

Informe de coyuntura macroeconómica N° 18

Una economía nuevamente en recesión, sin shock externo ni devaluación

Elaboración: Joaquín Waldman

Asesoramiento: Pablo Mira y Damián Pierri

Colaboración: Hermes Fernández, Martina Folgado, Segundo Lescano, María Pía Nicocía y Miguel Romero

- 1. Panorama de coyuntura.** La economía habría entrado en recesión
- 2. Análisis en profundidad.** La recesión en perspectiva histórica
- 3. Principales variables macroeconómicas**

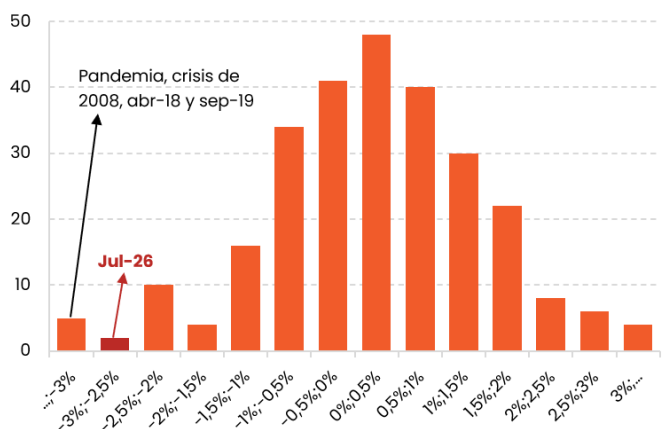
La economía habría entrado en recesión

La economía tuvo un julio para el olvido: el Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE) del INDEC se desplomó 2,9% mensual, una caída de una magnitud que no se veía desde la pandemia. Aunque esta estimación es muy sensible a la aparición de nuevos datos, por lo que puede cambiar en próximas publicaciones, la confirmación de este valor lo ubicaría en el segundo percentil de variaciones mensuales. Esto implica que sólo el 1% de los datos han sido inferiores, siendo el sexto peor de los 270 meses disponibles (ver Gráfico 1).

La caída de la actividad en julio fue difundida: según nuestra desestacionalización sectorial, sólo dos de 15 sectores se mantuvieron en niveles positivos. Así, tal como ilustra el Gráfico 2, el boom de los sectores que lideraban el crecimiento se habría amesetado en meses recientes. En este grupo destacan las actividades agropecuarias, la minería y la intermediación financiera, y también se incluye a la pesca y a restaurantes y hoteles.¹ Este

Gráfico 1. Histograma del crecimiento mensual

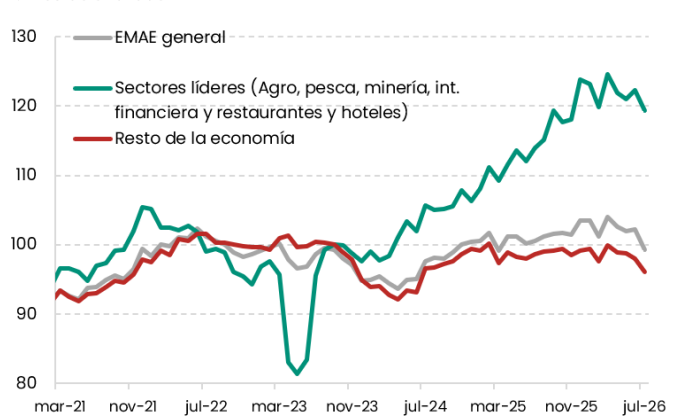
Distribución de las variaciones mensuales desestacionalizadas. 2004 - 2026



Fuente: INDEC

Gráfico 2. Evolución dispar de la actividad

Sin estacionalidad - 2022=100.



