

INFORME
ECONÓMICO
MENSUAL
JUNIO
2026

LOS DESAFÍOS DEL PROGRAMA LIBERTARIO

 ceso.com.ar / infoceso@gmail.com



CLAVES DEL INFORME

- El modelo económico libertario se encuentra en un momento de cierta estabilidad: la acumulación de reservas, el despegue de la actividad y la inflación estabilizada en niveles moderados parecen darle un leve respiro al gobierno. Sin embargo, ciertas contradicciones estructurales proyectan límites en el mediano plazo.
- En el frente externo, la acumulación de reservas está resultando exitosa, sobrepasando los USD 48.000 M (la mayor cifra desde 2019) impulsada por la colocación de ONs y la balanza comercial superavitaria. Sin embargo, los vencimientos de deuda para 2027, sin considerar a los organismos internacionales, ascienden a USD 17.300 M, más el REPO con privados por USD 3.000 M. Si no se logra reabrir el mercado de capitales —el frustrado intento de diciembre de 2025 pone dudas al respecto—, se enfrentará una brecha de financiamiento que presionará sobre las reservas en el próximo año electoral.
- La estabilidad cambiaria permite mantener los niveles inflacionarios a raya, pero la apreciación del peso acumulada —más del 10% por debajo del promedio histórico de los últimos 10 años— combinada con una apertura irrestricta a las importaciones, erosiona la competitividad del tejido industrial orientado al mercado interno. Mientras la cuenta corriente se equilibra gracias a los sectores ingresos de los sectores primarios y los bajos niveles de actividad de la producción destinada al mercado interno.
- Los bajos niveles de la producción volcada al mercado interno, el deterioro del mercado laboral formal y las rebajas impositivas generaron 9 meses consecutivos de caída real de los ingresos tributarios - con excepción de un mes positivo en base a situaciones metodológicas excepcionales-, que hacen prever el mantenimiento del ajuste fiscal.
- La mora bancaria se mantiene en máximos desde 2004. La combinación de ajuste fiscal con desregulación de las tasas de interés sigue impactando en la capacidad de repago de deudas, tanto en el caso de personas físicas como jurídicas.
- La fuerte dependencia del apoyo de la administración Trump para el sostenimiento del programa económico evidenciada durante el año pasado, con el acceso a un nuevo crédito del FMI y el apoyo del tesoro de los EEUU para contener presiones cambiarias



pre-electorales-, agrega un factor de incertidumbre: las elecciones de medio término y la posible pérdida de control republicano del Capitolio. Un mal resultado para el republicano podría dificultar el acceso a los mercados voluntarios de deuda y agregar presiones cambiarias en el próximo año electoral

- La economía dual no es homogénea, los sectores primarios exportadores –hidrocarburos, minería, agro– generan derrames selectivos hacia servicios de alto valor, gastronomía, turismo interno de élite y consumos durables financiados con crédito, configurando una recuperación visible pero estrecha que no alcanza a los sectores trabajo-intensivos ni al grueso de los asalariados.
- El ciclo electoral de 2027 introduce un vector adicional de inestabilidad cambiaria. La historia argentina muestra que los períodos preelectorales concentran presión sobre el tipo de cambio. Los meses de fin de año –octubre a diciembre– combinan estacionalidad adversa en la oferta de divisas con mayor demanda precautoria de dólares, en un contexto de compromisos de deuda externa que no se alivian pese al buen desempeño del complejo exportador de Vaca Muerta.



LOS DESAFÍOS DEL PROGRAMA LIBERTARIO

A más de dos años del inicio del gobierno de Javier Milei, el gobierno encuentra en la economía un momento de cierta estabilidad. La acumulación de reservas internacionales, la estabilidad cambiaria e inflacionaria (aunque moderada) y el despegue de la actividad, le otorga al gobierno cierto margen de maniobrabilidad. Sin embargo, aun se observan serias limitaciones y desafíos para que la estabilidad sea sostenible.

El presente informe analiza los motivos de la estabilidad y los desafíos que se asoman: los vencimientos de deuda y la restricción financiera externa; la apreciación cambiaria y su efecto sobre la competitividad industrial; la contracción del mercado interno y el deterioro fiscal; el riesgo financiero sistémico asociado a la dolarización de activos; y el contexto internacional como fuente de shocks exógenos en un momento de alta vulnerabilidad.

Deuda, reservas y acceso a mercados

El eslabón más crítico de la cadena de restricciones que enfrenta el modelo es el financiero-externo. El gobierno heredó una deuda pública cuantiosa y, lejos de reducirla, la amplió a través del acuerdo con el FMI de 2025 y la emisión de nuevos compromisos (Bopreales, Letes, A027 y 28). En lo que resta del 2026 Argentina afronta vencimientos de deuda por USD 10.480 M, de los cuales USD 5.109 M son con organismos internacionales, para el año siguientes las cifras son 23.786 M y USD 11.784 M respectivamente.

