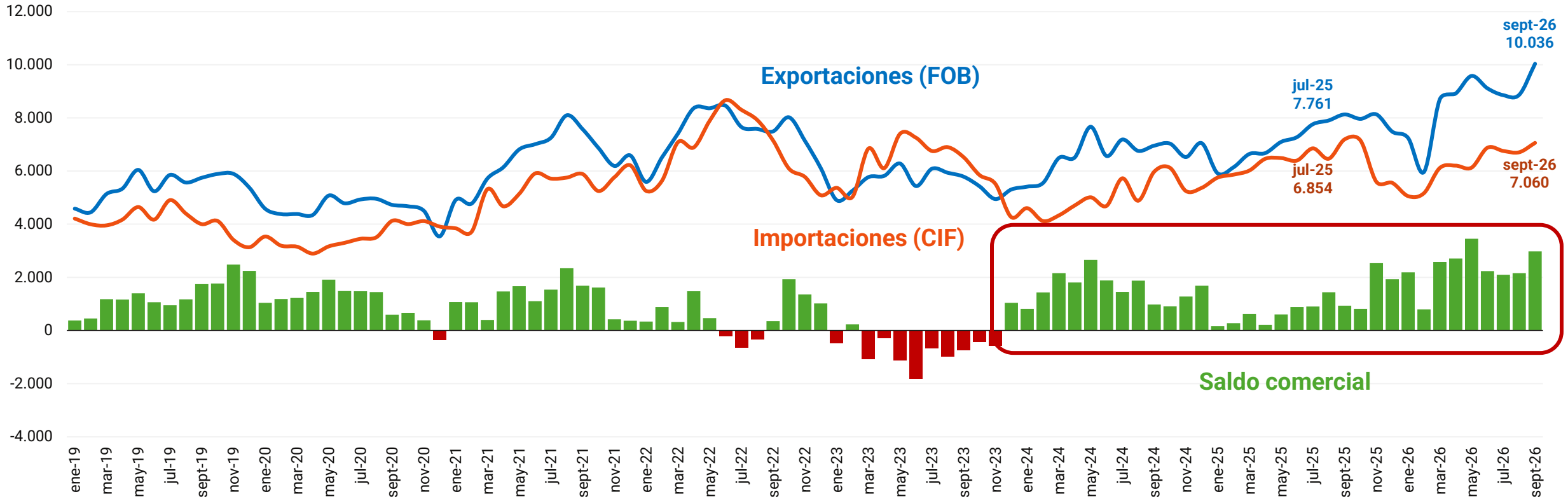
Esquema cambiario: Vaca Muerta vs FAE récord

Balanza Comercial: energía y caída de importaciones

Durante septiembre 2026 las exportaciones alcanzaron USD 10.036 millones (+23,5% i.a.), mientras que las importaciones fueron de USD 7.060 millones (-1,8% i.a.), lo que significó un superávit comercial de USD 2.976 millones. Durante los primeros nueve meses de 2026 el superávit comercial alcanzó USD 21.198 millones, de los cuales USD 9.428 millones fueron explicados por la balanza energética (53,8%).

Evolución mensual de exportaciones (FOB), importaciones (CIF) y saldo de la balanza comercial

Período ene-2019 a sept-2026. En millones de dólares



Fuente: CEPA en base a INDEC

Esquema cambiario: Vaca Muerta vs FAE récord

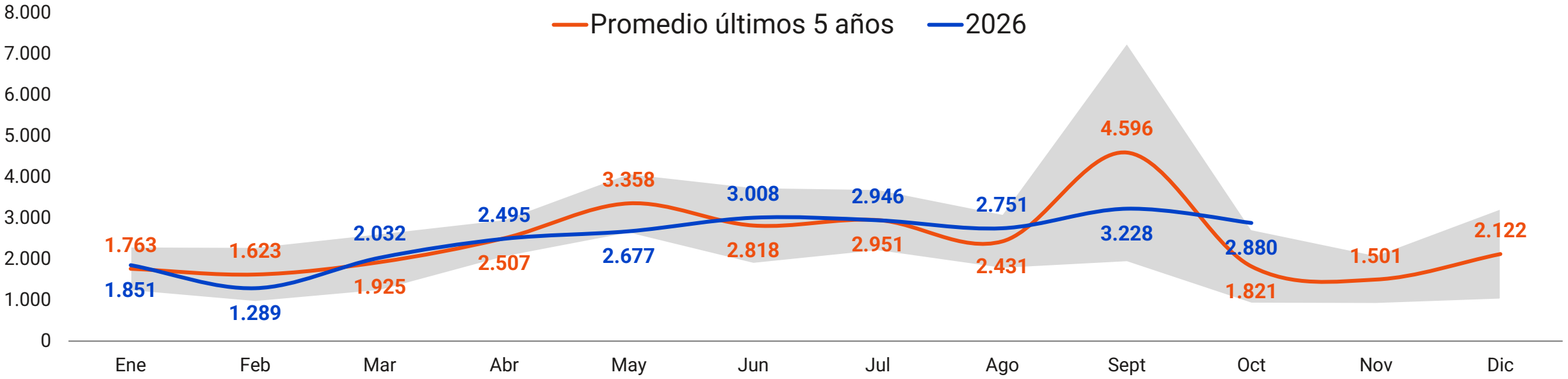
Liquidación del Agro

En octubre de 2026, la liquidación de divisas del agro alcanzó USD 2.880 millones, según datos de la Cámara del Complejo Oleaginoso y Cerealero (CIARA-CEC). Si bien el registro refleja un aumento de 157,9% interanual, el incremento obedece a la baja base de comparación (octubre de 2025 fue el mes posterior a la liquidación extraordinaria generada por la eliminación temporal de retenciones).

Con este resultado, la liquidación acumulada en los primeros diez meses del año (enero-octubre) suma USD 25.156 millones. El saldo representa una caída de 14,9% respecto a 2025 y se ubica 3,5% por debajo del promedio de los últimos cinco años.

Evolución de la liquidación de exportaciones de Industriales Oleaginosos y los Exportadores de Cereales en 2026 vs promedio de los últimos 5 años

Período enero a diciembre 2026 vs promedio de los últimos 5 años. En millones de dólares



Fuente: CEPA en base a CIARA-CEC

Esquema cambiario: Vaca Muerta vs FAE récord

La balanza energética sigue sosteniendo superávit comercial

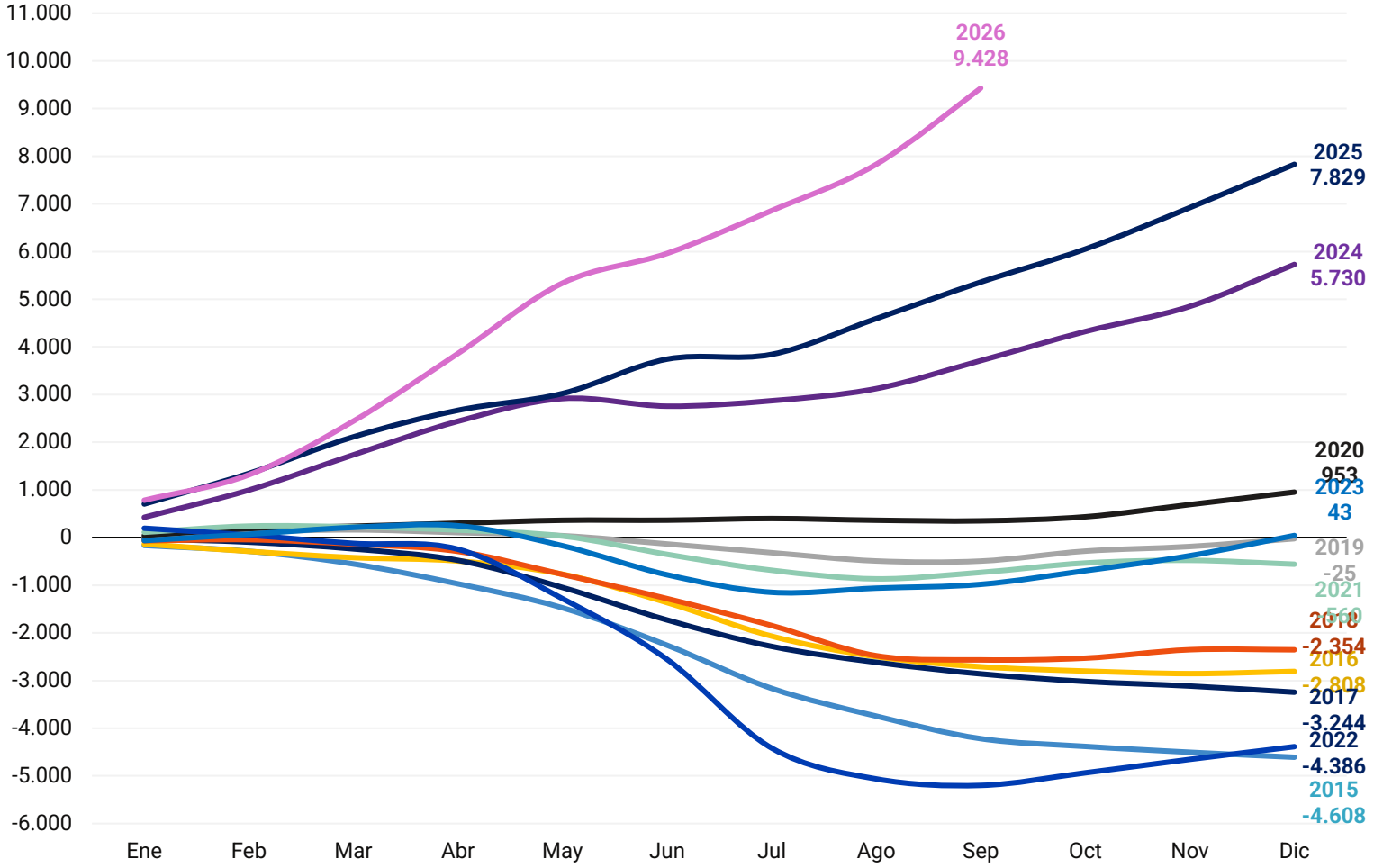
El superávit de la balanza energética alcanzó USD 1.600 millones en septiembre de 2026 (53,8% del superávit comercial total del mes). Las exportaciones crecieron 89,1% interanual, lo que respondió en mayor medida el incremento interanual en la exportación de petróleo crudo (+86,4%).

