

EMAE de mayo: una nueva contracción mensual

Juan Manuel Franco, CFA

Economista Jefe

jmf@gruposbs.com

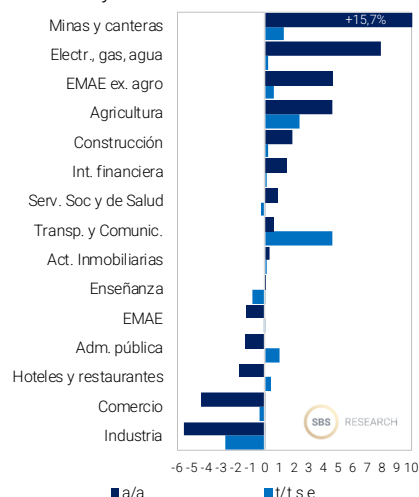
El EMAE de may-26 mostró, a contramano de lo que sugerían parte de los indicadores preliminares, una merma de 0,5% m/m s.e. (+0,2% a/a) en la economía, encadenando dos meses consecutivos de contracción por primera vez desde oct-nov 2025. En el trimestre móvil se mantuvo flat, mientras que, en el semestre móvil, subió 1,6% h/h s.e., acumulando así 21 meses consecutivos en positivo para esta medida. **El acumulado de 5 meses presenta una suba de 1,7% a/a contra igual período del año anterior.** Mirando la serie tendencia-ciclo, el EMAE sigue en máximos históricos.

Según nuestras series desestacionalizadas, los sectores productores de bienes incidieron más en la contracción que los de servicios, al igual que en abr-26. En el mes, mirando entre los primeros, se destaca la contracción en el Agro. En tanto, mirando servicios, lo peor pasó por Transp. & Comunic. e Int. Financiera. **Contra igual mes del año pasado**, lo mejor pasó por Minería (+15,7% a/a) y Electr., Gas y Agua (+8,0% a/a), a la vez que también hubo una buena performance para el Agro (+4,6% a/a). Lo más flojo pasó Industria (-5,6% a/a), Comercio (-4,3% a/a) y Hoteles y Restaurantes (-1,8% a/a). Construcción subió 1,9% a/a. **Mirando ene-may 2026 vs ene-may 2025**, lo mejor pasó por Minería (+14,0% a/a), Agro (+11,5% a/a) e Int. Financiera (+5,7% a/a), mientras que lo peor pasó por la Industria (-2,7% a/a) y el Comercio (-1,7% a/a). Una vez más, la dinámica de las variaciones interanuales (tanto may-26 vs may-25, como ene-may 26 vs ene-may 25), siguieron evidenciando la heterogeneidad sectorial que destacamos desde hace tiempo.

Mirando hacia jun-26, los indicadores que monitoreamos no son concluyentes, con algunos apuntando a un sesgo positivo y otros a uno negativo. De acuerdo con nuestras series desestacionalizadas, cedieron en el mes la producción y las ventas de autos, las ventas minoristas, el Índice Construya y las ventas de cemento. En la vereda opuesta, la recaudación repuntó en IVA interno y también en Déb. & Créd, al tiempo que las importaciones devengadas rebotaron tras la caída de may-26. Hacia adelante, la trayectoria agregada de la economía continuará atada tanto a la evolución de los principales drivers macro como a la heterogeneidad propia de cada sector, cuestiones que repasamos a continuación.

¿Cómo avanza cada sector?

Var. % a/a. y % t/t s.e.



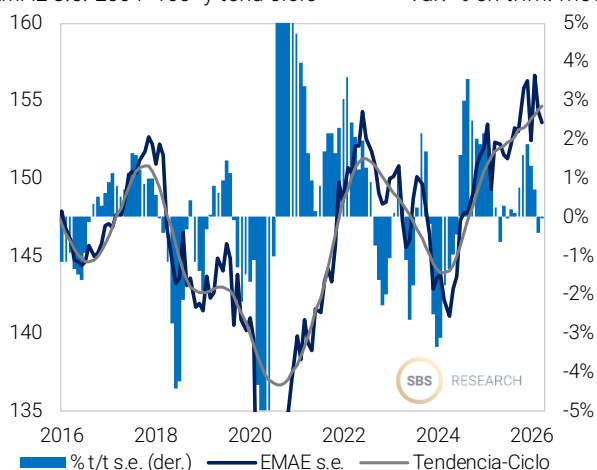
*Desestacionalización de series sectoriales es propia.

Fuente: SBS Research, Indec

Estimador mensual de actividad económica

EMAE s.e. 2004=100 y tend-ciclo

Var. % en trim. móvil s.e.