Fuente: Elaboración propia en base a INDEC

¹ Este rubro tiene una importante heterogeneidad interna: de acuerdo a los datos de cuentas nacionales, la actividad de restaurantes creció 10,7% en 2025 mientras que la de hoteles cayó 0,7% en el mismo lapso.

conjunto creció 24,1% desde noviembre de 2023 hasta el primer trimestre de este año. Desde entonces, su producción se redujo 2,6%. El resto de la economía, por el contrario, sólo varió 1,1% desde el inicio del gobierno hasta el primer cuarto de 2026, y cayó 2,9% en los últimos cuatro meses. Tras una etapa de crecimiento heterogéneo,² el estancamiento es parejo.

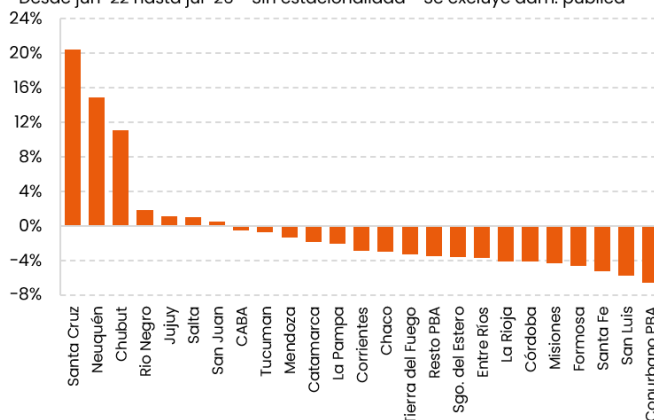
Nuestra estimación de actividad por provincia nos indica que sólo siete de ellas se encuentran mejor que en junio de 2022 (pico del EMAE previo a la crisis; ver Gráfico 3).³ Este valor se redujo con la caída reciente, ya que había alcanzado a 20 provincias en marzo, cuando parecía que la crisis estaba superada en casi todo el país, con la notable excepción de los grandes centros urbanos.

Los indicadores privados adelantados de agosto no auguran una rápida reversión de la caída. El Índice Construya, que mide las cantidades de insumos para la construcción vendidas al sector privado, cayó 3,5% mensual; el Índice de Producción Industrial elaborado por FIEL se redujo 0,9% mensual; el Índice de Confianza del Consumidor de la UTDT bajó 1,1% mensual; y el consumo masivo medido por la consultora Scentia cayó 0,7% mensual. Por su parte, la recaudación de los impuestos ligados a la actividad tampoco repuntó, como muestra el Gráfico 4. Peor aún, estos siguieron su tendencia negativa también en septiembre. Así, es difícil esperar que el tercer trimestre muestre un crecimiento respecto al segundo.

La caída trimestral que estimamos se encadenaría con la disminución de la actividad en el segundo cuarto del año, cuando se contrajo 0,6% respecto del primero. De esta forma, la economía habría entrado en recesión técnica, poniendo fin a la recuperación previa.

Gráfico 3. Variación estimada de la actividad

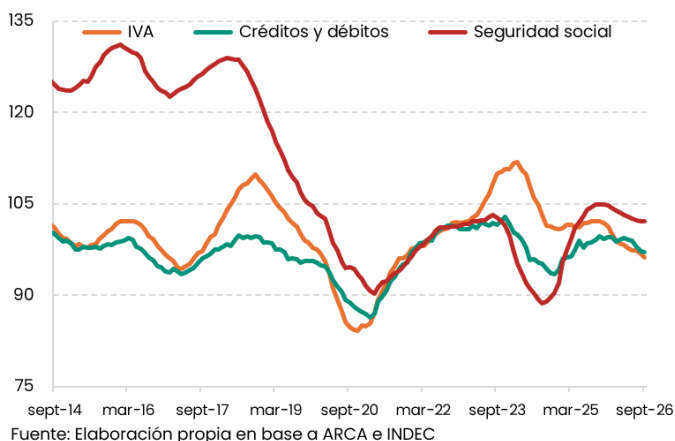
Desde jun-22 hasta jul-26 - Sin estacionalidad - Se excluye adm. pública



Fuente: elaboración propia en base a INDEC y SIPA

Gráfico 4. Recaudación real

Promedio móvil 12 meses. 2022=100.