Las importaciones aumentaron apenas 3,5% interanual.

El sostén estructural de la balanza energética, a pesar del shock coyuntural derivado de la guerra en Irán, sigue respondiendo al cambio de régimen que generó el Gasoducto Néstor Kirchner, reflejado en un desplome de 54,7% en las importaciones de combustibles y lubricantes frente a septiembre de 2023.

Balanza comercial de Combustibles y Energía acumulada en cada año

Entre 2015 y 2026. En millones de dólares



Fuente: CEPA en base a INDEC

Esquema cambiario: Vaca Muerta vs FAE récord

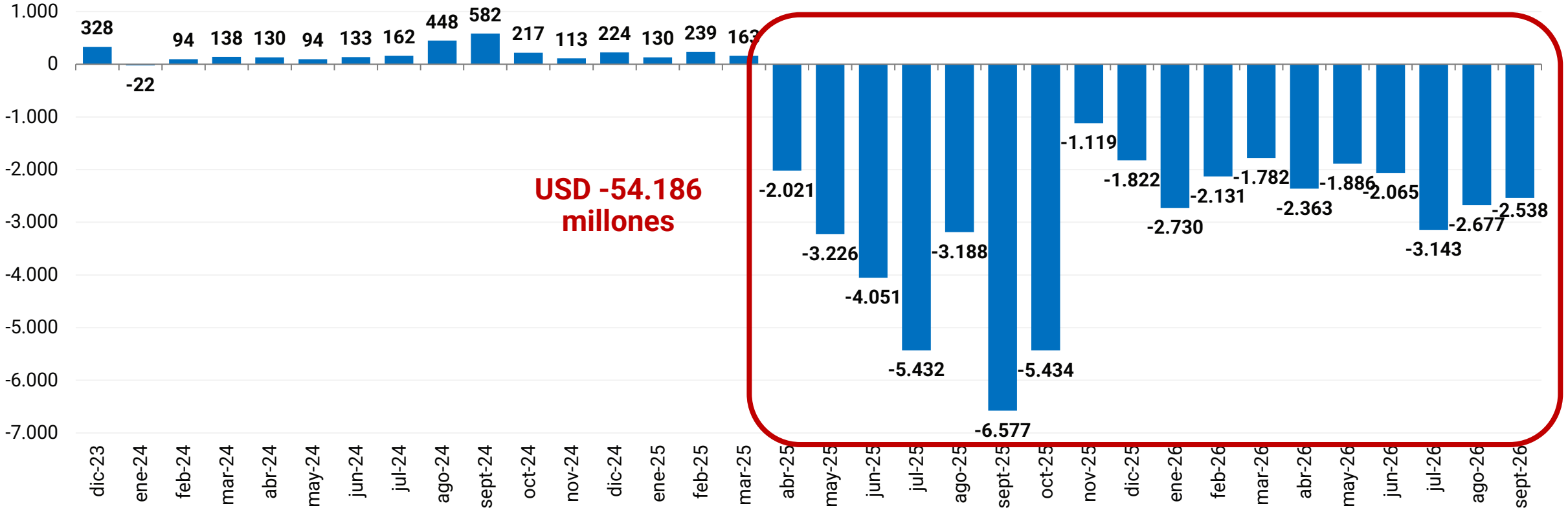
La FAE acumuló USD 21.315 millones en el curso de 2026

En septiembre 2026, la Formación de Activos Externos (FAE) del Sector Privado No Financiero demandó USD 2.538 millones. En los primeros nueve meses de 2026, la demanda por este concepto ascendió a USD 21.315 millones.

Desde la unificación cambiaria, en dieciocho meses, la demanda acumulada asciende a USD 54.186 millones.

Formación de activos externos del sector privado no financiero vía Mercado de Cambios

Saldos netos mensuales. Período dic-23 a sept-26. En millones de dólares



Fuente: CEPA en base a BCRA

Esquema cambiario: Vaca Muerta vs FAE récord

Con ayuda del FMI el gobierno cumplirá meta de diciembre

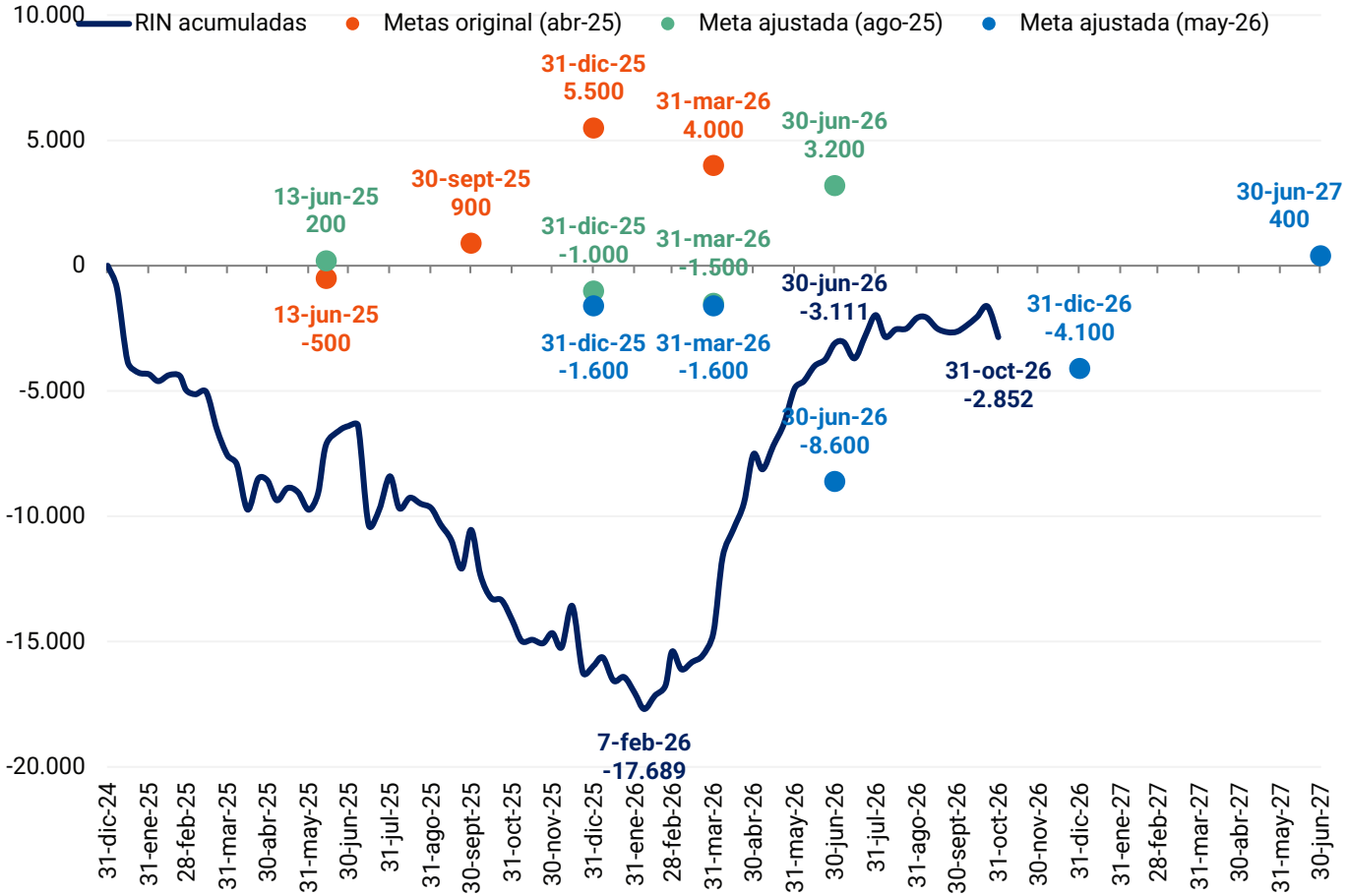
El Gobierno cumplió la meta de reservas con el FMI de 30 de junio de 2026. A esa fecha, la variación acumulada de Reservas Netas desde fines de 2024 alcanzó USD -3.111 millones, frente a una meta requerida de USD -8.600 millones. Repasemos cómo ayudó el FMI al Gobierno para que cierren los números:

- **Recorte de la meta:** en la revisión de mayo redujo la exigencia de acumulación para el 30/06 en USD 11.800 millones (pasó de USD +3.200 millones a USD -8.600 millones).
- **Valuación contable favorable:** el FMI corrió la fecha base de cotización de los activos al 31/12/2025. Este cambio generó un salto contable automático de USD 3.012,6 millones por el revalúo del oro y neutralizó la caída posterior de 7% en su cotización registrada hasta junio (no computó para el cumplimiento de la meta).

Este cambio metodológico le estaría permitiendo al Gobierno cumplir la meta al 31 de diciembre, a pesar de la moderación en la compra de divisas por parte del BCRA.

Variación acumulada de reservas internacionales netas según metodología del FMI y metas propuestas

Período dic-2024 a jun-2027. En millones de dólares



Fuente: CEPA en base a BCRA y FMI.

