

ARGENTINA

INFORME ECONÓMICO MAYO

2020



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

05/2026

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.
- Las restricciones de política económica luego de las elecciones legislativas.
- Cuáles son los posibles escenarios y sus probabilidades asociadas.
- Proyecciones de las principales variables bajo tres 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: La dualidad de la economía argentina

Durante el último mes se dieron a conocer datos que confirmaron una **profundización en la dualidad de la economía argentina**: una continuidad de la calma financiera con avances en el frente cambiario convive con un marcado deterioro de la economía real, principalmente en aquellos sectores intensivo en empleo y orientados al mercado interno.

El **contexto internacional** amagó con calmarse con el inicio de las negociaciones entre EEUU e Irán, pero la falta de resultados rápidos y concretos continúa **alimentando la incertidumbre financiera** (por caso, el precio del petróleo continúa moviéndose como un sube y baja). En este marco, Gobierno no sólo logró llegar a un **acuerdo con el staff técnico del FMI** por la segunda revisión del programa vigente (aún falta la aprobación del directorio para que lleguen los desembolsos), sino que alcanzó nuevos acuerdos por financiamiento y garantías con otros Organismos Internacionales.

En el plano local, el **esquema cambiario continuó generando resiliencia**. Pese a la suba de las últimas ruedas, el tipo de cambio se sostuvo relativamente estable lejos del techo de la banda (actualmente se ubica a más de un 20% del techo, cuando en diciembre del 2025, estaba a tan sólo un 4%). En paralelo, el BCRA aceleró su ritmo de compras y adquirió más de USD 2.700 M durante abril (la mayor compra mensual desde mayo del 2024), acumulando así compras por más de USD 7.000 M en lo que va del 2026. A diferencia de los meses previos, durante abril **la compra de USD del BCRA logró traducirse en una acumulación** efectiva de Reservas Netas, que ya se ubicaron en niveles positivos por primera vez desde el pago de deuda a principios del 2026.

¿Qué hay detrás de las abultadas compras del BCRA? Podemos distinguir tanto **factores estructurales como coyunturales**. Dentro de los factores estructurales está el ya mencionado **cambio en la matriz exportadora**, donde la energía y la minería fueron ganando terreno en los últimos años al nivel de explicar la totalidad del superávit comercial de bienes en 2025.

Ahora bien, a dicha dinámica se le sumaron en los últimos meses algunos **factores coyunturales**: **1) La tendencia alcista en los precios de los commodities** que exportamos (no sólo aportó la disparada en el precio del petróleo, sino también subas en los commodities del agro y la minería); **2) Las menores importaciones** producto del adelantamiento previo a las elecciones y el menor nivel de actividad en ciertos sectores; **3) La llegada de los dólares** provenientes de la **cosecha gruesa** (el agro aceleró su liquidación desde fines de marzo); **4) El aporte de la oferta financiera** (tanto préstamos

bancarios, como colocaciones de ON de empresas o bonos públicos provinciales); y **5) Una demanda financiera contenida** producto de la expectativa de oferta de USD en el corto plazo (ligada a la cosecha), lo cual hace atractivo posicionarse en pesos por un tiempo, incluso frente a tasas de interés bajas.

En materia monetaria, el Gobierno continúa sosteniendo **las tasas de interés en niveles bajos** en una búsqueda por reactivar el crédito y darle así impulso a la economía. Como ya comentamos, la mayor oferta coyuntural de USD le permite a las autoridades poner transitoriamente en pausa el típico trade-off entre tasa de interés y el tipo de cambio. En esa misma línea, la aceleración de las compras del BCRA indujo una mayor inyección de pesos en la economía, lo que le permitió al Tesoro obtener buenos resultados en sus licitaciones (rollover por encima del 100%) sin reducir drásticamente la liquidez del sistema.

Paralelamente a esta relativa calma financiera-cambiaria, el Gobierno recibió **noticias negativas en otros frentes durante el último tiempo**. En primer lugar, la **inflación** hiló varios meses consecutivos de aceleración y alcanzó el 3,4% en marzo, la mayor suba mensual en los últimos 12 meses. La dinámica alcista se explicó principalmente por cuestiones coyunturales (aumento de la carne, suba de la nafta producto de la guerra, corrección al alza en precios regulados, incrementos en productos estacionales, etc.), aunque la inflación excluyendo dichos factores también mostró una leve aceleración.

Frente a la marcada aceleración inflacionaria, **el poder adquisitivo del sector registrado hiló 6 meses consecutivos con caídas reales** mensuales (probablemente sean 7 con el dato de marzo), acumulando una caída del 4,3% desde septiembre. En paralelo a dicho deterioro, continuó creciendo la preocupación por la **mora en familias** (1 de cada 10 no están pudiendo afrontar las cuotas de los créditos que contrajeron) y la dinámica del empleo privado registrado.

Como resultado de esta dinámica, **la actividad económica sorprendió con una fuerte caída** mensual en febrero. En números, el EMAE se desplomó un 2,6% mensual, la mayor caída de la era Milei. Detrás de dicho número, **la heterogeneidad continúa presente**: pese a la retracción del agro producto de la finalización de la cosecha fina del trigo, los sectores ganadores intensivos en materias primas (como minería y energía) continúan compensando en el agregado la crisis que sufren los sectores intensivos en empleo (como industria, construcción y comercio).

A esta altura del partido, parece que la heterogeneidad sectorial y geográfica **comenzaron a tener impactos sobre la paciencia social**: El índice de Confianza del Gobierno se redujo un 12% en abril y volvió a acercarse a los mínimos de la gestión Milei. Si bien aún persiste en niveles relativamente altos (cerca

del 40% de aprobación, similar a Macri y muy por encima de Alberto Fernández para el mismo periodo), crece la incertidumbre sobre cuanto **impacto electoral** podrá tener dicha tendencia si se sostiene de cara al año próximo.

En el corto plazo, **el Gobierno debería acumular buenas noticias en ambos frentes** (el financiero y el real). En el plano cambiario, la liquidación de la cosecha y la llegada de USD financieros ayudaría al BCRA a sostener el proceso de compras. Por otro lado, los indicadores adelantados de actividad anticipan una recuperación en marzo. Al mismo tiempo, las mediciones privadas de inflación reflejan una marcada desaceleración inflacionaria durante abril. Si el tipo de cambio se sostiene relativamente estable en los próximos meses, podríamos ver una tendencia a la baja en la inflación, lo cual colaboraría a iniciar una paulatina recuperación del salario real. Como siempre, **las dudas aparecen en el segundo semestre**, cuando se reduce la oferta estacional de dólares y vuelven a aparecer los *trade-off*.

Político: Un Milei menos popular cambia los incentivos y las expectativas

1. *La pérdida de popularidad de Milei es la más notoria del ciclo y tiene impacto político*

La caída en los niveles de popularidad de Milei es la más pronunciada a lo largo de todo este ciclo. Ocurre seis meses después del triunfo electoral de 2025 y en un contexto económico adverso.

2. *El principal impacto es el desalineamiento de los incentivos para ordenar la política*

La pérdida de apoyo social desalinea los incentivos del resto de los actores para brindarle apoyo a Milei. Las negociaciones se vuelven más complejas y las decisiones, más difíciles de tomar.

3. *También impacta en la proyección hacia 2027, aumentando el riesgo de una segunda vuelta.*

Asimismo, incide en las proyecciones que analistas y actores hacemos hacia 2027, particularmente en el aumento de la probabilidad de un escenario de segunda vuelta, con todas sus implicancias.

A seis meses del claro triunfo electoral en las elecciones de medio término, Javier Milei enfrenta el momento más complejo en la relación entre su liderazgo y la opinión pública. Se observa **un deterioro en sus niveles de popularidad** que no se había registrado hasta ahora: un proceso de erosión de su apoyo social, alimentado tanto por factores económicos —

principalmente la pérdida de poder adquisitivo de los ingresos— como por factores políticos —especialmente los escándalos vinculados a sospechas de corrupción— que han afectado la reputación del Gobierno.

Resulta llamativo que esto ocurra tan poco tiempo después de un triunfo inapelable del oficialismo. Sin embargo, esa misma anomalía obliga a revisar la interpretación dominante de aquel resultado electoral. Si el Gobierno enfrenta este deterioro de manera tan temprana, cabe pensar que ese triunfo no se explicó tanto por la adhesión positiva al oficialismo, sino más bien por el **rechazo a la alternativa opositora**.

Más allá de la interpretación del resultado de octubre de 2025, lo cierto es que este deterioro en la popularidad de Milei **tiene efectos concretos sobre la dinámica política**. En particular, altera el sistema de incentivos del resto de los actores. A quienes se ubican en la oposición, los incentiva a endurecer su postura, legitimados por el malestar social. A quienes habían mostrado disposición a colaborar, los lleva a encarecer esa colaboración o incluso a retirarla, dado el creciente descontento con la gestión.

En este contexto, las negociaciones necesarias para construir mayorías se vuelven más complejas, y las decisiones, más costosas. Se revierte así la percepción que había dejado el período de sesiones extraordinarias, cuando el Gobierno parecía contar con la capacidad de aprobar sus iniciativas sin mayores obstáculos. De hecho, desde **febrero el Congreso ha vuelto a convertirse en una arena hostil** para el oficialismo, dificultando el avance ágil del programa de reformas presentado por el Presidente en la apertura de sesiones ordinarias.

El deterioro en la popularidad de Milei también impacta en las proyecciones hacia 2027, afectando la dinámica política y las relaciones entre los actores. En particular, aumenta la probabilidad de que el Presidente deba disputar su **reelección en una segunda vuelta**, lo cual tiene implicancias significativas.

En los sistemas de balotaje, ganar requiere construir mayorías amplias —la mitad más uno—, y en la región los oficialismos han tenido dificultades para lograrlo. La tasa de reelección en estos escenarios es inferior al 50%, en parte porque resulta más sencillo articular mayorías en contra que mayorías a favor del Gobierno.

En Argentina, los antecedentes de segundas vueltas —2015 y 2023— fueron **desfavorables para los oficialismos**. Además, en el caso de Milei, su perfil poco proclive a la moderación puede representar un desafío adicional, dado que estas instancias suelen exigir corrimientos hacia el centro para captar a los votantes indecisos. La pregunta, entonces, es si Milei podrá adaptarse a las demandas de una segunda vuelta.

En definitiva, este deterioro de su popularidad y competitividad electoral modifica el punto de partida para discutir la estrategia de cara a 2027. En particular, plantea el interrogante de si el Presidente podrá sostener una estrategia de crecimiento en soledad —consolidando su propio espacio— o si deberá avanzar hacia la construcción de alianzas más amplias. Cuanto menor sea su competitividad electoral a medida que se acerque la elección, mayor será la necesidad de ceder en sus pretensiones y priorizar una estrategia de ampliación antes que de pureza.