Fuente: Elaboración propia en base a ARCA e INDEC

² Ver [Informe macroeconómico de coyuntura N° 3](#), [Informe macroeconómico de coyuntura N° 11](#) e [Informe macroeconómico de coyuntura N° 15](#).

³ Para ver cómo se construye esta estimación, consultar [Informe macroeconómico de coyuntura N° 3](#).

La recesión en perspectiva histórica

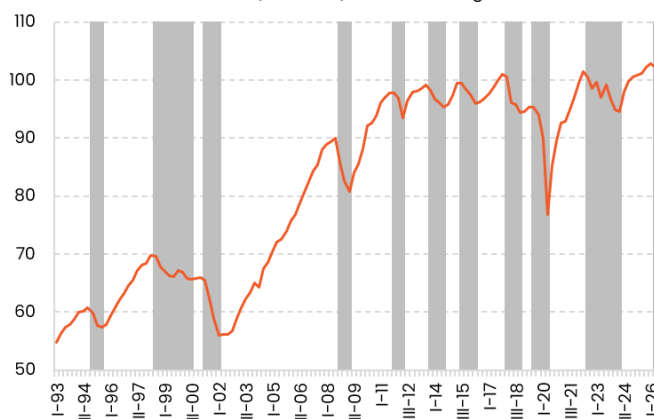
Nuestra economía se caracteriza por ser muy volátil, teniendo crisis de forma frecuente. La actual sería la onceava recesión desde 1993 (ver Gráfico 5).⁴ Estas tuvieron una duración mediana de un año, con una caída de 6%.

Al analizar los motivos detrás de estas diez recesiones, dos elementos destacan como causas más comunes. Tres de ellas ocurrieron luego de una importante devaluación (2013-14, 2015-16 y 2018) y otras tres son atribuibles a eventos internacionales (1995, 1998-2000 y 2008-09). Por último, la crisis de 2019-20 combinó ambos factores: la caída de la actividad originada en un salto del dólar se vio agravada luego por la pandemia.

En los tres eventos restantes la actividad se contrajo sin que haya una devaluación ni un shock externo, constituyendo una referencia para el caso actual. Estas recesiones ocurrieron en 2001-02,⁵ 2011-12 y 2022-24 y, si bien son diferentes entre sí, tienen elementos comunes que abonan a la comprensión del presente.

Gráfico 5. PBI y recesiones

PBI trim. desestacionalizado (2022=100). Se indican en gris las recesiones



Fuente: Elaboración propia en base a INDEC

Tabla 1. Variación del PBI y sus componentes en recesiones seleccionadas

Calculado sobre las series sin estacionalidad

	PIB	Importaciones	Exportaciones	Inversión	Construcción (ISAC)	Consumo Público	Consumo Privado
II-01 a I-02	-15%	-53%	5%	-45%	-41%	-7%	-17%
IV-11 a II-12	-4%	-13%	-13%	-15%	-3%	1%	-3%
III-22 a II-24	-7%	-19%	7%	-31%	-37%	-2%	-6%

Fuente: elaboración propia en base a INDEC

Las recesiones seleccionadas tuvieron un derrumbe de la inversión. En dos de ellas (2001 y 2022), las tensiones financieras provocaron expectativas de bajo crecimiento, reduciendo la demanda de maquinaria y equipo. En el evento restante (2011-12) y también en la crisis de 2022, contribuyó a la caída de la inversión el contexto de controles a la importación y los movimientos de capital, que limitó la posibilidad de comprar maquinarias. Por otra parte, dos de estas crisis comenzaron con tipos de cambio reales muy bajos (\$1.200, a precios actuales, en II-01 y \$1.600 en III-22). Esto disminuyó la competitividad, desincentivando la producción transable -la industria cayó 22%