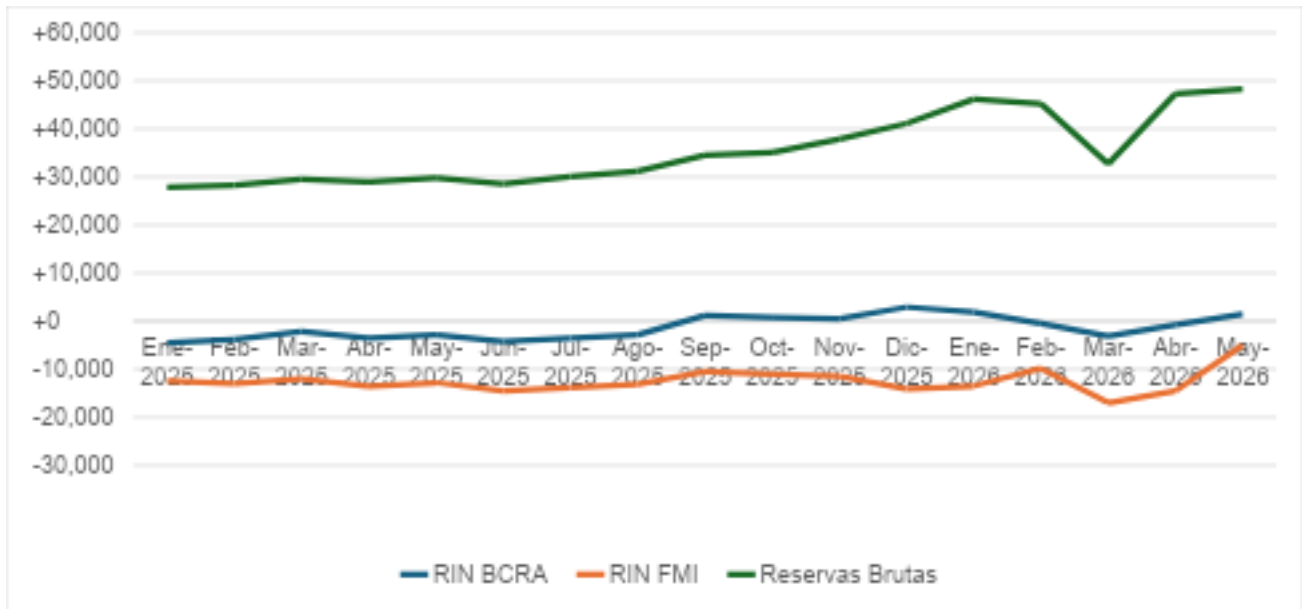
Si bien las reservas brutas han mejorado desde el blanqueo de capitales de 2024, el ingreso de divisas por Obligaciones Negociables del sector energético y el superávit comercial, las reservas netas –descontados los encajes de depósitos en dólares, los swaps con China y los pasivos del BCRA– continúan siendo negativas o en el mejor de los casos marginalmente positivas. Por lo que, a pesar de que se puedan realizar pagos de servicios utilizando las reservas brutas, ello implicaría una creciente fragilidad bancaria, ya que el Banco Central no tendría los dólares necesarios para afrontar una corrida de depósitos.

Esta tensión se agudiza al observar la dinámica de la formación de activos externos de los argentinos: en los primeros 4 meses de 2026 se compraron un total de USD 9.000M para atesoramiento. Por el momento, la FAE permanece depositada en el sistema bancario local donde los depósitos en dólares del sector privado superan los USD39.000M favoreciendo la acumulación de reservas y la capacidad de pago de la deuda con recursos propios (la expansión del crédito en dólares y la colocación de los letras y bonos en dólares a los bancos permiten al gobierno hacerse de los dólares de los ahorristas). Sin embargo, ante un shock que genere incertidumbre sobre la



sostenibilidad externa podría derivar en un retiro de depósitos que ponga en riesgo la estabilidad cambiaria y bancaria.