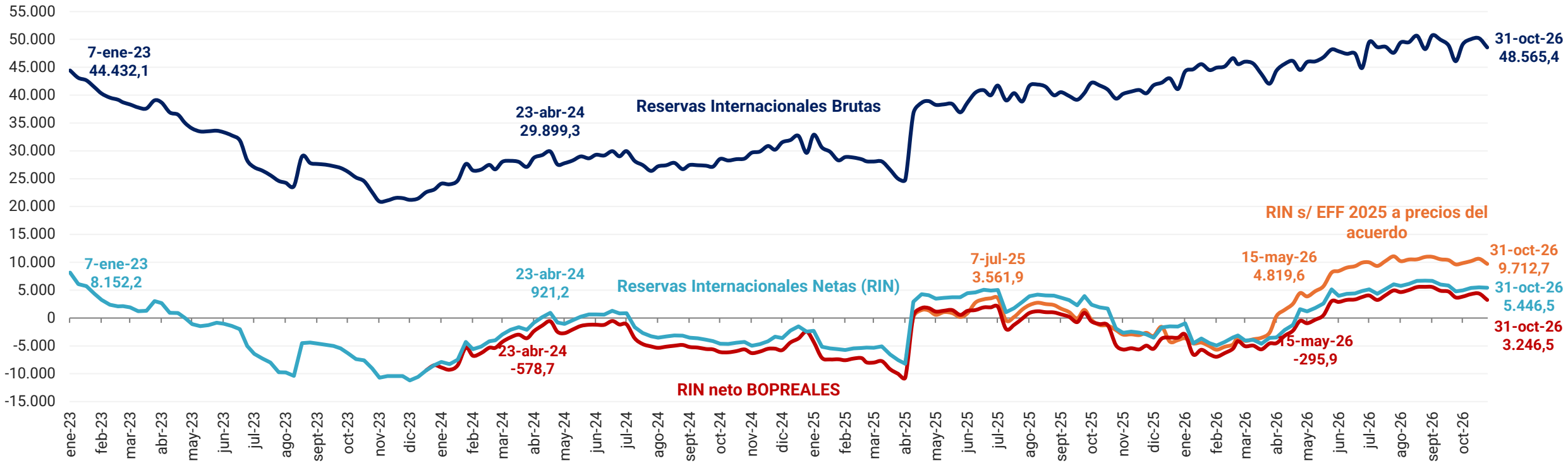
Esquema cambiario: Vaca Muerta vs FAE récord

Reservas netas se sostienen en terreno positivo

Al 31 de octubre, las Reservas Internacionales Brutas del BCRA ascendieron a USD 48.565,4 millones. Las Reservas Internacionales Netas se ubicaron en USD 5.446,5 millones, mientras que, descontando los vencimientos a 12 meses, el saldo alcanzó USD 3.246,5 millones (el Tesoro vendió a comienzos de agosto los títulos Serie 1 que conservaba en cartera). Bajo la metodología del FMI, las Reservas Netas cerraron en USD 9.712,7 millones.

Evolución Reservas Internacionales Brutas (RRII) y Reservas Internacionales Netas (RIN)

Período ene-23 a oct-26. En millones de dólares



Fuente: CEPA en base al BCRA y FMI.

Impacto de las elecciones en Estados Unidos y Brasil



CEPA
Centro de Economía Política Argentina

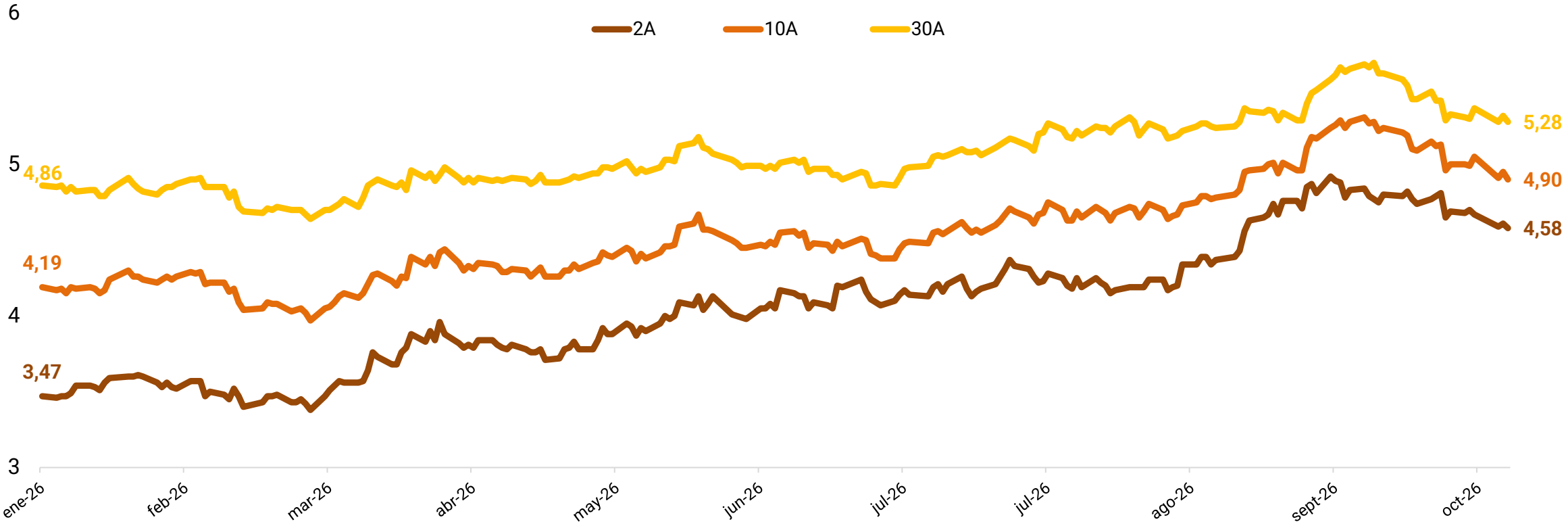
Impacto de las elecciones en Estados Unidos y Brasil

Baja reciente, pero tasas internacionales aún altas

La suba de tasas en el mercado secundario de títulos estadounidenses está explicada por: presiones inflacionarias derivadas de la guerra con Irán; el creciente nivel de endeudamiento y déficit fiscal de Estados Unidos y la Inteligencia Artificial con su gran demanda de financiamiento que desplaza al Sector Público. Desde el máximo, la tasa a 10 años bajó 40 puntos básicos, principalmente por menores proyecciones de inversión en IA, y por lo tanto un menor desplazamiento del Tesoro

Evolución de los rendimientos de bonos de EE.UU.

ene-26 a sept-26 en puntos porcentuales. Incluye plazos a 2, 10 y 30 años.



Fuente: CEPA en base a US Treasury

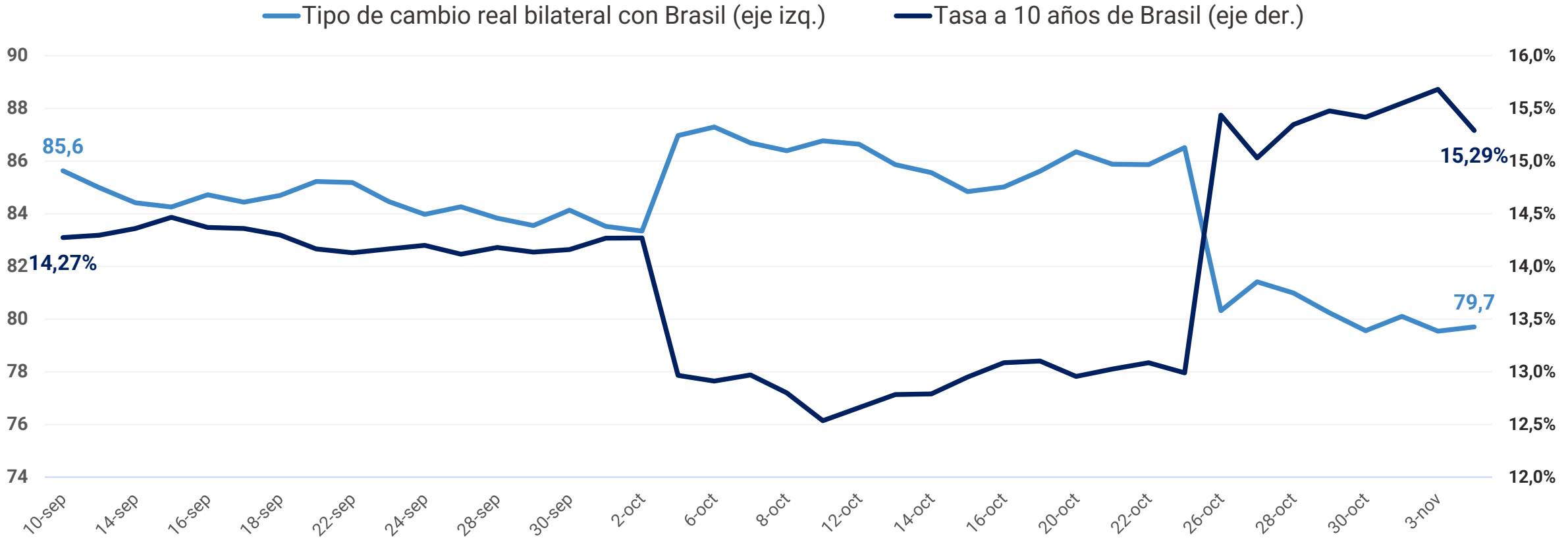
Impacto de las elecciones en Estados Unidos y Brasil

Tras el balotaje, Argentina se encarece frente a Brasil

El balotaje en Brasil golpeó al real: la tasa a 10 años saltó de 12,99% a 15,44% en un día y el tipo de cambio real bilateral con Argentina cayó 7,2%, de 86,5 a 80,3. Desde el 10 de septiembre el índice retrocedió de 85,6 a 79,7: Argentina se encareció 6,9% frente a Brasil, su principal socio comercial, y pierde competitividad.

Tipo de cambio real bilateral con Brasil y tasa a 10 años de Brasil

10-sep a 04-nov. Índice base 17-12-15=100 (eje izq.) y tasa a 10 años en reales en % (eje der.)



