

INFORME DE COYUNTURA

MAYO 2026

ENTREGA MENSUAL

N° 15

**INFORMACIÓN Y
DATOS**

**SECTOR REAL
SECTOR MONETARIO
SECTOR EXTERNO**

“ESTABILIZACIÓN” MACROECONÓMICA Y CONTRACCIÓN PRODUCTIVA

(Una lectura integrada de la coyuntura argentina)

DOS
modelos
Asociación Civil

DIRECCIÓN
ANTONIO MACCHIOLI

El informe de coyuntura tiene como objetivo proporcionar un análisis exhaustivo de la coyuntura económica y política para facilitar la toma de decisiones.

Resumen ejecutivo – Mayo 2026

Entre marzo y abril de 2026 la economía argentina muestra una consistencia macroeconómica inusual: el Sector Público Nacional registra superávit financiero, el Banco Central de la República Argentina contrae los agregados monetarios mientras acumula reservas, y el sector externo exhibe récord histórico de exportaciones según el Instituto Nacional de Estadística y Censos.

Sin embargo, los indicadores del sector real muestran el reverso de ese ordenamiento: la industria cae con fuerza, el EMAE vuelve a terreno negativo y la utilización de la capacidad instalada se ubica en 54,6%, con niveles críticos en metalmecánica, automotriz y textiles. La contracción se concentra en los sectores que más empleo y valor agregado generan.

El superávit fiscal se explica principalmente por la licuación real del gasto previsional y salarial y por la reducción de subsidios. A la vez, el informe de la Oficina de Presupuesto del Congreso muestra que, pese al equilibrio fiscal, la deuda en pesos continúa creciendo por indexación CER y capitalización de intereses, con financiamiento de muy corto plazo y un exigente perfil de vencimientos en 2026.

En el frente externo, el superávit comercial surge por mayores cantidades exportadas de productos primarios y energía y por menores cantidades importadas, en un contexto de deterioro de los términos del intercambio y déficit con socios industriales.

La síntesis de la coyuntura es clara: la macroeconomía se estabiliza más rápido de lo que la estructura productiva logra adaptarse. El desafío hacia adelante no es consolidar el orden nominal –que ya se observa– sino revertir la contracción de la economía real sin perder esa estabilidad.

Estabilización macroeconómica y contracción productiva: una lectura integrada de la coyuntura argentina

Introducción

Entre el primer trimestre de 2025 y el inicio de 2026, la economía argentina exhibe un fenómeno poco frecuente en su historia reciente: consistencia simultánea en el frente fiscal, monetario y externo. El Sector Público Nacional registra superávit financiero, el Banco Central de la República Argentina contrae agregados monetarios mientras acumula reservas, y el comercio exterior alcanza récords nominales de exportación.

Sin embargo, en paralelo, los indicadores del sector real muestran caídas profundas y generalizadas en la industria, el comercio y la construcción, junto con niveles de utilización de capacidad instalada compatibles con recesiones severas.

Este trabajo propone una lectura integrada: la macroeconomía se ordena más rápido de lo que la economía productiva logra adaptarse, generando una tensión visible entre estabilización nominal y contracción real.

1. El superávit fiscal: eficacia contable y composición del ajuste

En marzo, el SPN registró un superávit financiero de \$484.789 millones, luego de pagar \$445.495 millones de intereses. El resultado primario alcanzó \$930.284 millones. En el acumulado trimestral, el superávit financiero ronda 0,2% del PIB y el primario 0,5%.

Ingresos y gastos primarios crecen ambos en torno al 25% interanual. En un contexto de inflación muy superior, esto implica una caída significativa del gasto real.

Las partidas de mayor peso —prestaciones sociales (+27,7%) y remuneraciones (+25,7%)— muestran que el ajuste no proviene de una reforma estructural del Estado, sino de la licuación real del gasto previsional y salarial. La única reducción estructural explícita aparece en subsidios económicos (-33,4%).

Desde la técnica fiscal, el ancla es sólida. Desde la economía real, el mecanismo es contractivo.

2. Deuda pública: por qué el superávit no frena la dinámica del endeudamiento

El informe de la Oficina de Presupuesto del Congreso muestra que, aun con superávit, el stock de deuda en pesos crece 4% mensual, impulsado por:

- Ajuste CER (indexación por inflación)
- Capitalización de intereses
- Financiamiento a plazos muy cortos (LECAP a ~95 días)

El 55% del stock en pesos está indexado a inflación. Esto implica que si la nominalidad no baja rápido, la deuda sigue creciendo automáticamente.

En moneda extranjera, el perfil de vencimientos 2026 es exigente (USD 12.022 millones entre abril y diciembre) y reaparece el financiamiento en dólares (AO27, AO28, organismos). El esquema descansa en rollover permanente y acceso continuo al mercado.

El equilibrio fiscal es condición necesaria, pero no suficiente para estabilizar la dinámica de deuda.

3. Sector real: la recesión se concentra en “lo que hace industria”

El Instituto Nacional de Estadística y Censos muestra para febrero:

- IPI manufacturero: -8,7% interanual
- EMAE: -2,6% mensual desestacionalizado
- Utilización de capacidad instalada: 54,6%

Catorce de dieciséis ramas industriales caen. Las mayores bajas se observan en:

- Textiles
- Metalmecánica
- Automotriz
- Maquinaria y equipo
- Minerales no metálicos
- Caucho y plástico

Incluso alimentos y bebidas retrocede (-6,9%). Los únicos sectores en expansión son refinación de petróleo y algunos químicos/farmacéuticos: capital-intensivos, con bajo empleo y escasos encadenamientos.

La industria no solo cae: se contrae en sus segmentos más densos en empleo y valor agregado.

4. Utilización de capacidad instalada: evidencia de ociosidad estructural

Un uso del 54,6% implica que casi la mitad del capital industrial está ocioso.

Los niveles más críticos aparecen en:

- Metalmecánica (33,9%)
- Automotriz (38,9%)
- Textiles (39,9%)

Esto indica parálisis en bienes de capital y consumo durable, afectando la inversión presente y futura.