Gráfico 1. Reservas Brutas y Netas del BCRA

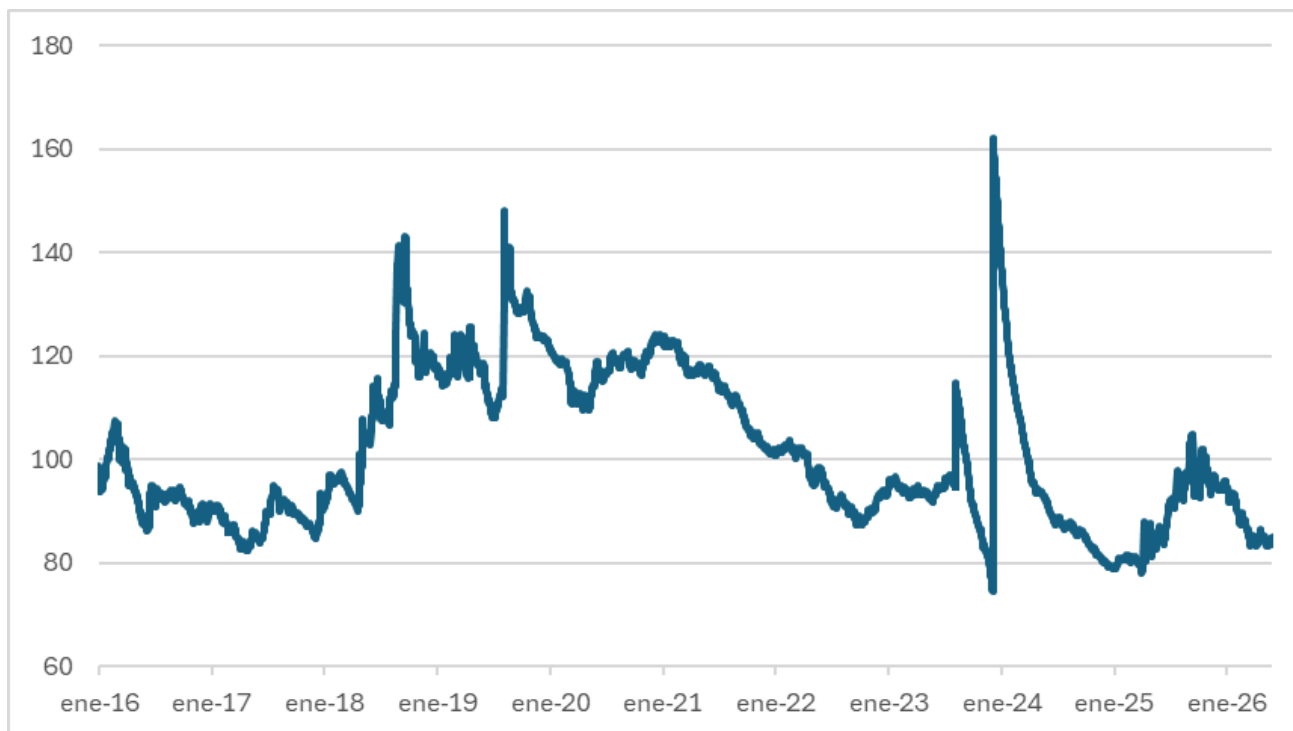


Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA.

El acceso al mercado voluntario de deuda es la variable clave para resolver esta ecuación. Sin embargo, el frustrado intento de diciembre de 2025 de emitir nuevos bonos soberanos en los mercados internacionales —cuando el riesgo país aún se ubicaba en torno a los 488 puntos básicos— evidencia que la Argentina no ha recuperado plenamente la confianza de los acreedores privados. La posibilidad de lograrlo hacia adelante choca con la incertidumbre electoral local y las de medio término de los EEUU.

La apreciación cambiaria —funcional para contener la inflación—, no sólo debilita la cuenta corriente vía aumento de las importaciones. Sino que su continuidad genera expectativas de una posterior corrección que podría disparar una corrida contra el peso frente a algún evento. El alineamiento de la inflación con la devaluación del peso es crucial para evitar potenciales tensiones cambiarias a futuro. Una eventual corrección brusca del tipo de cambio generaría un salto inflacionario erosionando el principal activo político del gobierno de cara a las elecciones de 2027.

Gráfico 2. Tipo de cambio real multilateral



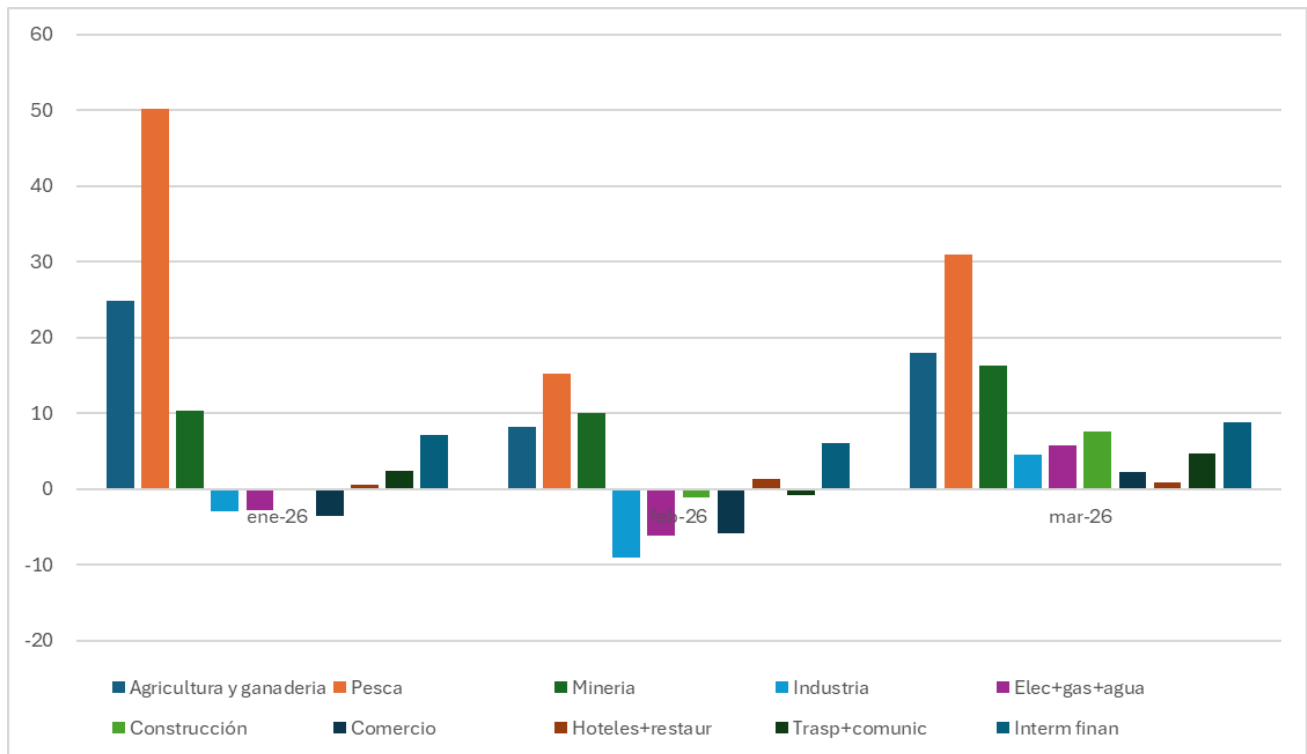
Fuente: Elaboración propia en base a BCRA.