Fuente: CEPA en base a BCRA e Investing

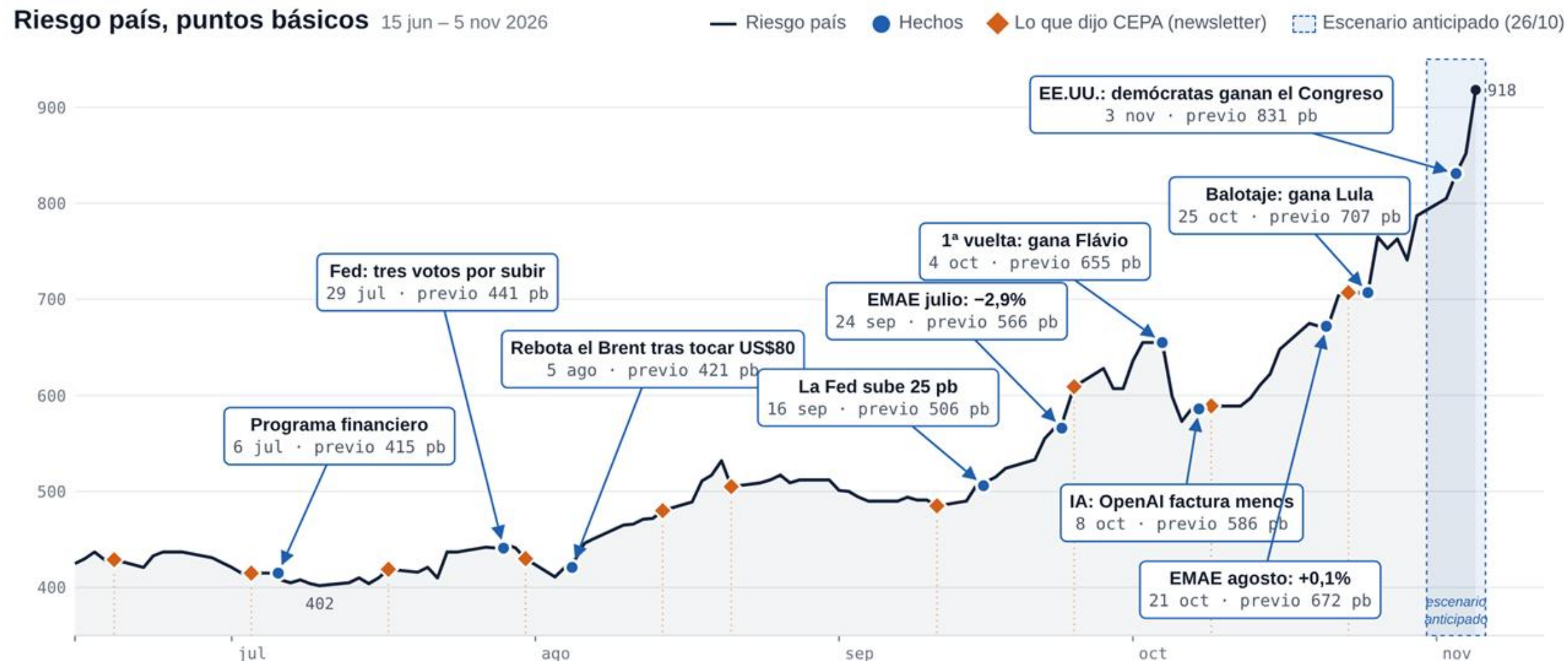
Esquema financiero: Riesgo País en 900 puntos



CEPA
Centro de Economía Política Argentina

Esquema financiero: Riesgo País en 900 puntos

El mercado duda del Programa Financiero



Fuente: CEPA en base a RAVA

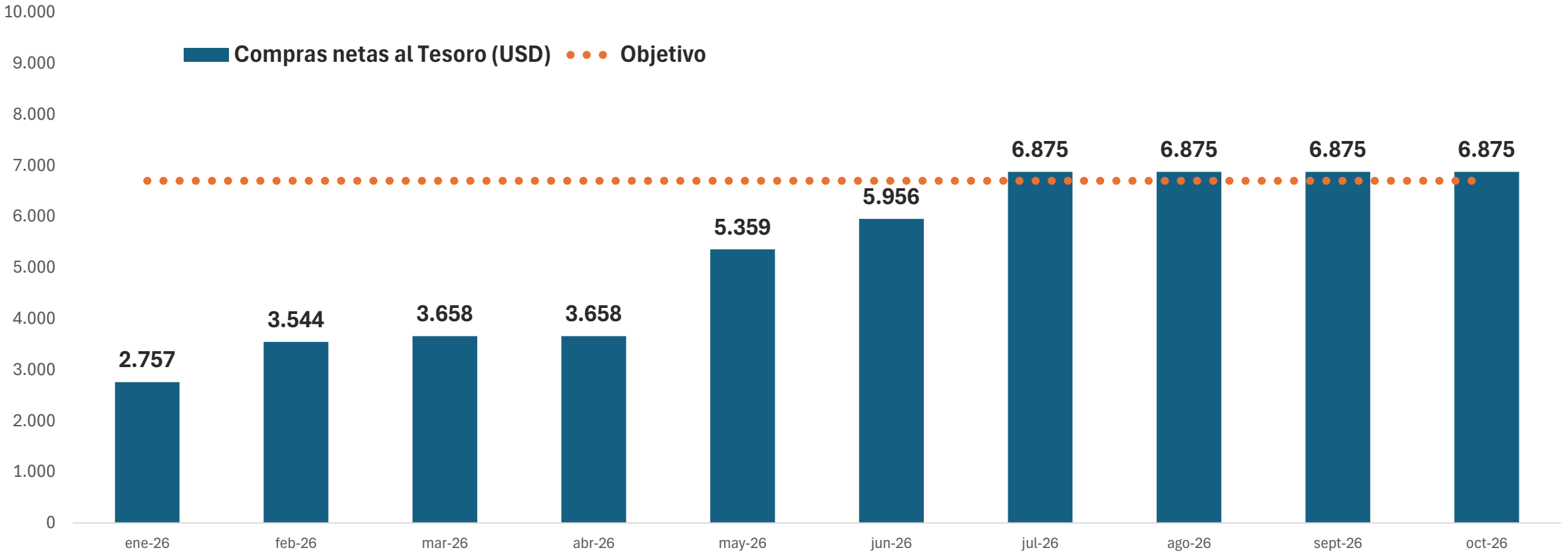
Esquema financiero: Riesgo País en 900 puntos

La variable de ajuste son las compras al BCRA

El programa financiero contempla significativas compras de divisas al BCRA. Lo estipulado es USD 6.700 M en 2026, el cual por el momento está incumplido, van USD 6.875 según se ve en el gráfico. Para 2027, las compras a la autoridad monetaria seguirán siendo una importante fuente de financiamiento, representando USD 4.900 M.

Compras acumuladas de divisas del Tesoro al BCRA

ene-26 a oct-26 en millones de dólares



Fuente: CEPA en base a BCRA

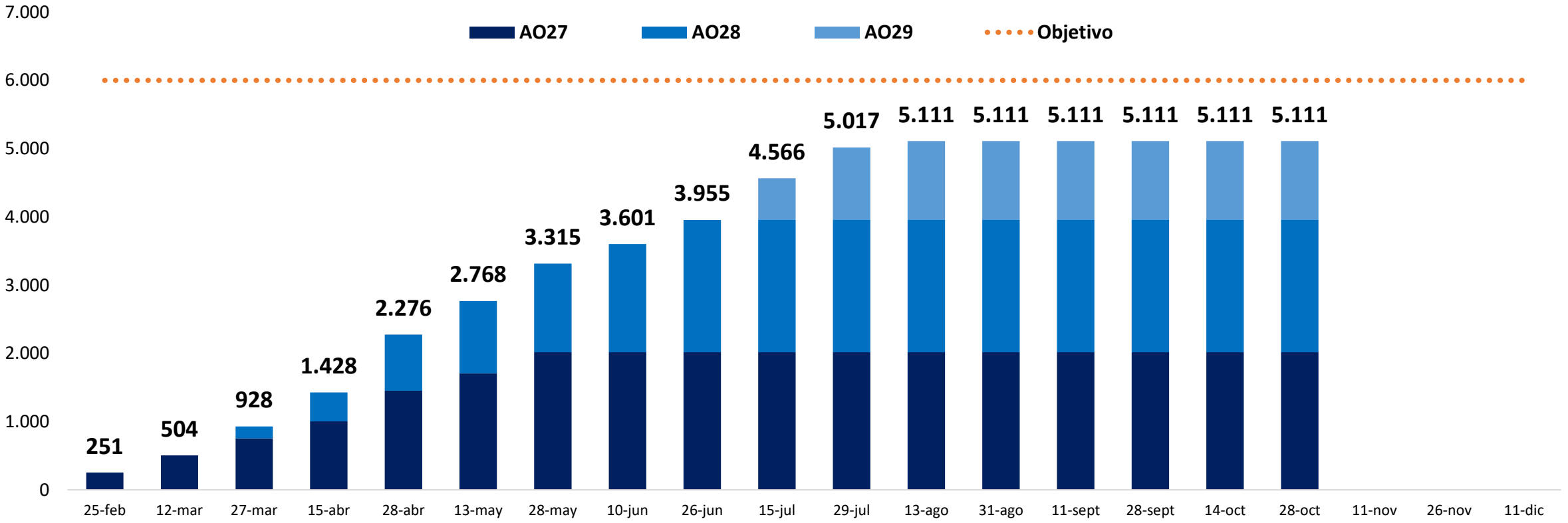
Esquema financiero: Riesgo País en 900 puntos

Se suspendió la colocación de bonares

El gobierno buscaba USD 6.000 millones de bonares en 2026 y luego de llegar a USD 5.111 millones suspendió las emisiones ante la imposibilidad de conseguir financiamiento, aún a tasas artificialmente reprimidas por las capas de cepo. Para el próximo año Caputo apunta a colocar USD 5.000 millones, que lucen más desafiantes y muy dependientes de las condiciones financieras y la tensión preelectoral.