5. Sector monetario: menos pesos, más dólares, crédito selectivo

El BCRA contrae M3 y Base Monetaria en términos reales mientras compra divisas (USD 2.715 millones en el bimestre). La emisión asociada a compra de dólares es esterilizada.

El crédito en pesos no impulsa consumo: crecen préstamos comerciales y UVA, caen prendarios y personales. El sistema financiero se redolariza (depósitos en USD +24% i.a.).

La arquitectura monetaria es coherente con la desinflación, pero limita la capacidad de la moneda para acompañar la recuperación.

6. Sector externo: récord exportador con primarización y deterioro de términos del intercambio

El ICA del INDEC muestra exportaciones récord (USD 8.645 millones) y superávit de USD 2.523 millones.

Pero:

- Cantidades exportadas: +25,3%
- Precios: +3,9%
- Términos del intercambio: pérdida de USD 154 millones

El salto exportador proviene de productos primarios y energía. Las importaciones caen en cantidades (-3,7%), coherente con menor actividad.

Argentina tiene superávit con el mundo primario y déficit con China y Brasil: reaparece el patrón clásico de restricción externa.

7. Expectativas: el mercado valida la macro, pero anticipa empleo débil

El REM del BCRA proyecta:

- Inflación descendente pero persistente
- Dólar estable
- Superávit fiscal y comercial
- Crecimiento moderado (3,3% anual)
- Desempleo elevado (7,3%-7,6%)

Las expectativas confirman la consistencia del programa, pero reconocen su costo real.

Conclusión

La evidencia conjunta muestra un patrón claro:

- La macroeconomía se estabiliza vía disciplina fiscal, contracción monetaria y superávit externo.
- La economía real se contrae en sus sectores más intensivos en empleo, inversión y valor agregado.
- La deuda se vuelve dependiente de la desinflación y del acceso continuo al mercado.
- El sector externo mejora por cantidades y primarización, no por complejización productiva.

No se trata de una recesión generalizada, sino de una recesión selectiva sobre el núcleo productivo, coexistiendo con estabilidad nominal.

La pregunta de fondo no es si el programa funciona en términos macro —los datos muestran que sí—, sino si puede sostenerse en el tiempo sin una recuperación de la densidad productiva que hoy aparece debilitada.

Resultado primario y financiero (Marzo)

Marzo con superávit financiero: el dato fiscal y lo que esconde su composición
En marzo, el Sector Público Nacional (SPN) informó un superávit financiero de \$484.789 millones, luego de pagar \$445.495 millones de intereses. El resultado surge de un superávit primario de \$930.284 millones. En el acumulado del primer trimestre, el SPN exhibe superávit financiero cercano a 0,2% del PIB y primario de 0,5% del PIB.

Contablemente, el dato es contundente: el Estado cubrió todos sus gastos, incluidos los intereses, sin emitir y sin endeudarse. Desde la técnica fiscal, esto es un ancla potente.

Pero la cuestión relevante no es el resultado en sí, sino la forma en que se logra.

1) Ingresos y gastos creciendo 25% en un contexto inflacionario

- Ingresos totales: +25% interanual
- Gastos primarios: +25% interanual

Con una inflación muy superior a ese registro, la implicancia es directa:

Fuerte caída real del gasto público.

No se observa una reducción nominal del Estado, sino un congelamiento nominal que, en un contexto de alta inflación, produce una licuación acelerada del gasto en términos reales.

2) La recaudación no refleja dinamismo productivo

Dentro de los recursos tributarios crecen:

- Débitos y créditos: +38,4%
- Seguridad social: +28,9%
- IVA: +27,0%

Y caen:

- Derechos de exportación: -12,3%

La mejora de la recaudación está asociada a transacciones internas, consumo e ingresos formales, no a un mejor desempeño del sector externo ni a un salto de actividad. Es una recaudación que acompaña la nominalidad de la economía, no un cambio estructural.

3) El núcleo del ajuste: prestaciones y salarios

Las partidas que más pesan en el gasto muestran aumentos nominales similares al promedio:

- Prestaciones sociales: +27,7%
- Remuneraciones: +25,7%

En términos reales, esto implica:

caída significativa del poder adquisitivo de jubilaciones y salarios públicos.

El superávit no surge de una reforma del Estado, ni de ganancias de eficiencia, sino principalmente de la licuación del gasto social y salarial.

4) Subsidios: el único componente de ajuste estructural

Los subsidios económicos caen 33,4% interanual. Aquí sí hay un cambio más permanente, que reduce presiones futuras sobre el presupuesto. Es el único rubro donde el ajuste no depende de la inflación, sino de una decisión explícita de reducción.

5) Un ajuste selectivo, no homogéneo

Las transferencias corrientes al sector público crecen 58,3%, con un refuerzo significativo a universidades nacionales. Esto muestra que el ajuste no es lineal: conviven fuertes recortes reales con recomposiciones puntuales en áreas sensibles.

6) Un superávit macroeconómicamente eficaz, pero socialmente contractivo

El resultado permite:

- No emitir
- No endeudarse
- Sostener la estabilidad cambiaria
- Contribuir a la desaceleración inflacionaria
- Anclar expectativas

Pero la contracara es clara:

- Menor ingreso real de jubilados
- Menor salario real de empleados públicos
- Caída del consumo público
- Profundización del sesgo recesivo

Los datos fiscales son consistentes con una economía donde la macro se ordena a costa de la micro.

7) La pregunta de sostenibilidad

Este tipo de superávit es efectivo en el corto plazo, pero presenta un límite evidente: no puede sostenerse indefinidamente basado en licuación real. Para que sea durable, requiere que la economía vuelva a crecer y que los ingresos fiscales se expandan por mayor actividad, no por menor gasto real.

Conclusión

El superávit de marzo no es un artificio contable ni un dato menor. Es el resultado de un esquema fiscal que está funcionando según su diseño. Pero ese diseño descansa, en gran medida, en:

- La licuación real del gasto previsional y salarial
- La reducción de subsidios
- Una recaudación que acompaña la nominalidad
- Ajustes selectivos en ciertas partidas

Desde la macroeconomía, es un ancla sólida. Desde el plano social y productivo, implica costos significativos cuyo impacto se observa en la contracción de la actividad y del ingreso real.