Economía dual: derrames selectivos y una recuperación sin ancla social

Uno de los argumentos más frecuentes en la narrativa oficial consiste en señalar que el dinamismo de los sectores exportadores —Vaca Muerta, la minería del litio y el cobre, el complejo agroindustrial— tarde o temprano se derramará hacia el conjunto de la economía. Esta tesis merece un análisis cuidadoso a partir de los datos disponibles. Hay derrames: pero son selectivos, acotados y funcionalmente separados del circuito productivo que genera empleo masivo.

El crecimiento de los sectores primarios exportadores genera efectos de arrastre específicos que pueden identificarse en la economía argentina actual. El auge de Vaca Muerta motoriza la demanda de servicios especializados en las provincias petroleras —Neuquén lidera la creación de empleo registrado con 4.400 puestos desde noviembre de 2023—, impulsa la gastronomía y el alojamiento en centros como Neuquén capital y Bariloche, y contribuye al crecimiento del sector financiero vinculado a la colocación de Obligaciones Negociables en moneda dura. En un sentido más amplio, los ingresos en dólares de los estratos más altos vinculados a estos sectores sostienen consumos de bienes durables —automóviles premium, electrónica, viajes al exterior— que se reflejan en el crecimiento de rubros específicos del comercio y los servicios.

Gráfico 3. Estimador Mensual de la Actividad Económica (var real interanual por actividad)



Fuente: Elaboración propia en base a INDEC.

Sin embargo, estos derrames presentan tres características que los distinguen estructuralmente de un proceso de desarrollo inclusivo. En primer lugar, son geográficamente concentrados: benefician a las provincias productoras de recursos —Neuquén, Santa Cruz, Mendoza, Salta— mientras las grandes aglomeraciones industriales del litoral —Buenos Aires, Córdoba, Santa Fe— registran las mayores caídas de empleo registrado. En segundo lugar, son sectorialmente encapsulados: los encadenamientos productivos de los hidrocarburos no convencionales son limitados en comparación con los de la construcción y otras actividades vinculadas al mercado interno, dado que una proporción significativa de los insumos y equipos se importa. En tercer lugar, son socialmente excluyentes: los beneficios se concentran en trabajadores calificados de sectores capital-intensivos y en los propietarios del capital, sin alcanzar a los segmentos más amplios de la fuerza de trabajo.

