

Flojo rebote para el EMAE en agosto

Juan Manuel Franco, CFA

Economista Jefe

jmf@gruposbs.com

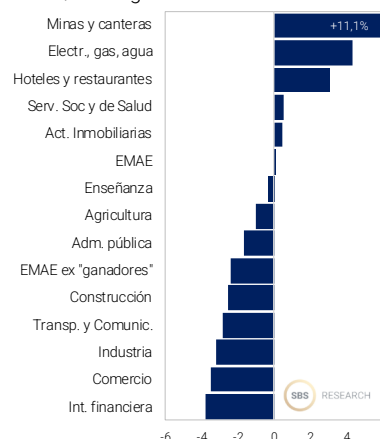
El EMAE de ago-26 rebotó apenas 0,1% m/m s.e. (-1,7% a/a) tras la fuerte contracción de jul-26 (-2,8% m/m s.e.). En el trimestre móvil, el ritmo de caída aceleró a 2,4% t/t s.e. mientras que en el semestre móvil cae 0,5% h/h s.e. Tomando la serie desestacionalizada de ago-26, se necesitaría una suba de 8,6% m/m s.e. en sep-26 para que el 3T26 quede flat vs el 2T26, por lo que la recesión técnica es prácticamente un hecho. Mirando el acumulado, en 8 meses de 2026 el EMAE avanza 1,2% contra igual período de 2025, mientras que la serie tendencia-ciclo se mantuvo en el mismo nivel de los últimos 4 meses.

Según nuestras series desestacionalizadas, los sectores productores de servicios incidieron más en el rebote que los de bienes, que mostraron una caída producto de la contracción en el agro. En el mes, mirando entre los primeros, se destaca la Int. Financiera, mientras que para los bienes se expandieron tanto la Industria como la Minería. **Contra igual mes del año pasado**, lo mejor pasó por Minería (+11,1% a/a) y Electr., Gas & Agua (+4,3% a/a), a la vez que también hubo una buena performance para el Hot. & Rest. (+3,1% a/a). Cayeron la Int. Financiera (-3,8% a/a), el Comercio (-3,5% a/a), la Industria (-3,2% a/a) y la Construcción (+2,5% a/a). **Mirando 8 meses de 26 vs igual período de 2025**, lo mejor pasó por Minería (+13,2% a/a), Agro (+9,2% a/a) e Int. Financiera (+3,5% a/a), los "ganadores" de la actual gestión, mientras que lo peor pasó por la Industria (-2,5% a/a), Adm. Pública (-1,5% a/a) y el Comercio (-1,1% a/a). Una vez más, **siguió evidenciándose la heterogeneidad sectorial sobre la que hacemos foco desde hace tiempo**.

Mirando hacia sep-26, los indicadores que monitoreamos muestran heterogeneidad. De acuerdo con nuestras series desestacionalizadas, la recaudación cedió tanto para el IVA interno como en Déb. & Créd., devolviendo buena parte de lo ganado en ago-26, mientras que las ventas minoristas relevadas por CAME volvieron a caer, al igual que la producción de acero. La producción de autos también retrocedió en el mes, al igual que el Índice Construya. Por el lado positivo, anotó una suba la demanda de electricidad, las ventas de autos extendieron el rebote de ago-26, las ventas de cemento mostraron un fuerte repunte tras el piso de jul-26, las exportaciones subieron, y las importaciones devengadas avanzaron en el margen. Reiteramos que la recesión técnica es prácticamente un hecho y que, hacia adelante, la marcha del agregado seguirá condicionada por los drivers macro que repasamos a continuación y por la heterogénea performance sectorial.

¿Cómo avanza cada sector?