SECTOR REAL

Este sector comprende todas las unidades de una economía que producen y consumen. Cuando analicemos el sector real, nuestro interés es comprender cuánto produce, cuánto consume y cuánto invierte la economía

Índice de producción industrial manufacturero (Febrero 2026)

El índice de producción industrial manufacturero (IPI manufacturero) incluye un exhaustivo relevamiento de todas las actividades económicas que conforman el sector industria manufacturera y la cobertura geográfica es para el total del país. Es un indicador de coyuntura que mide la evolución del sector, con periodicidad mensual, tomando como variables para su cálculo la producción en unidades físicas, las ventas en unidades físicas, la utilización de insumos en unidades físicas, el consumo aparente en unidades físicas, la cantidad de horas trabajadas del personal afectado al proceso productivo y las ventas a precios corrientes deflactadas.

IPI manufacturero (febrero 2026): una recesión que golpea el corazón industrial

El último informe del INDEC sobre el Índice de Producción Industrial Manufacturero (IPI) deja un dato contundente: en febrero de 2026 la industria cayó $-8,7\%$ interanual y $-4,0\%$ respecto de enero en términos desestacionalizados. No se trata de un mal registro aislado sino de una recesión industrial extendida, con un rasgo distintivo: la contracción se concentra en las ramas que estructuran el entramado productivo nacional.

La señal más elocuente es la difusión sectorial: 14 de las 16 divisiones industriales registran caídas. Este patrón es típico de procesos sistémicos y no de crisis puntuales.

Donde más cae: los sectores que “hacen industria”

Las mayores bajas aparecen en actividades intensivas en empleo, encadenamientos y mercado interno:

- Textiles: $-33,2\%$
- Prendas, cuero y calzado: $-18,2\%$
- Maquinaria y equipo: $-29,4\%$
- Automotores y autopartes: $-24,6\%$
- Caucho y plástico: $-15,7\%$
- Metálicas básicas: $-12,5\%$
- Minerales no metálicos (cemento, vidrio): $-7,2\%$

Es decir, se contrae el núcleo industrial vinculado a la inversión, la construcción, el consumo y la sustitución de importaciones.

Una señal preocupante: cae incluso alimentos (-6,9%)

Alimentos y bebidas suele amortiguar las crisis industriales. Sin embargo, también cae con fuerza, destacándose la baja en molienda de oleaginosas (-21,9%), bebidas (-8,6%) y carnes (en torno al -8%). Cuando retrocede este rubro, el problema ya no es sectorial sino caída del consumo masivo.

Inversión y construcción, en pausa

Los indicadores asociados a obra e inversión muestran retrocesos claros:

- Cemento: -10,2%
- Siderurgia: -13,3%
- Fundición: -23,0%
- Maquinaria: -29,4%

No es un ajuste de stocks: es parálisis de flujos de inversión.

Lo que crece no compensa

Solo dos ramas presentan subas:

- Refinación del petróleo: +19,7%
- Sustancias y productos químicos: +3,7% (impulsado por farmacéuticos)

Son sectores capital-intensivos, con bajo empleo y escaso encadenamiento local. Su desempeño positivo no alcanza a revertir la contracción del resto del entramado.

Más que una recesión

El mapa sectorial que surge del IPI no describe solo una caída coyuntural. Muestra un patrón en el que se debilitan las actividades que sostienen la densidad industrial, mientras resisten las ramas primario-energéticas y algunos nichos concentrados.

En síntesis, la industria no solo cae: se achica precisamente en aquellas partes que hacen industria.

Estimador mensual de actividad económica (EMAE) Febrero de 2026.

Este apartado analiza el impacto de ciertos sectores en el crecimiento de la economía argentina, medido a través del EMAE (Estimador Mensual de Actividad Económica), que es un indicador del INDEC que anticipa la evolución del PBI.

El último informe del INDEC sobre el Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE) confirma un dato central para la coyuntura: la economía volvió a contraerse con fuerza en febrero.

Los números clave son contundentes:

- -2,1% interanual
- -2,6% mensual desestacionalizado
- +0,1% en la serie tendencia-ciclo

Es decir: la actividad no solo es menor que hace un año, sino que además cayó con fuerza respecto de enero. El leve +0,1% de la tendencia-ciclo no compensa el deterioro mensual y confirma que el nivel general permanece estancado en un piso bajo.

El dato más importante: no cae "todo", cae la economía real

El informe sectorial permite ver con claridad qué partes de la economía están traccionando y cuáles están en retroceso.

Las mayores incidencias positivas provinieron de:

- Explotación de minas y canteras (+9,9% i.a.)
- Agricultura, ganadería, caza y silvicultura (+8,4% i.a.)
- Pesca (+14,8% i.a.)

Estos sectores aportaron 0,8 puntos porcentuales a la variación del EMAE.

En contraposición, los sectores que más restaron fueron:

- Industria manufacturera (-8,7% i.a.)
- Comercio mayorista y minorista (-7,0% i.a.)

Ambos sectores, por sí solos, le restaron 2,2 puntos porcentuales al EMAE.

La conclusión es directa:

Crece el complejo primario-extractivo y se contrae el entramado industrial y comercial.

La foto mensual es peor que la interanual

La variación desestacionalizada muestra una caída de $-2,6\%$ respecto a enero, lo que indica que el deterioro es actual, no un arrastre estadístico del 2025.

Esto es relevante porque:

- Enero había mostrado un leve $+0,4\%$ mensual
- Febrero revierte completamente esa mejora
- El acumulado del año ya es $-0,2\%$ respecto al mismo período del año anterior

La economía no está rebotando: está volviendo a caer.

Qué sectores están en retroceso

El cuadro sectorial muestra caídas interanuales en actividades que son intensivas en empleo y mercado interno:

- Industria manufacturera: $-8,7\%$
- Comercio: $-7,0\%$
- Construcción: $-6,0\%$
- Hoteles y restaurantes: $-4,2\%$
- Servicios comunitarios y personales: $-7,0\%$

Mientras tanto, sectores de bajo empleo relativo y orientados a exportación explican las subas.