⁴ Consideramos 'recesión' los períodos de al menos dos trimestres consecutivos de caída desestacionalizada. La recesión termina en el primer trimestre de incremento de la actividad, siempre y cuando haya inmediatamente después al menos otro trimestre de crecimiento. Con este criterio, las dos rachas de caída ininterrumpida desde III-98 hasta III-99 y desde I-00 hasta III-00 (interrumpidas sólo por el crecimiento en IV-99) constituyen una única recesión. Por el contrario, la siguiente etapa de caída (II-01 hasta I-02) es otra recesión, ya que hay en medio dos trimestres de crecimiento (IV-00 y I-01).

⁵ La recesión de 2001-02 no se atribuye a la devaluación de ene-2002, ya que la crisis comenzó significativamente antes.

en la recesión 2001-02 y 18% en la de 2022-24-.⁶ A su vez, la apreciación redujo la demanda de no transables, afectando gravemente a la construcción, que cayó en estos dos eventos.

En las tres crisis, el consumo privado se redujo. En particular, la de 2001-02 mostró un derrumbe de 17% en esta variable, debido al deterioro de los ingresos laborales que no se suavizó mediante el crédito, por las altas tasas de interés. Por último, en dos de estas recesiones (2001-02 y 2022-24) puede identificarse un recorte del gasto público que ralentizó la reactivación.

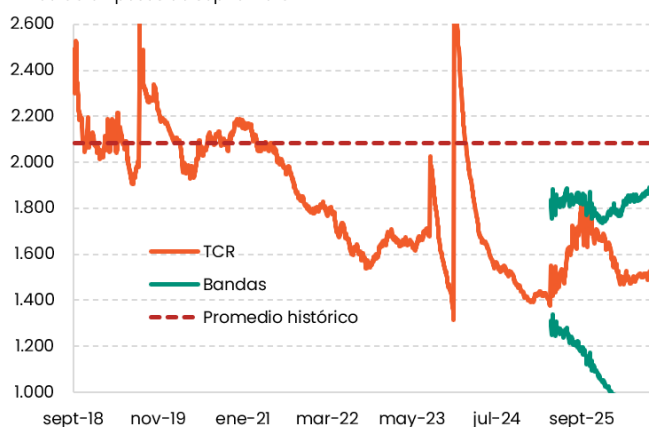
Identificamos cuatro elementos en las recesiones pasadas que se replican en el caso actual. En primer lugar, el esquema cambiario genera un TCR deliberadamente bajo, afectando la competitividad de las actividades transables y encareciendo las no transables (ver Gráfico 6). En segunda instancia, los ingresos laborales se encuentran muy golpeados. A diferencia del 2001-02, esto no se manifiesta en una elevada tasa de desempleo sino en una creciente informalidad, con salarios reales muy por debajo de los formales.

Esto quita dinamismo al consumo privado. En tercer lugar, la volatilidad de tasas interbancarias y la alta morosidad hacen que los préstamos sean caros, impidiendo una reactivación por la vía del crédito. Por último, tanto el consumo como la inversión pública todavía son muy bajos, impidiendo que el estado lidere la reactivación.

En definitiva, ni las familias, ni las empresas, ni el gobierno son candidatos naturales para resolver la recesión. Esto genera una demanda anémica, compatible con una producción estancada.⁷ Para peor, el manejo cambiario y el fuerte influjo de divisas por venta de hidrocarburos hacen que tampoco el resto del mundo impulse la demanda de los sectores productivos más importantes. Así, las proyecciones de crecimiento diagnostican un desempeño peor al observado tras otros planes de planes de estabilización, y en constante revisión a la baja (ver Gráfico 7).