Var. % a/a en ago-26



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

	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sept
Actividad general							
EMAE	107,1	105,7	105,0	105,3	102,3	102,4	
IGA-OJF	103,8	103,2	103,7	104,3	101,9	103,6	
Ventas de electricidad	102,3	103,3	105,9	101,0	101,2	104,3	104,6
Recaudación IVA	95,6	95,0	90,9	99,8	102,7	97,4	95,8
Recaudación D & C	99,5	97,7	93,3	93,7	89,4	95,5	94,3
Importaciones	106,6	107,1	106,0	109,8	104,0	108,7	108,9
Salario Priv. Reg.	95,4	96,7	96,6	96,6	96,8	97,8	
Salario Informal	174,2	177,8	180,1	184,6	187,8	190,3	
Empleo. Priv. Reg.	96,8	96,7	96,6	96,5	96,4		
Actividad sectorial							
IPI-Indec	96,7	94,9	95,0	95,7	90,8	92,6	
IPI-OJF	97,1	95,2	96,6	97,4	95,3	96,6	
IPI Minero-Indec	113,5	114,4	115,6	118,0	113,8	115,9	
Producción de autos	76,8	71,1	75,4	70,8	62,2	69,1	65,6
Ventas de autos	119,4	113,6	120,2	111,6	98,9	109,5	113,7
Producción de acero	96,3	95,0	97,1	87,6	92,3	86,7	84,2
ISAC	82,4	79,1	83,7	80,2	76,7	77,0	
Ventas minoristas	76,7	75,7	76,7	75,7	74,1	72,1	71,2
Índice construya	80,5	84,5	86,1	84,4	83,7	80,8	80,3
Ventas de cemento	88,7	81,5	87,3	84,7	80,2	82,1	88,7
Leyenda							
	>95	<95	<90	<85	<80		

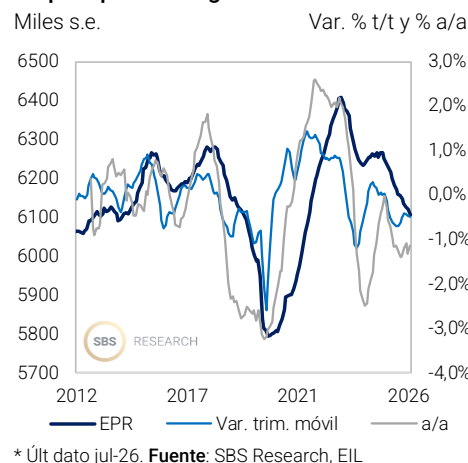
Fuente: SBS Research, Indec, OJF & Asociados, ACARA, ADEFA, AFIP, AFCP, CAMMESA, Cámara Argentina del Acero, CAME, Min. Cap. Humano

Pensando en factores macro, el ancla fiscal-monetaria continúa siendo el pilar de las expectativas nominales, fundamental para pensar en una dinámica virtuosa sostenible en la inversión y el consumo. La inflación minorista de sep-26 marcó 1,9% m/m (33,4% a/a y 23,6% acumulado en nueve meses), acelerando 0,2pp respecto de ago-26 aunque manteniéndose por debajo del 2% mensual por tercera vez en el año. La lectura fina fue mixta: la núcleo desaceleró a 1,7% m/m (mínimo desde jul-25 y 5° mes consecutivo por debajo de 2% m/m), mientras que estacionales (2,9% m/m) y regulados (2,3% m/m) explicaron la aceleración del nivel general. Esto refuerza nuestra lectura de que la convergencia a niveles menores de inflación es un proceso con vaivenes más que una trayectoria lineal. El principal riesgo para esta dinámica sigue siendo el frente energético: el Brent volvió a superar los USD110 la semana pasada (hoy en USD108) tras el rechazo de EEUU a la propuesta iraní para reabrir el Estrecho de Ormuz, con el bloqueo naval y las sanciones a Irán vigentes, por lo que la cuestión del pass-through a surtidor y a costos logísticos, así como el manejo de los impuestos a los combustibles, vuelven a ganar relevancia. En cuanto a ingresos, los datos disponibles a ago-26, también conocidos hoy, muestran que aun con la suba de 1,1% m/m real ese mes, los salarios privados registrados siguen por debajo del nivel de cierre de 2025 (-0,7% real), y un 2,1% real por debajo del nivel de nov-23 (nivel que llega a 9,2% de caída real si tomamos un IPC con mayor ponderación de servicios como el que surge considerando la ENGHO 2017/18). Ello implica que el poder adquisitivo no logra despegar del nivel bajo del que partió en 2026, factor que explica en buena medida la debilidad que reflejan tanto las ventas minoristas como la recaudación por IVA interno. Es la debilidad en los sectores trabajo intensivos en esta economía heterogénea la que se encuentra detrás de la situación actual en empleo y salarios reales privados registrado. **De todas formas, reiteramos una vez más que, para los sectores rezagados, el camino hacia una mejora en la competitividad no pasa por un incremento en el TCR sino por reformas estructurales y alivio impositivo, que requieren preservar el superávit fiscal como condición previa.**