Esto describe un patrón muy claro de la coyuntura:

la actividad que cae es la que genera trabajo y valor agregado local.

Un patrón que ya se veía en 2025

La serie de 2025 mostraba una desaceleración progresiva hacia fin de año, con varios meses de variaciones mensuales negativas o nulas. Febrero de 2026 profundiza esa tendencia.

No se trata de un evento aislado, sino de:

la continuidad de un proceso de contracción del núcleo productivo de la economía.

Lectura macroeconómica

El EMAE de febrero confirma tres rasgos de la actual dinámica económica:

- 1.No hay recuperación del mercado interno
- 2.La industria y el comercio siguen en recesión profunda
- 3.El crecimiento proviene casi exclusivamente de sectores primarios y extractivos

Este patrón es consistente con un esquema donde:

- Se ajusta el gasto y el ingreso disponible
- Se retrae el consumo
- Se paraliza la producción orientada al mercado doméstico
- Solo crecen los sectores vinculados a exportaciones primarias

Conclusión

El EMAE de febrero muestra que la economía argentina no está transitando una fase de recuperación, sino una reconfiguración regresiva de su estructura productiva.

Mientras minería, agro y pesca sostienen el índice, la industria, el comercio, la construcción y los servicios siguen en caída.

No es una recesión generalizada:

es una recesión selectiva sobre la economía que genera empleo, valor agregado y mercado interno.

Utilización de la capacidad instalada en la industria. Bloques sectoriales. Febrero 2026

La industria opera al 54,6%: la señal más clara de la recesión productiva
El último informe del INDEC sobre Utilización de la Capacidad Instalada en la Industria (UCII) aporta una evidencia difícil de relativizar: en febrero de 2026, la industria argentina trabajó al 54,6% de su capacidad, por debajo del 58,6% registrado en febrero de 2025.

En términos simples:
casi la mitad del aparato industrial está ocioso.

Un nivel que confirma el piso bajo de actividad

La serie reciente muestra:

- Diciembre 2025: 53,8%
- Enero 2026: 53,6%
- Febrero 2026: 54,6%

No hay rebote. Hay estancamiento en un nivel históricamente bajo.

La UCII es un indicador particularmente potente porque no mide ventas ni facturación, sino uso efectivo del capital instalado. Cuando este indicador cae, lo que se está deteniendo no es solo el consumo, sino la producción potencial.

Qué sectores están por encima del promedio

Los únicos bloques con niveles altos de utilización son:

- Refinación del petróleo: 88,9%
- Papel y cartón: 65,9%
- Sustancias y productos químicos: 64,4%
- Industrias metálicas básicas: 59,7%
- Alimentos y bebidas: 58,6%

Son, en su mayoría, sectores insumo-básicos o ligados a recursos naturales.

Dónde está el problema: el corazón industrial

Muy por debajo del promedio aparecen:

- Metalmecánica (sin autos): 33,9%
- Automotriz: 38,9%
- Caucho y plástico: 38,7%
- Textiles: 39,9%
- Minerales no metálicos: 49,0%

Estos sectores son los que más empleo, encadenamientos y valor agregado local generan.

El dato más elocuente es la metalmecánica: cayó de 44,0% en feb-25 a 33,9% en feb-26. Según el propio informe, esto se vincula con desplomes interanuales de:

- Maquinaria agropecuaria: -37,7%
- Aparatos de uso doméstico: -38,0%

Es decir: se paraliza la producción de bienes de capital y de consumo durable. La automotriz y el acero confirman la tendencia

- Automotriz: de 54,6% a 38,9%
- Metálicas básicas: caída de producción de acero crudo del -14%

Esto indica que no solo cae el consumo, sino también la inversión y la producción aguas arriba.

Incluso alimentos muestra retroceso

Alimentos y bebidas baja de 62,4% a 58,6%, explicado por:

- Molienda de oleaginosas: -21,9%
- Producción de carne vacuna: -8,2%

Ni siquiera el complejo alimentario escapa al freno productivo.

La excepción: refinación de petróleo

Refinación pasa de 73,9% a 88,9%. Es el único sector que expande fuerte el uso de capacidad, asociado al mayor procesamiento de crudo. Es un sector intensivo en capital y poco generador de empleo.

Lectura estructural

La UCII muestra un patrón muy definido:

funciona a pleno la Argentina de insumos básicos y recursos naturales, y se apaga la Argentina industrial que produce bienes complejos.

Esto es coherente con lo observado en el EMAE: crecen minería y agro, cae la industria y el comercio.

Por qué este indicador es tan relevante

Cuando la capacidad instalada cae a estos niveles:

- No hay incentivos a invertir
- Se destruyen puestos de trabajo
- Se pierden encadenamientos productivos
- Se debilita la estructura industrial futura

La industria no está en pausa: está perdiendo densidad.

Conclusión

El 54,6% de utilización de la capacidad instalada no es un número más. Es la señal más clara de la coyuntura productiva:

- La macro puede mostrar orden fiscal
- Pero la micro productiva opera con niveles de ociosidad propios de una recesión profunda

Mientras refinación y sectores primarios sostienen el promedio, la metalmecánica, la automotriz, el textil y los bienes de capital están en niveles críticos.

Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM)

Este relevamiento permite un seguimiento sistemático de los principales pronósticos macroeconómicos de corto y mediano plazo sobre la evolución de la economía argentina y es generado a partir de una encuesta realizadas a personas especializadas, del país y el extranjero.

El relevamiento se realiza los últimos 3 días hábiles de cada mes, sobre las expectativas de los precios minoristas, la tasa de interés, el tipo de cambio nominal, el nivel de actividad económica, el resultado primario del sector público nacional no financiero, la tasa de desocupación abierta, las exportaciones de bienes (FOB) y las importaciones de bienes (CIF).

