INFORME
ECONÓMICO
MENSUAL
NOVIEMBRE
2026

BILLETERA CORTA Y UN TRUMP EN RETIRADA



ceso.com.ar / infoceso@gmail.com

Informe noviembre 2026

BILLETERA CORTA Y UN TRUMP EN RETIRADA

¿CUÁNTOS DÓLARES LE FALTAN A MILEI PARA LLEGAR BIEN A LA ELECCIÓN?

La Argentina atraviesa un momento excepcional en su frente externo. En los tres primeros trimestres del año las exportaciones acumulan USD 87.123 M y se encaminan a superar el récord de 2025, impulsadas por la maduración de las inversiones en Vaca Muerta y por los términos del intercambio más favorables, al menos, desde 1986. A ello se suma un respaldo financiero internacional poco habitual: el alineamiento con la administración Trump se tradujo hasta el momento en asistencia del Tesoro estadounidense y en un FMI que volvió a flexibilizar sus criterios crediticios para el país. Pocas veces un gobierno argentino contó con una disponibilidad de divisas tan favorable.

Sin embargo, esta abundancia no se refleja en la economía real ni en las reservas. Tras el rebote de 2025, la actividad se estancó en 2026 y el crecimiento se concentra en los sectores primarios exportadores, con escasos encadenamientos y baja capacidad de generar empleo. El excedente externo no dinamiza el mercado interno, que sigue cediendo terreno frente a la apertura importadora y la apreciación cambiaria. La pregunta central, entonces, es dónde terminan los dólares.

La respuesta está en la cuenta financiera. Hasta septiembre, el sector privado compró USD 21.315 M para atesoramiento, un monto superior a todo el superávit comercial acumulado en el año (USD 19.583 M). Apenas una cuarta parte de esas compras permaneció en el sistema bancario como depósitos; el resto salió del circuito local. A esto se suman USD 4.561 M de saldo negativo entre inversión extranjera directa y remisión de utilidades de las empresas multinacionales. Con la desregulación cambiaria y los nuevos marcos regulatorios flexibles, el excedente que generan los sectores primarios vuelve a filtrarse en la dolarización de carteras y la salida de rentas.

El problema se vuelve crítico al mirar el año próximo. En 2027 vencen USD 16.000 M con organismos internacionales, que probablemente se refinancien, y USD 16.825 M con bonistas privados, cuya renovación en los mercados se vuelve cada vez más difícil con un riesgo país en alza que, a diferencia del resto de la región, no se explica por el contexto global. Si las salidas por atesoramiento fuera del sistema y por giro de utilidades se mantienen en torno a USD 20.000 Manuales, absorben por sí solas un superávit comercial que, aun en este contexto excepcional de precios, nunca superó esa cifra. Para los vencimientos con privados, habrá que utilizar parte de las reservas internacionales.

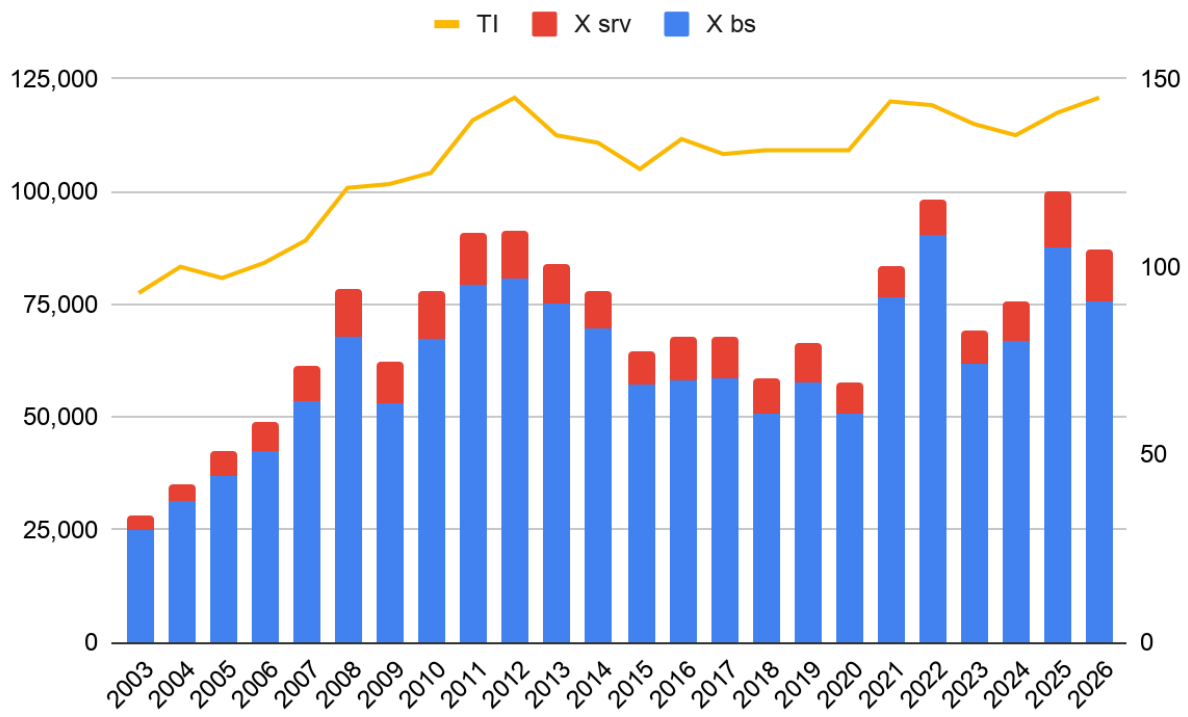
Es decir: aun en el mejor escenario externo de las últimas cuatro décadas, el esquema de apertura financiera y tipo de cambio apreciado no genera las divisas necesarias para sostener los compromisos de deuda. La restricción externa no desapareció; el gobierno la postergó con