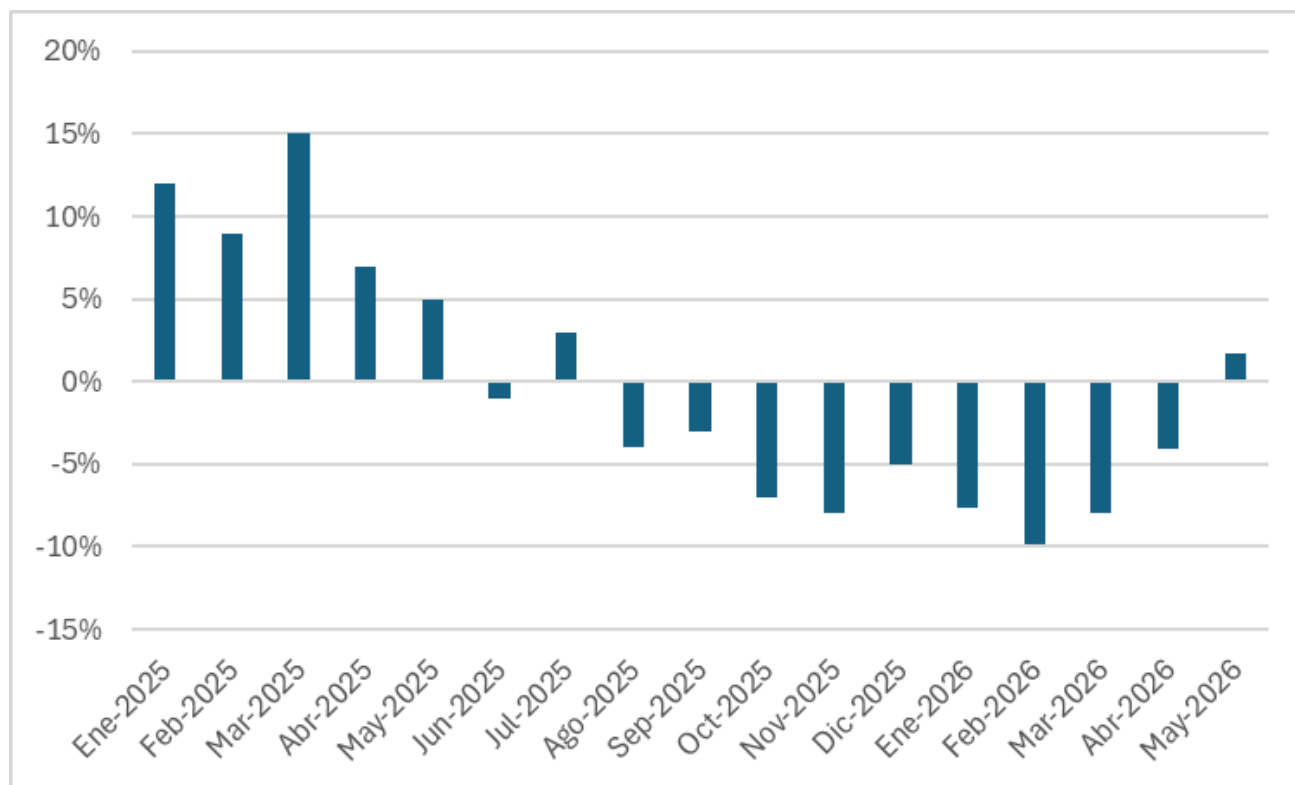
El riesgo consiste en replicar el modelo peruano. Durante más de una década, Perú sostuvo tasas de crecimiento del PBI superiores al 5% anual impulsadas por la minería, sin que ello se tradujera en una mejora sustancial de la distribución del ingreso ni en la consolidación de un tejido industrial diversificado. La bonanza de los recursos naturales convivió con altos niveles de informalidad laboral, fragmentación social y una demanda interna estructuralmente débil. Argentina parece avanzar hacia un equilibrio de este tipo: estabilidad macro y expansión estadística de la producción primaria, sin derrame en una mejora de la calidad de vida de las mayorías.

La actividad y su impacto en la recaudación



Los ingresos tributarios de la Administración Pública Nacional presentaron el primer dato interanual positivo tras 9 meses consecutivos de caída interanual en términos reales. Sin embargo, esta mejora se debió a dos fenómenos particulares no vinculados con el nivel de actividad.

Gráfico 4. Variación real interanual de la recaudación total nacional por mes



Fuente: elaboración propia en base a datos de ARCA y BCRA.