Expectativas que “ordenan” la macro, pero enfrían la economía real

El Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) – marzo 2026 del Banco Central de la República Argentina muestra un consenso claro entre consultoras y bancos: la estabilización macroeconómica continúa, pero con un costo visible en actividad y empleo.

Los analistas elevaron su proyección de inflación mensual para marzo a 3,0% (núcleo 2,9%), corrigiendo al alza respecto del REM previo. Este dato es relevante: confirma que el proceso de desinflación sigue en marcha, pero a un ritmo más lento de lo que se esperaba. El mercado ya no descuenta una caída rápida de la nominalidad, sino una trayectoria más persistente.

En paralelo, las expectativas de tasa de interés bajan con claridad: la TAMAR esperada para abril cae a 26,8% TNA y para diciembre a 23,4%. Esto indica que el mercado cree que el ancla monetaria seguirá relajándose, acompañando la desaceleración inflacionaria. Es una señal de confianza en la consistencia del programa financiero.

El tipo de cambio proyectado refuerza esta lectura: \$1.420 por dólar en abril y \$1.700 en diciembre, lo que implica una devaluación interanual esperada de apenas 17,4%. Es decir, los analistas no anticipan tensiones cambiarias relevantes en 2026. El frente externo luce estable en las expectativas.

De hecho, el sector externo aparece como uno de los pilares del escenario: se proyectan exportaciones por USD 93.235 millones e importaciones por USD 79.121 millones, con un superávit comercial de USD 14.114 millones, mayor al estimado previamente. El mercado asume que Argentina sostendrá un fuerte ingreso de divisas.

También en lo fiscal el consenso es contundente: se espera un superávit primario de \$16 billones para 2026. Ningún participante prevé un resultado inferior a \$9 billones. Para el mercado, el orden fiscal ya no es una hipótesis sino un dato estructural del año.

Sin embargo, donde aparecen las señales de tensión es en la actividad y el empleo.

El PIB crecería 1,3% trimestral en el primer trimestre y luego desaceleraría a 0,8% y 0,7% en los siguientes. Para todo 2026, el crecimiento esperado es de 3,3%, apenas por encima del arrastre estadístico. No se proyecta un rebote vigoroso, sino una recuperación débil.

Esto se refleja con mayor claridad en el mercado laboral: la desocupación esperada sube a 7,6% en el primer trimestre y se mantendría elevada en 7,3% hacia fin de año, empeorando respecto del REM anterior. Es decir, la estabilización no está siendo intensiva en empleo.

En síntesis, el REM de marzo dibuja un escenario muy definido:

- Macro ordenada (inflación en descenso, dólar estable, superávit fiscal y comercial).
- Tasas en baja y menor nominalidad.
- Pero actividad moderada y desempleo en aumento.

El mercado está validando el programa de estabilización, pero al mismo tiempo está reconociendo su costo real: la economía se ordena más rápido de lo que se recupera.

SECTOR MONETARIO

De este sector analizamos principalmente las políticas monetarias y cambiarias que lleva adelante el Banco Central, para influir en la cantidad de dinero en la economía, la disponibilidad general de crédito, las tasas de interés y el tipo de cambio.

La política monetaria del gobierno de Javier Milei (desde diciembre 2023) se ha centrado en reducir la inflación.

Objetivos Principales del gobierno:

- Bajar la inflación: De 211% en 2023 a menos del 10% anual (meta a 2025).
- Frenar la emisión monetaria: Eliminar el financiamiento del déficit con emisión del BCRA.
- Acumular reservas: Para estabilizar el tipo de cambio y pagar deuda externa.
- Liberalizar el sistema financiero: Reducir controles cambiarios y restricciones bancarias.

Moneda más escasa, dólares en alza y crédito selectivo: la arquitectura monetaria de febrero

El Informe Monetario Mensual – febrero 2026 del Banco Central de la República Argentina confirma que la estabilización en curso descansa en un principio operativo muy claro: restricción sostenida de la liquidez en pesos, acumulación de divisas y expansión crediticia muy focalizada.

En febrero, el agregado monetario amplio M3 privado cayó 1,1% en términos reales y la Base Monetaria se contrajo 0,8% real, acumulando seis meses consecutivos de caída. No es un ajuste puntual: es una política sistemática de absorción de pesos. Entre puntas de mes, la base se redujo en \$1,8 billones, explicada principalmente por las operaciones del Tesoro y las intervenciones del BCRA en el mercado secundario.

Lo relevante es que esta contracción ocurre mientras el BCRA compra dólares: adquirió USD 1.557 millones en febrero y USD 2.715 millones en el bimestre. Es decir, el Central emite para comprar divisas, pero luego retira esos pesos del sistema. La acumulación de reservas no se traduce en expansión monetaria.

Del lado de la demanda de dinero, los medios de pago transaccionales (M2) también caen en términos reales, reflejando menor necesidad de pesos para transacciones corrientes, coherente con un nivel de actividad aún débil. Los depósitos a plazo y los fondos money market permanecen estables, mostrando que el sistema financiero no está expandiendo liquidez hacia la economía real.

El crédito en pesos al sector privado se mantiene estable en términos reales tras dos meses de crecimiento. Pero su composición es reveladora:

- Crecen los préstamos comerciales (capital de trabajo).
- Se expanden con fuerza los hipotecarios UVA (+141% interanual real).
- Caen los préstamos al consumo y los prendarios.

Esto indica que el crédito no está impulsando consumo durable, sino sosteniendo empresas y un segmento muy específico del mercado inmobiliario. Aun así, el crédito total equivale apenas al 8,9% del PIB (11,7% incluyendo dólares): niveles históricamente bajos.

En paralelo, se observa un fenómeno clave: fuerte crecimiento de depósitos y préstamos en dólares. Los depósitos privados en moneda extranjera alcanzan USD 38.367 millones (+24% i.a.) y los préstamos en dólares crecen 50% interanual. El sistema financiero se está re-dolarizando mientras los pesos escasean.