financiamiento y con precios internacionales extraordinarios. En un año electoral, con presiones cambiarias que históricamente se intensifican, el mayor nivel de depósitos en dólares desde la Convertibilidad y un apoyo de Washington y del FMI que podría debilitarse tras la derrota republicana en las elecciones de medio término en Estados Unidos, el esquema cambiario vigente enfrentará en 2027 su prueba más exigente.

El viento de cola

La Argentina está atravesando un momento excepcional en su frente externo, en los tres primeros trimestres acumula exportaciones por un total de USD 87.123 M y se encamina a marcar un récord histórico (superior al año 2025, cuando alcanzaron los USD 100.140 M).
Estos dos años de destacable expansión de las exportaciones se deben a la conjunción de dos fenómenos: la reversión de la balanza energética producto de la maduración de las inversiones en Vaca Muerta, y a un nivel de términos del intercambio destacablemente altos.
Cómo puede observarse en el gráfico a continuación, el gobierno de Milei lleva, entre 2025 y 2026, dos años excepcionalmente altos en términos de desempeño comercial externo

Grafico 1. Exportaciones y términos del intercambio (*)



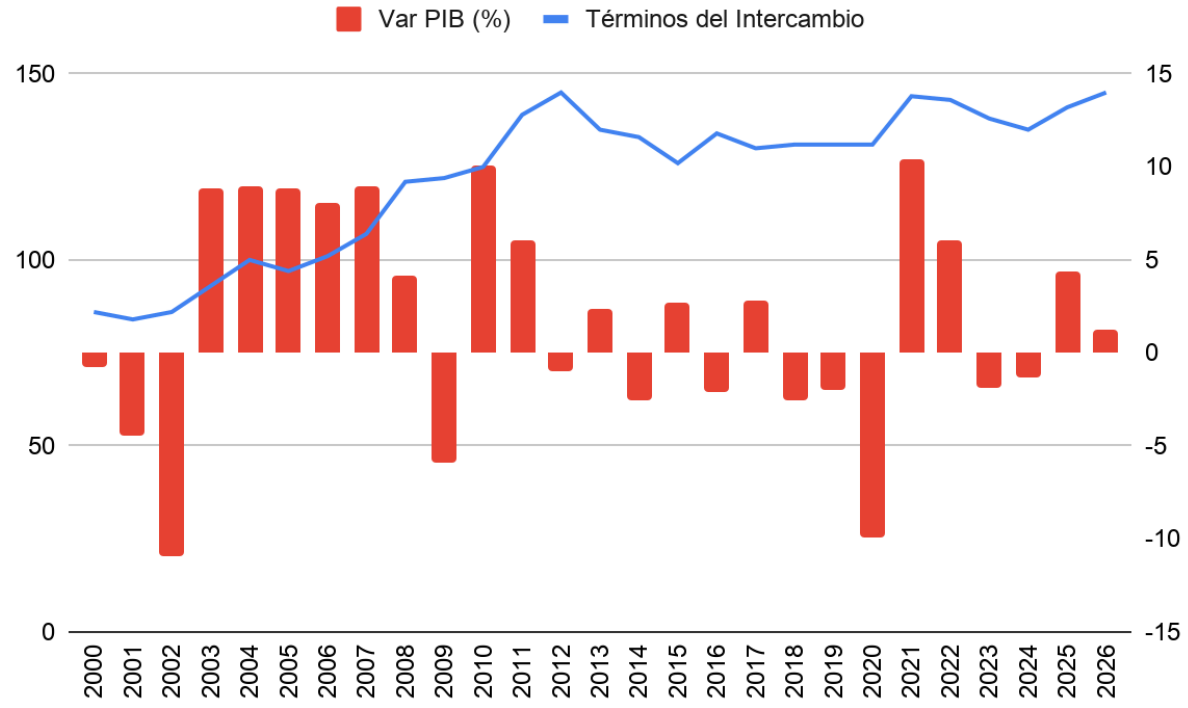
Fuente: elaboración propia en base a datos del INDEC y del BCRA
*2026 incluye datos hasta septiembre.