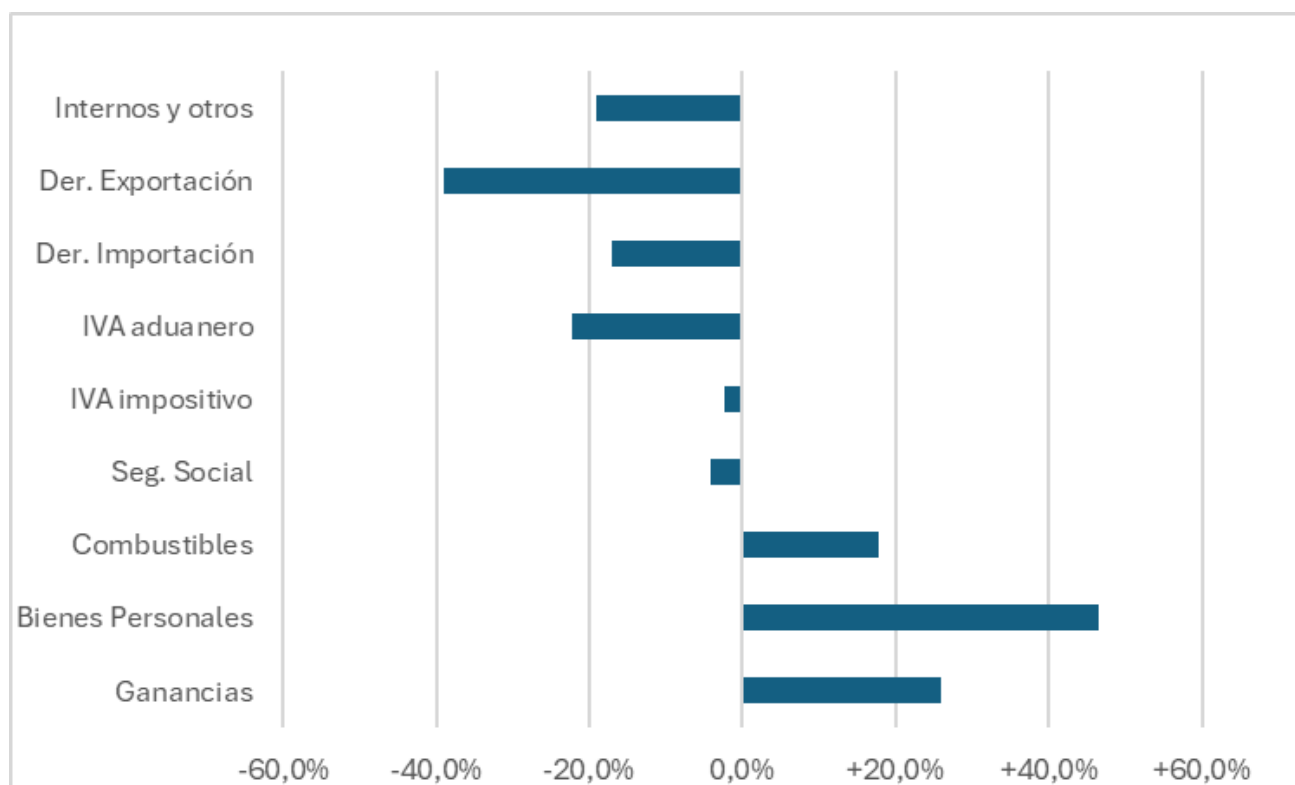
Por un lado, ganancias tuvo un salto del +26% real en mayo que se explica por el vencimiento de la declaración jurada anual de Ganancias Sociedades con cierre en diciembre, el pago corporativo más importante del año. Las empresas liquidan en mayo el saldo del ejercicio fiscal 2025, descontados los anticipos pagados durante el año. La base de comparación de mayo 2025 era relativamente baja —ejercicio 2024, el año del ajuste más severo— mientras que el ejercicio 2025 arrojó resultados corporativos más elevados, especialmente en sectores exportadores como energía y minería. A eso se suma una modificación en el régimen de anticipos que elevó las alícuotas aplicables, incrementando el saldo final a pagar. Se trata de un efecto de calendario y de composición sectorial, no de una mejora del conjunto de la economía.

Por otro, Bienes Personales mostró una variación del +46,6% real, que responde principalmente a un efecto de base estadística generado por el REIBP —Régimen Especial de Ingreso de Bienes Personales— lanzado en septiembre de 2024, que permitió a los contribuyentes de mayor patrimonio pagar por adelantado y de una sola vez el impuesto correspondiente a los ejercicios



2023 a 2027 a alícuota reducida. Quienes adhirieron dejaron de tributar ordinariamente en 2025, deprimiendo la recaudación de ese año. En mayo de 2026 aparecen en la serie los contribuyentes que no ingresaron al REIBP y mantienen el régimen ordinario, más pagos complementarios vinculados al blanqueo de capitales, lo que infla la comparación interanual. Como en el caso de Ganancias, el número no señala una mejora estructural de la recaudación sino un fenómeno puntual de diseño normativo y calendario fiscal.

Gráfico 5. Variación real interanual de la recaudación por concepto (mayo 2026)



Fuente: Elaboración propia en base a MECON e INDEC

Este deterioro fiscal no es un episodio transitorio sino la expresión del multiplicador keynesiano operando en reversa. La reducción del gasto público —en particular de la obra pública, que acumula una caída del 79,7% real respecto de 2023— contrae la demanda agregada, lo que reduce la actividad privada, el empleo y los ingresos tributarios, lo que a su vez estrecha el margen fiscal y obliga a nuevos recortes generando un círculo vicioso. A ello se suma la reducción de impuestos a los sectores primarios que lideran la expansión de la actividad, por la baja de las retenciones a la exportación y, a futuro, el establecimiento de regímenes especiales con grandes beneficios fiscales: RIGI.

Los bajos niveles de recaudación hacen prever el sostenimiento del ajuste fiscal, manteniendo la obra pública en mínimos históricos. La parálisis de la obra pública no sólo afecta la competitividad