Las reservas internacionales cierran el mes en USD 45.566 millones, impulsadas por compras en el mercado y la suba del oro, a pesar del pago de intereses al FMI por USD 786 millones. El tipo de cambio nominal, además, baja respecto de enero y se mantiene dentro de la banda, reforzando la percepción de estabilidad cambiaria.

En síntesis, el informe muestra con nitidez el diseño del esquema monetario actual:

- Menos pesos en circulación.
- Más dólares en el sistema.
- Crédito contenido y selectivo.
- Reservas en aumento sin expansión monetaria.
- Estabilidad cambiaria apoyada en absorción de liquidez.

Es una arquitectura consistente con la desinflación y la estabilidad nominal, pero que al mismo tiempo limita la capacidad de la moneda para acompañar una recuperación más amplia de la actividad.

SECTOR EXTERNO

Cuando analizamos el sector externo nuestro interés es comprender las transacciones de la economía con el resto del mundo. Es decir, nos interesa saber cuánto de lo que consume la economía proviene del resto del mundo y cuanto de los recursos que produce nuestra economía se envían al resto del mundo.

Analizar el sector externo de Argentina implica evaluar varios componentes clave que determinan su relación con el resto del mundo. A continuación, detallamos los lineamientos principales para su análisis:

Balanza Comercial (Exportaciones e Importaciones). **Intercambio comercial argentino. Bienes en millones de dólares** **Marzo 2026**

Intercambio comercial argentino de bienes	Exportaciones	Importaciones	Saldos
14.766 (16.6 %v.ia)	8.645 (30.1 %v.ia)	6.122 (-1,7%v.ia)	2.523M

El sector externo muestra superávit récord, pero con deterioro en los términos del intercambio

Según el último informe del Instituto Nacional de Estadística y Censos (INDEC) sobre el Intercambio Comercial Argentino (ICA), en marzo de 2026 las exportaciones alcanzaron USD 8.645 millones, el mayor valor mensual de la serie, mientras que las importaciones totalizaron USD 6.122 millones, arrojando un superávit comercial de USD 2.523 millones.

Es el vigésimo octavo mes consecutivo con saldo positivo.

Sin embargo, el dato relevante no es el récord nominal, sino la composición del fenómeno.

El superávit no viene por precios, sino por cantidades

El informe muestra con claridad que:

- Las cantidades exportadas crecieron 25,3% interanual
- Los precios solo subieron 3,9%
- En cambio, los precios de importación subieron 5,8%
- Las cantidades importadas cayeron 3,7%

Esto implica que:

Argentina está exportando mucho más volumen, pero en condiciones de precios relativos peores.

El propio INDEC calcula que hubo una pérdida de USD 154 millones por deterioro en los términos del intercambio. Es decir, si los precios relativos hubieran sido los del año pasado, el superávit habría sido mayor.

El saldo positivo no está explicado por “mejores precios internacionales”, sino por mayor volumen físico exportado y menor volumen físico importado.

El motor del récord: productos primarios y energía

Todos los grandes rubros crecieron, pero el salto más significativo se dio en:

- Productos primarios (PP): +56,2% interanual (cantidades +62,7%)
- Combustibles y energía (CyE): +23,2% (cantidades +29,1%)

Es decir, el récord exportador está fuertemente asociado a:

- Cereales
- Aceites
- Petróleo crudo
- Harinas de soja

Entre los diez principales productos exportados aparecen trigo, maíz, aceite de soja, harina de soja, petróleo crudo y carne bovina.

La canasta exportadora se primariza y energetiza.

Las importaciones no crecen: están contenidas por cantidades

Las importaciones suben apenas 1,7%, pero:

- Los precios suben 5,8%
- Las cantidades caen 3,7%

Esto es consistente con un escenario de:

actividad económica aún débil, donde no hay expansión de demanda de insumos, bienes de capital ni piezas.

De hecho:

- Caen fuerte las piezas y accesorios para bienes de capital (-18,1%)
- Caen las cantidades de bienes de capital (-3,1%)
- Crecen los bienes intermedios, pero moderadamente

No es un proceso de expansión industrial el que explica el saldo comercial, sino restricción de importaciones por menor nivel de actividad.

Brasil y China explican la tensión estructural

El informe muestra que los mayores déficits comerciales se dan con:

- China: –USD 571 millones
- Brasil (Mercosur): –USD 401 millones

Es decir:

Argentina tiene superávit con el mundo primario (ALADI, India, ASEAN) y déficit con el mundo industrial.

El patrón clásico de restricción externa reaparece con claridad.

Qué muestra este ICA más allá del récord

Este resultado externo no es el de una economía que se industrializa y exporta más valor agregado.

Es el de una economía que:

1. Exporta más volumen primario
2. Importa menos porque la actividad interna está contenida
3. Enfrenta peores precios relativos
4. Mantiene déficit con los socios industriales clave

El superávit comercial existe, pero no por cambio estructural, sino por ajuste de cantidades y primarización de la oferta exportable.

Conclusión para la coyuntura

Marzo deja un dato muy fuerte hacia afuera: récord histórico de exportaciones y superávit elevado.

Pero hacia adentro, el mensaje es más complejo:

El sector externo mejora porque la economía vende más recursos naturales y compra menos insumos, no porque haya ganado complejidad productiva.

Es un superávit consistente con una economía que se ordena macroeconómicamente, pero que aún no muestra señales de transformación estructural.

Balanza de Pagos, Posición de Inversión Internacional y Deuda Externa

Balanza de Pagos (BdP):

Es un estado contable que resume de forma sistemática todas las transacciones económicas entre los residentes de un país y el resto del mundo, durante un período determinado. Se expresa en términos de flujos devengados (cuando se generan, no cuando se pagan).

Cuenta Corriente: Registra los intercambios de bienes y servicios, las rentas (ingresos primarios como intereses y dividendos) y las transferencias corrientes (ingresos secundarios, como remesas o donaciones). Su resultado, junto con el de la cuenta de capital, determina si el país necesita o no financiamiento externo neto.