Financiamiento acumulado de bonos en moneda extranjera

25-feb a 11-sept. Colocación acumulada en AO27, AO28 y AO29 en millones de dólares



Fuente: CEPA en base a Ministerio de Economía

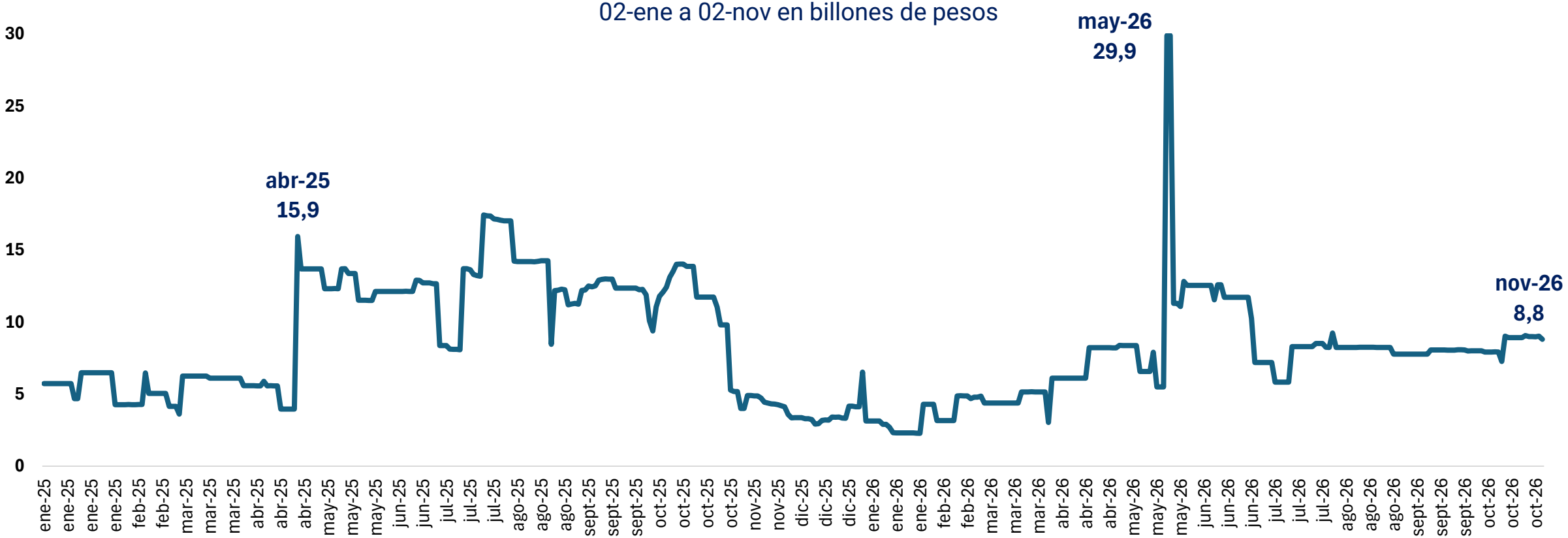
Esquema financiero: Riesgo País en 900 puntos

El fondeo en pesos

El fondeo en pesos es otra incógnita clave, dado que comprar USD 4.900 M al BCRA en 2027 costaría alrededor de $7,5 billones, dependiendo del nivel de tipo de cambio. Hoy el Tesoro tiene $8,8 B en el BCRA, según se ve en el gráfico, y la compra de divisas nombrada anteriormente no será la única potencial fuente de presión sobre los depósitos del Tesoro. Las posibles fuentes serían el superávit fiscal, la remisión de utilidades en 2027 y el endeudamiento neto.

Depósitos en pesos del Tesoro en BCRA

02-ene a 02-nov en billones de pesos



Fuente: CEPA en base a BCRA

Esquema financiero: Riesgo País en 900 puntos

Dudas sobre el programa financiero

1. **Si no hay financiamiento local, el mercado internacional va a estar cerrado. La "opcionalidad" no es una alternativa.**
2. **Resta comprar USD 8.600 millones + USD 3.500 millones aprox de BOPREALES entre lo que resta de 2026 y 2027 ¿presiones cambiarias?**
3. **¿Colocar USD 5.000 millones en 2027? No parece sencillo en año electoral. Además: mantiene el cepo para beneficiarse con el canje.**
4. **Otra de las fuentes presentada es el refinanciamiento del Sector Público, en la que no se especifica instrumentación.** Si es "dar *rollover*" de bonos en dólares, no implicaría una fuente adicional.
5. **USD 2.300 millones de privatizaciones → necesidad de financiamiento y no a un objetivo de mejorar su eficiencia mediante gestión privada.**
6. ¿Y el fondeo en pesos? Se necesitan alrededor de $8,0 billones (depende el FX) para comprar dólares al BCRA y pesos para pagar en efectivo parte de vencimientos 2027. **El problema es que la recaudación cae y el resultado fiscal está cada vez mas comprometido.**

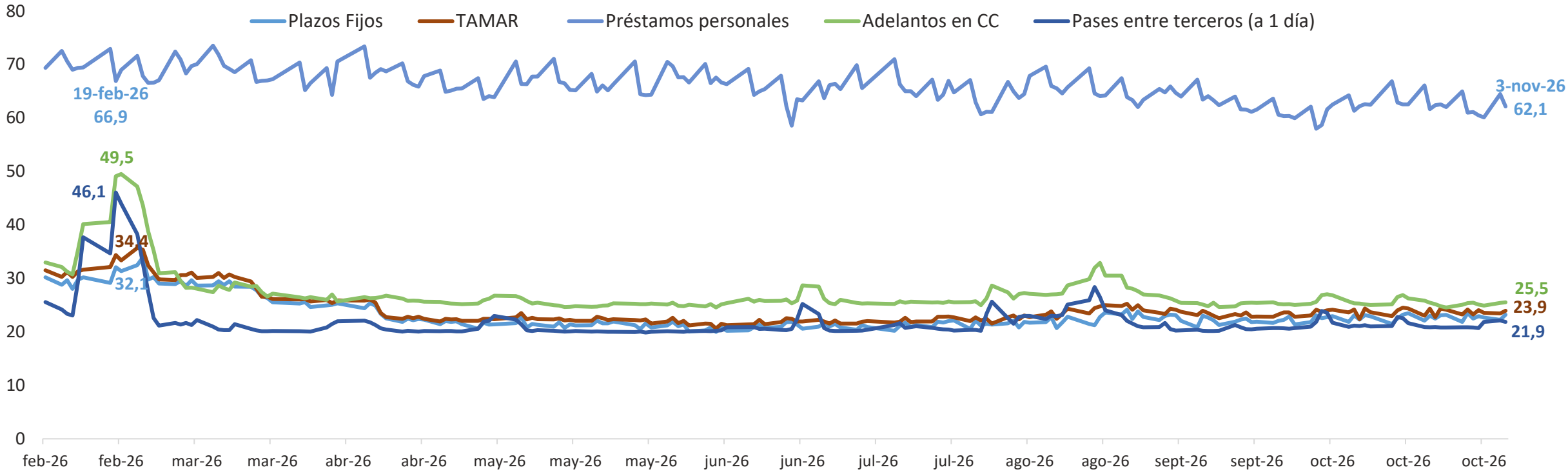
Esquema financiero: Riesgo País en 900 puntos

Estancamiento de las tasas de interés

Tomando como punto de partida la señal expansiva de fines de febrero, todas las tasas registraron caídas pero desde ese impacto casi no muestran variaciones en los últimos meses. La TAMAR se redujo en 11,8 puntos porcentuales (p.p.), Plazos Fijos lo hizo por 10,7 p.p. y la de Pases entre terceros marcó una caída de 24,2 p.p. En el segmento de tasas más directamente relacionadas con la actividad, los Adelantos en Cuenta Corriente cayeron 24,0 p.p. y la de Préstamos Personales mantiene el nivel más alto y menor baja, 4,8 p.p.

Tasas de interés de mercado

feb-26 a nov-26. TNA en puntos porcentuales



Fuente: CEPA en base a BCRA

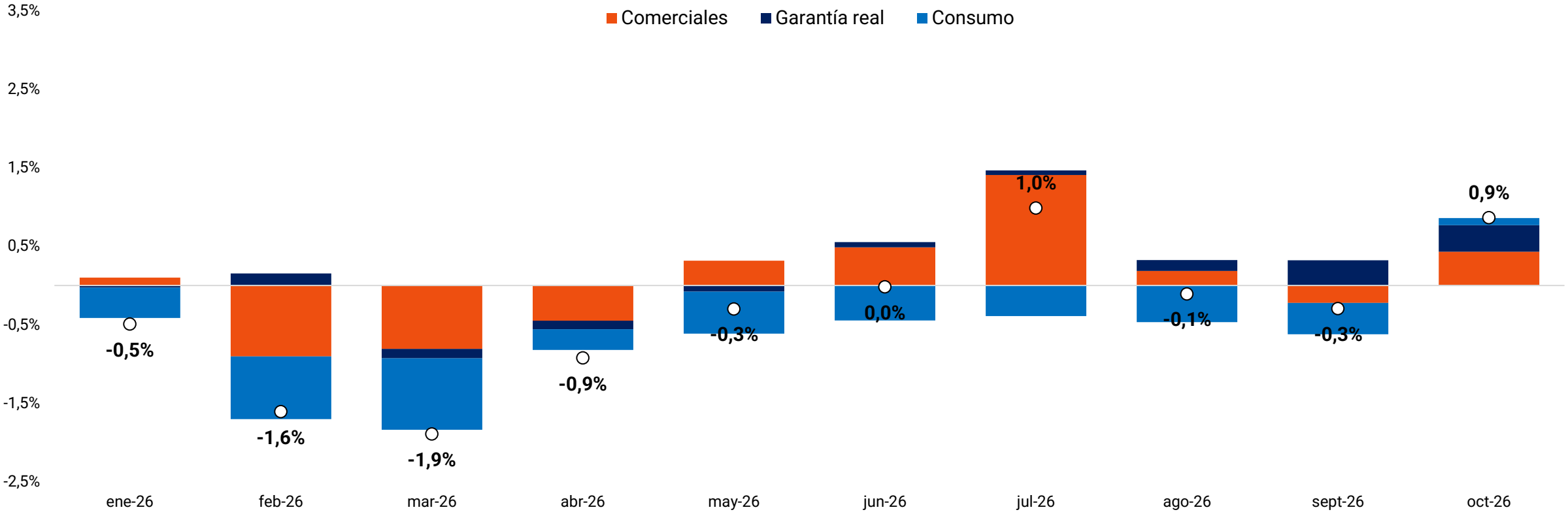
Esquema financiero: Riesgo País en 900 puntos

El crédito continúa estancado

En los primeros 10 meses de 2026, 7 registraron caídas en los préstamos totales y sólo 2 registraron aumentos. El segmento de Consumo registró 9 caídas y tan sólo un aumento, en octubre. Por su parte, los segmentos “Comercial” y “Garantía real” mostraron mejores desempeños en términos relativos, con 6 meses de aumentos cada uno.

