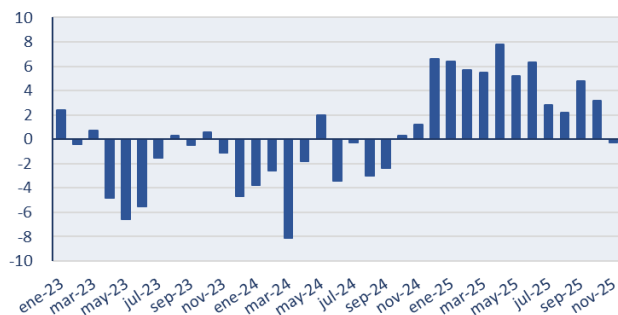


Cierre débil en actividad, pero 2026 apunta a un crecimiento moderado

El EMAE de noviembre mostró una contracción de 0,3% mensual en la serie desestacionalizada, y una caída interanual también de 0,3%, la primera desde septiembre de 2024 (ver gráfico 1). De esta forma, la actividad retrocedió por segundo mes consecutivo, acumulando una baja de 0,6% respecto de septiembre. Aun así, el acumulado de los primeros once meses de 2025 mantiene una suba de 4,5% interanual, lo que refleja un año con un arranque fuerte y un cierre más débil. A nivel sectorial, el dato volvió a ser heterogéneo, con diez sectores en positivo y cinco en negativo. Por último, los indicadores de alta frecuencia sugieren una recuperación parcial en diciembre. Hacia adelante, esperamos un crecimiento moderado, entre 2,5% y 3%, liderado por las exportaciones, la inversión y, en menor medida, el consumo privado.

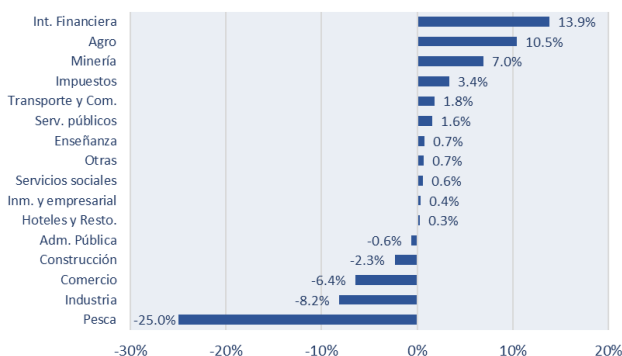
Figura 1. Primera caída interanual en 14 meses
var. mensual (%) EMAE a/a



Fuente: CMF Research, INDEC

A nivel sectorial, el dato volvió a ser heterogéneo (ver figura 2). Diez sectores mostraron variaciones positivas, liderados por intermediación financiera, que creció 13,9% interanual, y agricultura y ganadería, con 10,5%, que en conjunto aportaron cerca de 1 punto porcentual a la variación interanual del indicador. Sin embargo, el desempeño de los sectores rezagados volvió a dominar la foto del mes.

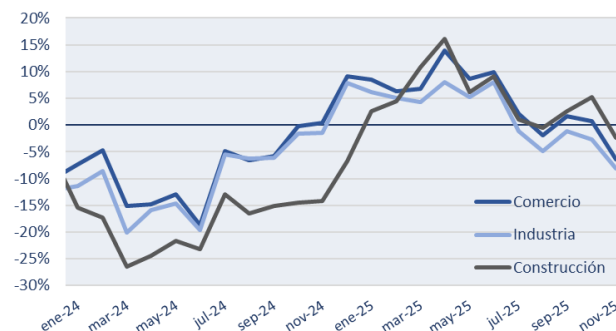
Figura 2. Intermediación financiera continúa liderando el EMAE
variación interanual sectores del EMAE



Fuente: CMF Research, INDEC

Cinco sectores presentaron caídas, con una baja marcada en industria manufacturera, de 8,2% interanual, y en comercio, de 6,4%, a lo que se sumó pesca con una contracción de 25%. En conjunto, estos rubros restaron 2,23 puntos porcentuales al índice, y no alcanzó el sostén de finanzas y del agro para compensar el enfriamiento del núcleo industrial y comercial. Sin embargo, los datos de alta frecuencia de diciembre indican una recuperación parcial de las caídas en noviembre.

Figura 3. Comercio, industria y construcción no se recuperan
variación interanual sectores del EMAE



Fuente: CMF Research, INDEC

Con el nivel de actividad actual, el arrastre estadístico para 2026 es prácticamente nulo, por lo que el punto de partida para el próximo año es más exigente. Esto se aprecia al mirar la evolución del EMAE desde fines de 2024, donde el rebote inicial pierde tracción hacia el cierre de 2025. Aun así, nuestro escenario base sigue siendo de crecimiento moderado, de entre 2,5% y 3% en 2026, con un aporte relevante de las exportaciones y la inversión y, en menor medida, del consumo privado.

En el comienzo de 2026, el Gobierno parece estar priorizando la acumulación de reservas con un sesgo monetario contractivo, en parte a la espera del flujo agrícola del segundo trimestre, que estacionalmente permitiría comprar divisas con menor fricción en el mercado cambiario. La estrategia apunta a que esa acumulación fortalezca la demanda de dinero y contribuya a estabilizar el tipo de cambio en el mediano plazo sin reabrir tensiones inflacionarias. En un escenario favorable, una compresión adicional del riesgo país, apoyada en un semestre exitoso de compras de reservas, podría habilitar el retorno del soberano a los mercados voluntarios de deuda, más aún si el contexto internacional mantiene el apetito por emergentes. En este marco, la consolidación del crecimiento dependerá de que la recuperación sectorial se vuelva más homogénea y de que la estrategia macro logre sostener la estabilidad financiera. La evolución de la inflación y del frente externo será clave para validar el escenario de expansión moderada sin reactivar desequilibrios.

CMF Research