En ese sentido, **aún cuenta con una “rueda de auxilio”**: la posibilidad de articular con sectores afines para construir una coalición más amplia que maximice su competitividad y le permita enfrentar el desafío central de toda segunda vuelta: alcanzar la mitad más uno.

ACTIVIDAD

La actividad registró su mayor caída en más de dos años

- El Estimador Mensual de la Actividad Económica (EMAE) cayó 2,6% s.e. en febrero, luego de haber avanzado 0,4% en enero, interrumpiendo dos meses de subas consecutivas. Esta caída representa la más pronunciada desde diciembre de 2023. A su vez, se ubicó -2,1% en la comparación interanual. De este modo, la actividad económica retorna a niveles de julio del 2025 y se posiciona levemente por debajo del promedio de 2025 (-0,4%).

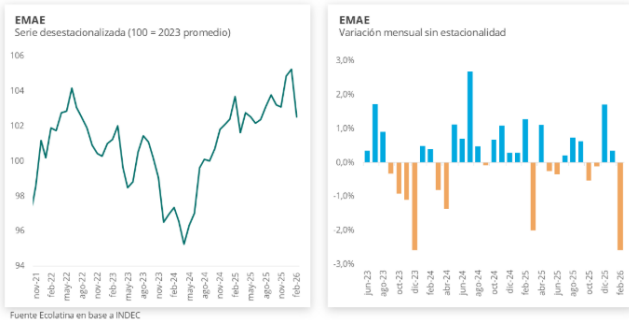
- Algunos factores puntuales que ayudan a explicar la magnitud de la caída mensual. Por un lado, el agro registró una fuerte baja, en gran medida como corrección tras el salto de enero asociado a la cosecha de trigo. De hecho, excluyendo al agro, la caída de EMAE hubiera estado en torno al 1% s.e. Por otro, la industria profundizó su deterioro, en línea con lo anticipado por el IPI manufacturero, que había mostrado una caída de 4,0% mensual. También comercio cayó cerca de 2%. Estos tres sectores explican una parte significativa de la contracción del EMAE.

- De cara a marzo, los indicadores adelantados de actividad mostraron señales mixtas. Por el lado de la industria hay señales positivas: la producción de automóviles subió 5% s.e. (+0,4% i.a.), mientras que los patentamientos de automóviles crecieron 0,2% s.e. (+1,2%). Con relación a la construcción, el Índice Construya avanzó 1,3% s.e. (+11,1% i.a.) y los despachos de cemento crecieron 4,0% s.e. (+11,6%). Por su parte, los datos de consumo fueron negativos en marzo: la confianza del consumidor cayó 5,3% s.e., posicionándose 4,7% por debajo de marzo del 2025, mientras que el crédito al consumo cayó 0,4% s.e. (+17,5% i.a.)

El Estimador Mensual de la Actividad Económica (EMAE) cayó 2,6% s.e. en febrero, tras dos meses consecutivos de crecimiento, **marcando la contracción más pronunciada desde diciembre de 2023**. En términos interanuales, la actividad se ubicó 2,1% por debajo del nivel de un año atrás. Con este resultado, el nivel de actividad retrocede a valores similares a los de julio de 2025 y se ubica levemente por debajo del promedio del año pasado (-0,4%).

LA ACTIVIDAD PIERDE LA SUBA DE LOS ÚLTIMOS MESES

ECOLATINA
Economics

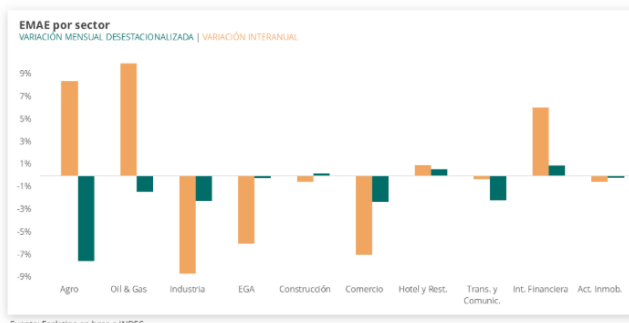


Algunos factores puntuales que ayudan a explicar la magnitud de la caída mensual. Por un lado, el agro registró una fuerte baja, en gran medida como corrección tras el salto de enero asociado a la cosecha de trigo. De hecho, **excluyendo al agro, la caída de EMAE hubiera estado en torno al 1% s.e.** Por otro, la industria profundizó su deterioro, en línea con lo anticipado por el IPI manufacturero, que había mostrado una caída de 4,0% mensual. También comercio cayó cerca de 2%. Estos tres sectores explican una parte significativa de la contracción del EMAE.

Al interior del estimador, el escenario continúa mostrando un patrón de crecimiento apoyado en los sectores primarios y extractivos (con la novedad de minería y petróleo como drivers del crecimiento), en contraste con el deterioro de los sectores más intensivos en mano de obra. Esto se refleja en el avance de la explotación de minas y canteras (+9,9% i.a.) y el agro (+8,4% i.a.). En contraposición, **la industria manufacturera cayó 8,7% i.a.** y el comercio retrocedió 7,0% i.a., mientras que la construcción se mantuvo prácticamente estancada (-0,6% i.a.).

EN FEBRERO TAMBIÉN CAYÓ LA PRODUCCIÓN DEL SECTOR PRIMARIO

ECOLATINA
Economics



En particular, el dato de febrero para la industria manufacturera la ubica 16% por debajo del promedio de 2025 y 24% por debajo del promedio de 2023. Este deterioro también se refleja en las encuestas empresariales del sector: **alrededor del 50,9% de las firmas señala que el nivel de pedidos se encuentra por debajo de lo normal**, mientras que un 31,3% califica la situación actual de su empresa como mala. Entre los principales factores que limitan la producción se destaca la insuficiencia de la demanda interna (52,5%), seguida por la competencia de productos importados (11,5%) y la incertidumbre económica (7,2%). Asimismo, **hacia adelante, un 17,3% de las empresas prevé reducir su dotación de personal en los próximos tres meses**, mientras que apenas un 3,7% espera incrementarla.

En la misma línea, el deterioro del comercio también se refleja en las encuestas del sector. El 37,3% de las empresas califica la situación comercial como mala, mientras que solo un 5,3% la considera buena. A su vez, el acceso al crédito continúa siendo un condicionante relevante: el 30,7% lo percibe como difícil y apenas el 2,7% como fácil. Entre los principales factores que limitan la actividad, predomina la debilidad de la demanda (58,7%), seguida por el costo laboral (17,3%) y, en menor medida, el costo de financiamiento (6,7%). De cara a los próximos meses, **las perspectivas de empleo continúan siendo contractivas**: el 24,0% de las firmas prevé reducir su dotación de personal.

¿Qué esperamos hacia adelante?

De cara a marzo, los indicadores adelantados de actividad mostraron señales mixtas. **Por el lado de la industria hay señales positivas**: la producción de automóviles subió 5% s.e. (+0,4% i.a.), mientras que los patentamientos de automóviles crecieron 0,2% s.e. (+1,2%). **Con relación a la construcción**, el Índice Construya avanzó 1,3% s.e. (+11,1% i.a.) y los despachos de cemento crecieron 4,0% s.e. (+11,6%). **Por su parte, los datos de consumo fueron negativos en marzo**: la confianza del consumidor cayó 5,3% s.e., posicionándose 4,7% por debajo de marzo del 2025, mientras que el crédito al consumo cayó 0,4% s.e. (+17,5% i.a.)

A futuro, **la baja de las tasas de interés iniciada en marzo podría aportar cierto alivio**, contribuyendo a una leve recuperación del crédito. A esto se suma el inicio de la cosecha gruesa (que también tracciona el transporte y la agroindustria) y la expectativa de mayor dinamismo en minería lo que podría traccionar la actividad. Sin embargo, hacia adentro del estimador continúan deteriorándose los sectores de mayor peso en el empleo. Atentos al desempeño y eventual rebote estadístico de la economía en marzo y la continuidad del segundo trimestre -más aún si se ratifica una significativa desaceleración de la inflación-, todavía mantenemos que **la economía crecerá por encima de 2,5% i.a. en el promedio de**

2026, un avance mucho más moderado que el año pasado, considerando un arrastre estadístico de casi 1 p.p.

Precios

La inflación acumuló casi 10% en el primer trimestre

- El IPC Nacional de INDEC mostró una variación de 3,4% en marzo, mostrando una aceleración de 0,5 p.p. tanto para el dato de febrero como de enero. De esta manera, exhibió la variación más elevada desde marzo de 2025. Acumuló 9,4% en el primer trimestre del año y 32,6% i.a

- En términos de categorías, los precios Regulados mostraron la mayor variación mensual (+5,1%), seguidos por el IPC Núcleo (+3,2%), mientras que los Estacionales registraron una suba de 1,0% en el mes.

- Según los relevamientos del IPC GBA Ecolatina, la inflación alcanzó 2,4% en abril. La continuación en el ajuste del precio de la nafta y de determinadas tarifas de servicios públicos (como agua, con un aumento del 4% en el AMBA y transporte público) continuaron impactando en el índice, pero otros factores puntuales que habían impactado en marzo no estuvieron presentes (como los típicos aumentos de educación e indumentaria, sumado a una desaceleración en el precio de la carne).

La aceleración de los precios regulados estuvo principalmente vinculada a las subas en **tarifas de gas, agua y electricidad** (+4,6%), así como incrementos en **transporte público** (+5,2%). Además, impactó el incremento de **educación** (+12,1%) como consecuencia del inicio de clases. Por último, resaltó la aceleración del precio de **combustibles** (+7,0% a nivel nacional) tras el alza del precio del petróleo producto del conflicto de Medio Oriente. En este sentido, el impacto del mes de combustibles y educación le añadió 0,6 p.p. a la inflación general.

En la misma línea, cabe destacar que los precios mayoristas que publica el INDEC, que muestran diversa información sobre los precios de la economía en la etapa mayorista de producción, treparon también 3,4% en el mes, con un alza en el precio del petróleo que aportó 2 p.p. a la suba del índice.