Contribución a la variación de los préstamos totales

ene-26 a oct-26 en porcentajes. Préstamos totales en términos reales y contribuciones



Fuente: CEPA en base a Ministerio de Economía

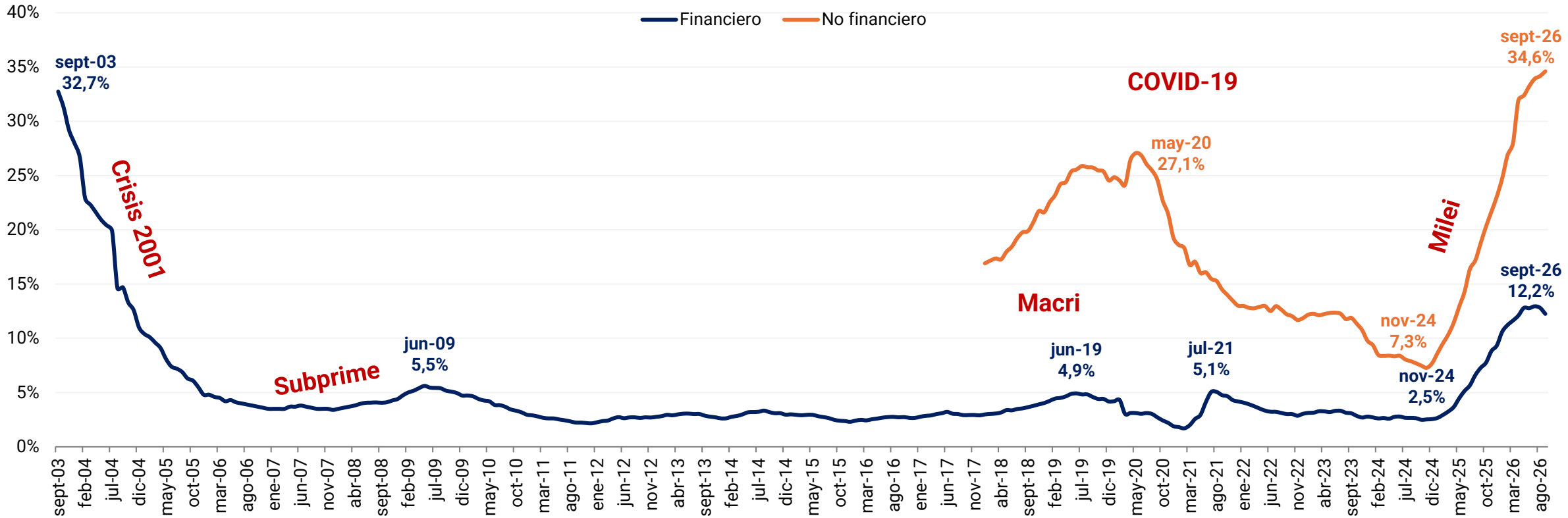
Esquema financiero: Riesgo País en 900 puntos

Morosidad histórica

En niveles históricos, la morosidad en Familias con el Sector Financiero de septiembre de 2026 (12,2%) fue únicamente superada por la observada en la crisis del 2001. Por su parte, la morosidad con el Sector No Financiero se encontró en niveles superiores a la pandemia (34,6%).

Evolución del ratio de irregularidad del crédito a familias según sector acreedor

Período sept-2003 a ago-2026. En porcentaje



Fuente: CEPA en base a BCRA y CENDEU.

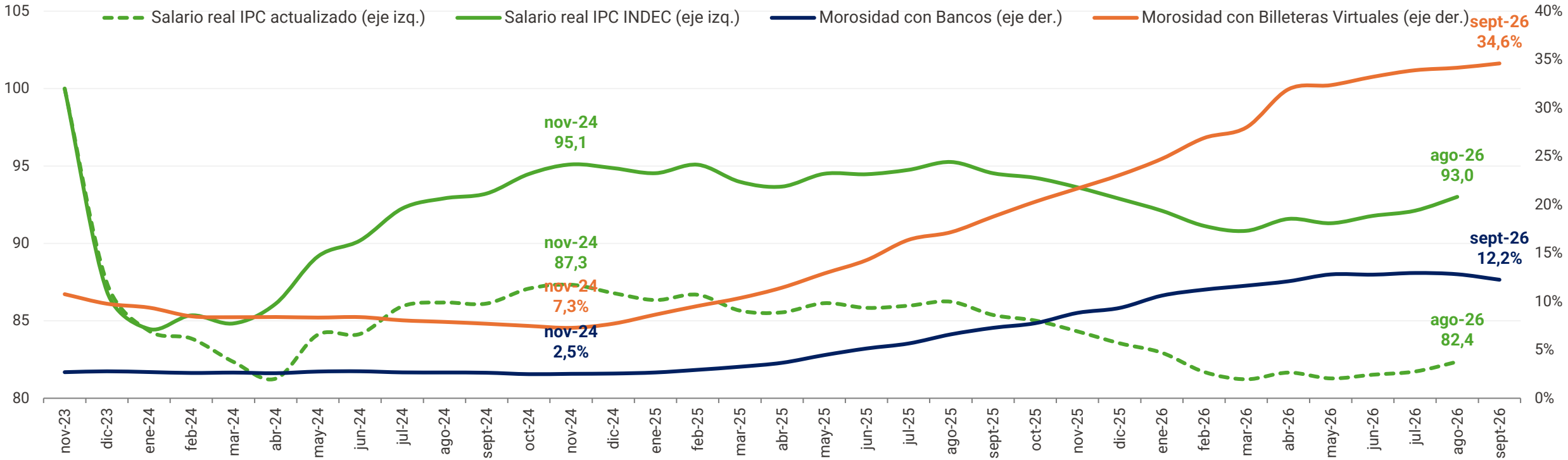
Esquema financiero: Riesgo País en 900 puntos

Morosidad como correlato de la caída del ingreso real

El salario real de los trabajadores registrados (público y privado) acumula una caída desde que asumió Javier Milei de 7,0%. Sin embargo, la decisión de no actualizar los ponderadores del IPC subestima esa caída. Desde noviembre de 2023, y aplicando la canasta de la ENGHo 2017/18, el salario registrado (público y privado) se retrajo 18,6%.

Evolución del salario real de los trabajadores registrados (IPC INDEC e IPC actualizado) y la tasa de morosidad con bancos y billeteras virtuales

Período nov-2023 a sept-2026. Índice base nov-2023 = 100 y porcentaje.



Fuente: CEPA en base a BCRA.

La rigidez del gasto como límite al ajuste

CEPA
Centro de Economía Política Argentina

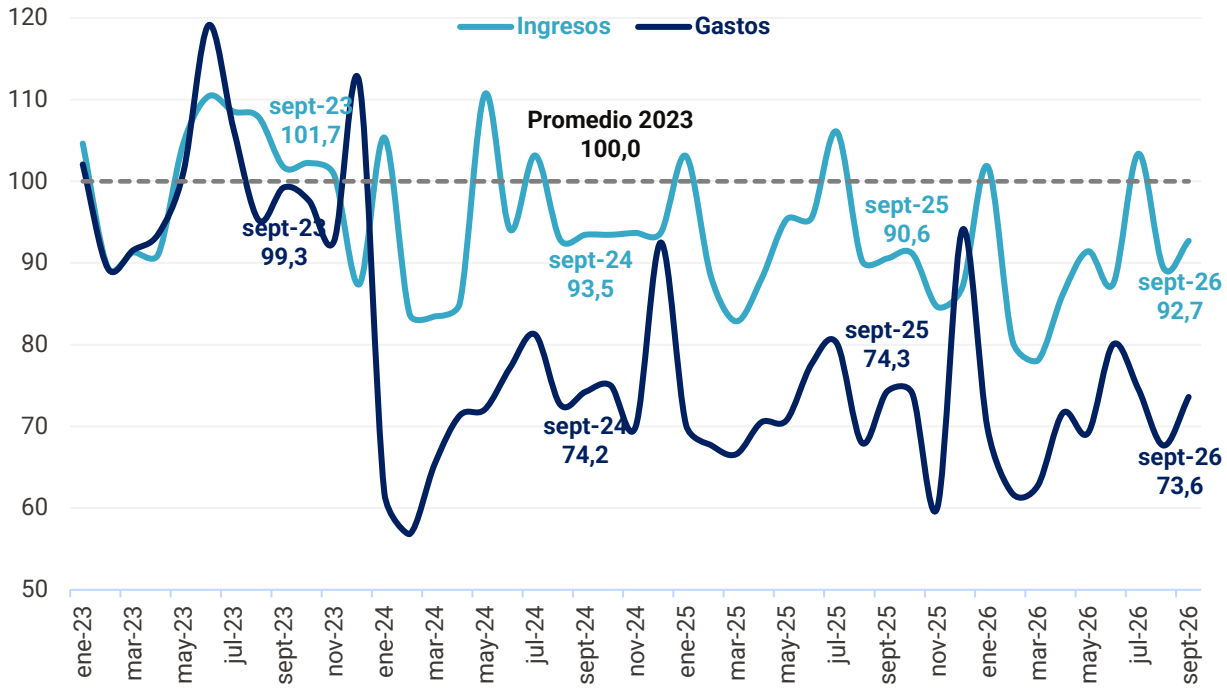
La rigidez del gasto como límite al ajuste

Consolidación del ajuste

Los ingresos totales del SPN ascendieron a $15,88 billones, lo que implica una suba en términos reales de 2,4% interanual. En cuanto al gasto público, se registraron erogaciones por $14,46 billones, lo que representa una disminución en términos reales de 0,9% interanual. El ajuste sobre el gasto público realizado en 2024 continúa consolidándose, dado que en septiembre 2026 se observa una caída en relación con el mismo mes de 2023 que alcanza 25,8%, compensando la reducción de 7,7% en los ingresos durante el mismo período.