Esta realidad comercial, es acompañada por un apoyo internacional destacable por parte de Estados Unidos. El alineamiento incondicional del gobierno actual con la gestión de Donald Trump, le ha resultado al gobierno muy eficiente en términos de apoyo financiero. El FMI, exhibiendo explícitamente su alineamiento político con los gobiernos de derecha locales, flexibilizó nuevamente sus políticas crediticias para la Argentina (como lo hizo durante el gobierno de Mauricio Macri), otorgando de forma neta un financiamiento positivo de USD 7.412 M. A fin de comparar, durante la gestión de Alberto Fernández, Argentina canceló deuda con el Fondo por USD 5.024 M.

Situación económica en caída

Como comentábamos anteriormente, los términos del intercambio argentinos son excepcionalmente altos (los mayores, al menos, desde 1986). Sin embargo, ello no se refleja en las tasas de crecimiento. Después del rebote de 2025 (4,4%), el presente año muestra niveles de estancamiento destacables con comportamientos sumamente asimétricos. El excedente externo no estaría volcándose a dinamizar la industria ni el mercado interno, de hecho, los sectores más dinámicos son los propiamente exportadores y primarios (petróleo, gas y agropecuario), acentuando el comportamiento dual que hemos señalado en informes previos.
A continuación puede observarse los niveles de TI inusualmente altos, y la correlación que existe respecto al crecimiento. Los momentos de mejoras en los precios internacionales para Argentina (2003 a 2012, o 2021 y 2022) se observa mayormente crecimiento.

Gráfico 2. Variación del PIB (%) y términos del intercambio (*)



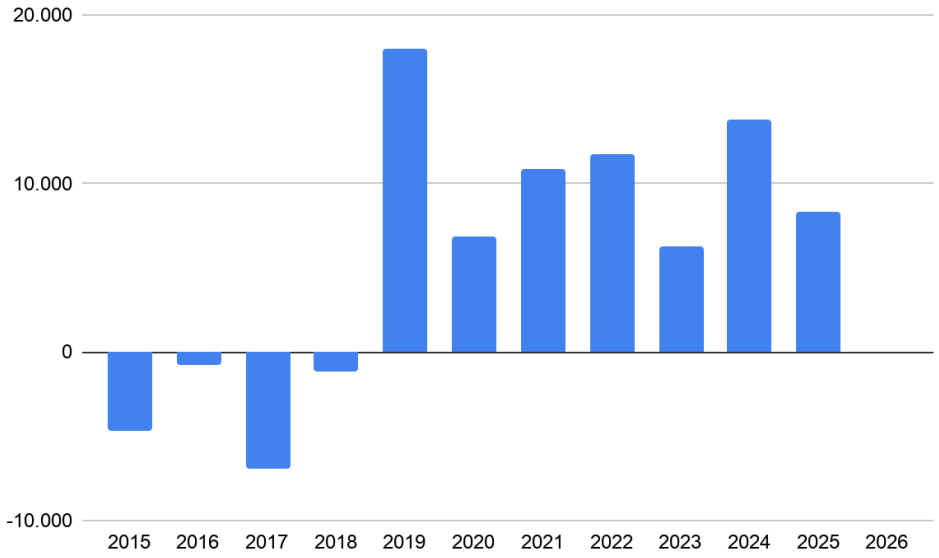
Fuente: elaboración propia con datos del INDEC.
*el crecimiento de 2026 es estimado.