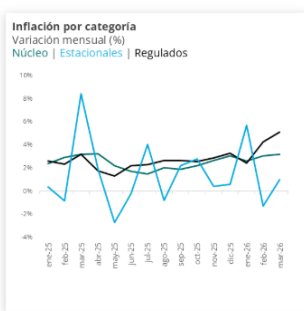
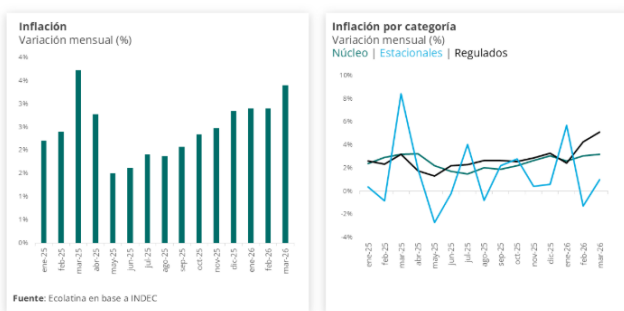
Por otro lado, la **inflación núcleo** mostró nuevamente una aceleración (+0,1 p.p. respecto al dato de febrero y 33,6% i.a.) y tuvo la variación más elevada desde abril del año pasado. Al interior, resaltaron determinados factores: la evolución del precio de la **carne**, que mostró una variación de 7,0% a nivel nacional, y acumula una suba de 37% desde noviembre, tras la aceleración del precio mayorista. Además, impactó el precio de los **alquileres**, que mostraron una suba de 3,6% en marzo y viene ubicándose sucesivamente por encima del nivel general (de hecho, mostró un promedio de 4,1% en los últimos doce meses).

En este sentido, la **“inflación subyacente”** que sigue el BCRA, al cual a los precios núcleo le restan la evolución de carnes y alquileres, mostró una variación de 2,4% en febrero, lo cual implicó una variación menor a la observada en el resto de las categorías. De todas formas, corresponde destacar que se ubicó por encima del promedio del año (+2,1%), también exhibiendo cierta aceleración respecto a los meses previos.

Por último, respecto a los **precios estacionales**, mostraron la evolución interanual más baja de las categorías (+14,3% i.a.) y tuvieron la menor evolución mensual, ayudado por la caída en frutas (-2,0%) y verduras (-2,3%). En cuanto a las divisiones del índice, la mayor suba se registró en Educación (+12,1%), por los ajustes de cuotas escolares, seguido de Transporte (+4,1%) por transporte público y combustibles y Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles con una variación de 3,7%. En contraste, las menores variaciones del mes se observaron en Equipamiento y mantenimiento del hogar (+1,3%), mientras que Bienes y servicios básicos (+1,7%) fue el segundo capítulo con menor variación.

En línea a la evolución de las divisiones del índice, se comprueba algo que viene observándose hace meses: los bienes (+3,0%) crecen por debajo de los servicios (+4,2%). Detrás de

La inflación alcanzó 3,4% en marzo



El IPC Nacional de INDEC mostró una variación de 3,4% en marzo, con una aceleración de 0,5 p.p. respecto a lo que se había visto en los primeros dos meses del año. El dato sorprendió al alza: se ubicó 0,4 p.p. por encima de la mediana del REM para marzo. De esta manera, la inflación a acumuló 9,4% en el primer trimestre del año y 32,6% en comparación con igual mes del año pasado.

En términos de categorías, los precios **Regulados** mostraron la mayor variación mensual (+ 5,1%), seguidos por el IPC **Núcleo** (+3,2%), mientras que los **Estacionales** registraron una suba de 1,0% en el mes.

este comportamiento, se encuentran varios factores: (i) ajustes de servicios públicos, que impactan directamente sobre el segundo grupo, (ii) salarios reales rezagados, que son uno de los principales componentes que impactan sobre los precios de los servicios privados; y, por último, (iii) apertura comercial y un tipo de cambio real más apreciado, que abaratan los bienes importados y dejan menor margen de ajuste para los precios de bienes locales.

El impacto en nuestras proyecciones

Según las estimaciones del IPC GBA Ecolatina, **la inflación alcanzó 2,4% en abril**. La continuación en el ajuste del precio de la nafta (además de un efecto arrastre de marzo, ya que la suba fue escalonada durante el mes) y de determinadas tarifas de servicios públicos (como agua y transporte público) continuaron impactando en el índice, pero otros factores puntuales que habían impactado en marzo no estuvieron presentes (como los típicos aumentos de educación e indumentaria, sumado a una desaceleración en el precio de la carne, que mostró una variación levemente menor al 2%).

En este sentido, **estimamos que la inflación del segundo trimestre pueda mostrar una desaceleración**, alejándose del 3% mensual de los primeros tres meses del año. De todas maneras, la expectativa anual con los datos hasta el momento queda condicionada: para que la inflación alcance el 27% que muestra la mediana del REM, la inflación debería alcanzar el 1,7% entre abril -diciembre. Con ajustes salariales pendientes -las paritarias ya se desanclaron de la pauta oficial-, la inercia inflacionaria hará lo suyo y complicará este objetivo, más allá de lo que pueda ocurrir en algún mes puntual.

Sin embargo, tampoco esperamos una espiralización inflacionaria, siendo la estabilidad cambiaria un factor clave para moderar presiones inflacionarias en el corto plazo, incluso en un contexto de importantes compras de reservas internacionales por parte del BCRA.

De este modo, **nuestro escenario más probable es que la inflación se mantenga mayormente en torno al 2% mensual durante buena parte del año**, reflejando una dinámica más estable pero todavía lejos de niveles de la desinflación deseada por el gobierno. De esta manera, superaría el 30% interanual en diciembre, un valor similar al registrado en 2025.

POLÍTICA FISCAL

Marzo con superávit primario y financiero

- El Sector Público Nacional mostró en marzo un superávit primario de \$0,93 billones y un resultado financiero positivo de \$0,48 billones, afrontando un pago de intereses por \$0,44 billones en el mes. Con este desempeño, el resultado primario acumulado en el primer trimestre alcanzó aproximadamente 0,5% del PIB.

- En términos reales, el resultado primario de marzo fue el más bajo de los últimos tres años: 6% inferior al registrado en marzo de 2025 y 28% por debajo de marzo de 2024. Este resultado pone en evidencia una dinámica ya anticipada por la recaudación, en un contexto en el que el gasto viene adecuándose para sostener el equilibrio frente a menores ingresos.

- Dentro de las principales novedades, se encuentra que el Gobierno alcanzó un acuerdo técnico con el Fondo Monetario Internacional (FMI) que habilitará el desembolso pendiente de USD 1.000 M tras la aprobación del directorio. En este sentido, un punto relevante es la reducción de la meta de superávit primario para 2026, que pasó del 2,2% al 1,4% del PIB (-0,8 p.p.). Si bien en los últimos meses se observa una desaceleración en la recaudación, la flexibilización responde principalmente a la dinámica reciente del financiamiento del Tesoro. En particular, la mayor utilización de instrumentos a tasa fija capitalizable permitió reducir los pagos de intereses en el corto plazo, al diferir su devengamiento hacia los vencimientos.

El Sector Público Nacional mostró en marzo un superávit primario de \$0,93 billones y un resultado financiero positivo de \$0,48 billones, afrontando un pago de intereses por \$0,44 billones en el mes.

De esta manera, el superávit primario alcanzó \$5,4 billones en el primer trimestre del año, contemplando el ingreso extraordinario por \$1,1 billones en enero producto de la privatización derivada de la adjudicación del paquete accionario de las centrales hidroeléctricas. Con este desempeño, el resultado primario acumulado alcanzó aproximadamente 0,5% del PIB, con un resultado financiero de 0,2% del PIB.

En términos reales, el resultado primario de marzo fue el más bajo de los últimos tres años: -6% inferior al registrado en marzo de 2025 y -28% por debajo de marzo de 2024. Este resultado pone en evidencia una dinámica ya anticipada por la recaudación, en un contexto en el que el gasto viene adecuándose para sostener el equilibrio frente a menores ingresos.

Las cuentas en detalle

En marzo, **los ingresos totales cayeron -5,8% i.a. en términos reales**, acumulando ocho meses consecutivos en terreno negativo. En este contexto, se mantuvo la tendencia a la baja, alcanzando el nivel más reducido de los últimos diez años (excluyendo los meses de mayores caídas durante la pandemia, en abril y mayo de 2020).

Los recursos tributarios retrocedieron -5,7% i.a. real, con caídas generalizadas en prácticamente todas las partidas. Los tributos asociados al nivel de actividad concentraron las mayores contracciones. En este sentido, el **Impuesto a las Ganancias** registró una caída de -23,9% i.a. real, la más pronunciada de los últimos nueve meses. Por su parte, el **IVA neto** se redujo -4,2% i.a., con un deterioro más marcado en el componente vinculado al comercio exterior (DGA), en línea un desempeño acotado de las importaciones. Además, las contribuciones a la **Seguridad Social** cayeron -2,8% i.a. como consecuencia de la tendencia negativa que viene observándose sobre el empleo formal y el salario real.

Por su parte, en materia de los tributos vinculados al comercio exterior, mostraron los dos una nueva contracción: cayeron -33,9% i.a. los **Derechos de Exportación** y -14,6% i.a. los **Derechos de Importación**. Detrás de este desempeño se encuentra que el segundo tributo se vio afectado por la desaceleración de las importaciones (mostraron una caída de -11,8% i.a. en el primer bimestre). A diferencia, la categoría de **Resto tributarios** tuvo un crecimiento de 16,2% i.a., producto de la mayor recaudación por el impuesto a combustibles (+34,9% i.a. en términos reales), tras la actualización de las alícuotas.

Por el lado de las erogaciones, **el gasto primario mostró una contracción de -5,8% i.a. en términos reales**, replicando la caída de los ingresos en el mes y reflejando -una vez más- el sesgo contractivo necesario para sostener el superávit primario. Así, acumuló una caída de -5,0% i.a. en el primer trimestre del año.

Los **gastos corrientes primarios** cayeron -5,3% i.a. en el mes (-4,5% i.a. en el primer trimestre), mientras que el **gasto de capital** mostró al igual que los meses previos una contracción más pronunciada (-24,1% i.a. y -26,0% i.a. en los primeros tres meses del año), ubicándose levemente por encima de marzo 2024 (cuando la obra pública estaba prácticamente paralizada), pero en niveles mínimos de la serie histórica.

Al interior del gasto corriente, los **subsidios económicos** y las **transferencias a provincias** exhibieron caídas. En el caso de los subsidios, la contracción fue de -49,8% i.a. en términos reales, ubicándose en niveles inferiores a los de marzo de 2024 (ubicándose un -71,6% i.a. por debajo). En este punto, vale destacar que la diferencia entre lo devengado y lo efectivamente pagado por el Gobierno Nacional alcanzó una magnitud considerable en el mes, por lo que no puede descartarse cierta recomposición de esta partida en el muy corto plazo. De hecho, en el acumulado del primer trimestre los subsidios mostraron una mejora de 16,5% i.a. en términos reales. En cuanto a las provincias, las transferencias discrecionales cayeron -69,4% i.a., acumulando una contracción de -37,7% i.a. en el trimestre.