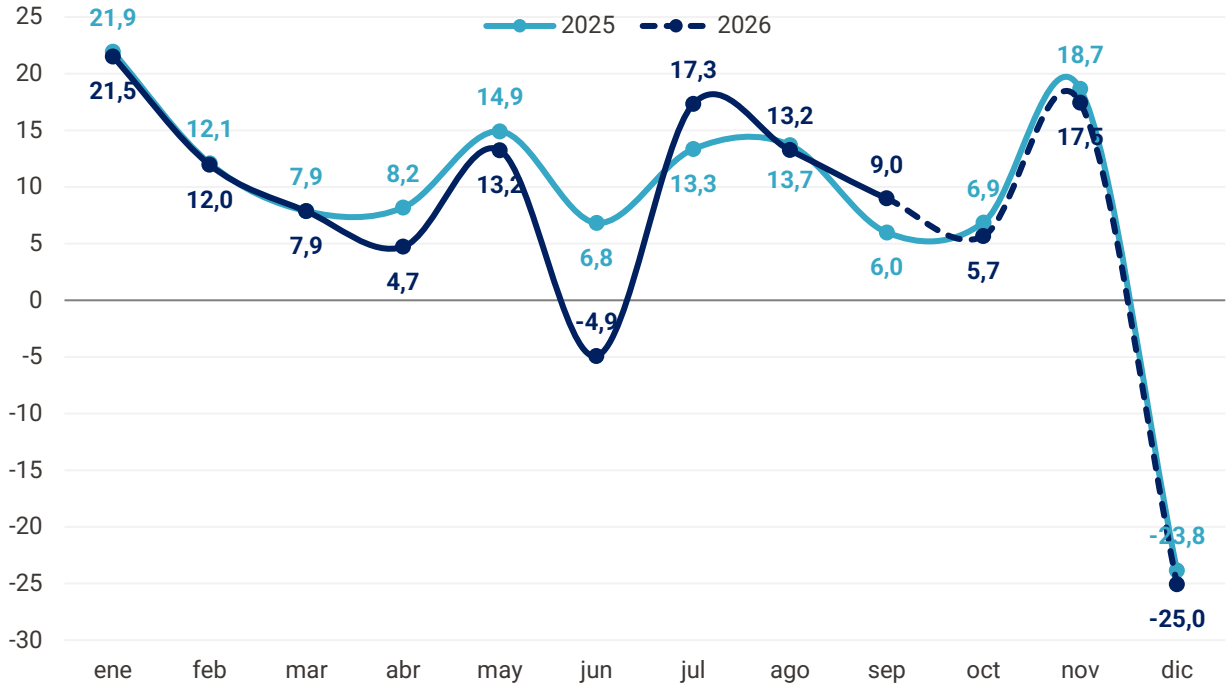
Evolución de ingresos y gastos reales

Período enero 2023 a septiembre 2026. Base 100 = promedio 2023



Ratio superávit fiscal – ingresos totales SPN (en %)

Período enero 2025 – diciembre 2026



Fuente: CEPA en base a MECON y OPC

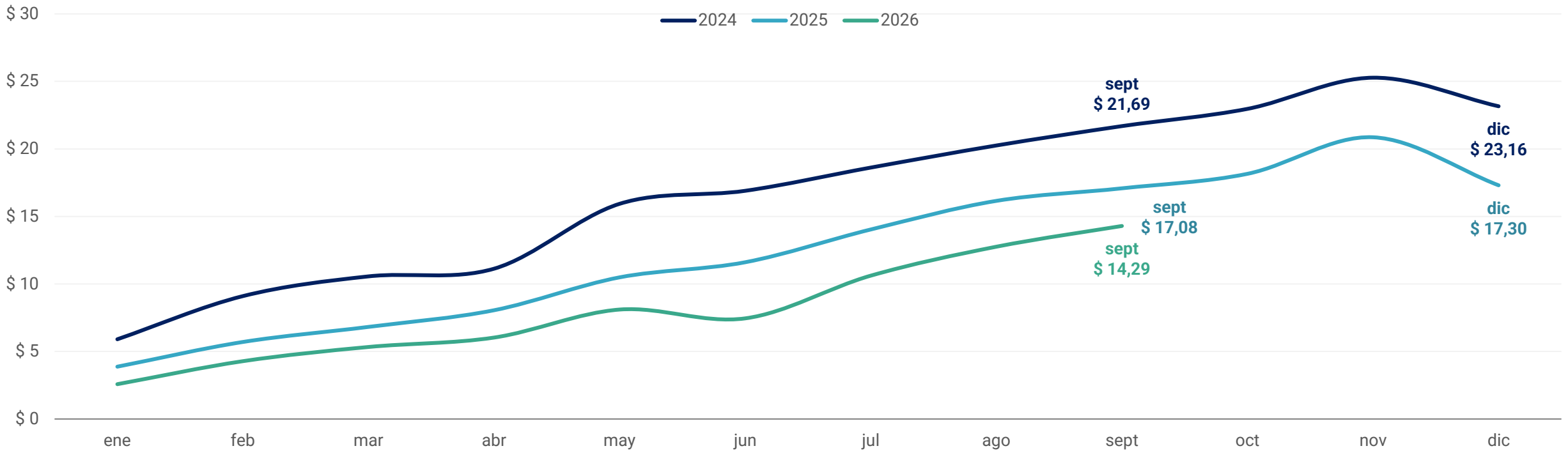
La rigidez del gasto como límite al ajuste

Reducción real del superávit fiscal

Al comparar los resultados fiscales acumulados en los primeros tres años de gestión de La Libertad Avanza, se evidencia una reducción constante en términos reales. En los tres primeros trimestres de 2026, neteando los recursos extraordinarios por la privatización de centrales hidroeléctricas, se observa una caída de 34,1% respecto a igual período de 2024 y de 16,3% en relación con el mismo lapso de 2025.

Resultado fiscal acumulado (neto recursos extraordinarios por la privatización de centrales hidroeléctricas)

Período 2024 a 2026. En billones de pesos constantes de julio 2026



Fuente: CEPA en base a MECON e INDEC.

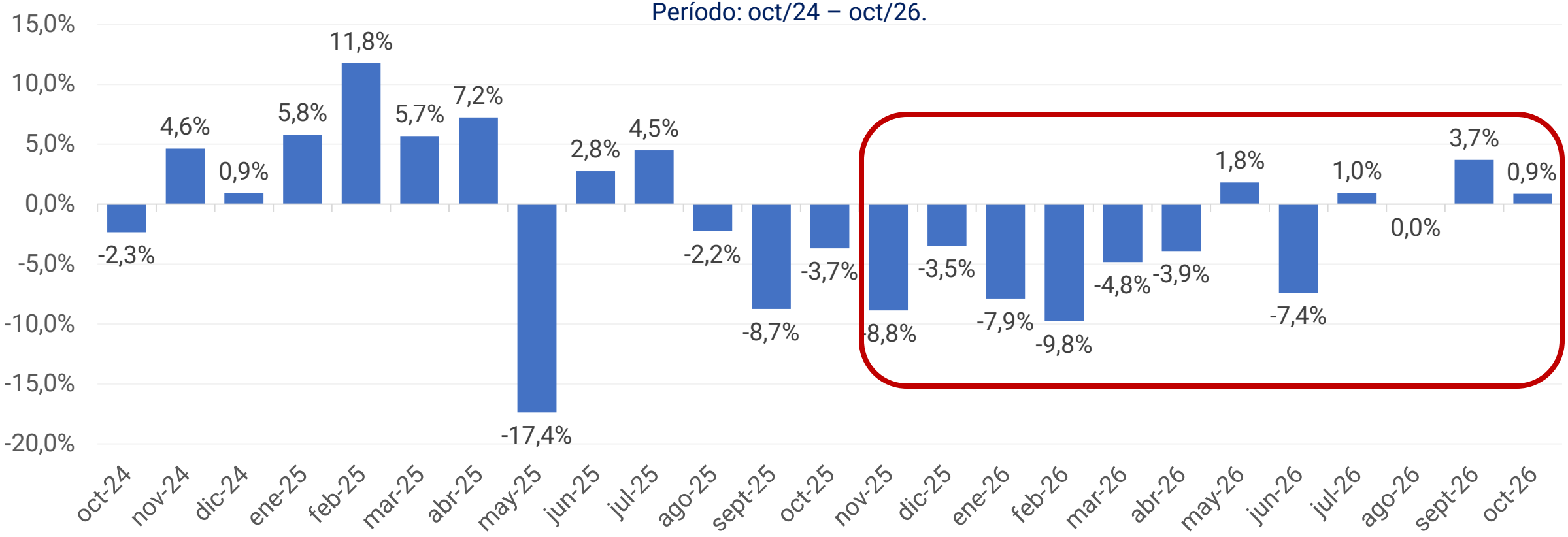
La rigidez del gasto como límite al ajuste

Recaudación octubre: crece por baja base de comparación

La recaudación tributaria creció apenas 0,9% real interanual en octubre de 2026. Impuestos Internos (-33,8%) y Derechos de Importación (-31,9%) fueron los tributos con peor desempeño. Derechos de Exportación registró una suba real del 155%, explicada en parte por una baja base de comparación. Le siguió Ganancias, con un incremento del 16,9%, impulsado por mayores saldos declarados y anticipos. IVA en retroceso: el principal impuesto cayó 8,2% real interanual.

Variación interanual real de la recaudación tributaria nacional

Período: oct/24 – oct/26.



