

ARGENTINA

INFORME ECONONÓMICO JULIO

2022



Cámara de Industria y Comercio
Argentino-Alemana
Deutsch-Argentinische
Industrie- und Handelskammer

#SOMOSTUPARTNERGLOBAL

Argentina Económica

01. Introducción

02. Panorama

03. Actividad

04. Precios

05. Política Fiscal

06. Sector Externo

07. Política Monetaria y Cambiaría

07/2025

Realizado por:



Si desea auspiciar en “Argentina Económica”, por favor póngase en contacto con
Victoria Giannasca: vgiannasca@ahkargentina.com.ar

INTRODUCCIÓN

A continuación, se presentan los principales aspectos del informe.

OBJETIVOS

El estudio presenta un claro diagnóstico de la situación económica actual y de las perspectivas para el año en curso. El informe pone en relieve las restricciones que enfrenta la política económica y sus implicancias en términos de las variables fundamentales (actividad, inflación y tipo de cambio).

CONTENIDO

- Contexto internacional. Cómo jugará el mundo en los próximos años.
- Diagnóstico de la situación económica actual local.
- La política económica luego de las elecciones legislativas.
- Cuáles son los posibles escenarios y sus probabilidades asociadas.
- Proyecciones de las principales variables bajo varios escenarios posibles.

VARIABLES CONSIDERADAS EN LAS PROYECCIONES

- Contexto internacional: crecimiento e inflación de las principales economías.
- Actividad: PBI, consumo privado, inversión, exportaciones, importaciones, tasa de desempleo.
- Precios: Inflación real (IPC Ecolatina).
- Tipo de cambio nominal y real.
- Política fiscal: gasto, recaudación, resultado fiscal, brecha de financiamiento.
- Sector externo: exportaciones, importaciones, superávit comercial.
- Mercado laboral: demanda laboral, desempleo, salario nominal y real.

Para más información:

No dude en comunicarse vía mail a eyf@ecolatina.com.

PANORAMA

Económico: Las dudas de cara al segundo semestre

Como cada cierre trimestral, junio nos dio una mayor claridad sobre lo que ocurrió durante el primer trimestre del año: **1) La economía continuó recuperándose** pese al freno de marzo; **2) El consumo privado tocó máximos** con una llamativa heterogeneidad a su interior (el despegue de los bienes durables vía crédito compensó la floja performance en bienes no durables), pero marcando también un récord en importaciones; **3) El empleo arrancó el año con el pie izquierdo** (el desempleo alcanzó un 7,9%, mostrando un deterioro contra el 1T-24 cuando en su lugar se esperaba una mejora), aunque la tónica es diferente dependiendo la región; y **4) La Cuenta Corriente volvió a mostrar un rojo considerable** (principalmente por el déficit récord en servicios).

Frente a estos datos, aparecen ciertas **dudas o llamados de atención** hacia adelante. Más allá del rebote de abril en el EMAE tras de la caída de marzo, la actividad económica parece haberse “**quedado sin nafta**” luego del “**rebote en V**”. Paralelamente, la heterogeneidad del consumo y el acelerado crecimiento en las importaciones nos hacen preguntarnos si los consumidores están transitando una **reconfiguración en su cartera de consumo** o si hay algo más de fondo.

Probablemente, dichos fenómenos tengan cierto vínculo con las recientes **caídas del salario real registrado** (producto del ancla salarial impulsada por el Gobierno), así como también con la **moderación del crédito al sector privado** (dado el elevado costo financiero) y las **subas en la morosidad bancaria** de personas físicas (aún no a niveles preocupantes). Del mismo modo, el **desacople entre la evolución del empleo y la actividad** siembra nuevas dudas: ¿estamos viendo un impacto rezagado de la recesión previa o un adelantamiento de los empresarios frente a cambios estructurales en la matriz productiva del país? El tiempo lo dirá.

Volviendo a datos más cercanos en el tiempo, **la inflación nacional sorprendió a la baja en mayo** al avanzar apenas un 1,5% mensual, mostrando una desaceleración significativa contra el 2,8% de abril y alcanzando el nivel más bajo desde fines del 2017 (excluyendo la pandemia) gracias a la ayuda de los estacionales. Más allá de la relativa estabilidad nominal lograda hasta el momento, el Gobierno no logró una baja sostenida del dólar pese a estar transitando los mejores meses del año. De hecho, la cotización oficial mostró cierta **tendencia alcista y superó el centro de la banda en las primeras ruedas de julio**.

En este contexto, las autoridades del Gobierno anunciaron una serie de medidas que apuntan a **fortalecer las reservas internacionales** y recalibrar la política monetaria hacia un **esquema de agregados monetarios con tasa de interés endógena**. En

cuanto a la **estrategia monetaria**, se destaca la eliminación de las LEFI, que serán canjeadas al BCRA por una cartera de LE-CAPS de corto plazo. De esta manera, sólo el BCRA (vía operaciones de mercado abierto o manejo de encajes) y el Tesoro (mediante sus licitaciones, el superávit fiscal y sus eventuales compras de USD) podrán expandir o contraer la Base Monetaria. En pocas palabras, pasarán a controlar las **cantidades (agregados) en lugar del precio (tasas)**.

En consecuencia, dada la mayor liquidez en el sistema era esperable que haya una **presión a la baja en las tasas de interés** del mercado (ayudada también por la moderación inflacionaria). No obstante, hasta el momento ocurrió contrario: el incremento estacional de la demanda de dinero generó una suba en las tasas de interés del sistema frente a la acotada liquidez disponible.

Con respecto al fortalecimiento de las **Reservas** las autoridades anunciaron: **1) Un nuevo REPO con bancos** por USD 2.000 M; **2) Nuevas licitaciones** de instrumentos a ser suscriptos en dólares (como el BONTE) por un límite mensual de USD 1.000 M, con la novedad de que estarán disponibles tanto para residentes y no residentes; **3) La eliminación del plazo mínimo de permanencia** de 6 meses y la restricción cruzada para los inversores no residentes; y **4) La posibilidad** de que el Tesoro acumule divisas mediante **compras dentro de las bandas** cambiarias frente a saltos transitorios en la oferta de USD (ya confirmaron compras por USD 200 M), licitaciones hidroeléctricas o privatizaciones. Si bien el Gobierno continúa priorizando la desinflación para lograr un mejor desempeño electoral, las últimas medidas mostraron pragmatismo del equipo económico, buscando dar **una señal positiva en cuanto a la acumulación de Reservas**. Más allá de las metas con el FMI, es clave para dar una mayor confianza a inversores y que baje el riesgo país.

En esta misma línea, las autoridades modificaron su mensaje sobre la **dinámica del tipo de cambio dentro de las bandas**. Inicialmente, las autoridades mostraron cierta preferencia a que el tipo de cambio alcance el piso de la banda para acotar el traslado a precios de los movimientos cambiarios. Ahora bien, luego de 2 meses y medio transitando el esquema de bandas, el anuncio de las compras del Tesoro parecería ser un reflejo de un cambio de postura oficial: prefieren un tipo de cambio estable cerca del centro de la banda antes que una oscilación en niveles inferiores.

Más allá de la recalibración de la estrategia cambiaria, siguen presentes las **dudas de cara al segundo semestre**: la estacionalidad del agro ya no ayudaría, se reducirían los incentivos a liquidar, y, lo más importante, reaparecería la incertidumbre política asociada a las elecciones legislativas. En este contexto, será clave calibrar la evolución de las tasas de interés con las expectativas de devaluación (el BCRA seguramente continúe

con un rol activo en el mercado de futuros) para que el carry trade (local o extranjero) continúe siendo atractivo.

Frente a esta dinámica, no sería extraño que el tipo de cambio busque una **zona de flotación en niveles más elevados**. Allí es donde aparece el principal interrogante: si el tipo de cambio sube, ¿el Gobierno lo dejará flotar hacia arriba o intervendrá para acotar la volatilidad en la previa electoral? En cualquier caso, un eventual buen clima y posterior verificación en las elecciones ayudaría al Gobierno a contar con un mayor músculo parlamentario que le permita abordar reformas estructurales, reducir el riesgo país y reinsertarse en los mercados internacionales de deuda.

Político: Octubre se ve bien para Milei pero deberá sortear el escollo de PBA

1. *Todo parece indicar que el oficialismo se encamina a una buena elección en octubre.*

Luego de la exitosa salida del régimen cambiario de abril y del éxito electoral en CABA de mayo, Milei parece encaminarse a una buena elección en octubre, con buenos niveles de apoyo e intención de voto.

2. *Pero antes deberá sortear la potencialmente riesgosa elección legislativa en PBA.*

Pero antes debe sortear el potencialmente peligroso escollo de la elección legislativa de la Provincia de Buenos Aires de septiembre. Una elección que podría tener un alto impacto en la elección nacional de octubre.

3. *La principal incertidumbre hoy sigue girando sobre la sostenibilidad del rumbo.*

Los procesos de ordenamiento económico y consolidación política van de la mano. Aun siendo frágil ambos procesos, la principal incertidumbre no parece estar sobre el rumbo, sino sobre su sostenibilidad.

Luego del triunfo en CABA (que consagró al partido oficialista como la principal fuerza dentro de su polo de adherentes) y la exitosa flexibilización de restricciones cambiarias en el marco de un acuerdo con el FMI (sin grandes consecuencias en materia inflacionaria), el oficialismo se encamina a lo que parece ser **una buena elección en octubre próximo**.

Dicha percepción no sólo se da porque en los últimos tres meses (abr-jun) logró una recuperación en los indicadores de opinión pública (imagen de Gobierno o imagen de Milei), sino porque los niveles de intención de voto parecen proyectar una elección para La Libertad Avanza en la que podrían juntar **más del 40% de los votos a nivel nacional**.

Sin embargo, a esa proyección aún le faltan **dos piezas centrales**: la confección final de la oferta electoral en las 24 provincias y el resultado en la Provincia de Buenos Aires. Lo primero es muy relevante porque aún no se sabe si el oficialismo va a disputar la elección en los 24 distritos bis a bis contra el peronismo, o si irá a disputar esas batallas en algunas provincias en competencias de 3 actores: contra el peronismo y contra el no peronismo gobernante del distrito.

Si va a disputar la elección bis a bis contra el peronismo, como ocurrirá por ejemplo en la Provincia de Buenos Aires, las posibilidades de capitalizar toda la intención de voto que se recogen en los estudios a escala nacional de cara a la elección legislativa de octubre serán ciertas. Pero si la oferta se fragmenta, aún teniendo posibilidades de imponerse en las provincias donde gobierna el no peronismo, **la pelea entre 3 le restaría chance de capitalizar todo el apoyo que hoy reflejan las encuestas**. Esto se debe a que habrá voto disponible (que puede simpatizar con Milei) que no será atrapado por la Libertad Avanza.

El otro factor relevante es que falta conocer **el resultado de la elección en la Provincia de Buenos Aires** del 7 de septiembre. ¿Por qué? Primero porque es un resultado aún incierto, al que le falta definir la oferta electoral. Pero además, porque es un resultado que seguramente impactará en octubre en esa provincia.

Si el peronismo logra ganar en PBA, podría encontrar allí el espaldarazo para ratificar una victoria en octubre. Como nos recuerda la historia, **los triunfos en la Provincia de Buenos Aires suelen imprimirle al resultado nacional la interpretación definitiva de la elección**. Más aún si en este caso, se trata de un peronismo muy identificado con la versión más opositora al gobierno.

Si el mercado aún se pregunta (y con razón, por la incertidumbre que aún queda en la escena), si este es **un proceso de cambio de 8 años vista o si es simplemente una transición de 4 años** que pudiera producir un cambio rumbo de la economía nuevamente en 2027, un triunfo del peronismo en PBA vendrá a agregarle aún más incertidumbre al asunto del que este ya tiene.

Queda bastante claro, al mirar algunos indicadores (la baja del riesgo país, por ejemplo) de que este rumbo económico es un rumbo deseable por el mercado. Pero también queda bastante claro, al mirar algunos indicadores (que el riesgo país no baje más, por ejemplo), de que hay cierta incertidumbre sobre si este rumbo es sostenible en el tiempo. No solo económicamente, sino políticamente. Justamente, una derrota del oficialismo en la Provincia de Buenos Aires no vendría a solucionar esa incertidumbre sobre la sostenibilidad del rumbo, sino todo lo contrario.

¿Se podría convencer al mercado que en 2027 no habrá cambio de gobierno ni cambio de rumbo económico si la principal fuerza opositora gana en el principal distrito del país en dos ocasiones en este turno electoral? ¿Podrá el gobierno convencer a los agentes económicos que el rumbo económico y político es sostenible en el tiempo más allá del 2027 si el peronismo derrota a la Libertad Avanza en la Provincia de Buenos Aires?

Por todo esto sostenemos, a modo de resumen, que el oficialismo parece encaminarse hacia un buen desempeño en las elecciones nacionales. Sin embargo, deberá superar el escollo que representa la Provincia de Buenos Aires para despejar la incertidumbre que aún persiste sobre la sostenibilidad política y económica del rumbo que adoptó la Argentina en diciembre de 2023.

ACTIVIDAD

Subió el consumo en el 1T-25 y se recuperó la actividad en abril

- En el primer trimestre del año, el producto interno bruto (PIB) creció 0,8% en términos desestacionalizados respecto al cuarto trimestre del año, presentando una variación positiva por tercer trimestre al hilo. En comparación con el primer trimestre del 2024, el crecimiento fue de 5,8%.

- El Estimador Mensual de la Actividad Económica (EMAE) mostró una suba mensual de 1,9% s.e. en abril. De esta manera, se cumple un año desde el piso de la recesión pasada, con un crecimiento del 7,7% interanual desde entonces. A su vez, el acumulado del primer cuatrimestre del año marca una suba del 6,6% respecto a igual periodo del año anterior.

- Los indicadores adelantados en mayo fueron mixtos: mientras que la industria presentó mejoras, la construcción no tuvo un buen desempeño. La construcción presentó bajas en todos sus indicadores adelantados: el Índice Construya cayó 12,1% s.e. (tras haber subido 10,5% en abril), mientras que los despachos de cemento se desplomaron 8,9% s.e. (tras haber subido 8,2% en abril). De esta forma, los indicadores de la construcción perdieron en mayo las subas de abril. Por su parte, la industria registró mejoras: la producción de automóviles creció 3,6% en mayo y suma dos meses de crecimiento.

En el primer trimestre del año, el producto interno bruto (PIB) creció 0,8% en términos desestacionalizados respecto al cuarto trimestre del año, presentando una variación positiva por tercer trimestre al hilo. En comparación con el primer trimestre del 2024, el crecimiento fue de 5,8%. Si bien la estadística mostró un crecimiento menor al adelantado por el

EMAE (mostraba una suba desestacionalizada del 1,5% t/t), la serie también se corrigió al alza hacia atrás: la caída del PIB en 2024 no fue del 1,7%, sino del 1,3%.