Por otro lado, las **Prestaciones Sociales** disminuyeron -3,7% i.a., teniendo en cuenta que cerca del 70% del gasto social permanece indexado -concentrado en Jubilaciones y Pensiones y en la Asignación Universal por Hijo (AUH)-. Al interior, resaltó las contribuciones del PAMI, que mostraron una caída real del -26,7% i.a. No obstante, la partida **Otros programas**, que agrupa erogaciones de carácter más discrecional, mostró una contracción más acotada (-1,1% i.a.).

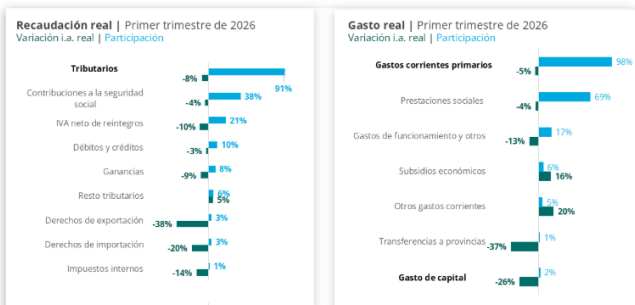
Perspectivas para el resto del año

Dentro de las principales novedades, se encuentra que el Gobierno alcanzó un acuerdo técnico con el [Fondo Monetario Internacional \(FMI\)](#) que habilitará el desembolso pendiente de USD 1.000 M tras la aprobación del directorio. En este sentido, un punto relevante del acuerdo es la reducción de la meta de superávit primario para 2026, **que pasó del 2,2% al 1,4% del PIB (-0,8 p.p.)**.

Si bien en los últimos meses se observa una desaceleración en la recaudación, **la flexibilización responde principalmente a la dinámica reciente del financiamiento del Tesoro**. En particular, la mayor utilización de instrumentos a tasa fija capitalizable permitió reducir los pagos de intereses en el corto plazo, al diferir su devengamiento hacia los vencimientos. No obstante, la reciente estrategia de financiamiento también ha mostrado una mayor participación de instrumentos indexados, lo que limita la licuación de la deuda y podría implicar una mayor carga de intereses hacia adelante, reforzando la necesidad de sostener elevados niveles de *rollover*.

LA EVOLUCIÓN DE INGRESOS Y GASTOS

ECOLATINA
Economics



Fuente: Ecolatina en base a Ministerio de Economía

Por el lado de los ingresos, la evolución tributaria continuaría con un desempeño acotado en la medida que los sectores vinculados al consumo interno no muestren una señal clara de mejora, teniendo en cuenta que el esquema de recaudación es muy dependiente de los tributos ligados a la actividad interna (principalmente, IVA, Ganancias y Seguridad Social). En esta línea, abril exhibió una nueva caída en la recaudación, con una contracción real que se ubicaría en torno al -7% i.a. en el acumulado del primer cuatrimestre.

La actividad económica viene mostrando un desempeño muy heterogéneo al interior, con los sectores primarios (agro, petróleo, gas y minería) impulsando el número agregado, pero con los sectores vinculados a industria, construcción y comercio aun operando muy por debajo de los niveles de finales de 2023 (previo a la corrección cambiaria ocurrida tras la asunción). En esta línea, **en los próximos meses el Gobierno podría recurrir a mayores ingresos extraordinarios** (tal como se observó en enero) o a **nuevas fuentes de financiamiento que contribuyan a sostener el resultado agregado**.

Dicho esto, uno de los principales interrogantes hacia adelante es el margen existente para sostener esta magnitud de superávit primario sin avanzar en modificaciones más estructurales del esquema de gasto. En particular, la estrategia de ejecutar por debajo de lo devengado en determinadas partidas -como subsidios económicos, transferencias a provincias y prestaciones de PAMI- puede contribuir en el corto plazo, pero tiende a requerir correcciones en los meses siguientes. A esto se suma que alrededor del 70% del gasto se encuentra indexado a la inflación pasada, lo que limita los grados de libertad y concentra el ajuste en un conjunto acotado de partidas. En este marco, una novedad es la discontinuación de programas como Volver al Trabajo, que apunta a reducir erogaciones en segmentos específicos del gasto no indexado.

En este contexto, también resalta la reciente decisión del Gobierno de habilitar adelantos de coparticipación a un conjunto de provincias por hasta \$0,4 bn, que deben ser devueltos en el mismo ejercicio fiscal. Si bien este tipo de mecanismos permite responder tensiones de liquidez a nivel subnacional en el corto plazo tras la caída en los ingresos, no deja de implicar una reasignación temporal de recursos que podría condicionar la dinámica de las cuentas públicas en los meses siguientes.

En síntesis, si la actividad económica continua sin traccionar la recaudación durante los próximos meses, el resultado primario dependerá cada vez más de ingresos extraordinarios, nuevas fuentes de financiamiento o recorte en partidas de gasto no indexadas para su cumplimiento en 2026.

SECTOR EXTERNO

Saldo comercial récord en el 1er trimestre

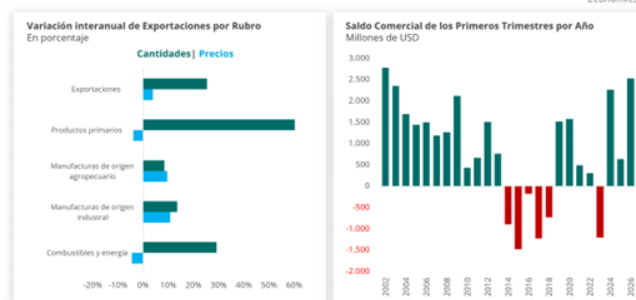
- En marzo, el saldo comercial marco un superávit de USD 2.523 M, acumula USD 5.486 M en los primeros 3 meses del año y representa el saldo acumulado para un primer trimestre más elevado desde al menos el 1992 (a precios corrientes).
- El resultado se apoyó en un récord histórico de exportaciones, las cuales se ubicaron en USD 8.645 (+30,1% i.a.), traccionado principalmente por aumento en las cantidades, y mostraron subas generalizadas en todos los rubros.
- Las importaciones fueron de USD 6.122 M, aumentado 1,7% interanualmente y 0,4% en términos desestacionalizado frente a febrero. Sin embargo, la suba se explicó por el aumento de precios (+5,8%), ya que las cantidades disminuyeron 3,7%.

En marzo, el saldo comercial marco un superávit de USD 2.523 M, acumulando 28 meses consecutivos con exportaciones por encima de importaciones. Con este dato, acumula USD 5.486 M en los primeros 3 meses del año y representa el mayor saldo acumulado para un primer trimestre desde 1992 a precios corrientes y desde al menos el 2009 a precios constantes.

El resultado se apoyó en un récord mensual histórico de exportaciones que alcanzaron en USD 8.645 M (+30,1% i.a.). Sin embargo, a precios constantes, el nivel exportado fue el más alto desde oct-22. En términos desestacionalizados, las ventas externas aumentaron un 28% frente a febrero, dinamismo estuvo explicado por las cantidades: el volumen exportado creció 25,3% i.a., mientras que los precios avanzaron apenas 3,9%.

RECORD DE EXPORTACIONES PARA UN PRIMER TRIMESTRE

ECOLATINA
Economics



Fuente: Ecolatina en base a INDEC

En detalle, se mostraron subas generalizadas en todos los rubros. Lideraron el aumento los **Productos Primarios** que totalizaron USD 2.349 M (+56,2% i.a.), impulsados exclusivamente

por cantidades (+62,7%), en un contexto de leve caída de precios (-3,8%). A este lo sigue **Manufacturas de Origen Industrial** marcando USD 2.401 M (+26,4% i.a.), con una mejora tanto en cantidades (+13,6%) como en precios (+10,8%), mientras que en **Combustibles y Energía** el saldo se ubicó USD 1.235 M (+23,4% i.a.), explicado por mayores volúmenes (+29,1%), que compensaron la caída en precios (-4,5%). Por su parte, las cantidades de **Manufacturas de Origen Agropecuario** aumentaron en 8,5% y los precios en 9,7%, totalizando sus ventas externas en USD 2.659 M (+18,9% i.a.).

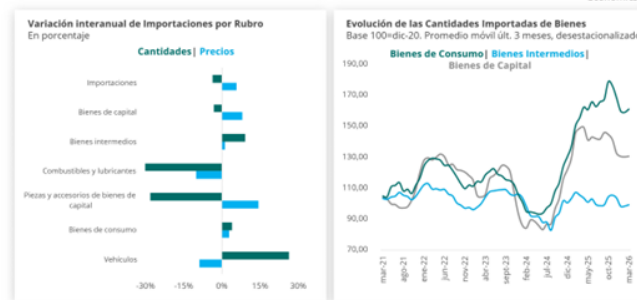
Un factor estructural que continúa ganando relevancia es el aporte de los sectores energético y minero. En marzo, **las exportaciones de combustibles y energía alcanzaron un récord histórico a precios corrientes, ubicándose en USD 1.235 M (+23,2% i.a.)**, lo que permitió consolidar un saldo comercial ampliamente superavitario (USD 1.090 M), incluso sin todavía incorporar plenamente el efecto de los cambios en los precios internacionales del petróleo. En paralelo, **el complejo minero, según datos de la Secretaría de Minería, registró exportaciones por USD 896 M en el mes** (USD 2.409 M en el primer trimestre) y acumuló un superávit de USD 2.031 M durante los primeros tres meses del año.

El superávit comercial se explica fundamentalmente por el aporte de los complejos energético y minero. **En el acumulado del año, energía y minería aportaron USD 4.389 M de superávit**, lo que implica que, al descontarlos, **el resto del comercio exterior presenta un saldo considerablemente más acotado, en torno a USD 1.100 M**. En este sentido, este resultado se añade al saldo superavitario del complejo agropecuario, los cuales actúan como compensadores del déficit estructural del sector industrial.

En esta línea, el sector agropecuario volvió a desempeñar un rol central en la dinámica exportadora. Según la Bolsa de Comercio de Rosario, **los embarques agroindustriales totalizaron 10,2 millones de toneladas en marzo**, ubicándose 35% por encima de marzo de 2025 y 42% por encima del promedio de los últimos cinco años. En este marco, los cereales, que explican un 20% del aumento interanual total de las exportaciones, registraron un crecimiento de 39,2% interanual y arrojaron un valor exportado de USD 1.953 M, traccionado en mayor medida por la cosecha de trigo.

En cuanto a las Manufacturas de Origen Industrial, se observó un crecimiento significativo, aunque la mejora sigue explicada por rubros ligados a recursos naturales. **Destaca el sector de piedras y metales preciosos, cuyos valores exportados crecieron un 65% respecto al primer trimestre de 2025** debido a que el aumento del 70% en los precios compensó una caída del 3% en las cantidades. Así, el dinamismo de las MOI refleja estar traccionado mayormente por el sector primario y la coyuntura de precios internacionales.