En el plano monetario-cambiario, el panorama de octubre luce distinto al de septiembre. El BCRA aceleró su ritmo comprador en el MULC, acumulando más de USD1100mn en lo que va del mes, con lo que las compras de 2026 superan los USD15500mn. Pese a la aceleración en el ritmo de compras, expandiendo pesos, el FX mayorista opera relativamente estable en la zona de \$1525, con el CCL en torno a \$1630 y una brecha que se mantiene cerca de 7%. En este contexto, el tándem Tesoro-BCRA sigue administrando las condiciones de liquidez de modo tal de no generar sobresaltos nominales. Nuestra visión sobre el crédito no se modifica: la normalización de la mora privada y la reconstrucción de la capacidad prestable de los bancos seguirán determinando cuánto puede aportar el crédito al ciclo, en un país donde su penetración sobre el PBI sigue entre las más bajas del mundo. De todas formas, **datos del crédito privado en pesos muestran para oct-26 cierta mejora en términos reales en la medida de 20 días móviles, por lo que habrá que monitorear si se trata o no de una recuperación duradera.** Dicho esto, y pensando en el año próximo, en que las elecciones y las expectativas nominales y cambiarias dominarán la agenda, seguimos marcando que las tasas serán el instrumento inmediato para buscar apaciguar eventuales presiones, con las consecuencias que ello puede tener sobre la actividad. Cerrando con condiciones financieras, las externas se muestran desafiantes: el Riesgo País trepó a 675pbs, máximo de 2026 (ayer martes operó por encima de 700 puntos en el intradiario para luego caer), en un entorno de UST10Y operando arriba de 5% y con el ballottage de Brasil del 25-oct y la reunión de la Fed del 28-oct (con el mercado asignando una probabilidad superior al 85% a que mantenga la tasa en 3,75/4,00%) como eventos a seguir.

Con todo, **reducimos nuestra proyección de crecimiento del PBI real a la zona de 1,1% para 2026, con el arrastre estadístico que deja ago-26 en un negativo de 0,2% contra 2025.** Reiteramos nuestro diagnóstico de fondo: el crecimiento del año se explicará casi íntegramente por los sectores "ganadores" (hidrocarburos, minería y

Empleo privado registrado



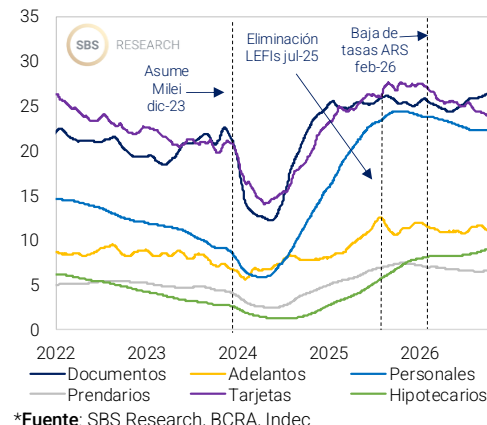
Salarios reales privados registrados

Base 2017=100, según distintos IPC**



Préstamos privados en pesos

En \$ billones de oct-26



agro), mientras que industria, construcción y comercio siguen operando por debajo de los niveles de nov-23, e incluso de dic.25. Con el 3T26 encaminado a una contracción, la marca final de 2026 dependerá de qué tanto pueda recuperar el 4T26, para lo cual la continuidad de la desinflación, la recomposición del salario real y un entorno de baja volatilidad financiera serán condiciones necesarias. De cara a las presidenciales de 2027, la brecha de performance entre ganadores y rezagados seguirá ganando peso en la discusión económico-política, y la pregunta sobre la velocidad del "derrame" entre unos y otros será, a nuestro entender, una de las variables centrales que seguirá el mercado dado el impacto sobre el humor social.



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

COMERCIAL

INSTITUCIONALES Y CORPORATIVOS

Gastón Donnadío
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.