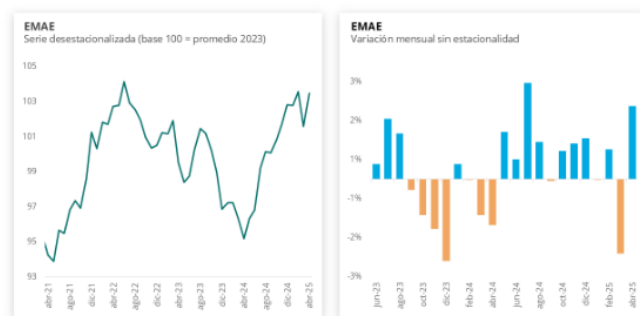
Volviendo al 2025, la sorpresa vino dada por el crecimiento del consumo privado del 2,9% en términos desestacionalizados, y la Formación bruta de capital fijo, con 9,8%. En contraste, las bajas trimestrales fueron Exportaciones que descendieron 1,5% y el Consumo público que cayó 0,1%, en línea con la disminución del gasto público de la gestión actual. A su vez, Formación bruta de capital fijo también fue el mayor incremento interanual creciendo 31,8%, seguido por consumo privado con una suba del 11,6%.

Se recuperó la actividad en abril

El Estimador Mensual de la Actividad Económica (EMAE) mostró una suba **mensual de 1,9% s.e. en abril**. De esta manera, se cumple un año desde el piso de la recesión pasada, con un crecimiento del 7,7% interanual desde entonces. A su vez, el acumulado del primer cuatrimestre del año marca una suba del 6,6% respecto a igual periodo del año anterior.

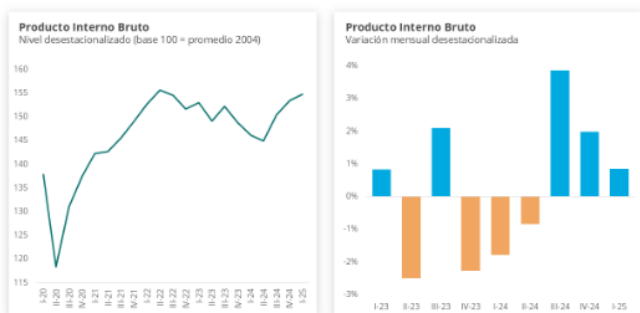
Con el desempeño de abril, la actividad recupera lo perdido con la caída de marzo, generada por la fuerte incertidumbre con relación al esquema cambiario. De este modo, la actividad se vuelve a posicionar en los máximos históricos alcanzados en febrero. No obstante, al considerar el crecimiento poblacional acumulado, el nivel de actividad per cápita está casi 10% abajo.

LA ACTIVIDAD RECUPERA LO PERDIDO EN MARZO



CRECE EL PBI POR TERCER TRIMESTRE CONSECUTIVO

ECOLATINA
Economics



El dato de consumo privado sorprendió al alza, alcanzando el nivel más alto de la serie desestacionalizada desde 2004. Tras un 2024 muy negativo en términos de actividad económica, existía cierto margen para una recuperación. No obstante, al interior del consumo hay algunos matices.

La recuperación del consumo privado respondió a la mejora del salario real y al impulso del crédito, gracias a la desaceleración de la inflación (aunque frenada desde marzo). **Sin embargo, el patrón de gasto muestra cambios**: las ventas de bienes masivos siguen en mínimos históricos, mientras crece la demanda de bienes durables y compras al exterior, favorecidas por el tipo de cambio bajo y el regreso del crédito. Además, el turismo al exterior alcanzó niveles récord, afectando la cuenta corriente. Por otro lado, el aumento de servicios inelásticos (alquiler, tarifas, salud y educación) también elevó el consumo, dado que estos representan una parte importante de la canasta de los hogares.

De cara al futuro, estimamos que el consumo privado mantendrá este patrón, favorecido por la creciente apertura de las importaciones y un tipo de cambio apreciado. La evolución del salario real será un factor clave a monitorear: si bien ha contribuido a la reciente mejora del consumo, aún no refleja una recuperación plena respecto a niveles previos.

A nivel sectorial, abril tuvo un gran desempeño: trece de los quince sectores registraron un crecimiento mensual en la serie desestacionalizada. Los sectores con mayores subas en abril fueron Construcción (+5,1%, aportando 0,2 p.p. al índice general), el sector agropecuario (+4,3% s.e.), Comercio (+2,7%) e Intermediación financiera (+1,8%). Entre las bajas mensuales, se encuentra Hoteles y restaurantes (-2,5%) y Pesca (-14,0%), siendo un sector caracterizado por una fuerte volatilidad.

En comparación con el promedio de 2023 (un año casi completo sin recesión) **se observa una recuperación en la mayoría de los sectores de actividad**. Sin embargo, aquellos que concentran gran parte del empleo, como Construcción e Industria, todavía se encuentra muy por debajo de los niveles de 2023.

La Construcción se encuentra 21,1% por debajo de los niveles de 2023, afectada principalmente por el freno en la obra pública, la recesión y por el aumento de los costos que enfrenta el sector. Este incremento responde en gran medida a la apreciación cambiaria. Por su parte, a pesar de la recuperación reciente, **la Industria presenta un nivel de actividad 8,0% inferior al de 2023**.

En contraste, los sectores que **se ubican por encima del nivel de 2023 son principalmente los primarios, como el agro, petróleo y gas**. Aunque el agro mostró un buen desempeño en

2025, el incremento del casi 30% sobre el promedio del 2023 se debe a una baja base de comparación, considerando que el 2023 estuvo atravesado por la sequía. Por su parte, el sector de extracción de petróleo y gas ha experimentado un crecimiento genuino, al igual que la Intermediación financiera.



¿Qué esperamos hacia adelante?

La actividad retomó su sendero de crecimiento una vez pasadas las dudas sobre el esquema cambiario en marzo y se espera que continúe su rumbo. Sin embargo, este crecimiento no está exento de vaivenes y heterogeneidades.

Los indicadores adelantados en mayo fueron mixtos, mientras que la industria presentó mejoras, la construcción no tuvo un buen desempeño. La construcción presentó bajas en todos sus indicadores adelantados: el Índice Construya cayó 12,1% s.e. (tras haber subido 10,5% en abril), mientras que los despachos de cemento se desplomaron 8,9% s.e. (tras haber subido 8,2% en abril). De esta forma, los indicadores de la construcción perdieron en mayo las subas de abril. Por su parte, **la industria registró mejoras**: la producción de automóviles creció 3,6% en mayo y suma dos meses de crecimiento. En la misma línea, y el patentamiento de vehículos 0 km aceleró su crecimiento con un alza del 2,2% acumulando siete meses de crecimiento. Por último, la producción de acero repuntó 4,6%, luego de dos meses de caídas.

Por su parte, las ventas minoristas PYME cayeron por segundo mes consecutivo en 0,7% s.e. y continúan con su sendero de oscilaciones, sin terminar de presentar un crecimiento sostenido. Por último, el crédito al consumo sostiene su racha en verde al crecer un 4,6% en mayo.

De todos modos, algunos factores aún representan desafíos para la sostenibilidad del crecimiento económico. En un contexto internacional aún tenso, las elecciones podrían generar mayor volatilidad y ruido en las decisiones económicas en los próximos meses. A su vez, si bien la apertura comercial puede contribuir a sostener el crecimiento de la actividad económica, también conlleva el riesgo de un aumento del desempleo, especialmente en industrias como la textil y tecnológica.

Volviendo al análisis sectorial, la construcción difícilmente logre recuperar lo perdido en 2024, y la industria va en camino de compensar la caída. En contraste, otros sectores que también sufrieron caídas el año pasado ya lograron superar las bajas y se espera que sigan creciendo (como el comercio, la actividad inmobiliaria y la intermediación financiera).

En conclusión, la corrección de la actividad del año pasado **nos permite pensar en un crecimiento del orden del 5% para el 2025**, acompañado por importantes mejoras en la inversión y el consumo privado. De esta forma, el 2025 revertirá la caída del 2024 en términos de actividad. Sin embargo, el crecimiento punta a punta de la actividad en 2025 será mucho menor de lo que ocurra con el promedio (ya en los últimos meses se evidenció cierta desaceleración).

PRECIOS

Inflación: el dato más bajo de los últimos años

- El IPC Nacional de INDEC cerró 1,5% mensual en mayo, desacelerándose 1,3 p.p. respecto al dato de abril y ubicándose por debajo de las expectativas del mercado. A su vez, representa el valor mensual más bajo desde noviembre del 2017, si excluimos la pandemia. De esta forma, la inflación acumulada fue de 13,3% en los primeros cinco meses del año y la variación interanual fue de 43,5%, representando la variación más baja desde marzo de 2021.

- La baja fue impulsada principalmente por los Estacionales, que registraron una caída mensual del 2,7%, acumulando una suba de apenas el 7% en lo que va del año y 21% en términos interanuales. Más allá de la marcada moderación en el Nivel General, el mejor dato de mayo lo trajo la inflación Núcleo: mostró una suba mensual del 2,2% (acumulando un 14,7% en lo que va del año y un 44,7% i.a.), desacelerando 1 p.p. con respecto al mes previo y alcanzando el dato más bajo desde mediados del 2019 (previo a las PASO) al excluir la pandemia.

- En junio, la inflación podría mostrar una leve aceleración. En esta línea, el IPC GBA Ecolatina trepó 1,8% en el sexto mes del año, desacelerando 0,2 p.p. respecto al dato de mayo. De esta manera, el índice acumuló 15,8% en el primer semestre del año y la inflación interanual se ubicó en 41,4%. Al interior, destacó que los estacionales cayeron -0,5%, mientras que los regulados y núcleo treparon 2,5% y 2,0%, respectivamente.

¿Qué pasó con la inflación en mayo?

El IPC Nacional de INDEC sorprendió a la baja en mayo al avanzar apenas un 1,5% mensual, una desaceleración significativa de 1,3 p.p. respecto al dato de abril. Además, se ubicó

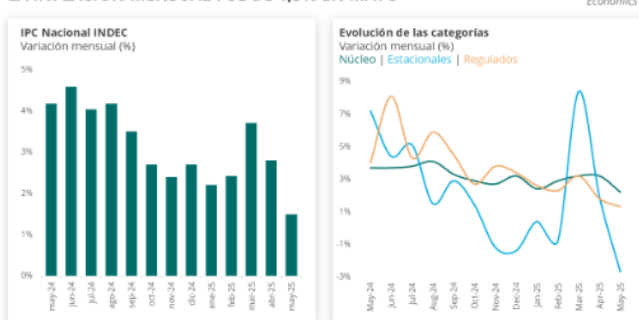
por debajo de las expectativas del mercado y representó el avance mensual más bajo desde noviembre del 2017, si excluimos la pandemia. De esta forma, **la inflación acumulada fue de 13,3% en los primeros cinco meses del año y la variación interanual fue de 43,5%**, representando la variación más baja desde marzo de 2021.

La baja fue impulsada principalmente por los precios Estacionales, que registraron una caída mensual del 2,7%, acumulando una suba de apenas el 7% en lo que va del año y 21% en términos interanuales. A su interior, se desplomó el precio de las verduras (-9,5%) y las frutas (-1,9%), lo que traccionó a la categoría hacia abajo. En términos interanuales, las verduras son la única categoría con variación interanual negativa, cerca del 4%.

En menor medida, también **contribuyeron a la baja los precios Regulados**, que registraron un aumento del 1,3% (-0,5 p.p. respecto a abril). Dentro de esta categoría, Transporte fue el rubro de menor crecimiento explicado por la caída del -2,1% en combustibles para vehículos de uso doméstico.

Más allá de la marcada moderación en el Nivel General, **el mejor dato de mayo lo trajo la inflación Núcleo**: mostró una suba mensual del 2,2% (acumulando un 14,7 % en lo que va del año y un 44,7 % i.a.), desacelerando 1 p.p. con respecto al mes previo y alcanzando el dato más bajo desde mediados del 2019 (previo a las PASO) al excluir la pandemia. A diferencia de meses previos, la carne no fue el principal impulsor del aumento: su variación fue del 1,5 %, acumulando un alza del 25,1 % en lo que va del año.

LA INFLACIÓN MENSUAL FUE DE 1,5% EN MAYO



En términos de bienes y servicios se mantuvieron las diferencias en su evolución. Los primeros crecieron 0,9% en mayo, mientras que los servicios subieron un 2,7%. En cuanto a las divisiones, la de mayor aumento en el mes fue Comunicación (+4,1%) por subas en servicios de telefonía e internet, seguida de Restaurantes y hoteles (+3,0%) y Salud (+2,7%). En contraste, Transporte (+0,4%) y Alimentos y bebidas no alcohólicas (+0,5%) fueron las divisiones con menor incremento.

De esta manera, **la inflación de mayo sorprendió a la baja siendo el primer mes entero desde la flexibilización del**

cepo, en sintonía con la relativa estabilidad del tipo de cambio. De hecho, es el segundo mes consecutivo que el tipo de cambio oficial se mueve por encima de la inflación, permitiendo ganar cierto grado de competitividad cambiaria: el TCN avanzó un 9,1% (casi 5% en el promedio del mes) en abril frente a una inflación mensual del 2,8%, mientras que en mayo la cotización aumentó un 2% (2,3% en promedio) contra una inflación de apenas el 1,5%.

Un punto no menor para explicar el bajo traslado a precios es que no todos los precios de la economía se regían por el mismo tipo de cambio. Por caso, mientras el dólar oficial subió un 11,3% entre abril y mayo, el tipo de cambio exportador mostró un incremento acumulado del 6,5%. Además de la estabilidad del tipo de cambio oficial y el exportador, se suma la influencia de los dólares paralelos, que también inciden en la formación de precios en la economía. En ese sentido, el dólar CCL medido con Cedears cayó 6,7% en promedio en mayo (se mantuvo estable punta a punta).

Por último, **también colaboraron con la baja de la inflación las distintas medidas y señales por parte del gobierno** (como la quita de aranceles, el incentivo a rechazar nuevas listas de precios y la intervención en las pautas salariales), que ayudaron a alinear las expectativas.

¿Qué esperamos para los próximos meses?

En junio, la inflación podría mostrar una leve aceleración. En esta línea, **el IPC GBA Ecolatina trepó 1,8% en dicho mes.** De esta manera, el índice acumuló 15,8% en el primer semestre y la inflación interanual se ubicó en 41,4%. Al interior, destacó que los estacionales cayeron -0,5%, mientras que los regulados y núcleo treparon 2,5% y 2,0%, respectivamente. Por otro lado, en julio impactarán el incremento en colectivos, naftas, prepagas y telefonía.