IMPORTACIONES ESTANCADAS EN EL COMIENZO DEL AÑO



Fuente: Ecolatina en base a INDEC

Por otro lado, **las importaciones alcanzaron los USD 6.122 millones (+1,7% i.a.)**, una suba explicada exclusivamente por el aumento de los precios (+5,8% i.a.), dado que las cantidades disminuyeron un 3,7% i.a.. En términos desestacionalizados, las compras externas registraron un leve incremento del 0,4% frente a febrero, pero no así el volumen de estas, que muestra caídas generalizadas desde mediados del año pasado. Esta tendencia refleja la débil dinámica en la actividad de los sectores con mayor dependencia de insumos importados.

Por usos económicos, el desempeño fue heterogéneo. Se destacaron las subas en **Bienes Intermedios (+10,2% i.a.)** y **Bienes de Consumo (+6,6% i.a.)**, impulsadas principalmente por mayores volúmenes (+9,2% i.a. y +4,0% i.a. respectivamente), mientras que los Bienes de Capital (+4,5% i.a.) crecieron por efecto precio (+8,0% i.a.), con una caída en las cantidades (-3,1%). En contraste, las **Piezas y accesorios para bienes de capital (-18,1% i.a.)** y los **Combustibles y lubricantes (-38,5% i.a.)** mostraron caídas significativas. Por su parte, los **Vehículos automotores de pasajeros** registraron USD 459 M aumentando 17,3% interanualmente. Finalmente, el rubro **Resto** -que incluye principalmente envíos puerta a puerta- alcanzó USD 107 M (+105,9% i.a.)

Para finalizar, **el índice de términos del intercambio** -que refleja la relación entre los precios de exportación y los de importación- tuvo una baja en marzo de 1,8% en comparación con el mismo período del año anterior. En este sentido, si hubieran prevalecido los precios de marzo de 2025, el saldo comercial habría registrado un superávit de USD 2.537 millones.

¿Boom exportador con los nuevos precios internacionales?

Con respecto a perspectivas en el agro, la Bolsa de Comercio de Rosario estima que se podría producir la mayor cosecha maicera con 67 Mt, un 34% más que el ciclo pasado y un 28% más que en su anterior máxima marca, 52,5 Mt, hace dos años. Para la campaña de soja, se estima producción de 48,0 Mt, un 2,9% menos que el año pasado (49,5 Mt). Sin embargo, las lluvias persistentes generan cierta preocupación por el ritmo de comercialización. **El avance de cosecha de soja es del**

18% a fines de abril, -7 p.p. de diferencia frente al promedio de las últimas 5 campañas.

El sector también se ve afectado por el conflicto en Medio Oriente y su impacto en la energía. **Si bien la guerra impulsó al alza los precios esperados commodities, los costos de producción aumentaron en mayor proporción.** La posición a diciembre de 2026 del trigo promedió los USD 190/t a inicios de año y alcanzó máximos de USD 221/t (+16%); sin embargo, los fertilizantes subieron casi cinco veces más que el cereal (+57%). Esta distorsión en los precios relativos deterioró la relación insumo-producto, mientras que a principios de 2026 se requerían 2,7 toneladas de trigo para adquirir una de urea, actualmente la cifra asciende a 4,3 toneladas.

No obstante, el alza del crudo favorece al sector petrolero local. Si bien la balanza comercial de marzo aún no captura el incremento del 63% en el barril a un mes tras el estallido del conflicto, **este impacto se reflejaría en las exportaciones energéticas de los próximos meses.** Incluso ante una eventual resolución de las hostilidades, la destrucción de capital imposibilita el restablecimiento inmediato del suministro a niveles pre-conflicto, consolidando un piso de precios más elevado para el mediano plazo.

Por el lado de las importaciones, hacia adelante es probable que enfrenten un techo en la medida en que la actividad económica -y, en particular, la producción industrial- no muestre una recuperación sostenida. En este contexto, la demanda de insumos y bienes intermedios se mantendría acotada, limitando una expansión significativa del total importado. No obstante, algunos rubros vinculados al consumo de bienes finales podrían seguir mostrando cierto dinamismo. A su vez, a diferencia de lo observado previamente, ya no se verifica el efecto de adelantamiento de importaciones, lo que también contribuiría a moderar el ritmo de crecimiento.

POLÍTICA MONETARIA Y CAMBIARIA

La búsqueda del Tesoro para quitar presión al BCRA

• El BCRA dispuso una serie de anuncios en materia cambiaria-monetaria. Por un lado, dio un nuevo paso en la normalización monetaria al flexibilizar los encajes y posicionarse nuevamente en la rueda de REPOs. Por el otro, introdujo una serie de flexibilizaciones al cepo cambiario, pero amplió la restricción cruzada con el objetivo de evitar la salida de dólares del sistema y redireccionar en mayor medida los dólares a las licitaciones semanales de Finanzas.

• Justamente, el Tesoro amplió el monto ofertado de Bonares al cierre de abril. La estrategia deja la puerta abierta a la ampliación del monto total de la oferta de los instrumentos (USD 4.000 M actualmente), lo que permitiría, en conjunto con la aprobación del directorio del FMI (y el correspondiente desembolso por USD 1.000 M) y negociaciones con Organismos Internacionales (el directorio del Banco Mundial tiene pendiente una aprobación por USD 2.000 M), cerrar el programa financiero en dólares de 2026. Esto permitirá robustecer las perspectivas de acumulación de reservas, con compras por abril récord producto de préstamos en dólares que alcanzaron el mayor valor para un cuarto mes del año desde la salida de la convertibilidad.

• De hecho, la perspectiva del mercado de cambios será favorable para el programa de acumulación del BCRA al menos hasta mediados de año. En el corto plazo, la contribución del sector agropecuario será creciente en la medida en que ingresemos a la liquidación de la cosecha gruesa y el sector energético y minero seguirán aportando divisas. Esto a su vez fortalece las perspectivas del mercado cambiario y, por ende, impulsa a la emisión de deuda en dólares (corporativa y bancaria) y disminuye los riesgos de que aumente la demanda de divisas de las personas. La cuestión en todo esto será cuánto de las compras que realice el Central podrán traducirse en una acumulación genuina de divisas, aspecto ligado íntimamente a un Tesoro que deberá oxigenar el programa financiero en algún momento de 2026, algo que se viene buscando a través de negociaciones con organismos internacionales.

Queda atrás un abril cargado de novedades en el plano cambiario-monetario. A poco de iniciado el mes, el BCRA hizo una serie de anuncios vinculados al cepo cambiario. Por un lado, introdujo una serie de flexibilizaciones: **1)** Las personas humanas no se verán obligadas a liquidar las exportaciones de bienes; **2)** Se extendió de 60 a 180 días el ingreso de divisas de exportaciones de casas matrices (de origen local) a filiales, y de 180 a 365 días para exportaciones de bienes ligados a la industria textil y otros productos nucleares; **3)** Se podrá acceder al mercado de cambios con tres días de antelación al vencimiento de ONs y deudas comerciales, y se permitirá tomar cobertura en moneda extranjera para pasivos externos (esto bastante ligado al reciente rally de colocación de ONs bajo ley extranjera); y **4)** Las personas jurídicas podrán acceder al mercado de cambios para pagos de capital de deuda financiera intrafirma sujeto a la obtención de una refinanciación.

Más allá de las flexibilizaciones, lo que hizo más ruido fue la **ampliación de la restricción cruzada.** Las personas humanas que realicen transferencias de divisas al exterior no podrán comprar títulos públicos con liquidación en moneda extranjera durante 90 días. La búsqueda correspondería a evitar la salida de divisas y el incentivo a hacer el “rulo financiero”, en un contexto de liquidez de argendólares (los depósitos en USD están en máximos) y un canje entre el dólar CCL-MEP elevado. Por

esta vía se dio un egreso de divisas de USD 1.350 M en el primer trimestre del año.

En lo inmediato, la **mayor restricción satisface en simultáneo dos elementos del programa económico**. La limitación de la transferencia de moneda extranjera al exterior permite que los dólares se mantengan en el sistema financiero local, aumentando los encajes y el poder de fuego del BCRA en el mercado cambiario. Al mismo tiempo, **busca tornar más atractivo a los títulos hard dollar del Tesoro**. Esto es porque la restricción **no operará contra la compra de títulos pagaderos en dólares suscriptos en emisiones primarias** siempre y cuando se mantenga en cartera durante 15 días. Resumidamente, limita la salida de dólares y al mismo tiempo incentiva la “abundancia” de argendólares a dirigirse a la emisión de los nuevos títulos mensuales de deuda de Finanzas.

Justamente, **en la última licitación del mes Finanzas amplió el monto de emisión de los Bonares**. El tope de emisión de los bonos hard dollar para la subasta pasaron de USD 250 M a USD 350 M, manteniendo en USD 100 M la emisión extra correspondiente al segundo día. En este marco, Finanzas logró colocar máximo dispuesto para el bono con vencimiento en 2027 (AO27) y unos USD 400 M para aquel con vencimiento en 2028 (AO28).

Adicionalmente, **el equipo técnico del Fondo Monetario Internacional aprobó la segunda revisión del acuerdo**. La revisión, que databa de octubre del año pasado y fue postergada por encontrarse en medio del proceso electoral, habilitará un desembolso de USD 1.000 M una vez sea aprobada por el Directorio del organismo.

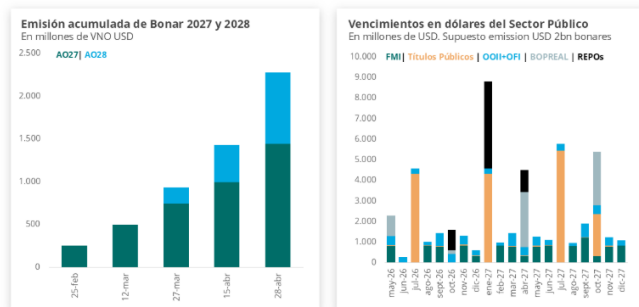
Dentro de los puntos a destacar mencionados en el informe, se encuentran: **1)** En materia fiscal, se sostiene la meta del equilibrio financiero, con un superávit primario que debería ser del 1,4% del PIB y con la mención de la implementación a futuro de reformas fiscales, impositivas y previsionales; **2)** Se menciona explícitamente que hay que evitar la volatilidad de tasas de interés (algo inherente al esquema de “tasa endógena”, pero que va en línea con lo que vienen haciendo hace 2 meses) y a fomentar el crédito, pero también confirman que la política monetaria continuará con un sesgo ajustado; **3)** En cuanto a Reservas, esperan que las Netas se incrementen cerca de USD 8.000 M en 2026, para lo cual sería necesario obtener financiamiento en USD y que el BCRA continúe comprando hasta llegar, al menos, a los USD 10.000 M anunciados; **4)** Respecto al financiamiento en moneda extranjera, menciona como posibles fuentes las emisiones de bonos en dólares en el mercado local, las ventas de activos (privatizaciones), los REPOS del BCRA y los préstamos con Organismos Internacionales.