Gráfico 6. El TCR y las bandas son bajos históricamente

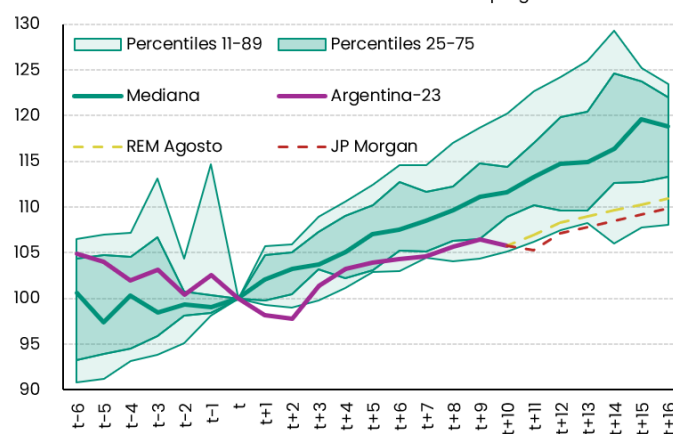
Medido en pesos de septiembre 2026



Fuente: BCRA

Gráfico 7. Crecimiento en estabilizaciones exitosas

Actividad económica sin estacionalidad. Inicio de cada programa = 100.



Fuente: Palazzo, Rapetti & Waldman (2025), INDEC, REM BCRA y JP Morgan

⁶ En el tercer caso, el descenso de las exportaciones estuvo vinculado a una sequía (ver [FMI, 2013](#)), y la industria cayó en menor magnitud (5%).

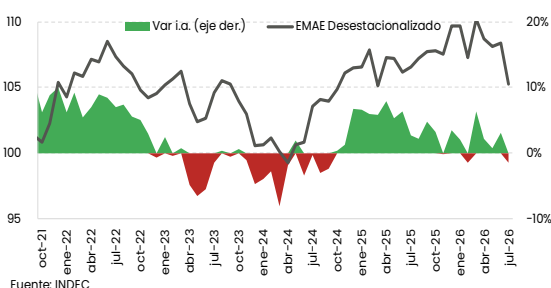
⁷ El análisis de la economía actual como un caso de falta de demanda efectiva es abordado en más detalle por [Mira \(2026\)](#).