Dado que ni la actividad, ni las reservas presentan un crecimiento acorde a esta dinámica exportadora, es preciso profundizar en el sector externo para buscar el destino de esta abundancia de divisas.

El frente comercial

El primer aspecto a destacar es la balanza comercial récord que estamos observando en 2026. A pesar de la apertura importadora, las divisas provenientes de la exportación exceden notoriamente a las demandadas para el comercio de bienes y servicios extranjeros. En lo que va de 2026 Argentina ya acumula un saldo comercial positivo de USD 19.583 M, desempeño no visto desde 2011.

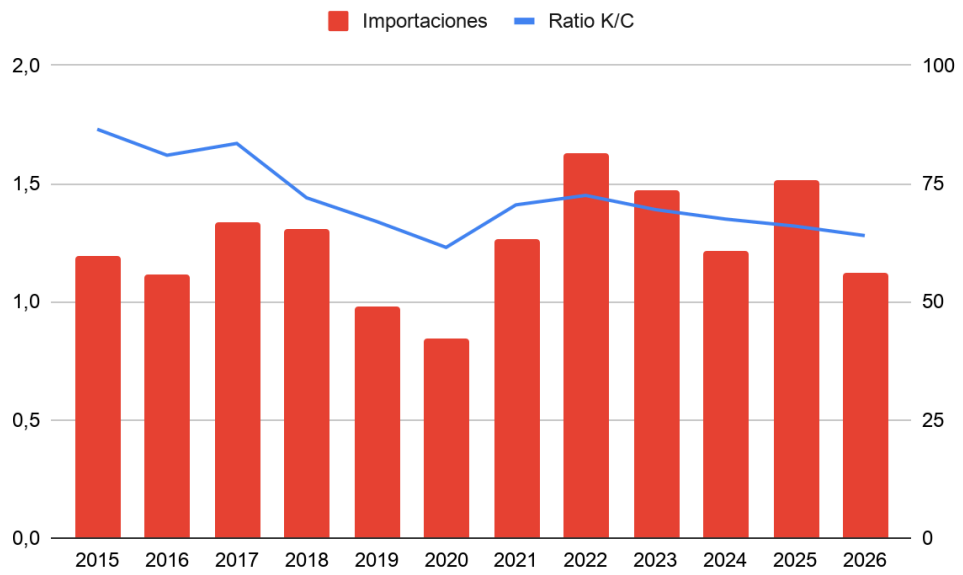
Gráfico 3. Balanza comercial de bienes y servicios (*)



Fuente: elaboración propia con datos del BCRA.
*2026 incluye datos hasta septiembre.

A pesar de que las importaciones se encuentran en niveles altos, no se destacan particularmente respecto a años como 2022 y 2023. Aunque sí puede observarse una tendencia al aumento de bienes de consumo en su composición, similar a la observada durante la gestión de Cambiemos. Debemos enmarcar entonces esta apertura importadora: se trata de una liberalización del comercio exterior en el marco de una actividad interior estancada. Las importaciones de consumo generan una competencia que, en muchas ocasiones, desplaza a los productores locales, al tiempo que funciona como una domesticadora de los precios internos.

Gráfico 4. Importaciones y componente de bienes de capital sobre el total (*)



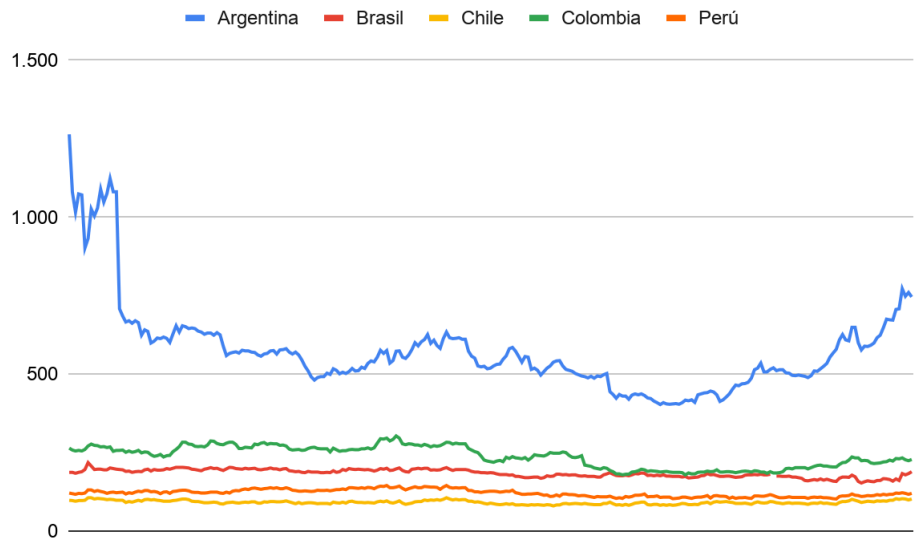
Fuente: elaboración propia con datos del INDEC.
*2026 incluye datos hasta agosto.