Respecto a esto último, **el Banco Mundial confirmó la elevación para aprobación del Directorio de una garantía de USD**

2.000 M (a lo que se sumó el BID con un financiamiento de USD 5.000 M, de los cuales USD 550 M serán en concepto de garantías) destinada a rollear la deuda en dólares y que la operación está sujeta a aprobación del Directorio. Dejando a un lado la confirmación del organismo, lo que restan son definiciones sobre el monto final de la operación que se realizaría con actores privados, la eventual tasa pautaada y el perfil de pagos. Y es que la cuestión pasa por si el ministro Caputo actuará en función de sus dichos (“no volver a Wall Street”) y busca una porción de financiamiento acotado con bancos internacionales (como los REPOs) y organismos, o si intenta algún tipo de colocación internacional que de inicio a un lento proceso de ingreso a los mercados financieros internacionales.

En este marco, entendemos que el **Tesoro evitará comprar los dólares restantes al BCRA** y seguramente se incline por alguna combinación entre ampliar la emisión de deuda en dólares en el mercado local y acceder a los préstamos con Organismos Internacionales. Es que, con estos movimientos, **el programa financiero en dólares estaría virtualmente cerrado en 2026**. Hagamos las cuentas. Teniendo en cuenta que los depósitos en dólares del Tesoro se ubican en USD 520 M (27-abr último dato disponible) y suponiendo que los vencimientos con organismos internacionales y financieros se rollea en su totalidad, que el FMI aprobará las dos revisiones que restan del año y que Finanzas emitirá los bonos mensuales en dólares hasta el tope estipulado (USD 2.000 M para AO27 y AO28) **el financiamiento necesario sería USD 2.500 M hasta diciembre**, prácticamente el monto que está en tratativas con el Banco Mundial.

LOS BONARES AYUDARÁN A AFRONTAR LA DEUDA DE CORTO PLAZO 



Fuente: Ecolatina en base a BCRA y MECON.

Volviendo al acuerdo, **el BCRA dio un nuevo paso en la normalización de la política monetaria**, en línea con el segundo punto del documento del Fondo. La autoridad monetaria redujo la exigencia de integración diaria mínima de encajes del 75% al 65%. Recordemos que el guarismo había alcanzado el 100% en agosto del año pasado, contribuyendo a la volatilidad al alza de la tasa de interés, y comenzó a reducirse con mayor determinación desde el pasado diciembre. Además, se ampliaron los activos elegibles para integrar encajes: se eliminaron los plazos mínimos (60 días) y máximos (760 días) para el uso

de títulos públicos adquiridos en licitación primaria, lo que amplía el espacio que tienen los bancos para administrar su liquidez.

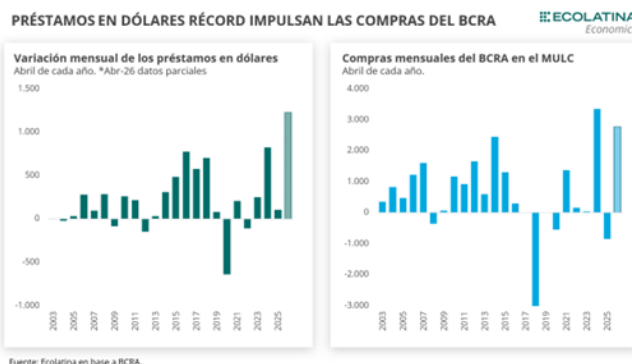
Por otro lado, **el Central volvió a operar en la rueda de REPOS**. El formato es el mismo que prevaleció el año pasado: las operaciones se realizan por media hora tras el cierre de la rueda y la tasa ofrecida es la tasa promedio ponderada del día + 500 puntos básicos. De esta forma, se vuelve a constituir un **sendero de tasas *sui generis*** entre la tasa al 20% ofrecida en la rueda de simultáneas (piso) y el 25% que ofrece en la ventana de repos (techo). Decimos *sui generis* porque el techo actual no funciona como los otrora Pases activos, dado que dicho instrumento era ofrecido directamente por el Central a una tasa preestablecida lo que generaba que el fondeo intrabancario no superé dicha tasa (de hacerlo, era menos costoso pedirle al BCRA). De todas formas, el posicionamiento en REPOs funciona como un atenuante porque en períodos de escasez de pesos y tasas al alza desincentiva operaciones puntuales (por ejemplo, de tasas elevadas sobre el cierre de la rueda).

Así las cosas, **las tasas de interés en pesos siguieron convergiendo al 20% TNA que ofrece el BCRA en simultáneas**. Más importante, la decisión de las autoridades de inyectar con mayor decisión pesos en el mercado, ampliando el colchón de liquidez bancario, **permitió que la volatilidad de tasas se disipe en los últimos meses**, lo que contribuye a aliviar la incertidumbre en las decisiones de inversión de los actores. En números, las tasas de interés pasivas y activas se redujeron, con la TAMAR pasando de promediar 32% TNA a 23% TNA entre febrero y abril, y los Adelantos de 38% TNA a 26% TNA. Esto se explica por las sucesivas flexibilizaciones que viene implementando el BCRA, que permitió a las **entidades financieras ampliar el colchón de liquidez**.

Lo destacable, es que **el tipo de cambio mantuvo la tendencia bajista** a lo largo del mes, ubicándose desde mediados de marzo hasta finales de abril por 30 ruedas por debajo de los \$1.400. De esta forma, en el mes la divisa norteamericana en promedio bajó 1% mensual, lo que le valió situarse como uno de los meses con mayor distancia en promedio al techo de la banda, sólo por detrás de mayo del 2025 cuando corría el primer mes completo bajo el régimen de bandas cambiarias.

En medio de tasas bajas y dólar estable, **el BCRA cerró un abril con compras récord por USD 2.770 M**. Para dimensionar, **las compras del mes se colocan como las segundas más elevadas para un cuarto mes del año de la última década**. ¿La primera? También bajo la actual gestión, en abril del 2024. No obstante, el matiz con aquellas compras es que el mercado de cambios se encontraba estrictamente “encepado” (calendarización para el acceso de divisas a importadores, sin acceso para personas humanas, etc.).

Naturalmente, la pregunta que sigue es **cuáles son los drivers** detrás de la performance que viene mostrando el Central en el mercado. **La razón transversal se encuentra en una mayor credibilidad del esquema cambiario**, lo que actúa como un círculo virtuoso apaciguando la demanda de divisas (minorista y mayorista) y fomentando la liquidación de dólares.



Dicho esto, **el mercado de cambios está siendo animado por una creciente oferta de divisas financieras**. En el marco de una liquidación del agro relativamente estable en abril, que según CIARA-CEC se mantuvo en el orden de los USD 125 M promedio diario (vs USD 127 M en marzo), la oferta financiera fue el factor clave para explicar el desempeño reciente en el mercado de cambios, tal cual se vio en marzo. Mientras la emisión de obligaciones negociables por parte de las empresas continuó (+USD 1.300 M), sumándose la provincia de Chubut con una colocación por USD 650 M, **los préstamos en dólares fueron la pieza fundamental para explicar el desempeño del BCRA**. Con datos al 28 de abril, los préstamos en dólares crecieron USD 1.226 M y **marcaron el mejor abril desde la salida de la convertibilidad** incluso al compararlos en moneda constante.

Como comentario final, la perspectiva del **mercado de cambios será favorable para el programa de acumulación del BCRA** al menos hasta mediados de año. En el corto plazo, la contribución del sector agropecuario será creciente en la medida en que ingresemos a la liquidación de la cosecha gruesa y el sector energético y minero seguirán aportando divisas. Esto a su vez fortalece las perspectivas del mercado cambiario y, por ende, impulsa a la emisión de deuda en dólares (corporativa y bancaria) y disminuye los riesgos de que aumente la demanda de divisas de las personas. La cuestión en todo esto será cuánto de las compras que realice el Central podrán traducirse en una acumulación genuina de divisas, aspecto ligado íntimamente a un Tesoro que deberá oxigenar el programa financiero en algún momento de 2026, algo que se viene buscando a través de negociaciones con organismos internacionales.

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.arInternet: 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	2025	2026p	2027p
Nivel de Actividad								
PBI Real	Var. % i.a.	IV-25	2,1	I-26	0,7	4,4	2,7	2,9
Consumo Total	Var. % i.a.	IV-25	3,4	I-26	1,0	6,7	2,3	2,5
Inversión	Var. % i.a.	IV-25	-2,1	I-26	-6,8	16,4	1,7	6,8
Precios								
IPC INDEC Nacional ⁽¹⁾	Var. %	mar.-26	3,4	abr.-26	2,5	31,5	30,3	22,7
Tipo de Cambio								
Nominal de Referencia ⁽¹⁾	ARS / USD	abr.-26	1381,5	may.-26	1395,7	1448,1	1743,3	2193,2
Real Multilateral, ARS/USD ⁽¹⁾	Dic. 01=100	abr.-26	1,2	may.-26	1,2	1,4	1,3	1,4
Situación Fiscal, Acumulado Anual								
Ingresos totales	% PBI	mar.-26	3,3	abr.-26	4,4	15,9	15,0	14,9
Gasto Primario	% PBI	mar.-26	2,8	abr.-26	3,8	14,6	13,6	13,5
Resultado Primario Nacional	% PBI	mar.-26	0,5	abr.-26	0,6	1,4	1,4	1,5
Sector Externo								
Exportaciones	USD M	mar.-26	8.645	abr.-26	8.926	87.111	94.826	98.140
Importaciones	USD M	mar.-26	6.122	abr.-26	6.402	75.791	77.152	85.358
Saldo Comercial	USD M	mar.-26	2.523	abr.-26	2.524	11.320	17.675	12.782
Balance de Pagos								
Cuenta Corriente	USD M	IV-25	-1.465	I-26	2.294	-7.582	-5.309	-13.248
Tasa de Interés								
Tasa de Política Monetaria ⁽¹⁾	% TNA	abr.-26	20,0	may.-26	20,0	20,0	18,0	18,0
Tasa BADLAR Bancos Privados ⁽¹⁾	% TNA	abr.-26	20,4	may.-26	23,1	26,7	22,5	21,2

⁽¹⁾En indicadores anuales, promedio diciembre

ARGENTINA

ECONOMIC REPORT MAY

2020



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

05/2026

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: Argentina's Dual-Track Economy

Over the past month, incoming data confirmed a **widening divide within the Argentine economy**: financial calm and exchange-rate stability coexist with a sharp deterioration in real-sector activity, particularly in labor-intensive industries and those oriented toward the domestic market.