Cuenta Financiera:

Refleja los movimientos de activos y pasivos financieros entre residentes y no residentes. Se organiza en cinco grandes categorías:

- Inversión directa (por ejemplo, empresas que se establecen en otro país),
- Inversión de cartera (acciones, bonos),
- Instrumentos financieros derivados,
- Otra inversión (préstamos, depósitos),
- Activos de reserva (tenencias internacionales del banco central).

Reservas Internacionales:

Son activos externos bajo el control del banco central, disponibles de manera inmediata. Incluyen divisas, oro, posiciones en organismos internacionales, y los intereses generados por esos activos. Se utilizan para estabilizar la moneda o enfrentar crisis externas.

Cuarto trimestre 2025

La macro se estabiliza, pero con costos reales.

El superávit de cuenta corriente de USD 2.294 millones en el último trimestre de 2025 parece una buena noticia. Sin embargo, al mirar el año completo, la cuenta corriente cerró con un déficit de USD 7.582 millones, revirtiendo el superávit de USD 5.701 millones de 2024.

Conclusión:

El saldo externo mejoró a fin de año, pero en promedio 2025 fue peor que 2024. La economía argentina sigue consumiendo más divisas de las que genera.

El comercio de bienes: motor real, pero frágil

El superávit comercial de bienes fue de USD 6.283 millones en el trimestre. Las exportaciones crecieron USD 2.972 millones interanual, impulsadas por cantidad (+3.175 M), no por precio.

Señal mixta:

- Bueno: el volumen exportador responde.
- Preocupante: los precios de exportación cayeron (-205 M). Argentina sigue dependiendo de precios internacionales que no controla.

Las importaciones crecieron fuerte (+1.608 M), lo que demuestra una fuerte apertura importadora y presión sobre las reservas.

Servicios: el talón de Aquiles

El déficit de servicios se profundizó a USD 11.234 millones en el año. El turismo emisor (viajes al exterior) sigue siendo el principal responsable.

Lectura:

El gasto de argentinos en el exterior no se frena. Eso significa que, a pesar del ajuste, el consumo de divisas por turismo se mantiene alto. Es un drenaje estructural que el superávit comercial no logra tapar.

Renta de inversión y deuda: el costo de financiarse mal

El ingreso primario (pago de intereses y utilidades) acumuló un déficit de USD 13.900 millones en 2025, ligeramente peor que en 2024.

Interpretación clave:

Argentina sigue pagando caro su endeudamiento externo. Los intereses de la deuda pública y privada, más las utilidades que salen al exterior, consumen una parte enorme de los dólares que entran por exportaciones.

Cuenta financiera:

En 2025 hubo ingreso neto de capitales por USD 11.414 millones, revirtiendo la salida de 2024.

Pero en el último trimestre volvió a haber egreso neto de USD 1.850 millones.

El ingreso de capitales es errático. Depende de colocaciones de deuda del gobierno y de empresas, no de inversión productiva estable.

Deuda externa: sigue creciendo

El stock de deuda externa bruta a valor nominal cerró en USD 320.305 millones, USD 1.709 millones más que el trimestre anterior.

El gobierno general aumentó su deuda en USD 3.647 millones en el trimestre, mientras que el sector privado (sociedades no financieras) la redujo.

Señal clara:

El Estado sigue siendo el principal demandante de divisas vía deuda externa. El sector privado, en cambio, se está desendeudando (por falta de acceso o por decisión).

Posición de inversión internacional (PII): acreedora, pero engañosa
La PII neta a valor de mercado es acreedora por USD 48.454 millones.
Pero a valor nominal, es deudora por USD 33.249 millones.

¿Qué significa esto?

Argentina aparece como "acreedora" por efectos de valuación de mercado (activos financieros en el exterior, reservas, etc.). Pero si se mira a valor nominal, la deuda externa sigue siendo enorme.

Conclusión

Argentina logró estabilizar su frente externo en el último tramo de 2025, pero los problemas estructurales persisten:

Dependencia de precios externos para exportar.

Drenaje constante por servicios y turismo.

Elevado costo de la deuda externa (intereses y utilidades).

Volatilidad en los flujos de capital.

Crecimiento de la deuda pública como ancla externa.

El 2025 muestra una macro externa administrada, no resuelta. Argentina sigue siendo vulnerable a shocks de precios, tasas de interés y confianza. El superávit de cuenta corriente del cuarto trimestre no debe ocultar que el modelo de financiamiento externo sigue siendo frágil y costoso.

Deuda Pública

Resumen de la Deuda Pública Argentina - Marzo 2026

1) El stock en pesos crece aun con superávit

A marzo, la deuda performing en pesos asciende a \$307.506 miles de millones, y aumenta 4% respecto a febrero.

Esto ocurre en el mismo mes en que hubo superávit financiero.

¿Por qué?

Porque el Tesoro:

- Colocó deuda en pesos por \$22.820 MM
- Canceló capital por \$19.538 MM
- Pero además el stock crece por:
 - Ajuste CER: \$8.033 MM
 - Capitalización de intereses: \$3.409 MM

La deuda en pesos crece no solo por nueva emisión, sino por indexación a inflación y anatocismo.

2) La composición es el dato más relevante: 55% CER

El stock en pesos está compuesto por:

- 55% ajustable por CER (inflación)
- 42% tasa fija/capitalizable
- 4% dólar linked/duales

Es decir:

Más de la mitad de la deuda en pesos aumenta automáticamente con la inflación.

Esto implica que, aun con equilibrio fiscal, la nominalidad de la deuda sigue creciendo si la inflación no baja fuerte.

3) El Tesoro se financia muy corto

El plazo promedio ponderado de las colocaciones de marzo fue 459 días.

Pero el dato fino es este:

- LECAP (tasa fija): 95 días
- CER: 625 días
- TAMAR: 358 días

El grueso del financiamiento a tasa fija es a 3 meses.

Esto es rollover permanente, no financiamiento estable.

4) Aparece fuerte el financiamiento en dólares

En marzo se colocaron:

- USD 681 millones en BONAR AO27 y AO28
- Más préstamos de organismos
- Más letras intransferibles con el BCRA

Mientras tanto, se pagaron USD 554 millones de capital y USD 306 millones de intereses.