De cara a los próximos meses, **su evolución dependerá fundamentalmente de lo que ocurra con el tipo de cambio.** En tal sentido, si el tipo de cambio se mantiene relativamente estable, no aparece ningún shock estacional (como los evidenciados en marzo) y se postergan aumentos de precios regulados (justamente con el fin de bajar la inflación), el proceso de desinflación podría continuar su curso.

Más adelante en el año, no nos sorprendería que el tipo de cambio oficial muestre una mayor volatilidad en la cercanía a las elecciones si el Gobierno se mantiene en su postura de no intervención dentro de las bandas, lo cual podría tener cierto impacto en la inflación de aquellos meses frente a la típica incertidumbre política y cambiaria. Cualquiera sea el caso, **la inflación anual en 2025 desacelerará respecto a los observado en 2024.**

POLÍTICA FISCAL

Superávit sin ingresos extraordinarios

- El Sector Público Nacional No Financiero cerró mayo con un superávit primario de \$1,70 billones. Con intereses que ascendieron a \$1,04 billones, el superávit financiero totalizó \$0,66 billones. El recorte en el gasto se mantuvo en línea con el desempeño observado en abril, mientras que los ingresos se desplomaron debido a una alta base de comparación en mayo de 2024. Así, en los primeros cinco meses del año, el SPN acumula un superávit financiero equivalente al 0,3% del PIB y un superávit primario de 0,8% del PIB.

- ¿Qué explicó el resultado fiscal de mayo? En esta ocasión, confluyeron una moderación del gasto primario (-1,9% i.a.) y una fuerte contracción real de los ingresos (-14% i.a.), atribuida principalmente al desempeño excepcional del Impuesto a las Ganancias en mayo de 2024, cuando se reflejó el impacto de la devaluación de diciembre de 2023 sobre los balances de las sociedades con activos dolarizados. Sin embargo, al excluir el impacto del Impuesto a las Ganancias, también se observa una contracción interanual de 5%, explicada por la finalización del Impuesto PAIS y por una elevada base de comparación en los Derechos de Exportación, debido a la liquidación de la cosecha gruesa. Por el contrario, el gasto primario registró en mayo su nivel más bajo para ese mes en la última década, como resultado del ajuste fiscal implementado por la actual administración, con especial énfasis en la reducción de los subsidios económicos y el gasto de capital.

- Con los logros fiscales alcanzados en estos meses transcurridos, el Gobierno se encuentra encaminado para cerrar el año cumpliendo su objetivo de un superávit primario en torno al 1,6% del PIB, por encima de la meta pactada con el FMI (1,3%). Sin embargo, los desafíos persisten, especialmente en un contexto donde no se prevén ingresos extraordinarios y la capacidad de ajuste adicional del gasto es limitada. El esquema fiscal actual descansa en una recuperación sostenida de la actividad económica, apoyada en un agro más dinámico y una recomposición gradual del consumo interno. En lo inmediato, junio representa un mes clave: estacionalmente tiende a concentrar mayores erogaciones por el pago de aguinaldos y una suba en los subsidios económicos, lo que podría derivar en el primer déficit del año. Aun así, no puede descartarse una sorpresa fiscal, como la que tuvo lugar en junio de 2024.

¿Cómo le fue al fisco en mayo?

El Sector Público Nacional No Financiero cerró mayo con un superávit primario de \$1,70 billones. Con intereses que ascendieron a \$1,04 billones, el superávit financiero totalizó \$0,66 billones. El recorte en el gasto se mantuvo en línea con el

desempeño observado en abril, mientras que los ingresos se desplomaron debido a una alta base de comparación en mayo de 2024. Así, en los primeros cinco meses del año, el SPN acumula un superávit financiero equivalente al 0,3% del PIB y un superávit primario de 0,8% del PIB.

SUPERÁVIT PRIMARIO ACUMULADO



En esta ocasión, confluyeron una moderación del gasto primario (-1,9% i.a.) y una fuerte contracción real de los ingresos (-14% i.a.), atribuida principalmente al desempeño excepcional del Impuesto a las Ganancias en mayo de 2024, cuando se reflejó el impacto de la devaluación de diciembre de 2023 sobre los balances de las sociedades con activos dolarizados.

En detalle, los **ingresos tributarios**, que venían mostrando un crecimiento sostenido durante el año, impulsados por los tributos vinculados a la actividad económica, cayeron en mayo en la misma proporción que los ingresos totales. Sin embargo, al excluir el impacto del Impuesto a las Ganancias, también se observa una contracción interanual de 5%, explicada por la finalización del Impuesto PAIS y por una elevada base de comparación en los Derechos de Exportación, debido a la liquidación de la cosecha gruesa.

Por el contrario, el gasto primario registró en mayo su nivel más bajo para ese mes en la última década, como resultado del ajuste fiscal implementado por la actual administración, con especial énfasis en la reducción de los subsidios económicos y el gasto de capital. No obstante, en el acumulado enero-mayo, el gasto primario se encuentra 6% por encima del mismo período de 2024, mientras que los ingresos muestran una caída interanual del 2%.

Por segundo mes consecutivo, tanto el gasto primario como los ingresos mostraron en mayo una expansión mensual, según la serie desestacionalizada. Dentro del gasto, se verificó un incremento en las transferencias de energía y transporte, parcialmente compensado por caídas en los salarios públicos y en las transferencias a universidades. Por el lado de los ingresos, los derechos de exportación registraron una marcada corrección tras el pico de abril, en línea con la reciente disminución de aranceles. En contraste, el resto de los tributos mantuvo su tendencia alcista en términos desestacionalizados.

Un zoom al interior de las cuentas públicas

En mayo, los **ingresos totales** registraron una fuerte contracción del 14% interanual. Excluyendo el Impuesto a las Ganancias, la caída fue de 5%. Este desempeño igualmente negativo se explica por la merma en los Derechos de Exportación y por la desaparición de ingresos extraordinarios como el impuesto PAIS, que en mayo del año pasado había representado cerca del 4% del total recaudado.

Como se señaló previamente, el Impuesto a las Ganancias experimentó en mayo de 2024 un crecimiento real interanual del 93%, impulsado por una ganancia extraordinaria de las sociedades. Esto se debe a que mayo es, estacionalmente, el mes en el que impactan los resultados del ejercicio previo y en esa oportunidad las ganancias fueron potenciadas por el impacto de la devaluación de diciembre de 2023 sobre activos dolarizados.

El resto de los tributos vinculados a la actividad económica mantuvo la tendencia positiva del mes anterior. Los ingresos por **Seguridad Social** avanzaron 14,6% interanual, acumulando nueve meses consecutivos de crecimiento. El **IVA**, en cambio, se mantuvo prácticamente estable (-0,4% i.a.), aunque alcanzó su nivel más bajo desde mayo del 2021. Por su parte, el impuesto a los **Créditos y Débitos** creció 22,9% i.a., en línea con la dinámica de los últimos meses.

En cuanto al comercio exterior, los **Derechos de Exportación** experimentaron una caída real interanual de 37,9%. Esta baja se explica, tanto por una elevada base de comparación (dado que en mayo 2024 se concentraron las liquidaciones del primer semestre, como por la reducción de alícuotas impulsadas por el gobierno. En contraposición, los **Derechos de Importación** continuaron creciendo a un ritmo de 22,6% i.a. reflejando una mejora en el volumen de importaciones.

Por el lado de las erogaciones, el **Gasto Primario** medido en términos reales acumula dos meses consecutivos de crecimiento mensual en la serie desestacionalizada, lo que podría marcar un incipiente cambio de tendencia. No obstante, en la comparación interanual, volvió a caer por segundo mes seguido (-1,9% i.a.), alcanzando el nivel más bajo para un mes de mayo en la última década.

Dentro del gasto, las **prestaciones sociales** continuaron en ascenso y acumulan un semestre de crecimiento real. Las **Jubilaciones y Pensiones** (incluyendo las Pensiones No Contributivas) le ganaron 15,2% a la inflación en la comparación interanual. Aún más marcado fue el avance de la **AUH** que creció 52% i.a., posicionándose como el gasto de protección social más alto para un mes de mayo desde 2016.

En tanto, los **Subsidios Económicos** alcanzaron en mayo su valor más alto del año en términos reales, y acumulan dos meses

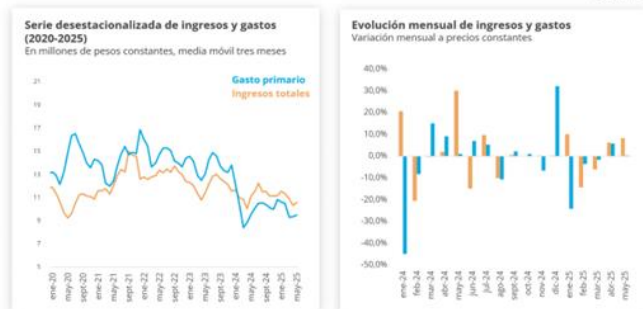
de crecimiento mensual desestacionalizado. Sin embargo, en la comparación interanual cayeron 55%, ubicándose en mínimos históricos. El **Gasto de Capital** tuvo una dinámica similar, con una caída interanual del 33,9%, también alcanzando su nivel más bajo para un mes de mayo.

Por otra parte, los **Gastos en Funcionamiento** crecieron levemente en términos reales (+1,6% i.a.), aunque dentro de esta partida los salarios del sector público continuaron en descenso (-5,4% i.a.). En línea con esta dinámica, las **Transferencias a Universidades** experimentaron una caída real del 7,6%.

Finalmente, las **Transferencias a Provincias**, a pesar de haberse más que duplicado en la comparación interanual, se mantienen por debajo de los niveles históricos habituales.

CRECIMIENTO MENSUAL DE INGRESOS Y GASTOS EN MAYO

ECOLATINA
Economics



Perspectivas

Con los logros fiscales alcanzados en estos meses transcurridos, **el Gobierno se encuentra encaminado para cerrar el año cumpliendo su objetivo de un superávit primario en torno al 1,6% del PIB**, por encima de la meta pactada con el FMI (1,3%). Sin embargo, los desafíos persisten, especialmente en un contexto donde no se prevén ingresos extraordinarios y la capacidad de ajuste adicional del gasto es limitada.

En términos de ingresos, el esquema fiscal actual descansa en una recuperación sostenida de la actividad económica, apoyada en un agro más dinámico y una recomposición gradual del consumo interno. En este sentido, el reciente restablecimiento de alícuotas más elevadas a partir de julio, para las exportaciones de soja, maíz y derivados, podría contribuir a fortalecer los recursos en los próximos meses.

Por el lado del gasto, el margen para nuevas reducciones es estrecho: el gasto primario ya opera en niveles históricamente bajos, y una parte significativa del mismo, como el gasto previsional, está indexado a la inflación pasada, lo que limita la posibilidad de recortes adicionales.

En línea con esto, será clave seguir de cerca la discusión en el Senado sobre el nuevo proyecto de ley impulsado por la opo-

sición, que ya obtuvo una amplia mayoría en Diputados. La iniciativa contempla el reconocimiento a los jubilados del porcentaje perdido durante el cambio de fórmulas de actualización, eleva el bono previsional en casi un 60% y lo indexa, y además propone la reincorporación de la moratoria por dos años. Aunque el Poder Ejecutivo ya anticipó su veto, el proyecto podría avanzar por insistencia legislativa, tensionando así las cuentas públicas.

En lo inmediato, junio representa un mes clave. Estacionalmente, tiende a concentrar mayores erogaciones por el pago de aguinaldos y un aumento en los subsidios económicos, lo que podría derivar en el primer déficit del año. Aún así, no puede descartarse una sorpresa fiscal: en junio de 2024, pese a estas presiones, el Gobierno logró sostener superávit tanto primario como financiero. Fue recién en julio cuando se consolidó el primer déficit financiero del año, asociado al pago de intereses de bonos soberanos.

SECTOR EXTERNO

Un superávit estacional

- El saldo comercial alcanzó USD 608 M en mayo. De esta manera, el saldo acumuló USD 1.883 M durante los primeros cinco meses del año, ubicándose por debajo del saldo acumulado en el mismo periodo del año anterior (que había sido USD 8.862 M).

- La balanza comercial energética mantuvo el superávit, aunque moderó su performance respecto a los meses anteriores. Durante mayo, el resultado positivo fue de USD 345 M. Si bien el saldo comercial sin contar el sector energético hubiera sido positivo por USD 263 M debido a la favorable estacionalidad del sector agropecuario, su rol fue fundamental para explicar el superávit. En concreto, el 56,7% del saldo comercial positivo es explicado por el balance energético. A su vez, mayo se apunta como el primer mes del año en el cual tanto el balance energético como el resto del saldo comercial es positivo.

- Estimamos que el resultado comercial acumulado del año se mantenga en terreno positivo, pero con una dinámica bien diferenciada entre el primer y segundo semestre. Mientras que el primero estuvo caracterizado por continuos superávits, el segundo enfrenta mayores desafíos que podrían tornar el saldo a negativo debido a la estacionalidad y cierto grado de incertidumbre cambiaria.

¿Qué pasó con el saldo comercial en mayo?

El saldo comercial alcanzó USD 608 M en mayo. De esta manera, el saldo acumuló USD 1.883 M durante los primeros

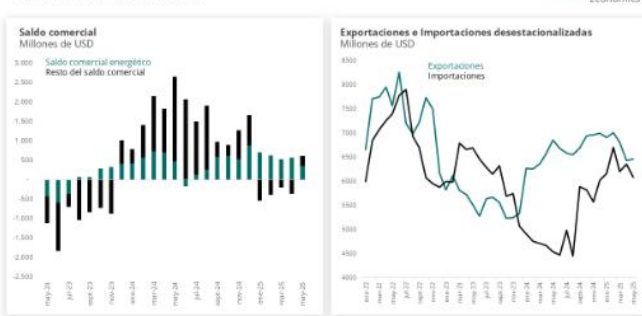
cinco meses del año, ubicándose por debajo del saldo acumulado en el mismo periodo del año anterior (que había sido USD 8.862 M).

Al igual manera que en el primer cuatrimestre del año, **el resultado comercial se ubicó por debajo del Relevamiento de Expectativas del Mercado (REM) del mes de mayo**. En concreto, la mediana del REM estimaba exportaciones por USD 7.620 M e importaciones por USD 6.589 M, lo cual implicaba un saldo superavitario por USD 1.265 M.

La balanza comercial energética mantuvo el superávit, aunque moderó su performance respecto a los meses anteriores. Durante mayo, el resultado positivo fue de USD 345 M (acumulando USD 2.766 M en los primeros cinco meses del año), un 27,1% inferior respecto a mayo de 2024. El balance positivo se mantuvo a pesar de que las exportaciones energéticas cayeron un 29,0% respecto al mismo mes del año pasado (USD 647 M en 2025 vs USD 911 M en 2024). Por su parte, las importaciones del sector también sufrieron una significativa contracción y redujeron su valor en 31%, alcanzando un monto igual a USD 302 M.