Se trata de un proceso de reconversión productiva donde el mercado interno se entrega a la competencia internacional, mientras que los sectores que dinamizan la economía son los que cuentan con las ventajas comparativas posibles para hacerlo, particularmente los recursos naturales. Este tipo de modelos de enclave, que presentamos en informes pasados, se caracteriza por su bajo nivel distributivo, poca capacidad de generar empleo y encadenamientos productivos

La deuda externa

El año que viene Argentina enfrenta una suma relevante de servicios de deuda denominada en divisas. Por un lado, debe afrontar pagos a los organismos internacionales por un total de USD 16.000 M, los cuales es de presumir que serán refinanciados, dados los antecedentes (sin embargo hay que considerarlos, una mala elección de Trump y un revés en la política exterior libertaria, podrían generar incertidumbre al respecto). Por otro, se encuentran los vencimientos USD 11.700 M de bonos del Tesoro y USD 5.125 de BOPREALES del BCRA. Con un riesgo país en niveles crecientes parecen ser difíciles de refinanciar a través de los mercados.
Aunque actualmente se observa cierta tensión en los mercados globales (el índice NASDAQ cayó 7% el último mes, aunque el Standard and Poors solo lo hizo 1%), el aumento del riesgo país argentino no parece deberse a ello, ya que si observamos el desempeño de el resto de las economías sudamericanas, el caso de nuestro país se destaca sensiblemente, como puede observarse a continuación.

Gráfico 5. Riesgo país de principales economías sudamericanas



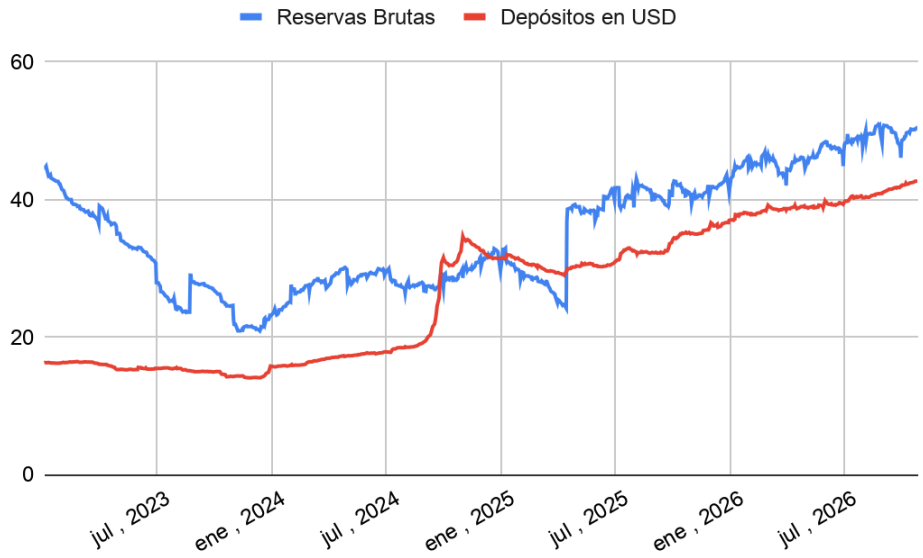
Fuente: elaboración propia con datos de MECON.

La fuga y el riesgo estructural bancario

Uno de los límites al crecimiento argentino suele ser la persistente dolarización de activos externos por parte del sector privado. Este fenómeno tiene dos aristas: el primero es la presión sobre el tipo de cambio al momento en que se realiza la compra de dólares para atesoramiento, el segundo depende del tiempo en que ese depósito permanezca en el sistema bancario argentino. Mientras no se realice una transferencia hacia el exterior o un retiro por ventanilla, esos dólares engrosan las reservas internacionales, o en su defecto, son utilizados para financiar al sector exportador. Usualmente ambos fenómenos se comportan de forma similar: una presión permanente en la cotización del dólar, mientras que se genera una sangría de depósitos. En los momentos de agudización de las crisis cambiarias, la presión alcista de la divisa se combina con un retiro acelerado de fondos del sistema, generando riesgo estructural.