El stock en dólares baja levemente (-USD 676 M), pero porque hay fuertes pagos, no porque no se emita.

La composición del stock en moneda extranjera muestra:

- 37,9% bonos reestructurados 2020
- 22,9% FMI
- 16,1% otros organismos
- 20,3% letras intransferibles BCRA

El frente externo sigue muy condicionado por organismos y por el FMI.

5) El perfil de vencimientos 2026 es exigente

Para abril-diciembre:

- \$92.805 MM en instrumentos no capitalizables en pesos
- \$88.306 MM en LECAP/BONCAP/LETAMAR (capitalizables)
- USD 12.022 millones en moneda extranjera

Y la concentración es clara:

- En pesos: diciembre
- En dólares: julio

El año está cargado de vencimientos que obligan a sostener el acceso al mercado.

6) No hay emisión por Adelantos Transitorios

El stock de AT del BCRA sigue en \$4.091 MM sin cambios desde 2023.

Esto confirma que:

El financiamiento es 100% mercado + organismos, no emisión monetaria.

7) La señal macro que deja este informe

Este documento muestra algo muy importante para tu lectura de coyuntura:

El superávit fiscal no implica que la deuda deje de crecer ni que el problema financiero esté resuelto.

Lo que se observa es:

- Deuda en pesos creciendo por CER e intereses capitalizados
- Financiamiento muy corto
- Fuerte dependencia del mercado para rollear
- Vencimientos externos muy significativos en 2026
- Regreso del financiamiento en dólares

Conclusión

La macro muestra:

- Superávit fiscal
- Orden monetario
- Mejora del frente externo

Pero la micro financiera del Tesoro muestra:

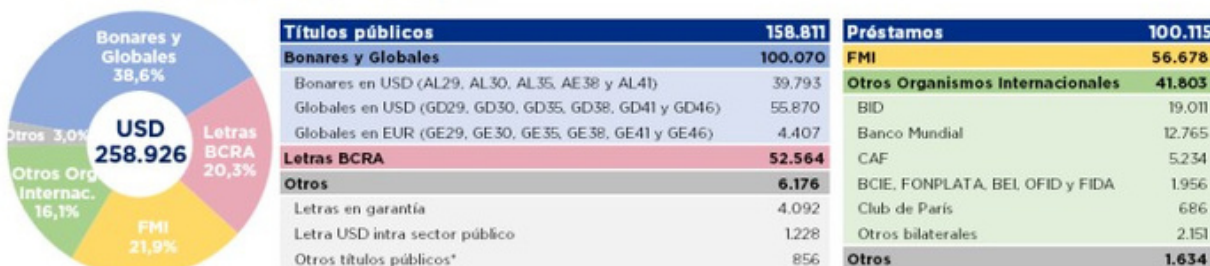
Una estrategia que descansa en rollover permanente, deuda indexada a inflación y acceso continuo al mercado, con un perfil de vencimientos exigente en pesos y en dólares.

El equilibrio fiscal es condición necesaria, pero no alcanza por sí solo para estabilizar la dinámica de deuda si la inflación no baja y el mercado no renueva sistemáticamente los vencimientos.

Composición del stock de la deuda en moneda extranjera al cierre de marzo de 2026; en millones de USD

Gráfico 4 Composición del stock de la deuda en moneda extranjera

Al cierre de marzo de 2026; en millones de USD



*Incluye BONTE AN29, PAR EUR (PAEO y PAE5), PAR JPY, PAR USD (PAYO y PAY5), Discount JPY y USD (DICA) y otros.
FUENTE: OPC, en base a datos del Ministerio de Economía.

Perfil de vencimientos por tipo de instrumento Marzo 2026 a agosto 2026. Incluye tanto pagos de capital como de intereses.

Cuadro 5 Perfil de vencimientos por tipo de instrumento

Abril 2026 a diciembre 2026. Incluye tanto pagos de capital como de intereses.

Tipo de Instrumento	abr-26	may-26	jun-26	jul-26	ago-26	sep-26	oct-26	nov-26	dic-26	Total resto del año
Pagaderos en moneda nacional En miles de millones de \$	6.061	10.638	12.462	1.710	126	310	6.189	9.417	45.892	92.805
Títulos ajustables por CER	-	9.530	8.867	1.576	-	14	6.089	8.902	43.740	78.687
Títulos Dolar Linked	5.559	-	2.892	-	-	162	-	-	-	8.613
Títulos en pesos no ajustables	10	490	1	6	22	1	123	413	1	1.059
Títulos a organismos públicos	-	-	-	-	-	7	-	-	830	837
Adelantos Transitorios del BCRA	484	612	696	122	97	118	-	95	1.312	3.636
Otros	7	7	7	7	7	7	7	8	8	64
Pagaderos en moneda extranjera En millones de USD	413	1.266	413	4.926	966	1.649	436	1.292	677	12.022
Títulos públicos	1	32	55	4.396	1	23	1	34	22	4.566
FMI	-	767	-	-	784	802	-	779	344	3.466
Otros multilaterales y bilaterales	398	441	294	624	177	802	416	436	288	3.768
Letras BCRA	10	-	61	6	-	21	10	-	21	129
Letras intra sector público	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0
Otros	9	26	3	-	3	-	9	43	3	96

Nota: el perfil de vencimientos es de carácter provisorio y se elabora en base a la información disponible al momento de la publicación, por lo tanto, está sujeto a cambios en la medida en que se incorporen o actualicen datos sobre las operaciones realizadas. Las categorías "Otros" incluyen títulos públicos pagaderos en moneda extranjera, préstamos garantizados y préstamos de bancos comerciales.

FUENTE: estimación OPC, en base a datos del Ministerio de Economía.

La Asociación Civil Dos Modelos te invita a sumarte a su equipo de profesionales. Participá en la elaboración de publicaciones y en el impulso de nuestras actividades.

Nuestros espacios de formación son abiertos y gratuitos, y podrás involucrarte activamente en su desarrollo.

Contacto:

WhatsApp: 11-3864-5461

contacto@dosmodelos.org.ar

www.dosmodelos.org.ar