Si bien el saldo comercial sin contar el sector energético hubiera sido positivo por USD 263 M debido a la favorable estacionalidad del sector agropecuario, su rol fue fundamental para explicar el superávit. En concreto, el 56,7% del saldo comercial positivo es explicado por el balance energético. A su vez, mayo se apunta como el primer mes del año en el cual tanto el balance energético como el resto del saldo comercial es positivo.

UN SUPERÁVIT ESTACIONAL



Fuente: Ecolatina en base a INDEC

En el agregado, **el resultado positivo del mes se sostuvo a pesar de una caída interanual en las exportaciones de 7,4% con un valor de USD 7.095 M**, alentado por la estacionalidad positiva del agro pero contrapesado por fuerte apreciación del tipo de cambio. Al interior, la caída se explicó por bajas interanuales no solo en las cantidades (-6,0%) sino también en los precios de exportación (-1,5%).

Los rubros mostraron desempeños disímiles. En términos de valores, el rubro con mayores exportaciones fue las Manufac-

turas de Origen Agropecuario (MOA) con USD 2.489 M, representando una caída de 11,1% i.a. Le siguió los Productos Primarios (PP) mostraron exportaciones por USD 1.994 M, lo cual representó una desmejora de 1,3% i.a. Por su parte, las Manufacturas de Origen Industrial (MOI) crecieron 2,4% interanuales y arrojaron valores exportados por USD 1.965 M.

En lo que respecta a las importaciones, mostraron una suba de 29,4% i.a. por USD 6.488 M, acumulando seis meses consecutivos con crecimientos interanuales de gran magnitud. Si bien los precios de las importaciones a nivel general se contrajeron interanualmente un 7,0%, las cantidades sobre compensaron este efecto al avanzar 39,4%. En contraste, la serie desestacionalizada cayó 4,3%, acumulando un leve crecimiento respecto a diciembre de 0,9%.

Todos los rubros registraron una mejora interanual, a excepción de combustibles y lubricantes que cayó 31,1% explicado tanto por una caída en el precio (-21,5%) como de cantidades (-9,4%). El rubro de mayor importancia en términos de valores fue Bienes Intermedios (BI) con USD 2.068 M (+1,0% i.a.). Le siguió Piezas y accesorios de bienes de capital (PyA) por USD 1.409M (+32,9% i.a.) y Bienes de capital (BC) por USD 1.247 M (+68,5% i.a.). Por último, los Bienes de consumo (BC) tuvieron compras externas por USD 900 M (+75,1% i.a.) y los Vehículos automotores de pasajeros por USD 495 M (+160,0% i.a.).

¿Qué esperamos para lo que resta del año?

En el corto plazo **estimamos que junio arrojará un saldo comercial positivo dado que es un mes favorecido por la estacionalidad del sector agropecuario**, expresado en un incremento de las exportaciones que trae la llegada de la cosecha gruesa. En puertas de la restitución de las retenciones a productos agropecuarios, es de esperarse que durante el sexto mes del año los exportadores aceleren su liquidación.

Sin embargo, **de cara a la segunda mitad del año aparece una mayor incertidumbre en cuanto al signo del balance comercial**. La aparición de las retenciones a partir de julio y una estacionalidad desfavorable para el sector agropecuario comprometen la capacidad exportadora del país para el segundo semestre, sembrando la incógnita respecto a qué signo presentará el saldo comercial. Pasada la cosecha gruesa y en puertas del contexto electoral, florecen las dudas sobre el tipo de cambio real. En particular, crecen las dudas respecto al comportamiento del sector exportador en la segunda mitad del año, dado que podrían debilitarse los incentivos a liquidar divisas en un contexto de expectativas cambiarias aún inciertas.

Si bien Argentina ha acumulado una balanza energética positiva en los últimos meses, en junio del año pasado el resultado fue negativo, explicado principalmente por una estacionalidad desfavorable. Este año, el repunte en el nivel de actividad,

junto con el aumento estacional del consumo durante el invierno, podría compensar parte de la mejora energética vía incremento de importaciones. Aunque la producción local de petróleo y gas muestra una mejora respecto al año pasado, ese crecimiento podría no alcanzar para cubrir el incremento de la demanda, volviendo a generar un déficit en el sector.

Por otro lado, la continuidad del proceso de recuperación económica, en conjunto con el nivel de tipo de cambio real actual, **traccionará al alza las importaciones, sosteniendo un crecimiento transversal a todos los rubros**.

En síntesis, **estimamos que el resultado comercial acumulado del año se mantenga en terreno positivo**, pero con una dinámica bien diferenciada entre el primer y segundo semestre. Mientras que el primero estuvo caracterizado por continuos superávits, el segundo enfrenta mayores desafíos que podrían tornar el saldo a negativo debido a la estacionalidad y cierto grado de incertidumbre cambiaria.

POLÍTICA MONETARIA Y CAMBIARIA

Segundo semestre: el juego de la tasa y el dólar

- El mes finalizó de menor a mayor en el plano cambiario. El dólar oficial se mantuvo relativamente estable en las primeras semanas, para luego alternar semanas de grandes bajas y subas, para finalizar en la foto de finales de mes en línea con el cierre de mayo (\$1.194).

- Las novedades pasaron por los anuncios de una postura más agresiva en cuanto a la acumulación de divisas mediante la constitución de un nuevo REPO, el anuncio de un cronograma de colocaciones de BONTE y el Tesoro comprando por primera vez bajo el nuevo esquema en el MULC. Por otro lado, se consolidó el esquema de agregados monetarios vía la cancelación de puts y el anuncio de no renovación de LEFIs por un lado, y el aumento de encajes y la colocación de la primera tira del BOPREAL Serie 4 por el otro.

- El resultado de estos movimientos dependerá de la calibración entre la evolución de las tasas de interés con las expectativas de devaluación para que el carry trade (local o extranjero) continúe siendo atractivo y permita sostener no sólo cierta estabilidad del tipo de cambio, y también los mecanismos para fortalecer las Reservas Internacionales.

El mes finalizó de menor a mayor en el **plano cambiario**. El dólar oficial se mantuvo relativamente estable en las primeras semanas, para luego alternar semanas de grandes bajas y subas, para finalizar en la foto de finales de mes en línea con

el cierre de mayo (\$1.194). De esta forma, el centro de la banda sigue siendo el punto de atracción para un dólar mayorista que se situó en promedio un 2% por debajo de la misma.

Las principales novedades del mes fueron una batería de anuncios destinados a **fortalecer las reservas internacionales** y recalibrar la política monetaria hacia un **esquema de agregados monetarios con tasa de interés endógena**.

En cuanto a la estrategia de fortalecimiento de las **Reservas** se anunció: **1) Un nuevo REPO con bancos** por USD 2.000 M a 2 años que se concretó el 11/6 por una tasa del 8,25% anual en USD (recordemos que sólo USD 500 M suman a la métrica de RIN del FMI); **2) Nuevas licitaciones** de instrumentos a ser suscriptos en dólares (como el reciente BONTE) por un límite mensual de USD 1.000 M, con la novedad de que estarán disponibles tanto para residentes y no residentes; **3) La eliminación del plazo mínimo de permanencia** de 6 meses y la restricción cruzada para los inversores no residentes; y **4) La posibilidad** de que el Tesoro acumule en paralelo divisas mediante **compras en el MULC dentro de las bandas** cambiarias frente a saltos transitorios en la oferta de USD, algo que se realizó por USD 200 M a finales de junio.

Si bien el Gobierno continúa priorizando la desinflación para lograr un mejor desempeño electoral, las últimas medidas mostraron pragmatismo del equipo económico buscando dar **una señal positiva en cuanto a la acumulación de Reservas**. Más allá de las metas negociadas con el FMI (estimamos que al Gobierno le faltaron cerca de USD 4.000 M para cumplir con la meta a mediados de junio, aunque podría solicitarse a un waiver sin problemas), la acumulación de Reservas hoy es clave para dar una **mayor confianza a los inversores** y que baje el riesgo país, un factor fundamental para la sostenibilidad del esquema actual en 2026.

Un punto no menor es que, inicialmente el Gobierno podía manejar el ritmo de entrada de capitales extranjeros en las licitaciones primarias del BONTE producto de la regulación macroprudencial que se estableció a mediados de abril. Ahora bien, si bien con la eliminación del requisito mínimo de permanencia el Gobierno busca **incentivar una mayor entrada** de dichos capitales para incrementar la oferta financiera de USD, la contrapartida es que también **pierde cierto manejo sobre el ritmo de entrada y de salida** frente a eventuales episodios de inestabilidad.

¿Cuánto potencial tiene esta nueva herramienta? La tenencia de bonos en pesos en manos de no residentes apenas rozaba los USD 800 M al primer trimestre de 2025 y podría **alcanzar los USD 9.000 M** a fines del 2025 si suponemos que la entrada de capitales externos sería equivalente a las licitaciones mensual del BONTE (podría ser menor si tienen una mayor participación los residentes en las licitaciones, así como podría ser mayor si aparecen flujos no residentes en otro tipo de activos

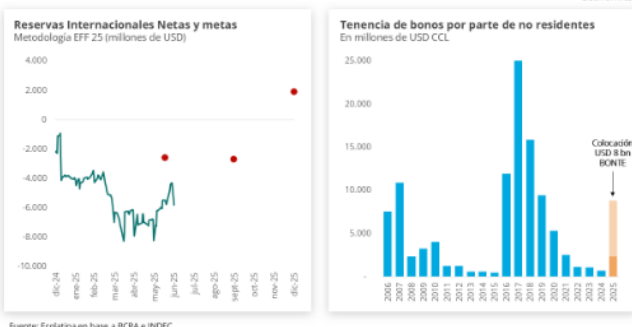
vía MULC). Para poner en perspectiva, dicha tenencia alcanzó su **máximo de USD 25.000 M en 2017** y promedió más de USD 13.000 M en los otros 3 años de la gestión de Macri, aunque el Riesgo País se ubicaba en niveles bajos durante los primeros años de la gestión. Si bien habría espacio para continuar utilizando el instrumento, será clave sostener el equilibrio entre tasas de interés, expectativas de devaluación y volatilidad del tipo de cambio para que continúe siendo atractivo.

En esta misma línea, las autoridades modificaron su mensaje sobre la **dinámica del tipo de cambio dentro de las bandas**. Inicialmente, mostraron cierta preferencia a que el tipo de cambio alcance el piso de la banda para acotar el traslado a precios de los movimientos cambiarios (razón por la cual anunciaron que sólo comprarían USD en el piso de la banda). Ahora bien, ya más de 2 meses transitando el esquema de bandas, el anuncio de las compras del Tesoro dentro de las bandas frente a grandes lotes en la oferta de USD parecería ser un reflejo de un cambio de postura oficial: prefieren un tipo de cambio estable cerca del centro de la banda antes que una oscilación en niveles inferiores.

En términos prácticos, que sea el Tesoro o el BCRA el que compre dentro de la banda tiene **el mismo efecto monetario** (es expansivo para la Base Monetaria). La única diferencia es el origen de los pesos con los que se compran los USD, si es el Tesoro el que realiza la operación, los pesos surgen de su cuenta en el BCRA. De todas formas, recordemos que a fines de abril el BCRA le giró Utilidades del ejercicio previo al Tesoro por \$11,7 billones, por ende, al fin de cuentas el efecto neto final es el mismo.

Más allá de la recalibración de la estrategia cambiaria, siguen presentes las **dudas de cara al segundo semestre**: la estacionalidad del agro ya no ayudaría (si bien acompañaría hasta bien entrado julio), se reducirían los incentivos a liquidar (incluso si no vuelven a subir las retenciones), la demanda de importadores tendería a normalizarse y, lo más importante, reaparecería la incertidumbre política asociada a las elecciones legislativas.

CON UN WAIVER EN PUERTA, LOS BONTE SERÁN CLAVE PARA ACUMULAR DIVISAS ECONOLATINA
Economics



Frente a esta dinámica, no sería extraño que el tipo de cambio busque una **zona de flotación en niveles más elevados**. Allí es

donde aparece el principal interrogante: si el tipo de cambio sube, ¿el Gobierno lo dejará flotar hacia arriba o intervendrá para acotar la volatilidad en la previa electoral?

Las señales hasta el momento anticipan que el **Gobierno no se sentiría muy cómodo con un dólar buscando niveles más elevados**. A la búsqueda explícita por buscar dirigir al mercado hacia el piso de la banda, se suman una postura cada vez mayor en el **mercado de futuros** (en mayo la posición alcanzó USD 1.947 M, la más elevada de las Gestión actual) y una política de **tasas de interés** que ponderaría en mayor medida la pax cambiaria por sobre el consumo y la actividad (ejemplo de ello fue el corrimiento de Pases activos y la tasa overnight interbancaria trepando a 50% TNA en abril).

Justamente, las medidas vinculadas a la **estrategia monetaria** se orientaron a consolidar un **esquema de agregados monetarios donde la tasa de interés se determina en el mercado**: **1) La recompra de los puts** remanentes sobre los títulos públicos del Tesoro (la cual se concretó el 10/6 pagando una prima de apenas \$23.000 M); **2) La emisión de la Serie 4 del BOPREAL** el 18/6 para cancelar deudas privadas con el exterior (se colocaron VN USD 810 M); **3) El incremento progresivo y la futura unificación (sin fecha definida) de los encajes bancarios** aplicables a cuentas remuneradas sin importar el tipo de entidad depositante (es decir, sin distinguir a los FCI); y **4) La eliminación de las LEFI** y, por ende, de la Tasa de Política Monetaria, la cual era fijada por el BCRA y ahora pasará a determinarse en el mercado de las Letras de corto plazo del Tesoro.

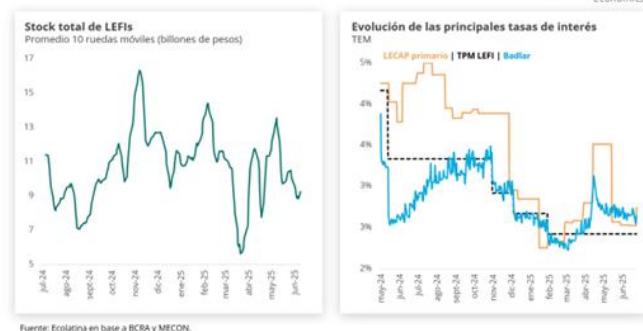
De esta manera, con la recompra de puts y la no renovación de las LEFI, sólo el BCRA (vía operaciones de mercado abierto o manejo de encajes) y el Tesoro (mediante sus licitaciones, el superávit fiscal y su eventual intervención en el MULC) podrán expandir o contraer la Base Monetaria. Así, el BCRA consolidará su esquema de control sobre los agregados monetarios y dejará que la tasa de interés se determine de forma endógena en el mercado. En pocas palabras, pasarán a controlar las **cantidades en lugar del precio**.