Fuente: SBS Research, Indec

Indicadores sectoriales y de actividad general

Serie desestacionalizadas, base nov-23=100

	Dic	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun
Actividad general							
EMAE	106,5	106,7	104,0	106,9	105,3	104,8	
IGA-OJF	102,3	102,2	100,8	103,8	103,3	104,0	
Ventas de electricidad	105,7	99,8	99,5	102,2	103,3	105,9	
Recaudación IVA	93,4	98,3	94,5	95,4	94,8	90,2	99,5
Recaudación D & C	100,2	99,7	91,9	100,7	98,4	92,8	94,0
Importaciones	105,4	97,8	106,1	106,4	107,1	104,4	108,0
Salario Priv. Reg.	98,6	97,8	96,6	95,4	96,7		
Salario Informal	166,7	169,2	172,0	174,2	177,8		
Empleo. Priv. Reg.	97,0	97,1	96,9	96,8	96,7	96,6	
Actividad sectorial							
IPI-Indec	94,2	96,5	93,3	97,1	95,4	95,8	
IPI-OJF	95,8	97,6	94,2	97,1	96,7	98,0	
IPI Minero-Indec	109,6	112,1	111,8	113,8	114,6	115,2	
Producción de autos	64,5	76,4	71,0	77,1	71,4	75,8	71,2
Ventas de autos	111,5	121,4	116,2	120,8	114,8	123,3	112,7
Producción de acero	80,0	98,2	81,0	95,3	94,9	97,0	
ISAC	79,5	79,5	78,5	82,4	79,5	84,5	
Ventas minoristas	78,4	75,1	77,0	76,7	75,7	76,7	75,7
Índice construya	77,6	68,6	79,5	80,5	84,5	86,1	84,4
Ventas de cemento	84,3	89,5	85,1	92,0	82,6	88,1	84,6
Legenda							
	>95	<95	<90	<85	<80		

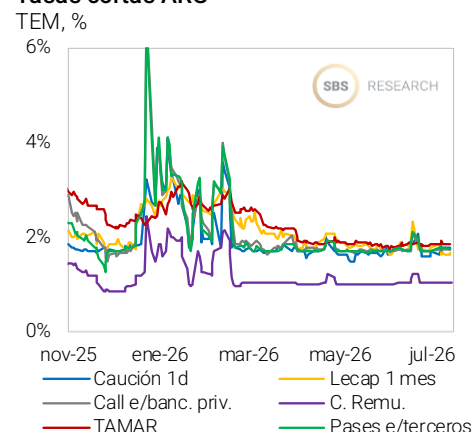
Fuente: SBS Research, Indec, OFJ & Asociados, ACARA, ADEFA, AFIP, AFCP, CAMMESA, Cámara Argentina del Acero, CAME, Min. Cap. Humano

Pensando en factores macro, mantener la disciplina fiscal-monetaria será clave para el anclaje de expectativas nominales. La inflación minorista de jun-26 (1,9% m/m) perforó por primera vez en el año el piso del 2% mensual, anotando el registro más bajo desde ago-25 y sumando un tercer mes consecutivo de desaceleración. La núcleo hizo lo propio al marcar 1,6% m/m, mínimo desde jul-25, aunque la brecha entre bienes (1,4% m/m) y servicios (2,9% m/m) recuerda que el proceso de desinflación aún no es homogéneo. En este marco, un punto clave para la actividad será el seguimiento de lo que suceda con el precio del petróleo y con el FX, dado el impacto que ello puede tener sobre el precio en surtidor y los costos logísticos. Cómo maneje la situación tanto YPF (por precio al surtidor) como el gobierno (por la cuestión de impuestos a combustibles) será un punto clave. La marcha de los precios será además determinante para el salario real y, con ello, para el consumo: a may-26, el salario real privado registrado volvió a contraerse (marginamente) tras el rebote de abr-26, y permanece por debajo tanto de los máximos de la administración actual como del promedio del último año de la anterior (que ya era un nivel bajo), por lo que sostener la desinflación seguirá siendo condición necesaria para su recuperación. En materia de competitividad, reiteramos que el nuevo paradigma productivo, con creciente protagonismo de los sectores primarios generadores de divisas, presiona estructuralmente a la baja al TCR, y que la respuesta no pasa por buscar una depreciación real sino por reformas que reduzcan costos y carga impositiva, para lo cual preservar el espacio fiscal sin comprometer el superávit es la restricción a respetar. Respecto al TCR, repetimos una vez más que, si bien como destacamos, las fuentes de oferta son importantes (balance comercial, bonos en el exterior, préstamos locales en USD), la demanda no puede desatenderse, algo que irá cobrando más relevancia, creemos, a medida que nos adentremos en el ciclo electoral 2027. Con relación a la competitividad cambiaria, debe agregarse además que, si bien lógicamente un TCR más elevado vuelve más competitivos a varios sectores, si ese sendero al alza se da con volatilidad o de forma desordenada, los efectos netos son generalmente nocivos para la economía en su conjunto. Por este motivo, además del nivel del TCR una cuestión clave pasará por acotar la volatilidad, algo que también es clave en materia de tasas de interés.