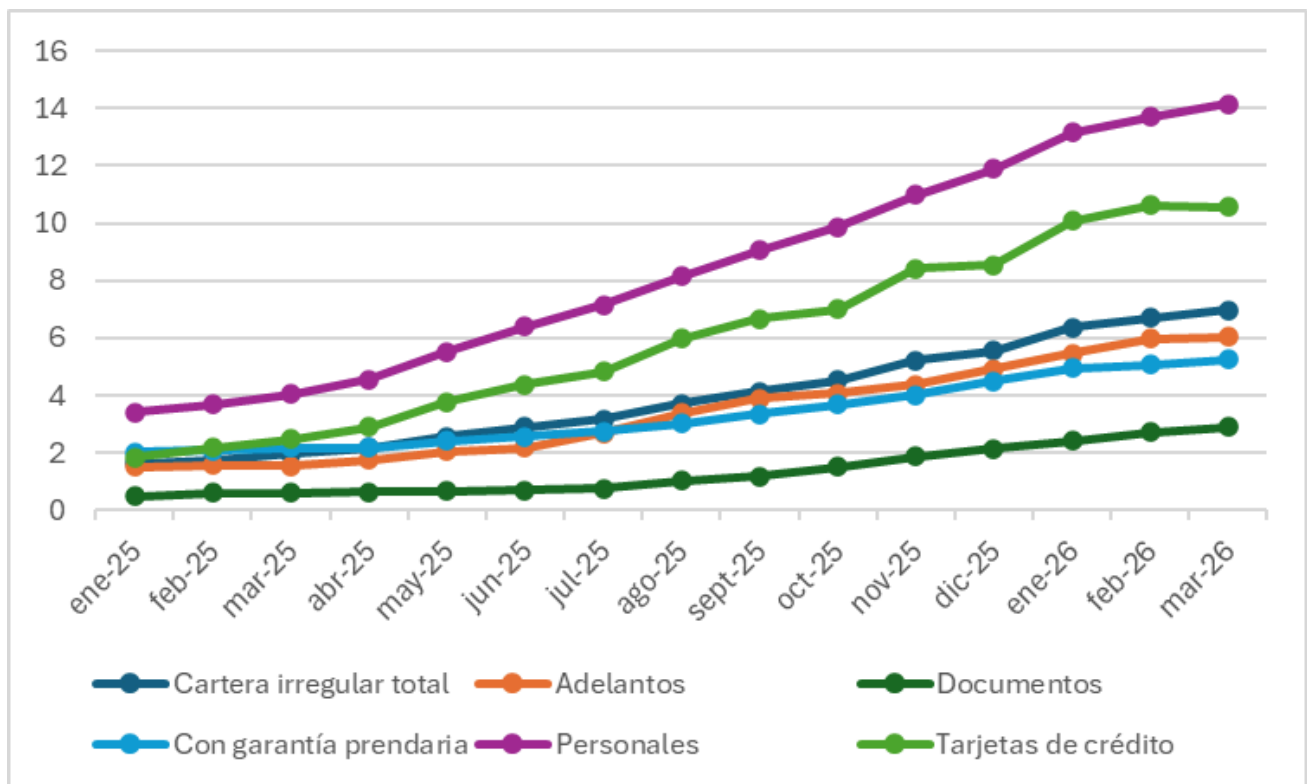


a futuro por el deterioro de la infraestructura, sino que mantiene en mínimos históricos a la actividad de la construcción. La reactivación de la misma por el sector privado choca con el elevado valor en dólares de costo de construcción, que vuelve poco atractivos los desarrollos inmobiliarios a los actuales valores de venta de las propiedades en el mercado. La actividad de la construcción es una gran generadora de empleos con fuertes multiplicadores en actividades de proveedores y vía demanda. En la gestión Milei ya lleva destruidos cerca de 90.000 puestos de empleo en el sector siendo, junto a las manufacturas que compiten con importaciones, uno de los más golpeados.

Crédito y mora

El ajuste fiscal y los bajos salarios reales implican una caída de la demanda para gran parte de la población. Sin un sector externo extremadamente dinámico que reemplace tal situación, el sector privado se ve atenazado por el aumento de la carga tributaria neta de subsidios (vía aumento de tarifas) y el deterioro de los ingresos. La salida temporal a esta situación a través del endeudamiento está encontrando sus límites: la morosidad del crédito en pesos al sector privado ya alcanza el 10% en hogares y el 2,5% en empresas, con una evolución que en el último año prácticamente cuadruplicó el índice para las familias.