The **global backdrop** briefly appeared to stabilize when U.S.–Iran negotiations got underway, but the absence of swift, tangible outcomes continues to **fuel financial uncertainty** (oil prices, for instance, remain highly volatile). Against this backdrop, the Government not only reached a **staff-level agreement with the IMF** on the second review of the current program (Board approval — and the associated disbursements — is still pending) but also secured fresh financing and guarantee arrangements with other Multilateral Development Banks.

On the domestic front, the **exchange-rate framework continued to show resilience**. Despite the appreciation of the peso in recent sessions, the exchange rate held broadly stable well below the upper band ceiling (currently sitting 20% from the ceiling, compared with just 4% in December 2025). In parallel, the BCRA stepped up its purchasing pace, acquiring more than USD 2,700 M in April, bringing year-to-date purchases to more than USD 7,000 M so far in 2026. Unlike in prior months, April's BCRA purchases **translated into an effective build-up** of Net Reserves, which turned positive for the first time since sovereign debt payments made early in 2026.

What explains the BCRA's outsized FX purchases? We can identify both **structural and cyclical drivers**. On the structural side, the key factor remains the already-noted **shift in the export mix**, with energy and mining steadily gaining ground over recent years — together accounting for the entirety of the goods trade surplus in 2025.

Beyond this structural shift, several **cyclical factors have reinforced the dynamic in recent months**: **1) A broad-based rally in commodity prices** across Argentina's export basket (driven not only by the oil price surge, but also by gains in agricultural and mining commodities); **2) Lower import volumes** reflecting pre-election front-loading and the slowdown in certain sectors; **3) The arrival of FX proceeds from the main harvest** (the agricultural sector has accelerated its FX liquidation since late March); **4) The contribution of financial-account inflows** (including bank loans, corporate bond placements, and provincial public bonds); and **5) Contained FX demand** stemming from near-term expectations of ample USD supply (tied to harvest

liquidation), making peso-denominated positions attractive even at low interest rates.

On the monetary policy front, the Government continues to maintain **interest rates at low levels** in a bid to revive credit and thus support economic growth. As noted, the cyclical uptick in FX supply has allowed authorities to temporarily sidestep the typical interest rate–exchange rate trade-off. Along the same lines, the acceleration in BCRA purchases has injected additional pesos into the economy, enabling the Treasury to post strong results in its debt auctions (rollover above 100%) without significantly tightening system liquidity.

Against this backdrop of relative financial and FX calm, the Government has faced **headwinds on other fronts in recent months**. Most notably, **inflation** has been rising for several consecutive months, reaching 3.4% month-on-month in March — the highest monthly reading in the past twelve months. The upward trend was driven mainly by transitory factors (higher beef prices, fuel cost increases related to the conflict, upward corrections in regulated tariffs, seasonal price adjustments, etc.), although core inflation also edged higher.

In the wake of this inflationary acceleration, **real wages in the formal sector posted six consecutive months of declines** (likely to be seven once the March data is released), accumulating a 4.3% fall since September. Alongside this deterioration, concerns have grown over **household loan delinquency** (1 in 10 borrowers are struggling to service their debt obligations) and trends in formal private-sector employment.

As a result of these dynamics, **economic activity posted a sharp and unexpected monthly decline** in February. The EMAE (the official monthly economic activity proxy) fell 2.6% month-on-month — the steepest drop since the Milei administration took office. Beneath the headline figure, **the two-speed pattern persists**: despite the agricultural sector's contraction following the end of the wheat harvest, commodity-intensive winners (mining and energy) continue to offset in aggregate the ongoing downturn affecting labor-intensive sectors (manufacturing, construction, and retail trade).

At this juncture, sectoral and geographic divergence appears to **begin to erode public patience**: The Government Confidence Index fell 12% in April, approaching the lows of the Milei administration. While it remains at relatively elevated levels (around 40% approval — comparable to Macri and well above Alberto Fernández at the same stage of his term), uncertainty is mounting over the potential **electoral impact** of this trend should it persist heading into next year's presidential election.

In the near term, **the Government should see improving news on both fronts** (financial and real). On the FX front, harvest liquidation and incoming financial-account inflows should support the BCRA's purchasing program. On the real side, leading

activity indicators point to a recovery in March. Meanwhile, private inflation estimates signal a significant deceleration through April. Should the exchange rate remain broadly stable over the coming months, a downward inflation trend could emerge, setting the stage for a gradual recovery in real wages. As always, **the key uncertainties cluster around the second half of the year**, when seasonal FX supply dries up and the familiar *trade-offs* re-emerge.

Political Outlook: A Less Popular Milei Reshapes Political Incentives and Expectations

1. *Milei's approval decline is the sharpest of his tenure and it carries real political consequences*

The erosion in Milei's approval ratings is the steepest recorded throughout this political cycle. It comes just six months after the 2025 midterm victory, against a backdrop of mounting economic headwinds.

2. *The primary effect is a misalignment of incentives among political actors*

The erosion of public support disrupts the incentive structure for other actors to back Milei. Coalition-building becomes more fraught, and decision-making grows costlier.

3. *It also shapes the 2027 electoral outlook, raising the risk of a runoff.*

It also shapes projections for 2027—most notably by increasing the likelihood of a runoff scenario, with all its attendant implications.

Six months after a resounding midterm election victory, Javier Milei is navigating the most challenging phase in his relationship with public opinion. What has emerged is **a meaningful decline in his approval ratings**—one not seen at any previous point in this cycle. This erosion of his social base has been driven by a combination of economic pressures—chiefly the decline in real purchasing power—and political setbacks, particularly the corruption-related scandals that have tarnished the government's reputation.

It is striking that this downturn should arrive so quickly on the heels of such a decisive ruling-party victory. Yet that very anomaly invites a reassessment of how the October 2025 result should be read. If the government is facing this deterioration so early, it is reasonable to conclude that the victory owed less to genuine enthusiasm for the ruling coalition than to **rejection of the opposition alternative**.

Whatever interpretation one assigns to the October 2025 result, this decline in Milei's approval **has tangible effects on political dynamics**. In particular, it reshapes the incentive structure for other political actors. Those in the opposition are emboldened to harden their stance, drawing legitimacy from the prevailing social discontent. Those who had been inclined to cooperate are now raising the price of that cooperation—or withdrawing it altogether, in response to growing dissatisfaction with the administration.

In this environment, the negotiations required to build legislative majorities become more complex, and policy decisions more costly. This reverses the impression left by the extraordinary session period, when the government appeared capable of advancing its agenda with relatively little resistance. In fact, since **February, Congress has once again become a hostile arena** for the ruling coalition, complicating the swift advancement of the reform agenda outlined by the President at the opening of the ordinary legislative session.

Milei's declining approval also weighs on projections for 2027, altering both the political landscape and the relationships among key actors. Most notably, it raises the probability that the President will need to contest his **re-election bid in a runoff**, which carries significant implications.

Runoff systems demand the construction of broad majorities—more than half the vote—and ruling parties across the region have historically struggled to meet that threshold. Re-election rates in these scenarios fall below 50%, partly because it is easier to forge a negative majority against the incumbent than to assemble a positive coalition in its favour.

In Argentina, the historical record on runoffs—2015 and 2023—has been **unfavourable for incumbent administrations**. Moreover, in Milei's case, his limited appetite for ideological moderation could pose an additional obstacle, since runoffs typically demand a pivot toward the centre to win over undecided voters. The central question, then, is whether Milei can adapt to the strategic demands of a runoff. Ultimately, this erosion of popularity and electoral competitiveness shifts the baseline from which to assess the 2027 strategy. It raises the question of whether the President can sustain a go-it-alone growth strategy—consolidating his own political space—or whether he will need to move toward building broader alliances.

The weaker his electoral position as the vote approaches, the greater the pressure to make concessions and prioritise a strategy of expansion over one of ideological purity. In that regard, **he still has a "spare tyre"**: the option of aligning with compatible sectors to build a broader coalition—one that maximises his competitiveness and enables him to meet the defining challenge of any runoff: securing more than half the vote.

ACTIVITY

Economic output posts its steepest decline in over two years

- **The Monthly GDP Proxy (EMAE) contracted 2.6% s.a. in February, reversing the 0.4% gain recorded in January and snapping two consecutive months of growth. This is the sharpest monthly decline since December 2023. On a year-over-year basis, output was down 2.1%, pulling activity back to July 2025 levels—marginally below the 2025 full-year average (-0.4%).**

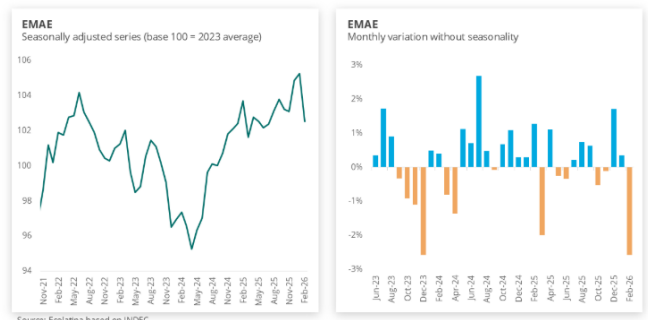
- **Several one-off factors amplified the monthly drop. Agriculture posted a sharp correction after the outsized January reading driven by the wheat harvest; stripping out that sector, the EMAE would have fallen roughly 1% s.a. Manufacturing deepened its slide, consistent with the 4.0% monthly decline already flagged by the industrial production index (IPI), while retail trade shed close to 2%. Together, these three sectors account for the bulk of the overall contraction.**

- **March high-frequency indicators sent mixed signals. On the positive side, automobile output rose 5% s.a. (+0.4% y/y) and vehicle registrations edged up 0.2% s.a. (+1.2% y/y). Construction also held up: the Construya Index gained 1.3% s.a. (+11.1% y/y) and cement shipments rose 4.0% s.a. (+11.6% y/y). Consumer-side data, however, disappointed—consumer confidence fell 5.3% s.a., landing 4.7% below its March 2025 level, while consumer credit dipped 0.4% s.a. (still +17.5% y/y).**

The Monthly GDP Proxy (EMAE) contracted 2.6% s.a. in February, snapping two consecutive months of growth, in what marks the sharpest monthly decline since December 2023. In year-over-year terms, output was 2.1% below its prior-year level, pulling activity back to July 2025 levels—marginally below the 2025 full-year average (-0.4%).