Si bien las LEFI vencen el 18/7, el BCRA dejará de renovarlas en 10/7 y el Tesoro le canjeará sus tenencias al BCRA por una **cartera de LECAP** de corto plazo cotizantes en el mercado secundario. De esta manera, la autoridad monetaria utilizará los instrumentos disponibles en su poder para intervenir en el mercado secundario y administrar así la liquidez del sistema, lo cual influirá en la **determinación de la tasa del mercado**. Con este marco, hasta el 10 de julio probablemente veamos una migración desde las LEFI hacia otros instrumentos (cuentas corrientes en el BCRA, Títulos Públicos, cauciones u otro tipo de instrumento), con los bancos buscando anticiparse a la fecha de vencimiento.

En consecuencia, dada la mayor liquidez en el sistema sería esperable que haya una **presión a la baja en las tasas de interés** del mercado (ayudada también por la moderación inflacionaria). De hecho, con la dirección de estas medidas es probable que el Gobierno esté buscando una reducción del costo financiero para sostener el crecimiento del **crédito al sector privado** (si bien sigue al alza, se moderó su ritmo de expansión) y darle así un mayor impulso a la actividad.

EL DESARME DE LAS LEFI PODRÍA REDUCIR LAS TASAS DEL SISTEMA

EL ECOLATINA
Economics



Por lo pronto, la **menor liquidez** disponible en pesos viene presionando a los instrumentos de renta fija, con Finanzas enfrentando **pisos de tasas en el mercado secundario más elevados**. Justamente, este **driver** explicó la ausencia del BONTE para inversores extranjeros en la última licitación del mes (faltaban USD 500 para completar los USD 1.000 M mensuales), en lo que entendemos el equipo económico habría decidido posponer la licitación para evitar dar una señal de “endeudamiento a cualquier costo”.

Entonces, el desafío pasará por **calibrar la evolución de las tasas de interés con las expectativas de devaluación** (el BCRA seguramente continúe con un rol activo en el mercado de futuros) para que el carry trade (local o extranjero) continúe siendo atractivo y permita sostener no sólo cierta estabilidad del tipo de cambio, sino también los mecanismos para fortalecer las Reservas Internacionales. Asimismo, será importante la postura que adopte el BCRA en el mercado secundario en conjunto con las señales de tasas de las licitaciones de Finanzas ir dando pistas de con qué tasas se siente más cómodo el equipo económico. No obstante, en el marco de un diseño de “agregados monetarios”, cualquier disrupción en el dólar depositará a **la tasa en pesos en el lugar que tenga que estar**, máxime en las puertas de una contienda electoral.

Todos los contenidos de esta publicación fueron preparados por LATINCONSULT S.A. para exclusivo uso del destinatario. Los mismos tienen un objetivo exclusivamente informativo y no pretenden ser una oferta y/o solicitud de compra o venta de ningún producto o instrumento financiero, así como tampoco constituyen una recomendación de inversión y/o transacción. La información y los análisis expuestos se basan en fuentes públicas y privadas consideradas confiables. Sin embargo, la integridad y exactitud de dicha información no puede ser garantizada por LATINCONSULT S.A. Todas las opiniones y estimaciones mencionadas en esta publicación pueden ser modificadas posteriormente por LATINCONSULT S.A. sin aviso previo. Esta publicación no puede ser reproducida ni total ni parcialmente, en ninguna forma ni por ningún medio, sea mecánico, fotoquímico, electrónico, por fotocopia o cualquier otro, así como tampoco puede ser distribuida bajo ninguna de estas formas, sin el expreso consentimiento previo por parte de LATINCONSULT S.A.

EDITOR**Cámara de Industria y Comercio Argentino-Alemana****Av. Corrientes 327 – C1043AAD Buenos Aires****Tel.: (+54 11) 5219-4000 Fax: (+54 11) 5219-4001****E-mail: ahkargentina@ahkargentina.com.ar****Internet: www.ahkargentina.com.ar****Texto original y estadísticas: Ecolatina****Coordinación: Julieta Barra****Edición: Christina Keim**

PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS Y PROYECCIONES

	Indicadores Mensuales o Trimestrales							
	Unidad de medida	Fecha	Último Dato	Fecha	Próximo Dato	2024	2025p	2026p
Nivel de Actividad								
PBI Real	Var. % i.a.	I-25	5,8	II-25	6,7	-1,3	5,0	4,0
Consumo Total	Var. % i.a.	I-25	9,6	II-25	7,1	-3,1	5,9	3,4
Inversión	Var. % i.a.	I-25	31,8	II-25	23,6	-17,2	18,3	10,0
Precios								
IPC INDEC Nacional ⁽¹⁾	Var. %	may.-25	1,5	jun.-25	1,8	117,8	29,0	19,0
Tipo de Cambio								
Nominal de Referencia ⁽¹⁾	ARS / USD	jun.-25	1181,0	jul.-25	1190,8	1020,7	1288,9	1400,6
Real Multilateral, ARS/USD ⁽¹⁾	Dic. 01=100	jun.-25	1,24	jul.-25	1,22	1,15	1,20	1,12
Situación Fiscal, Acumulado Anual								
Ingresos totales ⁽²⁾	% PBI	may.-25	6,0	jun.-25	7,4	16,8	16,5	16,8
Gasto Primario	% PBI	may.-25	5,2	jun.-25	6,6	15,0	15,0	15,1
Resultado Primario Nacional ⁽²⁾	% PBI	may.-25	0,8	jun.-25	0,8	1,8	1,6	1,7
Sector Externo								
Exportaciones	USD M	may.-25	7.095	jun.-25	7.251	79.703	81.335	85.924
Importaciones	USD M	may.-25	6.488	jun.-25	6.292	60.776	75.002	79.537
Saldo Comercial	USD M	may.-25	608	jun.-25	959	18.928	6.333	6.387
Balance de Pagos								
Cuenta Corriente	USD M	I-25	1.029	II-25	-5.191	6.285	-15.630	-17.601
Tasa de Interés								
Tasa de Política Monetaria ⁽¹⁾	% TNA	jun.-25	29,0	jul.-25	31,0	32,0	24,0	16,0
Tasa BADLAR Bancos Privados ⁽¹⁾	% TNA	jun.-25	33,1	jul.-25	31,6	31,9	24,9	16,1

⁽¹⁾En indicadores anuales, promedio diciembre

ARGENTINA

ECONOMIC REPORT JULY

2022



AHK

Cámara de Industria y Comercio
Argentino-Alemana
Deutsch-Argentinische
Industrie- und Handelskammer

#PARTNERWELTWEIT

Argentinian Economy

01. Introduction

02. Overview

03. Activity

04. Prices

05. Fiscal Policy

06. External Sector

07. Exchange Rate and Monetary Policy **07/2025**

Redated by:



If you are interested in advertising in “Argentina Economy” with your company logo,
please contact Victoria Giannasca (vgiannasca@ahkargentina.com.ar).

INTRODUCTION

The most important aspects of the report are the following:

OBJECTIVES

The report presents a diagnosis of the current economic situation and the outlook for the coming year. It highlights the economic policy constraints and their impact on the key variables (economic activity, inflation and exchange rate).

CONTENTS

- International context. How the world will change in the coming years.
- Diagnosis of the current local economic situation.
- Economic policy after the parliamentary elections.
- What are the possible scenarios and the associated probabilities.
- Projections of the most important variables under several possible scenarios.

VARIABLES CONSIDERED IN THE PROJECTIONS

- International context: growth and inflation in the main economies.
- Activity: GDP, private consumption, investment, exports, imports, unemployment rate.
- Prices: real inflation (Ecolatina CPI).
- Nominal and real exchange rates.
- Fiscal policy: expenditure, tax collection, budget out-turn, financing gap.
- External sector: exports, imports, trade surplus.
- Labor market: labor demand, unemployment, nominal and real wages.

For more Information

please contact:
eyf@ecolatina.com

OVERVIEW

Economic Outlook: LingerinD Doubts for H2 2025

June provided greater clarity about the developments of Q1: **1) The economy continued to recover** despite the slowdown in March; **2) Private consumption peaked**, with significant heterogeneity within its components (a credit-driven surge in durable goods purchases that offset a weak performance in non-durable goods) alongside a record level of imports; **3) Employment got off to a weak start** (unemployment reached 7.9%, deteriorating compared to Q1 2024, where an improvement had been expected), although trends varied across regions, and; **4) The current account once again posted a sizable deficit**—mainly due to a record shortfall in services.

These figures raise certain **concerns and questions** going forward. Despite the April rebound in the Monthly Economic Activity Estimator after the March drop, economic activity appears to have **run out of steam following the earlier V-shaped recovery**. At the same time, the unevenness in consumption patterns and the sharp increase in imports suggest that consumers may be **reshaping their consumption baskets** or that perhaps, there are deeper dynamics at play.

These trends are likely linked to the recent **decline in registered real wages** (a result of the government's wage anchor policy), the **moderation in private sector credit** (due to high financial costs), and the **rise in non-performing household loans** (though still not at concerning levels). Similarly, the **decoupling between employment and activity trends** raises new questions: are we seeing a lagged impact from the previous recession, or are businesses anticipating structural shifts in the country's production model? Time will tell.

Turning to more recent data, **national inflation surprised to the downside in May**, rising by just 1.5% MoM—a significant deceleration from April's 2.8% and the lowest level since the end of 2017 (excluding the pandemic), thanks in part to seasonal price effects. Despite the relative nominal stability achieved so far, the government has not managed to bring about a sustained decline in the exchange rate, even while navigating the most favorable months of the year. In fact, **the official exchange rate has shown a slight upward trend and exceeded the center of the band during the first trading sessions of July**.

In this context, government authorities announced a set of measures aimed at **strengthening international reserves** and recalibrating monetary policy toward a **monetary aggregates framework with an endogenous interest rate**. Regarding the

monetary strategy, the most notable move was the elimination of LEFI bills, which will be swapped at the Central Bank for a portfolio of short-term LECAP bills. Going forward, only the Central Bank (via open market operations or reserve requirements) and the Treasury (through auctions, fiscal surplus, and potential FX purchases) will be able to expand or contract the monetary base. In short, they will **shift from controlling prices (interest rates) to controlling quantities (aggregates)**.

Given the increased system liquidity, a **downward pressure on market interest rates was expected** (also supported by the disinflationary trend). However, the opposite has occurred: the seasonal rise in money demand pushed interest rates up in the context of limited available liquidity.

Regarding **reserve accumulation**, the authorities announced: **1) A new repo with banks** for USD 2.0 billion; **2) New auctions** of instruments to be subscribed in US dollars (such as BONTE bonds) with a monthly cap of USD 1.0 billion, now available to both residents and non-residents; **3) The removal of the six-month minimum holding period** and the cross-market restriction for non-resident investors, and; **4) The possibility** for the Treasury to accumulate foreign currency through **purchases within the FX bands** during temporary spikes in USD supply (USD 200 million in confirmed purchases so far), and through hydroelectric auctions or privatizations.

Although the government remains focused on disinflation as a path to better electoral performance, the latest measures reflect a more pragmatic approach by the economic team, aiming to **send a positive signal regarding reserve accumulation**. Beyond the meeting of IMF targets, this is crucial for building investor confidence and reducing the country risk premium.

In this same vein, the authorities adjusted their messaging on **exchange rate dynamics within the FX bands**. Initially, they showed a preference for keeping the exchange rate at the lower bound of the band to contain the pass-through to prices. However, after two and a half months under the band system, the Treasury's announcement of FX purchases suggests a shift in the official stance: the preference now appears to be for a stable exchange rate near the center of the band, rather than fluctuations around the lower bound.

Despite this recalibration of the FX strategy, **key uncertainties remain as the country heads into H2**: the agricultural sector's seasonal boost will fade, incentives to realize export proceeds are expected to weaken, and—most importantly—political uncertainty will resurface with the upcoming legislative elections. In this context, carefully managing the evolution of interest rates relative to devaluation expectations will be crucial (the Central Bank will likely maintain an active role in the futures market) to ensure that carry trade operations (both domestic and international) remain attractive.

Under these conditions, it would not be surprising for the exchange rate to seek a new **floating zone at higher levels**. That brings us to the central question: if the exchange rate rises, will the government let it float upward, or will it intervene to contain volatility ahead of the elections? Either way, a favorable electoral outcome would help the government secure greater legislative strength, enabling it to pursue structural reforms, lower country risk, and re-access international debt markets.

Political Outlook: October Looks Promising for Milei, but Province of Buenos Aires Remains Major Hurdle

1. *All Signs Suggest That Government Is Heading Towards Strong Electoral Performance in October.*

September's potentially dangerous legislative election in the Province of Buenos Aires must first be overcome, as its outcome could have a significant impact on October's midterm elections.

2. *But First, Risky Legislative Election in the Province of Buenos Aires Must Be Overcome.*

September's potentially dangerous legislative election in the Province of Buenos Aires must first be overcome, as its outcome could have a significant impact on October's midterm elections.

3. *Main Source of Uncertainty Remains: Is the Current Path Sustainable?*

The process of economic stabilization and political consolidation go hand in hand. With both processes remaining fragile, the main source of uncertainty does not seem to lie in the direction being pursued, but in its sustainability.

Following the victory in the City of Buenos Aires—which positioned the ruling party as the leading force within its own political bloc—and the successful easing of foreign exchange restrictions as part of the agreement with the IMF (with no major inflationary fallout), the government appears to be heading toward a **strong performance in the upcoming October elections**.

This perception stems not only from the recovery in public opinion indicators (such as the government's approval ratings and Milei's image) between April and June, but also from polling figures that suggest *La Libertad Avanza could secure over 40% of the national vote*.

However, **two key variables** remain unresolved: the final composition of the electoral slate across the 24 provinces, and the

outcome in the Province of Buenos Aires. The first is important because it is still unclear whether the ruling party will go head-to-head with Peronism in all districts, or whether it will face three-way races involving Peronism and local non-Peronist incumbents in some provinces.

In races where it faces Peronism head-to-head - such as in the Province of Buenos Aires - the ruling party has a real opportunity to fully capitalize on the levels of support seen in national polls. But if the electoral field is fragmented, even in provinces where *La Libertad Avanza* has a chance of winning, **three-way races could dilute its ability to turn that national support into actual votes.**

The other crucial variable is the **outcome of the September 7 vote in the Province of Buenos Aires.** First, because the result remains uncertain, with the final electoral slate still to be defined. Second, because it is likely to influence the October vote in that province.