Principales variables macroeconómicas

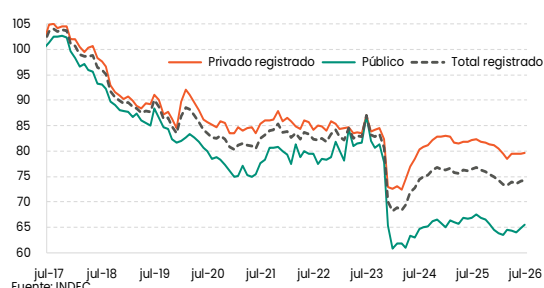
	Fuente	Último dato	Nivel	Var mensual	Var. Interanual				Acumulado 2026
					T	T-1	T-2	T-3	
Actividad económica*	INDEC	jul-26	-	-2,9%	-1%	3%	1%	2%	2%
Ventas en supermercados	INDEC	jul-26	-	-0,7%	-2%	-3%	-1%	-4%	-3%
Producción industrial*	INDEC	jul-26	-	-5,0%	-5%	2%	-6%	-2%	-3%
Actividad de la construcción*	INDEC	jul-26	-	-4,6%	-5%	4%	4%	-3%	2%
Salario priv. nominal mediano (bruto)*	SIPA	jun-26	\$ 2.416.818	3,5%	29%	28%	30%	28%	29%
Salario priv. real mediano (bruto)*	SIPA	jun-26	-	1,6%	-3%	-4%	-2%	-4%	-3%
Inflación nacional	INDEC	ago-26	-	1,7%	34%	34%	34%	33%	21%
Inflación núcleo	INDEC	ago-26	-	1,8%	32%	32%	32%	32%	20%
Tipo de cambio oficial	BCRA	1/10/2026	\$ 1.523	0,7%	7%	10%	9%	20%	4%
Tipo de cambio MEP	Ámbito	1/10/2026	\$ 1.552	1,3%	2%	11%	12%	23%	5%
Tipo de cambio real (17/12/15=100)	BCRA	1/10/2026	85,0	-1,4%	-15%	-12%	-13%	-5%	-10%
Gasto primario real	MECON	ago-26	-	**	-0,5%	-7,0%	3,1%	-2,2%	-3,8%
Recaudación real	AFIP	sept-26	-	**	3,6%	0,0%	1,0%	-7,4%	-3,1%
Exportaciones de bienes	INDEC	ago-26	US\$ 8883 M	**	12,4%	14,1%	25,2%	35,0%	US\$ 67248 M
Importaciones de bienes	INDEC	ago-26	US\$ 6696 M	**	3,6%	-1,7%	7,5%	-5,5%	US\$ 48982 M
Saldo comercial	INDEC	ago-26	+ US\$ 2187 M	**			**		+ US\$ 18266 M
Exportaciones de bienes y servicios	BCRA	ago-26	US\$ 10048 M	**	32,5%	1,4%	5,8%	17,8%	US\$ 76309 M
Importaciones de bienes y servicios	BCRA	ago-26	US\$ 7583 M	**	0,1%	-0,8%	11,1%	-13,0%	US\$ 58982 M
Saldo comercial	BCRA	ago-26	+ US\$ 2464 M	**			**		+ US\$ 17327 M
Reservas Brutas	BCRA	28/9/2026	US\$ 47960 M	- US\$ 1833 M (-4%)	16,4%	22,5%	12,9%	31,0%	+ US\$ 6793 M (+17%)
Reservas Netas	Impávido et al. (2026)	ago-26	US\$ 7745 M	+ US\$ 1926 M		**			+ US\$ 10457 M
Reservas Líquidas	Impávido et al. (2026)	ago-26	US\$ 25259 M	+ US\$ 684 M (+3%)	27,9%	29,2%	13,7%	46,9%	+ US\$ 6435 M (+34%)
Deuda Pública / PBI **	MECON	II T-26	71,4%	**		-4,9 p.p.			-
Riesgo país	Ámbito	1/10/2026	636 p.b.	135 p.b.	-628 p.b.	-328 p.b.	-300 p.b.	-278 p.b.	+ 65 p.b.
TEA de LECAP corta (fin de mes próx.)	IAMC	1/10/2026	23,0%	-3,3 p.p.	-	-	-	-	-
Tasa de interés BADLAR (TNA)	BCRA	1/10/2026	22,7%	+0,1 p.p.	-	-	-	-	-
Base Monetaria prom.	BCRA	sept-26	\$ 46,2 B	0%	11%	7%	21%	20%	-
M2 prom.	BCRA	sept-26	\$ 91,4 B	0%	22%	19%	17%	18%	-
M2 transaccional privado prom.	BCRA	sept-26	\$ 64,7 B	-1%	25%	24%	23%	23%	-
M3 prom.	BCRA	sept-26	\$ 187,4 B	2%	29%	30%	26%	28%	-

* La variación mensual se realiza sobre la variable desestacionalizada // ** No se reporta por tener estacionalidad, corresponderse con datos trimestrales o cambiar de signo

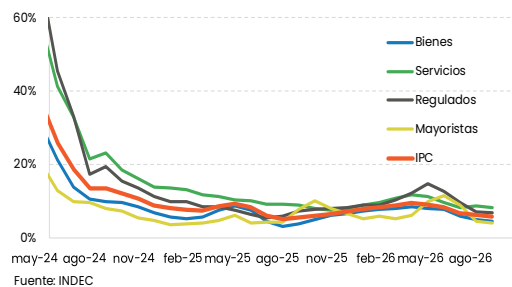
Actividad económica - Índice promedio 2021=100



Salarios reales - Índice dic-2016=100



Inflación - Variación acumulada 3 meses



Tipo de cambio real - A precios de septiembre de 2026