Si observamos la dinámica de los depósitos, las reservas y la formación de activos externos durante el gobierno de Milei, se destaca desde abril de 2025 (desembolso del FMI por USD 12.000 M) un crecimiento paralelo de los depósitos en dólares así como de las reservas. Por un lado, es positivo que parte de la compra de dólares quede en el sistema, así como también que el stock de reservas brutas sea superior al stock de depósitos (recordemos que, en caso de corrida bancaria de depósitos, no alcanzarían los encajes para hacerle frente, por lo que la cantidad de reservas es determinante). Por otro, debemos evaluar cuántos de los dólares comprados por el sector privado para atesoramiento salen del sistema bancario argentino

Gráfico 6. Reservas brutas y depósitos en USD del sector privado



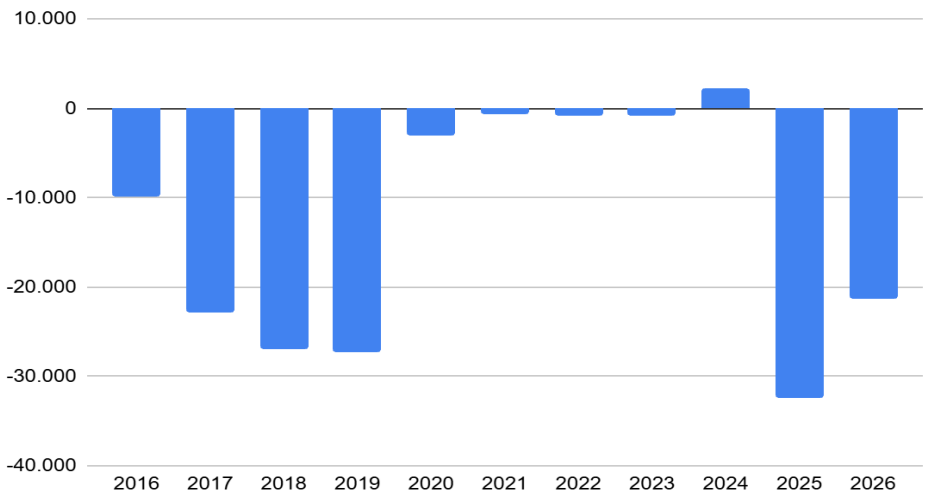
Fuente: elaboración propia con datos del BCRA.

Si observamos la cuenta de compra de billetes sin motivo específico (anteriormente FAE) del balance cambiario, encontraremos que hasta septiembre del corriente año el sector privado compró USD 21.315 M netos para tal fin, mientras que los depósitos crecieron USD 4.983 M. O sea, del total de compras en dólares, tan solo el 23% quedó en el sistema bancario argentino. La FAE, por lo tanto, implicó una demanda de dólares un 8,8% superior al resultado comercial.

En el gráfico 7 a continuación podemos observar la evolución de la formación de activos externos del sistema. 2025 ha sido un año récord, con compras netas por USD 32.340 M superando a los años de Cambiemos, siendo esperable tras los años de controles cambiarios y año electoral. Sin embargo, 2026 no ha mostrado una desaceleración relevante, mostrando cierto comportamiento estructural en este fenómeno.