If Peronism wins in the Province of Buenos Aires, it could gain the momentum needed to secure another victory in October. History shows that **wins in this key district often shape how national election outcomes are interpreted**—and this would be especially so if the Peronist candidates competing are among the most vocal opponents to Milei's government.

The market may be asking—and rightly so, given the lingering political uncertainty—**whether this represents a long-term shift over the next eight years or simply a four-year transition** that could end with a reversal in 2027. A Peronist win in the Province of Buenos Aires would only add more uncertainty to this already uncertain outlook.

Some indicators, such as the drop in country risk, make it clear that the current economic course is viewed favorably by markets. But others (such as the country risk's failure to drop further) suggest lingering doubts about whether this path is sustainable—not only economically, but politically too. A defeat for the government in the Province of Buenos Aires would do nothing to ease these doubts; if anything, it would deepen them.

Can the government convince the market that there will be no change in leadership or economic direction in 2027 if the main opposition force wins the country's most important district not once, but twice during this electoral cycle? Can it persuade economic actors that the economic and political course adopted in December 2023 will hold beyond 2027 if Peronism defeats *La Libertad Avanza* in the Province of Buenos Aires?

To sum up: while the ruling coalition appears to be heading for a strong performance in the midterm elections, it must first overcome the hurdle posed by the Province of Buenos Aires in order to dispel the uncertainty that still surrounds the long-

term political and economic sustainability of Argentina's current path.

ACTIVITY

Consumption Rose in Q1 2025 and Activity Rebounded in April

- In Q1, the GDP grew by 0.8%, seasonally adjusted (s.a.), compared to the previous quarter, marking the third consecutive quarter of growth. Compared to Q1 2024, GDP expanded by 5.8%.

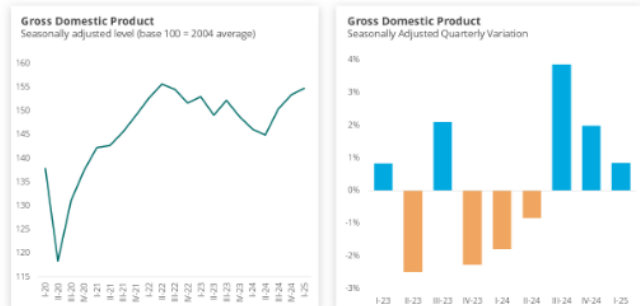
- The Monthly Economic Activity Estimator rose by 1.9% MoM in seasonally adjusted terms in April. This marked one year since the trough of the last recession, with activity up 7.7% YoY since then. For the first four months of the year, the cumulative increase stood at 6.6% compared to the same period of 2024.

- Leading indicators for May showed mixed signals: while manufacturing posted gains, construction performed weakly. All leading indicators for the construction sector declined: the Construya Index dropped 12.1% MoM s.a. (after rising 10.5% in April), while cement dispatches plunged 8.9% MoM s.a. (after an 8.2% rise in April). As a result, construction indicators lost the ground gained in April. In contrast, the manufacturing sector recorded improvements: automobile production grew by 3.6% in May and posted its second consecutive month of growth.

The GDP grew 0.8% QoQ, s.a. in Q1 2025, marking the third consecutive quarter of positive growth. Compared to Q1 2024, GDP expanded by 5.8%. Although the official GDP figure came in below the 1.5% QoQ increase previously suggested by the Monthly Economic Activity Estimator, **the series was revised upward for 2024 too: instead of a 1.7% contraction, GDP fell by 1.3% last year.**

Back to 2025, the main surprise came from the 2.9% QoQ growth in private consumption and the 9.8% increase in gross fixed capital formation. In contrast, quarterly dips were recorded in exports, which fell by 1.5%, and public consumption, which slipped 0.1%, in line with the current administration's public spending cuts. Gross fixed capital formation also posted the highest year-on-year increase, up 31.8%, followed by private consumption with an 11.6% gain.

GDP GROWS FOR THE THIRD CONSECUTIVE QUARTER

ECOLATINA
Economics

The private consumption figure was surprisingly strong, reaching the highest level in the seasonally adjusted series since 2004. After an extremely weak 2024, economic activity had room to rebound; however, consumption trends reveal key nuances.

The recovery in private consumption was driven by improved real wages and rising credit, supported by slowing inflation (although this slowdown stalled as of March). However, **spending patterns are shifting**: sales of fast-moving consumer goods remain at historical lows, while demand for durable goods and overseas purchases is rising, buoyed by a strong peso and the return of credit. In addition, outbound tourism also hit record levels, weighing on the current account. At the same time, rising spending on inelastic services (such as rent, utility rates, health, and education) also contributed to higher consumption, as these represent a significant share of household baskets.

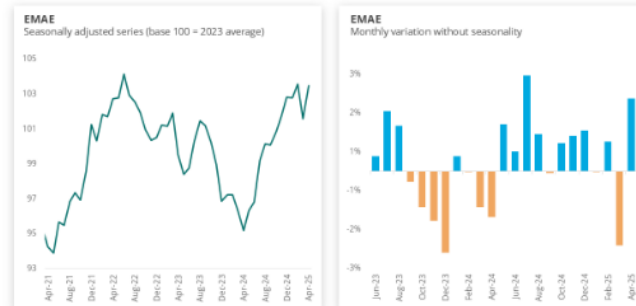
Looking ahead, we expect private consumption to maintain this pattern, supported by growing import openness and currency appreciation. Real wages will be a key variable to monitor: although they have contributed to the recent pickup in consumption, they have not fully recovered compared to their pre-crisis levels.

Economic Activity Rebounded in April

The Monthly Economic Activity Estimator posted a **1.9% MoM, s.a. increase in April**. This marks one year since the trough of the last recession, with a 7.7% YoY expansion since then. Cumulatively, economic activity grew 6.6% in the first four months of the year compared to the same period in 2024.

With April's performance, the economy recovered the ground lost in March, when activity had declined due to heightened uncertainty over the foreign exchange regime. As a result, activity returned to the historic highs reached in February. However, when accounting for cumulative population growth, per capita output remains nearly 10% below that peak.

ECONOMIC ACTIVITY RECOVERS THE LOSSES FROM MARCH

ECOLATINA
Economics

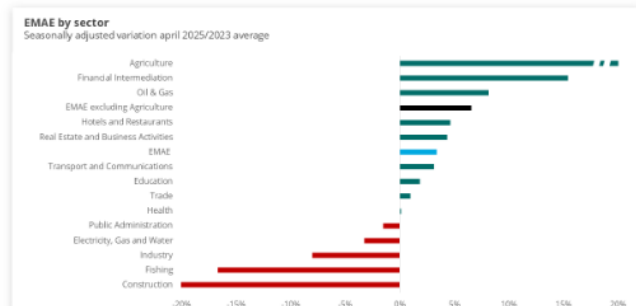
At a sectoral level, April showed strong performances: **thirteen out of the fifteen sectors grew monthly (s.a.)**. The largest gains were seen in *construction* (+5.1%, contributing 0.2 p.p. to the headline index), *agriculture* (+4.3%), *retail* (+2.7%), and *financial intermediation* (+1.8%). On the downside, *hotels and restaurants* fell 2.5%, while *fishing* contracted sharply by 14.0%—being a sector typically characterized by high volatility.

Compared to the 2023 average—a year that was almost entirely recession-free—**most sectors show signs of recovery**. However, those with the largest shares of employment, such as construction and manufacturing, remain well below their 2023 levels.

Construction remains 21.1% below 2023 levels, weighed down by the halt in public works, the broader recession, and rising costs faced by the sector—largely driven by currency appreciation. Meanwhile, despite the recent rebound, **manufacturing is still running 8.0% below 2023 levels**.

In contrast, sectors performing **above 2023 levels are mainly those linked to primary activities, such as agriculture, oil and gas**. Although *agriculture* showed strong results in 2025, the nearly 30% increase over the 2023 average is mainly due to a low base of comparison, given last year's severe drought. In turn, *oil and gas* extraction has seen genuine growth, as has *financial intermediation*.

SOME SECTORS ARE STILL BELOW 2023 LEVELS

ECOLATINA
Economics

What Is Expected Up Ahead?

After the uncertainty over the foreign exchange regime subsided in March, economic activity resumed its growth path and is expected to continue expanding. However, this trajectory is not without upswings and sectoral divergences.

Leading indicators for May showed mixed signals: while *manufacturing* posted gains, *construction* performed weakly. All leading indicators for the construction sector declined: the *Construya Index* fell 12.1% s.a. (after rising 10.5% in April), and cement dispatches dropped by 8.9% s.a. (after increasing 8.2% in April). As a result, construction indicators lost the ground gained in April.

In contrast, manufacturing indicators improved: automobile production rose 3.6% in May, marking the second consecutive month of growth. Similarly, new vehicle registrations picked up, with a 2.2% increase, bringing the streak to seven months of gains. Finally, steel output rebounded by 4.6%, following two months of contraction.

Meanwhile, SME retail sales declined for the second straight month, falling 0.7% MoM, s.a., and continue to show a pattern of volatility without yet establishing a sustained recovery. On the other hand, consumer credit extended its streak of positive readings, growing 4.6% in May.

Even so, some **factors still pose risks to the sustainability of economic recovery.** In a still-tense international context, the upcoming elections could introduce greater volatility and noise in economic decision-making over the coming months. In addition, while trade liberalization could support the growth in activity, it also carries the risk of rising unemployment, especially in sectors such as textiles and technology.

Returning to the sectoral analysis, *construction* is unlikely to recover the ground lost in 2024, while *manufacturing* appears on track to make up for last year's decline. In contrast, other sectors that also contracted in 2024—such as *retail*, *real estate*, and *financial intermediation*—have already overcome their previous falls and are expected to continue growing.

In conclusion, the correction in last year's activity figure suggests that **GDP could grow by around 5% in 2025**, supported by strong performances in investment and private consumption. In this way, 2025 would reverse the contraction seen in 2024. However, end-of-period growth will likely be significantly lower than the annual average, as a deceleration has already become apparent in recent months.

PRICES

Inflation: Lowest Reading in Recent Years

- **INDEC's National CPI rose by 1.5% MoM in May**, slowing by 1.3 p.p. from April and coming in below market expectations. This was the lowest monthly inflation rate since November 2017, excluding the pandemic period. As a result, inflation accumulated 13.3% over the first five months of the year, and the year-on-year rate stood at 43.5%, the lowest since March 2021.

- The deceleration was mainly driven by seasonal prices, which posted a monthly drop of 2.7%, with cumulative increases of just 7% YTD and 21% YoY. Beyond the sharp moderation in headline inflation, the most positive result in May came from core inflation, which rose 2.2% MoM, accumulating 14.7% so far this year and 44.7% YoY. This marked a slowdown of 1 p.p. compared to the previous month and was the lowest monthly core inflation reading since mid-2019 (prior to the primaries), excluding the pandemic period.

- Looking ahead, June inflation may show a slight uptick. In this regard, the Ecolatina CPI for Greater Buenos Aires (GBA) rose 1.8% in June, a slowdown of 0.2 percentage points compared to May. As such, the index accumulated 15.8% in H1 2025, and year-on-year inflation stood at 41.4%. Within the breakdown, seasonal prices fell 0.5%, while regulated prices and core inflation rose 2.5% and 2.0%, respectively.

May Inflation Overview

National inflation surprised to the downside in May, rising just 1.5% MoM, a sharp deceleration of 1.3 p.p. compared to April. The figure not only came in below market expectations but also represented the lowest monthly reading since November 2017, excluding the pandemic. Thus, **inflation reached 13.3% YTD, while the year-on-year rate stood at 43.5%**, the lowest since March 2021.

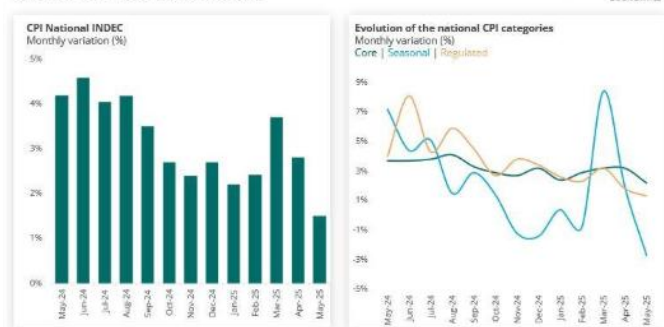
The slowdown was mainly driven by seasonal prices, which fell 2.7% MoM, bringing their year-to-date increase to just 7% and their year-on-year change to 21%. Within this category, the prices of *vegetables* (-9.5%) and *fruits* (-1.9%) dipped sharply, dragging the overall index down. Vegetables are the only subcategory with a negative year-on-year variation, close to -4%.

To a lesser extent, **regulated prices also contributed to the slowdown, rising 1.3%**, which was 0.5 p.p. lower than in April. Within this group, *Transport* posted the weakest performance,

driven by a 2.1% drop in fuel prices for non-commercial vehicles.

Beyond the broad-based deceleration in headline inflation, **the most positive signal came from core inflation**, which rose 2.2% MoM, (14.7% YTD and 44.7% YoY), decelerating 1 p.p. compared to the previous month and achieving the lowest reading since mid-2019 (prior to the primaries), excluding the pandemic period. Unlike in previous months, *meat* was not the main driver of the increase, rising just 1.5% in May and accumulating a 25.1% increase so far this year.

INFLATION WAS 1.5% IN MAY



Looking at the breakdown between *goods* and *services*, the differences in their dynamics persisted: *goods* rose 0.9% in May, while *services* increased 2.7%. The largest monthly increase took place in *Communications* (+4.1%), driven by higher phone and internet service costs, followed by *Restaurants and Hotels* (+3.0%) and *Health* (+2.7%). In contrast, *Transport* (+0.4%) and *Food and Non-Alcoholic Beverages* (+0.5%) posted the most modest increases.

Thus, **May inflation surprised to the downside, being the first full month under a more flexible exchange rate regime** and evolving in line with the relative stability of the exchange rate. In fact, May was the second consecutive month in which the official exchange rate outpaced inflation, allowing for some recovery in exchange rate competitiveness: in April, the nominal exchange rate rose 9.1% (around 5% on average for the month) versus a monthly inflation rate of 2.8%; in May, it rose 2% (2.3% on average) compared to an inflation rate of just 1.5%.

One important factor accounting for the limited pass-through to prices is that not all prices in the economy were tied to the same exchange rate. For instance, while the official exchange rate rose 11.3% between April and May, the export exchange rate increased by just 6.5%. In addition to the relative stability of the official and export exchange rates, there was the influence of parallel exchange rates—also relevant for price formation: the blue-chip swap rate measured via CEDEAR instruments fell by 6.7% on average in May, remaining stable between endpoints.

Finally, **the government's policy measures and signals also contributed to the slowdown in inflation**—such as tariff cuts, calls to reject new price lists, and interventions in wage negotiations—which helped to align inflation expectations.