Fuente: CEPA en base a ARCA e INDEC – Inflación estimada para julio 2,0%

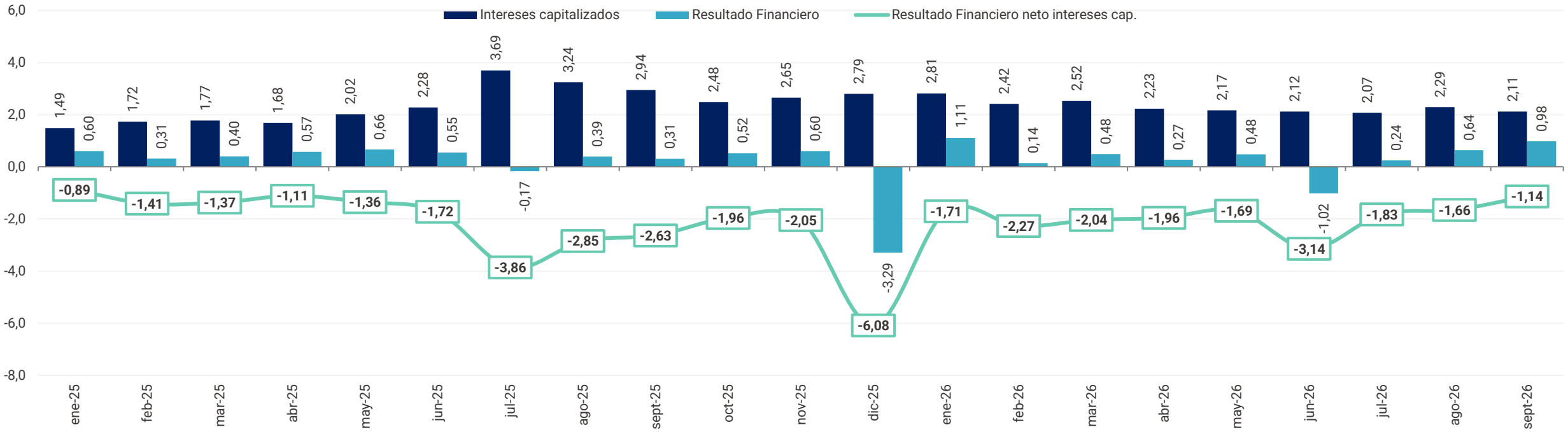
La rigidez del gasto como límite al ajuste

Cosmética en superávit financiero

En las licitaciones de deuda pública, el Tesoro Nacional habitualmente opta por ofrecer títulos capitalizables, donde los intereses generados se suman al capital. El resultado financiero arrojó un saldo positivo en septiembre de 2026 por $0,98 billones, este cálculo no contempla la capitalización de intereses de los títulos públicos en pesos. Si se incluyen únicamente los intereses capitalizados en LECAP, BONCAP y DUALES (el mismo mes alcanzaron $2,11 billones), el resultado financiero pasaría a ser deficitario por $1,14 billones.

Evolución del resultado financiero del SPN y capitalización de intereses de títulos públicos en pesos a tasa fija

Período ene-2025 a sept-2026. En billones de pesos



Fuente: CEPA en base a MECON.

La rigidez del gasto como límite al ajuste

El ajuste del gasto público

En los primeros tres trimestres de 2026 los ingresos del Sector Público Nacional evidenciaron una caída de 3,5% en relación con 2025 y 10,8% comparando con 2023. Asimismo, el gasto observó una caída 2,3% vs. 2025, mientras que comparando contra 2023 se observa una caída de 29,7%. En este sentido, las partidas más ajustadas son Gastos de capital (-81,9%), "Otros programas sociales" (-60,3%), Transferencias a provincias (-71,4%), Subsidios económicos (-54,4%) y Salarios de la APN (-29,3%).

Variación real de los ingresos base caja

Período 2026 vs 2025 y 2023

Concepto	Acumulado de 2023	Acumulado de 2025
INGRESOS TOTALES	**-10,8%**	**-3,5%**
Tributarios	**-9,5%**	**-4,3%**
IVA neto de reintegros	*-14,4%*	*-6,5%*
Ganancias	*-12,8%*	*7,1%*
Aportes y contribuciones a la seguriad social	*-0,8%*	*-3,0%*
Débitos y créditos	*-6,2%*	*-3,6%*
Bienes personales	*-47,9%*	*5,4%*
Impuestos internos	*-36,7%*	*-14,1%*
Derechos de exportación	*4,7%*	*-22,2%*
Derechos de importación	*-15,6%*	*-21,1%*
Resto tributarios	*-25,9%*	*8,0%*

Fuente: CEPA en base a MECON.

Variación real del gasto base caja

Período 2026 vs 2025 y 2023

Concepto	Acumulado de 2023	Acumulado de 2025
GASTOS TOTALES	**-29,7%**	**-2,3%**
Gastos corrientes primarios	**-24,6%**	**-2,2%**
Prestaciones sociales	***-14,4%***	***-2,2%***
Jubilaciones y pensiones contributivas	*-6,5%*	*2,0%*
Asignación Universal para Protección Social	*61,6%*	*2,8%*
Asignaciones Familiares Activos, Pasivos y otras	*-30,1%*	*-8,4%*
Pensiones no contributivas	*-18,7%*	*-0,9%*
Prestaciones del INSSJP	*4,1%*	*-4,5%*
Otros programas	*-60,3%*	*-25,6%*
Subsidios económicos	***-54,4%***	***11,8%***
Salarios	***-29,3%***	***-6,1%***
Transferencias corrientes a provincias	***-71,4%***	***-37,6%***
Transferencias a Universidades	***-22,5%***	***9,5%***
Gastos de capital	**-81,9%**	**-5,3%**

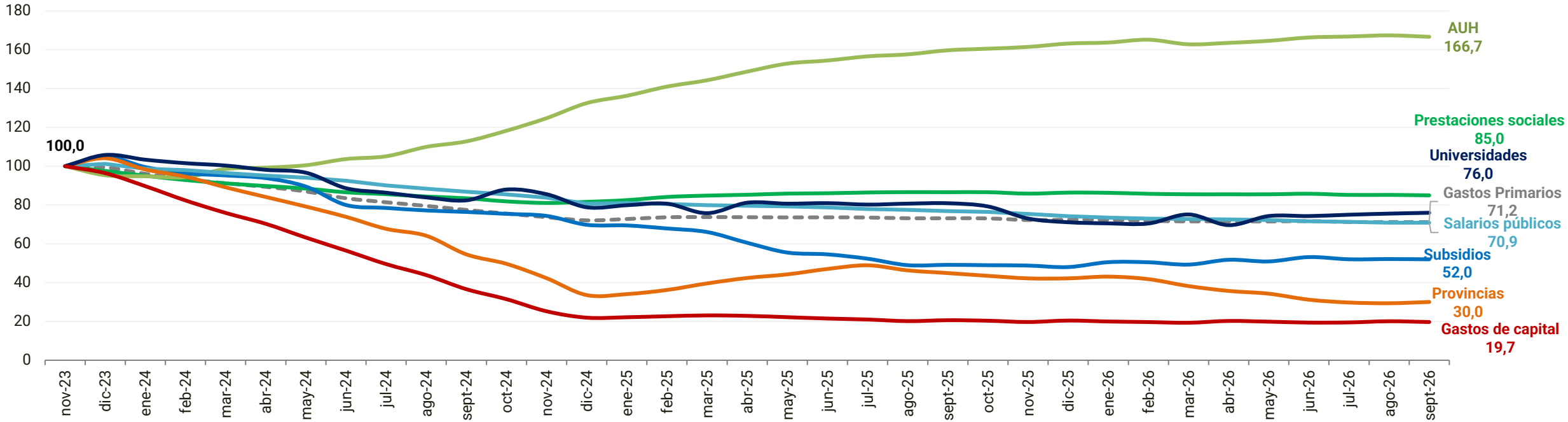
La rigidez del gasto como límite al ajuste

Gasto público estancado

Entre noviembre de 2023 y septiembre de 2026 la reducción real de los gastos primarios alcanzó 28,8%. Los Gastos de Capital se desplomaron 80,3% en términos reales, las Transferencias a Provincias se redujeron 70,0%, los Subsidios Económicos retrocedieron 48,0% en términos reales y, si bien las Prestaciones Sociales en su conjunto se redujeron 15,0% en términos reales, la AUH exhibió un incremento real de 66,7%.

Evolución real de los Gastos Primarios (promedio móvil de los últimos 12 meses) según rubros seleccionados

Período nov-2023 a sept-2026. Índice base 100 = nov-2023



Fuente: CEPA en base a MECON e INDEC.

La rigidez del gasto como límite al ajuste

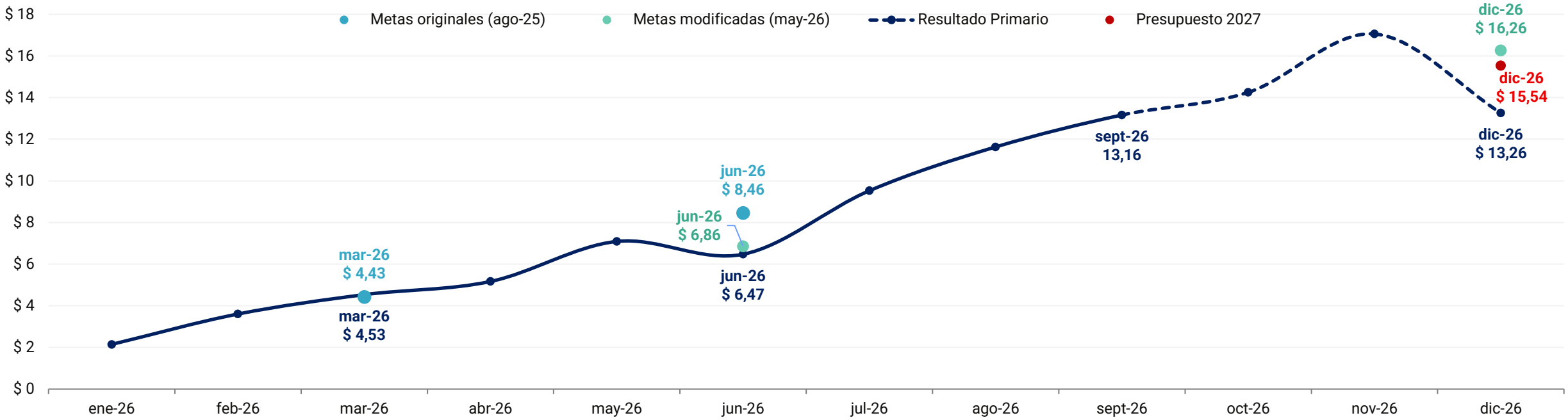
Meta fiscal FMI

Proyectando la estacionalidad del año pasado, el Tesoro lograría acumular un total de $13,26 billones al cierre de 2026, lo que significa que le faltarían $3,00 billones para alcanzar la meta anual exigida por el organismo.

En este sentido, en el Proyecto de Presupuesto para 2027, el Gobierno afirmó que proyecta alcanzar $15,54 billones de superávit fiscal, lo que no solo refleja una reducción respecto a las estimaciones del presupuesto anterior, sino que tambien resulta insuficiente para alcanzar la meta fin de año con el FMI, restando acumular $0,72 billones

Metas FMI y su ejecución en 2026

Período enero 2026 a diciembre 2026. En billones de pesos



Fuente: CEPA en base a MECON e INDEC.



Centro de Economía Política Argentina

www.centrocepa.com.ar