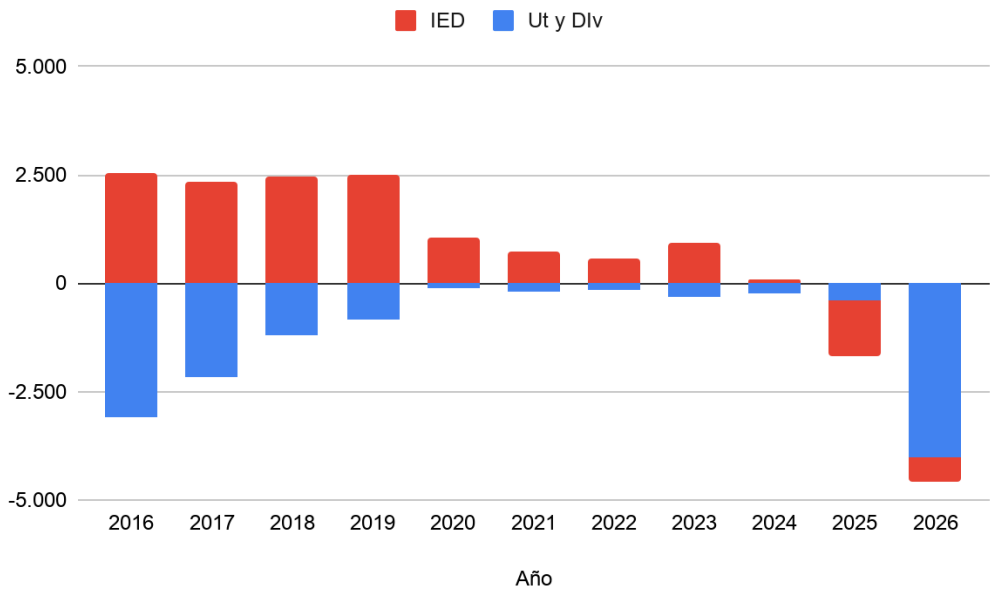
En el mismo sentido, y como destacamos en informes previos, la inversión extranjera directa acompaña el fenómeno de sangría de recursos externos. Entre utilidades y dividendos e IED, el año acumula un rojo de USD 4.561 M, aumentando la presión sobre el resultado comercial (Gráfico 8).

Gráfico 7. Compra-venta de billetes y divisas sin fines específicos del sector privado no financiero (*)



Fuente: elaboración propia con datos del BCRA.
*2026 incluye datos hasta septiembre.

Gráfico 8. Inversión extranjera directa y remisión de utilidades de multinacionales (*)



Fuente: elaboración propia con datos del BCRA.
*2026 incluye datos hasta septiembre.

Hacia adelante: dólares insuficientes e incertidumbre cambiaria

El frente externo hacia 2027 es más que desafiante. Afrontar salidas de USD 20.000 M por año por motivos financieros (IED + FAE fuera de sistema), sumado a vencimientos de deuda con privados por USD 16.825 M, parecen cifras muy superiores a lo que Argentina pueda afrontar con excedente comercial que nunca superó los USD 20.000 M (consideremos que nos encontramos en una situación excepcional de términos del intercambio). Si a ello le sumamos que se trata de un año electoral, donde las presiones cambiarias en Argentina se suelen exacerbar, el esquema actual de tipo de cambio cuasi fijo y liberación casi total de las regulaciones cambiarias serán puestos en fuerte tensión durante el año siguiente.

El gobierno tiene por delante y en año electoral, un desafío de difícil solución. Como se viene observando en las últimas décadas, la dolarización de activos por parte de los privados ha sido determinante en los finales de ciclo de todos los gobiernos (CFK con controles cambiarios en un marco de estabilidad, Macri con controles cambiarios para llegar al final de mandato, Alberto con controles cambiarios durante toda su gestión y una brecha indomable en el año electoral). El gobierno apostó a que un ajuste fiscal relevante sería suficiente para ordenar el frente externo en el marco de apertura importadora y desregulación cambiaria. Evidentemente no lo ha sido.

A pesar de que algunos economistas ortodoxos (como Cavallo) proponen reducir aún más las restricciones, ya se escuchan varias voces desde el establishment pidiendo que el gobierno tome cartas en el asunto. La decisión no es fácil, ya que los controles cambiarios traen aparejados una serie de dificultades: subdeclaración de exportaciones, sobrefacturación de importaciones, arbitraje múltiples, expectativas de devaluación, malestar de la clase media alta, potenciales traslados a precios del dólar paralelo y sensación de “macro desordenada”.

Alternativas como la profundización del crédito en moneda nacional a largo plazo, opciones de ahorro indexado o dolarizado contra flujos en dólares (obligaciones negociable), ayudarían a reducir el fenómeno a mediano plazo, aunque no son considerables para momentos de alta incertidumbre o tensión cambiaria.

Está por verse el papel que jugarán Estados Unidos y el FMI. Las elecciones de medio término dieron un duro golpe al presidente Trump, por lo que su apoyo puede verse menguado en el corto plazo, así como el del FMI si sus autoridades deciden comenzar a desmarcarse ante un posible regreso de los demócratas al poder.