What Is Expected Up Ahead?

Inflation may show a slight acceleration in **June**. In this regard, **the Ecolatina CPI GBA rose 1.8%** during the month. As a result, the index accumulated a 15.8% increase in H1 2025, while year-on-year inflation stood at 41.4%. Within the breakdown, seasonal prices fell by 0.5%, while regulated prices and core inflation rose 2.5% and 2.0%, respectively. Looking ahead, July will reflect the impact of hikes in bus fares, fuels, private healthcare plans, and telecom services.

In the coming months, **the inflation trend will largely depend on exchange rate dynamics**. In this sense, if the exchange rate remains relatively stable, there are no seasonal shocks (such as those seen in March), and increases in regulated prices are postponed (precisely to keep inflation down), the disinflation process could continue.

Later in the year, as elections approach, it would not be surprising to see greater volatility in the official exchange rate — particularly if the government maintains its stance of non-intervention within the FX bands. This could exert some upward pressure on inflation during those months amid the typical political and exchange rate uncertainty. In any case, **annual inflation in 2025 will decelerate relative to the levels observed in 2024**.

FISCAL POLICY

Surplus Without Extraordinary Revenues

- **The Non-Financial National Public Sector (NFPS) posted a primary surplus of ARS 1.7 trillion in May. With interest payments amounting to ARS 1 trillion, the overall financial surplus reached almost ARS 0.7 trillion. Spending cuts remained broadly in line with the trend observed in April, while revenues dropped sharply due to a high comparison base in May 2024. Over the first five months of the year, the National Public Sector accumulated a financial surplus equivalent to 0.3% of GDP and a primary surplus of 0.8% of GDP.**

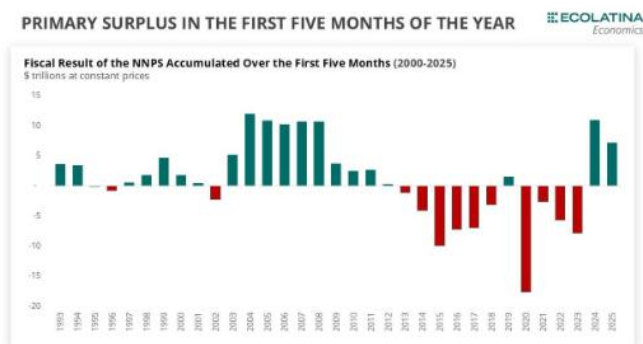
- **May's fiscal outcome was explained by a combination of lower primary spending (-1.9% YoY) and a sharp real contraction in revenues (-14% YoY), largely due to the exceptional performance of Income Tax in May 2024, when the impact of the December 2023 devaluation was reflected in corporate balance sheets**

with dollarized assets. However, even excluding Income Tax, revenues still contracted 5% YoY, mainly due to the end of the PAIS Tax and a high comparison base for export duties, linked to the realization of proceeds from soybean exports. In contrast, primary spending reached its lowest level for any May in the past decade, as a result of the fiscal consolidation carried out by the current administration—particularly through sharp reductions in economic subsidies and capital expenditure.

• With the fiscal gains achieved in recent months, the government is on track to close the year with a primary surplus of around 1.6% of GDP, exceeding the target agreed with the IMF (1.3%). However, challenges remain—especially in a context where no extraordinary revenues are expected and room for further spending cuts is limited. The current fiscal framework hinges on a sustained recovery in economic activity, supported by a more dynamic agricultural sector and a gradual rebound in domestic consumption. In the near term, June will be a key month: it typically features higher spending due to mid-year bonus payments and a seasonal uptick in energy subsidies, which could lead to the first monthly deficit of the year. Even so, a positive fiscal surprise—similar to what occurred in June 2024—cannot be ruled out.

Treasury Performance in May

The **Non-Financial National Public Sector** (NFPS) posted a primary surplus of ARS 1.7 trillion in May. With interest payments amounting to ARS 1 trillion, the overall financial surplus reached almost ARS 0.7 trillion. Spending cuts remained broadly in line with the trend observed in April, while revenues dropped sharply due to a high comparison base in May 2024. Over the first five months of the year, the National Public Sector accumulated a financial surplus equivalent to 0.3% of GDP and a primary surplus of 0.8% of GDP.



May's fiscal outcome was explained by a combination of lower primary spending (-1.9% YoY) and a sharp real contraction in

revenues (-14% YoY), largely due to the exceptional performance of Income Tax in May 2024, when the impact of the December 2023 devaluation was reflected in corporate balance sheets with dollarized assets.

Tax revenues, which had shown steady growth throughout the year driven by taxes linked to economic activity, declined in May at the same pace as total revenues. However, even when excluding the impact of Income Tax, there still was a 5% YoY drop due to the end of the PAIS Tax and a high comparison base for export duties, related to the realization of proceeds from soybean exports.

By contrast, primary spending in May fell to its lowest level for that month in the past decade, reflecting the fiscal adjustment implemented by the current administration, with particular emphasis on cuts to economic subsidies and capital expenditure. Nevertheless, over the January–May period, primary spending was 6% higher than in the same period of 2024, while revenues posted a 2% year-on-year decline.

For the second consecutive month, both primary spending and revenues recorded month-on-month increases in seasonally adjusted terms. On the spending side, there was a rise in transfers for energy and transportation, partially offset by declines in public sector wages and transfers to universities. On the revenue side, export duties dropped sharply from the April peak, in line with recent tariff reductions. In contrast, other taxes maintained their upward trend in seasonally adjusted terms.

Zooming In on Public Accounts

Total revenues contracted by 14% year-on-year in May. Excluding the Income Tax, the decline was 5%. This weaker performance is explained by the drop in export duties and the absence of extraordinary revenues such as the PAIS Tax, which accounted for nearly 4% of total revenues in May last year. As previously noted, Income Tax saw a 93% real year-on-year increase in May 2024, driven by extraordinary corporate earnings. The reason for this was that, seasonally, May is the month when prior-year results are reflected in the tax base, and on that occasion, profits were boosted by the December 2023 devaluation's effect on dollarized assets.

Other taxes linked to economic activity maintained the positive trend seen in the previous month. **Social Security** contributions rose 14.6% YoY, marking nine straight months of growth. **VAT**, by contrast, remained virtually unchanged (-0.4% YoY) and hit its lowest level since May 2021. Meanwhile, the **tax on Credits and Debits** rose 22.9% YoY, consistent with the dynamic of recent months.

In terms of foreign trade, **export taxes** fell 37.9% in real year-on-year terms. This decline was driven both by a high comparison base—since the H1 realization of export proceeds was

concentrated in May 2024—and by government-led reductions in export tax rates. In contrast, **import taxes** continued to rise at a pace of 22.6% YoY, reflecting higher import volumes.

On the expenditure side, **primary spending** measured in real terms has posted two consecutive months of growth in seasonally adjusted terms, which could suggest an emerging change in trend. However, in year-on-year terms, it fell for the second month in a row (-1.9% YoY), hitting the lowest May level in the last decade.

Within primary spending, **social benefits** continued to rise, with six consecutive months of real growth. **Pensions and Retirement** benefits (including non-contributory pensions) outpaced inflation by 15.2% YoY. Even more striking was the increase in the **Universal Child Allowance**, which rose 52% YoY and becoming the highest social benefit item for any May since 2016.

Economic Subsidies reached their highest real level of the year in May and have grown for two straight months in seasonally adjusted terms. Nonetheless, in year-on-year terms, they dropped by 55%, reaching a historic low. **Capital Expenditure** followed a similar path, with a 33.9% YoY decline, also hitting its lowest May level on record.

Meanwhile, **Operating Expenditures** posted a modest real increase (+1.6% YoY), although within this category, public sector wages continued to fall (-5.4% YoY). In line with this trend, **Transfers to Universities** declined 7.6% in real terms. Finally, **Transfers to Provinces** more than doubled in year-on-year terms, but remain below historical averages.

On the revenue side, the current fiscal framework relies on a sustained recovery in economic activity, supported by a more dynamic agricultural sector and a gradual rebound in domestic consumption. In this regard, the recent reinstatement of higher export tax rates on soybeans, corn, and their derivatives—effective as of July—could help strengthen revenues in the coming months.

On the spending side, the margin for additional cuts is narrow: primary expenditure is already at historically low levels, and a significant share—such as pension spending—is indexed to past inflation, which limits the possibility of further cuts.

Regarding this, it will be necessary to closely monitor the debates in the Senate concerning a new bill promoted by the opposition, which has already been passed in the Lower House with a wide majority. The proposal features a compensation for pensioners for losses incurred during the shift in indexation formulas, a nearly 60% increase in the pension bonus with automatic indexation, and the reinstatement of the pension moratorium for two years. Although the Executive Branch has already announced it would veto the bill, Congress could still override the veto, which would put pressure on public finances.

In the near term, June represents a key month. Seasonally, it tends to bring higher expenditures due to mid-year bonus payments and a rise in economic subsidies, which could lead to the first deficit of the year. Even so, a fiscal surprise cannot be ruled out: in June 2024, despite these pressures, the government managed to maintain both a primary and financial surplus. It was not until July that the first financial deficit of the year materialized, due to sovereign bond interest payments.

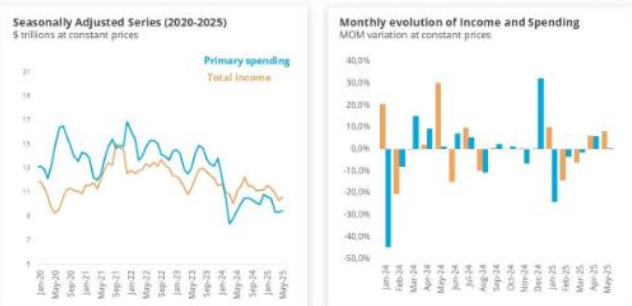
EXTERNAL SECTOR

A Seasonal Surplus

- The trade balance posted a surplus of USD 608 million in May. This brought the cumulative balance for the first five months of the year to USD 1.9 billion, significantly below the surplus recorded in the same period of 2024 (USD 8.9 billion).

- The energy trade balance remained in surplus, although its performance moderated compared to previous months. Specifically, the energy surplus amounted to USD 345 million in May. While the trade balance excluding the energy sector would still have been positive—by USD 263 million—thanks to favorable seasonality in the agricultural sector, energy played a key role in explaining the surplus. In fact, 56.7% of May's trade surplus was explained by the energy balance. May also marked the first month of

MONTHLY GROWTH OF REVENUE AND EXPENDITURE IN MAY ECOLATINA Economics



Outlook

Thanks to the fiscal gains achieved over recent months, the government is on track to end the year meeting its target of a primary surplus of around 1.6% of GDP—above the 1.3% target agreed with the IMF. However, challenges remain, especially in a context where no extraordinary revenues are expected and the scope for further spending cuts is limited.

the year in which both the energy and non-energy trade balances were simultaneously in surplus.

• We estimate that the cumulative trade balance for the year will remain positive, though with distinct dynamics between H1 and H2. While H1 was characterized by consistent surpluses, H2 faces greater challenges that could lead to a reversal, driven by seasonal factors and some degree of exchange rate uncertainty.

What Happened to the Trade Balance in May?

The trade surplus reached USD 608 million in May, bringing the cumulative balance to USD 1.9 billion for the first five months of the year—well below the USD 8.9 billion accumulated over the same period in 2024.

As in the first four months of the year, May's result fell short of the Central Bank's Market Expectations Survey. Specifically, the median forecast projected exports at USD 7.6 billion and imports at USD 6.6 billion, implying a surplus of USD 1.1 billion.

The energy trade balance remained positive, though it softened compared to prior months. In May, the energy surplus stood at USD 345 million (bringing the year-to-date total to USD 2.8 billion), down 27.1% from May 2024. The balance stayed in surplus despite a 29.0% drop in energy exports compared to the same month last year (USD 647 million in 2025 vs. USD 911 million in 2024). On the other hand, energy imports also posted a significant decline, falling by 31% to USD 302 million.

While the trade balance excluding the energy sector would still have been positive—by USD 263 million—due to the seasonal strength of agricultural exports, the energy balance was crucial in driving the overall surplus. Specifically, 56.7% of the May trade surplus is explained by the energy sector. Moreover, May stands out as the first month of the year in which both the energy and non-energy balances were positive.

Despite a 7.4% YoY drop in exports totaling USD 7.1 billion, the trade surplus for the month remained positive, supported by favorable agricultural seasonality but offset by the sharp currency appreciation. The decline was driven by both lower export volumes (-6.0% YoY) and lower prices (-1.5% YoY).

Performance varied across export categories. In values, the largest export segment was *Processed Agricultural Products* (PAP), totaling USD 2.5 billion, down 11.1% YoY. This was followed by *Primary Products*, which posted exports of USD 1.9 billion, representing a 1.3% YoY decline. Meanwhile, *Industrial Products* (IP) rose by 2.4% YoY, reaching USD 1.9 billion.

Imports increased 29.4% YoY to USD 6.5 billion, marking the sixth consecutive month of strong year-on-year growth. While overall import prices fell by 7.0% YoY, this was more than offset by a 39.4% increase in volumes. In contrast, the seasonally-adjusted series declined 4.3% in May, although it remained 0.9% above December 2024 levels.

All import categories recorded year-on-year growth, with the exception of fuels and lubricants, which fell by 31.1%, reflecting both a drop in prices (-21.5%) and in volumes (-9.4%). The largest import category in value terms was *Intermediate Goods*, at USD 2.1 billion (+1.0% YoY). This was followed by *Parts and Accessories for Capital Goods* at USD 1.4 billion (+32.9% YoY), and *Capital Goods* at USD 1.2 billion (+68.5% YoY). *Consumer Goods* posted imports of USD 900 million (+75.1% YoY), while *Passenger Motor Vehicles* surged to USD 495 million (+160.0% YoY).

What to Expect for the Rest of the Year

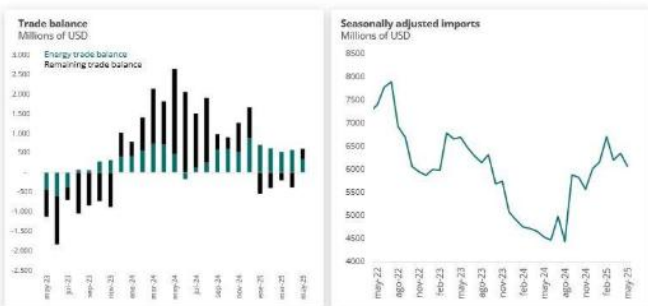
In the short term, we estimate that June will deliver a positive trade balance, as it is typically a month boosted by agricultural seasonality, with exports rising due to the main harvest season. With the reinstatement of export taxes on agricultural products approaching, exporters are expected to accelerate the realization of export proceeds in June.