Ratio de irregularidad del sistema bancario

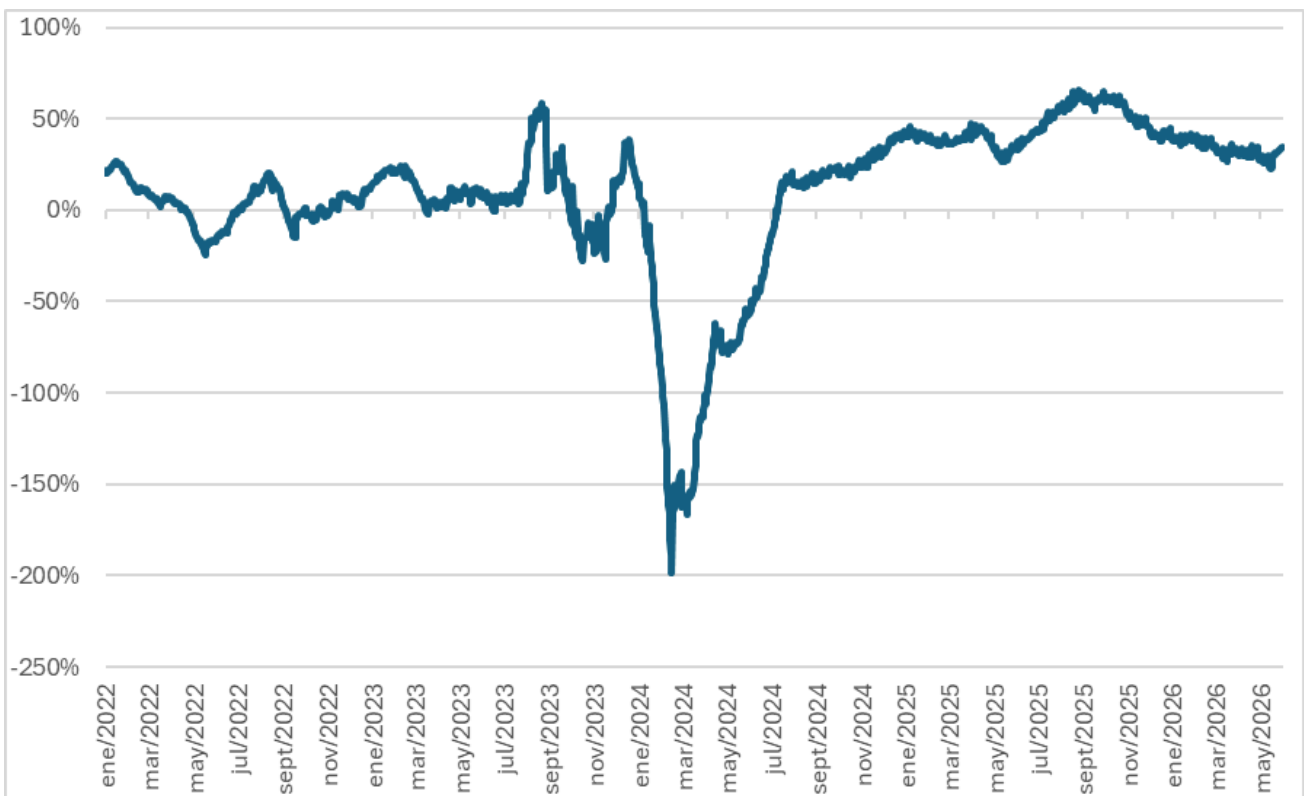


Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA.



Parte de esta problemática está acentuada por la desregulación de las tasas de interés, que implicó un aumento sistemático del peso de las mismas en términos reales. Si observamos la evolución de las tasas reales de préstamos personales, el gobierno libertario muestra niveles marcadamente altos. Consideremos que gran parte del endeudamiento de las familias se realiza a través de plataformas fintech, cuyos datos no son públicos y sus tasas nunca han estado reguladas. Como ejemplo de ello podemos considerar la principal billetera digital del país, que cobra tasas nominales reales superiores al 200% anual.

Tasas de interés reales de los préstamos personales del sector bancario



Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA.

El factor Trump

El análisis de los límites estructurales del modelo libertario no puede prescindir del contexto internacional, y en particular del factor de incertidumbre que representa la administración Trump. La política comercial y financiera del gobierno norteamericano ha mostrado una volatilidad sin precedentes en la segunda posguerra: aranceles anunciados, revertidos, renegociados y reimplementados en cuestión de semanas; un dólar que oscila al ritmo de los tuits presidenciales; y



señales contradictorias sobre la independencia de la Reserva Federal. Este escenario es particularmente problemático para la Argentina por al menos tres razones.

En primer lugar, la política arancelaria de Trump genera un reordenamiento del comercio global que puede afectar indirectamente a la Argentina. Si las exportaciones chinas hacia EEUU se restringen, China redirigirá parte de su demanda y sus propias exportaciones a otros mercados, incluyendo el latinoamericano, lo que puede presionar a la baja los precios internacionales de productos agrícolas y generar competencia adicional para la industria local.

En segundo lugar, la incertidumbre sobre la política monetaria de la Fed —que Trump presiona para bajar tasas mientras la inflación estadounidense se resiste a ceder— genera volatilidad en los flujos de capital hacia mercados emergentes. Para un país como Argentina que necesita refinanciar USD 17.000 M en un año y medio, un endurecimiento inesperado de las condiciones financieras globales podría cerrar definitivamente la ventana de acceso al mercado que el gobierno espera reabrir.

En tercer lugar, y fundamental, el alineamiento político explícito del gobierno de Milei con la administración Trump —que le valió el apoyo del Tesoro norteamericano durante la corrida pre-electoral de 2025— puede convertirse en una fuente de vulnerabilidad si ese alineamiento no se traduce en beneficios concretos en términos de acceso a financiamiento o alivio de deuda. La geopolítica de la amistad tiene costos: un eventual debilitamiento político de Trump o una reorientación de sus prioridades podría dejar al gobierno argentino sin el apoyo externo que hoy actúa como garante implícito de la estabilidad financiera.