En ese sentido, la política monetaria también será clave para la dinámica de la actividad. Tal como anticipábamos en el informe previo, la mayor demanda estacional de liquidez de fines de junio derivó en una muy moderada volatilidad en las tasas cortas en ruedas puntuales, aunque la situación hoy ya es normal. Dicho esto, en julio se mantiene el componente estacional de la demanda de pesos y merece atención la dinámica de la liquidez y las tasas, aunque no deja de ser algo transitorio por la naturaleza estacional del asunto. Más allá de la "foto" reciente, seguimos poniendo el foco en la "película": si bien cayó fuertemente desde feb-26 tanto el nivel como la volatilidad de las tasas ARS, la evolución de la mora crediticia privada y la velocidad a la que pueda sanearse definirán qué tanto puede traccionar el crédito en una economía con uno de los ratios crédito privado/PBI más bajos del mundo. Reiteramos, además, nuestra visión de mediano plazo: tasas reales cortas consolidándose en terreno marginalmente positivo (para lo cual es clave la continuidad de la desinflación) y con volatilidad contenida son la vía para que los depósitos privados en pesos fortalezcan la capacidad prestable de los bancos, evitando que un esquema prolongado de tasas reales negativas pudiera tener eventualmente consecuencias no deseadas sobre las variables nominales.

Mantenemos nuestra expectativa de un crecimiento del PBI real en torno a 2,2% para este año, por encima del arrastre estadístico que deja may-26 (+1,1%). El view de base sigue descansando en el empuje de los sectores "ganadores" (agro, minería, hidrocarburos), con la cifra final condicionada por la performance de los rezagados y por variables como la inflación, los salarios reales, los precios de los commodities, el TCR y las cuentas externas. El interrogante central continúa siendo la magnitud del "derrame" desde los primeros hacia los segundos: si bien en el mediano plazo estima-

Tasas cortas ARS



Fuente: SBS Research, BCRA, Reuters

Empleo privado registrado



* Últ dato may-26. **Fuente:** SBS Research, EIL

Salarios reales privados registrados

Base 2017=100, según distintos IPC**



*Líneas punteadas son promedio 2023 excluyendo dic-23.

Ponderadores IPC 17/18 estimados en base a ENGHO 2017/18. * Últ dato may-26. **Fuente:** SBS Research, Indec

mos que terminará materializándose, con las presidenciales de 2027 cada vez más cerca, la brecha de performance entre unos y otros irá ganando peso en la discusión económica y política de los próximos meses.



Para mayor información llámanos al **(011) 4894-1800**, a los siguientes contactos:

COMERCIAL

INSTITUCIONALES Y CORPORATIVOS

Gastón Donnadio
Int. 196 / gd@gruposbs.com

María Victoria Acuña
mva@gruposbs.com

Felipe Sanguinetti
fms@gruposbs.com

FINANZAS PERSONALES

Juan Ignacio Bialet
Int. 170 / jib@gruposbs.com

Julián Sznajderhaus
Int. 405/127 / jsz@gruposbs.com

Fernando Rama
frr@gruposbs.com

Ignacio Murua
im@gruposbs.com

Bautista de la Canal
bc@gruposbs.com

Lucas Gabriel Eiras
bc@gruposbs.com

SALES & TRADING

Francisco Bordo Villanueva
Int. 403 / fbv@gruposbs.com

Carlos Carafí
Int. 408 / cc@gruposbs.com

Jorge de Vera, CIAA
Int. 409 / jdv@gruposbs.com

Lucas Dalmau
ld@gruposbs.com

Juan Matías Brandi
jmb@gruposbs.com

DISCLAIMER

La información incorporada en este documento proviene de fuentes públicas. Nada en este documento podrá ser interpretado como una oferta, invitación o solicitud de ningún tipo para realizar actividades con valores negociables u otros activos financieros. Tampoco constituye en sí una recomendación de contratación de servicios o inversiones específicas, ni suplanta la toma de decisiones de inversión, con el debido y previo asesoramiento legal, fiscal y contable a cargo del inversor. No se garantiza la genuinidad o veracidad de la información, ni se asume obligación alguna de actualizar cualquiera de los datos incorporados en el documento. Se encuentra prohibida la distribución o reproducción –total o parcial– de la información contenida en el documento.