However, looking ahead to H2 2025, the outlook becomes more uncertain regarding the direction of the trade balance. The reintroduction of export taxes as of July, coupled with less favorable seasonality for the agricultural sector, could compromise Argentina's export performance in H2. With the harvest season behind and the electoral calendar approaching, uncertainty around the real exchange rate is likely to intensify. In particular, there are growing concerns regarding exporter behavior in H2, as incentives to bring in foreign currency may weaken amid ongoing exchange rate uncertainty.

While Argentina has recorded an energy trade surplus in recent months, the balance was negative in June last year, mainly due to seasonal factors. This year, the rebound in economic activity—together with the seasonal increase in energy

LOWER TRADE SURPLUS IN 2025

ECONOLATINA
Economics



Source: Econolatina based on INDEC

consumption during the winter—could offset some of the recent gains by pushing up import volumes. Although domestic oil and gas production is higher than last year, this increase may not be sufficient to meet rising demand, potentially pushing the energy balance back into deficit.

At the same time, the ongoing economic recovery—combined with the current level of the real exchange rate—is expected to continue **driving up imports, sustaining broad-based growth across all categories**.

In short, we **estimate that the cumulative trade balance for the year will remain in positive territory**, though with a clear contrast between H1 and H2. While H1 was marked by consistent surpluses, H2 faces more challenges that could turn the balance negative, due to seasonal effects and persistent exchange rate uncertainty.

EXCHANGE RATE AND MONETARY POLICY

H2: The Interest Rate and Exchange Rate Balancing Act

- The month ended on a stronger note for the foreign exchange market. The official exchange rate remained relatively stable during the first few weeks, to then alternate between sharp declines and increases, ultimately ending the month in line with the end-May level (ARS 1,194).

- The key developments were the announcement of a more aggressive stance on foreign currency accumulation—through a new REPO agreement—the release of a placement schedule for BONTE instruments, and, for the first time under the new framework, the Treasury purchasing foreign currency in the official exchange market. At the same time, the monetary aggregates framework consolidated through the cancellation of put options and the non-renewal of LEFI bills on one hand and, on the other, through an increase in reserve requirements and the bond placement of the first tranche of the BOPREAL Series 4.

- The effectiveness of these measures will depend on how well interest rate dynamics and devaluation expectations align, so that carry trade opportunities (both domestic and international) remain attractive. This is essential not only to preserve a degree of exchange rate stability, but also to reinforce mechanisms aimed at rebuilding international reserves.

June ended on a stronger note for the **foreign exchange market**. The official exchange rate remained relatively stable during the first few weeks, to then alternate between sharp declines and increases, ultimately ending the month in line with the end-May level (ARS 1,194). Thus, the exchange rate continued gravitating around the center of the band, with the wholesale exchange rate sitting 2% on average below that middle point.

The most notable developments during the month were a series of measures aimed at **strengthening international reserves** and recalibrating monetary policy toward a **monetary aggregates framework with an endogenous interest rate**.

On the **reserves** front, the government announced the following: **1) A new REPO agreement** with banks for USD 2.0 billion over two years, signed on June 11, with an annual USD interest rate of 8.25% (it is to be noted that only USD 500 million of this counts toward the IMF's net reserves metric); **2) New auctions** of instruments to be subscribed in dollars (such as the recent BONTE bond), with a monthly limit of USD 1.0 billion and open to both residents and non-residents; **3) The removal of the six-month minimum holding period** and the elimination of cross-restrictions for non-resident investors, and; **4) The possibility** for the Treasury to accumulate foreign currency through **purchases in the official forex market when the exchange rate sits within the band** during periods of temporary surges in supply—USD 200 million was purchased this way at the end of June.

While the government continues to prioritize disinflation as a path to better electoral performance, recent measures reflect the economic team's pragmatism and a clear intent to **send a positive signal regarding reserve accumulation**. Beyond the targets negotiated with the IMF (we estimate the government was around USD 4.0 billion short of the target in mid-June, although it could request a waiver without major complications), building up reserves is currently key to **bolstering investor confidence** and reducing country risk—both of which are essential to ensuring the current framework's sustainability in 2026.

An important point is that, initially, the government had some control over the pace of foreign capital inflows into primary BONTE bond auctions due to macroprudential regulations introduced in mid-April. However, with the recent removal of the minimum holding period, the government is now seeking to **encourage greater capital inflows** to boost USD financial supply. The trade-off is that it now has **less control over the pace of inflows and outflows**, making it more vulnerable to potential episodes of volatility.

How much potential does this new tool have? Non-resident holdings of peso-denominated bonds stood at just USD 800 million in Q1 2025, but they **could rise to USD 9.0 billion** by

end-2025 if external capital inflows match monthly BONTE issuances (though the actual figure could be lower if residents take up a larger share, or higher if non-resident flows increase through other assets via the official forex market). For context, these holdings **peaked at USD 25.0 billion in 2017** and averaged over USD 13.0 billion during the following three years of Macri's administration, when country risk was significantly lower. While there is still room to use this instrument, it will be crucial to maintain a balance between interest rates, devaluation expectations, and exchange rate volatility in order to keep it attractive.

Along similar lines, the authorities have shifted their messaging around the **exchange rate dynamics within the bands**. Initially, the government showed a preference for letting the exchange rate approach the floor of the band to reduce pass-through effects of exchange rate movements onto prices (and stated it would only purchase USD at that lower bound). However, more than two months into the band regime, the Treasury's recent USD purchases in response to large foreign currency supply seem to reflect a policy shift: the preference now appears to be a stable exchange rate around the center of the band, rather than one fluctuating near the lower end.

In practical terms, whether it is the Treasury or the Central Bank making purchases within the band, **the monetary effect is the same** —an expansion of the monetary base. The only difference lies in the source of the pesos used for these operations: if the Treasury is the buyer, the pesos come from its account at the Central Bank. Still, it is worth noting that at the end of April, the Central Bank transferred ARS 11.7 trillion in profits from the previous fiscal year to the Treasury, so the net effect is ultimately the same.

Beyond the recalibration of the exchange rate strategy, several **uncertainties loom over H2**: the seasonal boost from the agricultural sector is expected to fade (though it may continue through July), incentives for the realization of export proceeds may diminish (even if export taxes are not raised again), import demand is likely to normalize, and—most importantly—political uncertainty related to the legislative elections is set to reemerge.

In this context, it would not be surprising if the exchange rate drifted toward a **higher floating range**. This raises the key question: if the exchange rate moves upward, will the government allow it to float higher, or will it step in to contain volatility in the run-up to the election?

So far, the signals suggest that **the government would not be comfortable with the exchange rate moving to higher levels**. In addition to its explicit efforts to guide the market toward the lower end of the band, the authorities have taken an increasingly large position in the **futures market** (in May, the position reached USD 1.9 billion — the highest under the current administration) and are pursuing an **interest rate** policy that appears to prioritize exchange rate stability over household consumption or economic activity (as seen, for instance, in the adjustment to the repo rate and the overnight interbank rate reaching a 50% nominal annual interest rate in April).

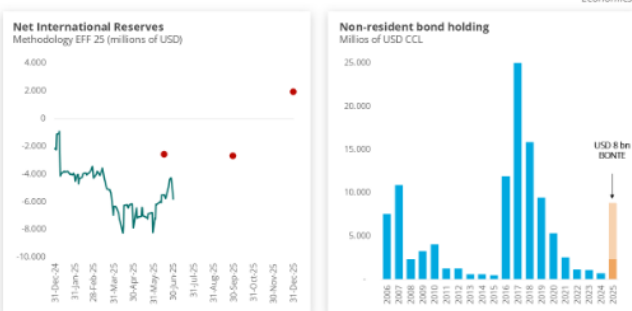
Precisely, recent **monetary policy** measures have focused on consolidating a **monetary aggregates framework, where the interest rate is determined by the market**: **1) The repurchase of the remaining puts** on Treasury bonds (completed on June 10 with a premium of just ARS 23 billion); **2) The issuance of Series 4 of the BOPREAL bond** on June 18 to cancel private sector external debt (USD 810 million in face value was placed); **3) The gradual increase and future unification** (with no defined date) **of reserve requirements** on interest-bearing deposits, regardless of the type of depositor (i.e., no longer distinguishing mutual funds), and; **4) The elimination of the LEFI bills**, and with it, the benchmark interest rate previously set by the Central Bank — which will now be determined in the market for short-term Treasury bills.

As a result, with the repurchase of puts and the discontinuation of LEFI bills, only the Central Bank (through open market operations or adjustments to reserve requirements) and the Treasury (via auctions, fiscal surplus, or possible intervention in the official forex market) will be able to expand or contract the monetary base. In this way, the Central Bank will tighten its control over monetary aggregates and allow the interest rate to be determined endogenously by the market. In short, it will go from **managing quantities rather than prices**.

While LEFI bills mature on July 18, the Central Bank will stop renewing them on July 10, and the Treasury will exchange its holdings to the Central Bank for a portfolio of short-term **LECAP bills** that are traded in the secondary market. This will give the monetary authority tools to intervene in the secondary market and manage system liquidity, thereby **influencing how market interest rates are determined**. In this transition, we will likely see a migration from LEFI bills to other instruments (Central Bank current accounts, government securities, repos, or others) as banks reposition ahead of the maturity date.

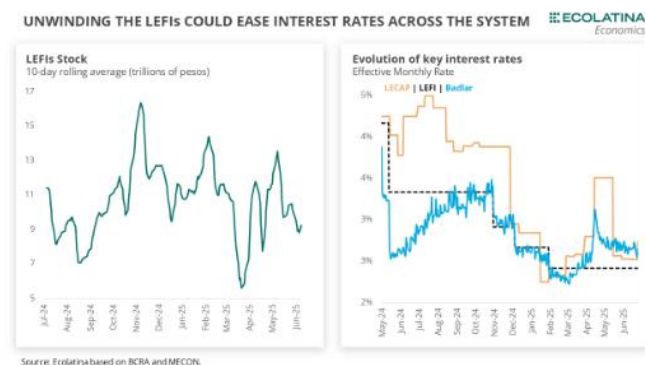
AS A WAIVER LOOMS, BONTE WILL BE CRUCIAL FOR FX ACCUMULATION

ECOLATINA
Economics



Consequently, the increased liquidity in the system is likely to exert **downward pressure on market interest rates** — further supported by moderating inflation. Indeed, the direction of these measures suggests the government may be aiming to reduce financing costs to sustain growth in **private sector credit** (which, while still rising, has slowed) and to give a stronger boost to economic activity.

reserves. In addition, the Central Bank's stance in the secondary market, alongside the rate signals emerging from Finance auctions, will provide clues about the interest rate levels the economic team is most comfortable with. Nonetheless, under a monetary aggregates framework, any disruption in the exchange rate will force **peso interest rates to adjust accordingly** — especially in the lead-up to the election.



In the short term, however, the **lower peso liquidity** has been putting pressure on fixed-income instruments, with the Finance Secretariat facing **higher interest rate floors in the secondary market**. This was precisely the factor behind the absence of a BONTE tranche for foreign investors in the last auction of the month (USD 500 million short of the monthly USD 1.0 billion cap), which we interpret as a deliberate decision by the economic team to postpone the auction in order to avoid signaling “debt at any cost.”

Thus, the challenge ahead will be to **align interest rate dynamics with devaluation expectations** (with the Central Bank likely to remain active in the futures market), so that carry trade opportunities — both domestic and international— remain attractive. This would help support not only exchange rate stability but also the mechanisms needed to rebuild international

All contents of this publication have been prepared by LATINCONSULT S.A. for the exclusive use of the recipients. It is for information purposes only and does not constitute an offer of and/or solicitation to buy or sell any financial product or instrument or a recommendation to invest and/or transact. The information and analyses presented are based on public and private sources that are considered reliable. Nevertheless, LATINCONSULT S.A. cannot guarantee the completeness and accuracy of this data. All opinions and estimates mentioned in the publication are subject to change without notice by LATINCONSULT S.A.. No part of this publication may be reproduced in any form or by any means, mechanical, photochemical, electronic, photocopying or otherwise, nor may it be distributed in any of these forms without the prior express permission of LATINCONSULT S.A..

PUBLISHER

German-Argentinean Chamber of Industry and Commerce

Av. Corrientes 327 – C1043AAD Buenos Aires

Tel.: (+54 11) 5219-4000 Fax: (+54 11) 5219-4001

E-Mail: ahkargentina@ahkargentina.com.ar

Internet: www.ahkargentina.com.ar

Original text and statistics: Ecolatina

Coordination: Julieta Barra

Edition: Christina Keim

ECONOMIC INDICATORS AND PROJECTIONS

	Monthly or Quarterly Indicators					Annual Indicators		
	Unit of measure	Date	Last Data	Date	Next Data	2024	2025p	2026p
Activity								
GDP	YoY %	I Q 25	5,8	II Q 25	6,7	-1,3	5,0	4,0
Total Consumption	YoY %	I Q 25	9,6	II Q 25	7,1	-3,1	5,9	3,4
Total Investment	YoY %	I Q 25	31,8	II Q 25	23,6	-17,2	18,3	10,0
Prices								
INDEC National CPI ⁽¹⁾	YoY %	may.-25	1,5	jun.-25	1,8	117,8	29,0	19,0
Foreign Exchange								
Nominal FX ⁽¹⁾	ARS / USD	jun.-25	1181	jul.-25	1190,8	1020,7	1288,9	1400,6
Real Multilateral. ARS/USD(1)	Dec. '01=100	jun.-25	1,24	jul.-25	1,22	1,15	1,20	1,12
Fiscal Situation. Year Accum.								
Total Incomes	% GDP	may.-25	6,0	jun.-25	7,4	16,8	16,5	16,8
Primary Expenditures	% GDP	may.-25	5,2	jun.-25	6,6	15,0	15,0	15,1
National Primary Balance ⁽²⁾	% GDP	may.-25	0,8	jun.-25	0,8	1,8	1,6	1,7
Foreign Sector								
Exports	USD BN	may.-25	7,1	jun.-25	7,3	79,7	81,3	85,9
Imports	USD BN	may.-25	6,5	jun.-25	6,3	60,8	75,0	79,5
Trade Balance	USD BN	may.-25	0,6	jun.-25	1,0	18,9	6,3	6,4
Balance of Payments								
Current Account balance	USD BN	I Q 25	1,0	II Q 25	-5,2	6,3	-15,6	-17,6
Interest Rates								
Monetary Policy Rate ⁽¹⁾	%	jun.-25	29,0	jul.-25	31,0	32,0	24,0	16,0
Private Banks BADLAR ⁽¹⁾	%	jun.-25	33,1	jul.-25	31,6	31,9	24,9	16,1

(1) Annual Indicators. December Average

(2) Excludes SDR allocation in 2021

(2) Excludes extraordinary resources