ACTIVITY LOSES THE GAINS OF RECENT MONTHS

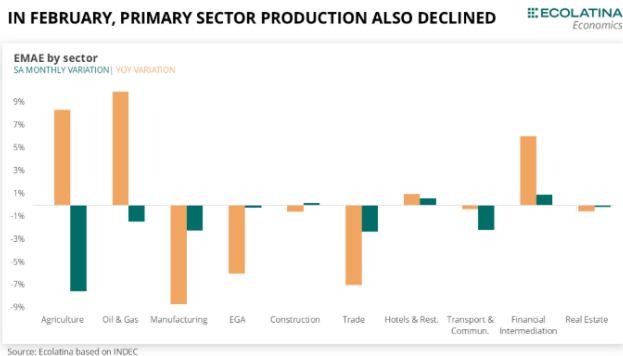
ECOLATINA
Economics



Several one-off factors amplified the size of the monthly decline. Agriculture posted a sharp correction after the outsized

January reading driven by the wheat harvest. Stripping out that sector, **the EMAE would have fallen roughly 1% s.a.** Manufacturing deepened its slide, consistent with the 4.0% monthly decline already flagged by the industrial production index (IPI), while retail trade shed close to 2%. Together, these three sectors account for the bulk of the overall contraction.

Beneath the headline, the economy continues to display a two-speed pattern: growth remains concentrated in the primary and extractive sectors—with mining and oil emerging as the key drivers—while labor-intensive sectors continue to underperform. Mining and quarrying expanded 9.9% y/y and agriculture rose 8.4% y/y. By contrast, **manufacturing contracted 8.7% y/y**, retail trade fell 7.0% y/y, and construction was essentially flat (-0.6% y/y).



The February reading leaves manufacturing 16% below its 2025 average and 24% below its 2023 average—a deterioration corroborated by business surveys: **some 50.9% of firms report order books below normal levels**, and 31.3% describe their company's current situation as poor. The main constraints on production are weak domestic demand (cited by 52.5% of firms), competition from imports (11.5%), and economic uncertainty (7.2%). Looking ahead, **17.3% of manufacturers plan to cut headcount over the next three months**, with only 3.7% expecting to add staff.

A similar picture emerges in retail trade surveys. Some 37.3% of firms rate current business conditions as poor, versus only 5.3% who view them as favorable. Access to credit remains a binding constraint: 30.7% of respondents find it difficult to obtain, and only 2.7% find it easy. Weak demand is the dominant drag on activity (58.7%), followed by labor costs (17.3%) and, to a lesser extent, financing costs (6.7%). On the employment outlook, **the picture remains contractionary**: 24.0% of firms plan to reduce headcount in the coming months.

2026 Outlook

March high-frequency data sent mixed signals. **Industry-side indicators were encouraging**: automobile output rose 5% s.a. (+0.4% y/y) and vehicle registrations edged up 0.2% s.a. (+1.2%

y/y). **Construction also showed resilience**: the Construya Index gained 1.3% s.a. (+11.1% y/y) and cement shipments rose 4.0% s.a. (+11.6% y/y). **Consumer-side data, however, disappointed**: consumer confidence fell 5.3% s.a., landing 4.7% below its March 2025 level, while consumer credit dipped 0.4% s.a. (still +17.5% y/y).

Going forward, **the easing cycle that began in March should offer some relief**, supporting a gradual credit recovery. The start of the main harvest season provides an additional tailwind—boosting not only agriculture but also transport and agro-industrial activity—while a pickup in mining output could lend further support. That said, the sectors that carry the most weight in employment continue to weaken. Accounting for March's expected performance, a potential statistical rebound, and the trajectory heading into Q2—particularly if a meaningful disinflation trend is confirmed—we maintain our view that the economy **will expand by more than 2.5% y/y on a full-year basis in 2026—a significantly more moderate pace than last year**, with statistical carry-over accounting for nearly 1 p.p. of that growth.

PRICES

Q1 Inflation Closes In on 10%

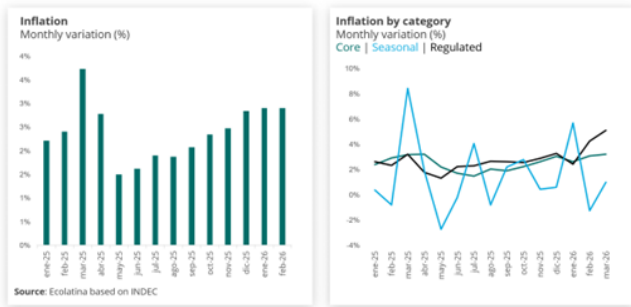
- **INDEC's National CPI rose 3.4% in March, accelerating 0.5 p.p. relative to both January and February and posting its highest monthly reading since March 2025. Inflation accumulated 9.4% over the first quarter of the year and reached 32.6% year-on-year.**

- **By category, Regulated prices posted the largest monthly increase (+5.1%), followed by Core CPI (+3.2%), while Seasonal prices rose 1.0% over the month.**

- **According to our GBA Ecolatina CPI estimates, inflation came in at 2.4% in April. The continued pass-through from fuel price adjustments and certain utility tariff increases -including a 4% water tariff hike in Greater Buenos Aires and public transport fares- kept upward pressure on the index, though the one-off factors that had driven March readings were no longer present, such as the typical education and clothing price increases, alongside a deceleration in meat prices.**

INDEC's National CPI rose 3.4% in March, accelerating 0.5 p.p. relative to the first two months of the year. The reading surprised to the upside, coming in 0.4 p.p. above the REM median forecast for March. Accumulated inflation reached 9.4% in the first quarter and 32.6% year-on-year.

Q1 Inflation Closes In on 10%



By category, Regulated prices posted the largest monthly increase (+5.1%), followed by Core CPI (+3.2%), while Seasonal prices rose 1.0% over the month.

The acceleration in **regulated prices** was primarily driven by increases in gas, water, and electricity tariffs (+4.6%) and public transport fares (+5.2%). Education also contributed significantly (+12.1%), reflecting the start of the school year. Additionally, fuel prices surged (+7.0% at the national level) following the rise in oil prices amid the Middle East conflict. Combined, fuel and education added 0.6 p.p. to headline inflation.

In the same vein, **INDEC's wholesale price index** -which tracks prices at the production stage- also rose 3.4% in the month, with the increase in oil prices alone contributing 2 p.p. to the index.

Core inflation accelerated once again (+0.1 p.p. relative to February, +33.6% year-on-year), posting its highest monthly reading since April of last year. Two factors stood out within the core basket: meat prices, which rose 7.0% at the national level and have accumulated a 37% increase since November following a sharp rise in wholesale prices; and rents, which climbed 3.6% in March and have consistently run above the headline rate, averaging 4.1% over the past twelve months.

The Central Bank's (BCRA) measure of **underlying inflation** - which strips meat and rent from the core basket- came in at 2.4% in March, below the readings of the other categories. That said, it remained above the year-to-date average (+2.1%) and also showed some acceleration relative to prior months.

Seasonal prices posted the lowest year-on-year increase among all categories (+14.3%) and the smallest monthly change, supported by declines in fruit (-2.0%) and vegetables (-2.3%).

At the division level, the largest monthly increase was recorded in **Education** (+12.1%), driven by private school fee adjustments, followed by **Transportation** (+4.1%) -reflecting higher public transport fares and fuel prices- and **Housing, Water, Electricity, Gas & Other Fuels** (+3.7%). At the other

end of the spectrum, the smallest increases were seen in **Household Equipment & Maintenance** (+1.3%) and **Basic Goods & Services** (+1.7%).

Consistent with a trend observed for several months, goods inflation (+3.0%) continued to run below services inflation (+4.2%). Several factors explain this divergence: **(i)** utility tariff adjustments, which feed directly into services; **(ii)** lagging real wages, a key cost driver for private services prices; and **(iii)** trade liberalization and a more appreciated real exchange rate, which reduce the cost of imported goods and compress the room for price increases on locally produced items.

Impact on Our Projections

According to our GBA Ecolatina CPI estimates, inflation came in at 2.4% in April. The continued pass-through from fuel price adjustments -including a carry-over effect from March, as increases were phased in throughout the month- and certain utility tariff hikes (water and public transport) kept upward pressure on the index. However, the one-off factors that had driven March readings were no longer present, including the typical education and clothing price increases and a deceleration in meat prices, which rose by slightly less than 2%.

We therefore expect Q2 inflation to decelerate, moving away from the ~3% monthly pace recorded over the first three months of the year. That said, the full-year outlook remains constrained by the data accumulated so far: for inflation to reach the 27% year-on-year figure implied by the REM median forecast, prices would need to average just 1.7% per month between April and December. With wage negotiations already decoupled from the government's official guideline, inflationary inertia will complicate this objective- regardless of what may happen in any given month.

That said, we do not expect an inflationary spiral either. Exchange rate stability remains a key anchor for near-term price pressures, even in a context of significant reserve accumulation by the Central Bank.

Our base case scenario is therefore for inflation to settle broadly around 2% per month for much of the year- a more stable dynamic, but still well above the government's disinflation targets. Under this path, **year-on-year inflation would exceed 30% in December, a level similar to that recorded in 2025.**

FISCAL POLICY

March with primary and financial surplus

- The National Public Sector posted a primary surplus of ARS 0.93 trillion in March and a positive financial result of ARS 0.48 trillion, facing interest payments of ARS 0.44 trillion during the month. With this performance, the cumulative primary surplus reached approximately 0.5% of GDP, with a financial result of 0.2% of GDP.

- In real terms, March's primary surplus was the lowest in the past three years: 6% below the figure recorded in March 2025 and 28% below March 2024. This outcome reflects a trend already anticipated by tax revenue dynamics, in a context where expenditure has been adjusting to sustain the balance in the face of lower income.

- Among the main developments, the Government reached a technical agreement with the International Monetary Fund (IMF) that will unlock a pending disbursement of USD 1,000 million following Board approval. A relevant aspect of the agreement is the reduction of the primary surplus target for 2026, which was lowered from 2.2% to 1.4% of GDP (-0.8 p.p.). While a deceleration in tax revenues has been observed in recent months, the relaxation of the target primarily reflects the recent dynamics of Treasury financing. In particular, the greater use of fixed-rate capitalizable instruments has allowed interest payments to be reduced in the short term by deferring their accrual to maturity dates.

The National Public Sector posted a primary surplus of ARS 0.93 trillion and a positive financial result of ARS 0.48 trillion in March, facing interest payments of ARS 0.44 trillion during the month.

In this way, the primary surplus reached ARS 5.4 trillion in the first quarter of the year, including the extraordinary revenue of ARS 1.1 trillion recorded in January from the privatization derived from the award of the equity stake in the hydroelectric power plants. With this performance, the cumulative primary result reached approximately 0.5% of GDP, with a financial result of 0.2% of GDP.

In real terms, March's primary surplus was the lowest in the past three years: -6% below the figure recorded in March 2025 and -28% below March 2024. This outcome reflects a trend already anticipated by tax revenue dynamics, in a context where expenditure has been adjusting to sustain the balance in the face of lower income.

The accounts in detail

In March, total revenues fell -5.8% y/y in real terms, accumulating eight consecutive months in negative territory. Against

this backdrop, the downward trend was maintained, reaching the lowest level in the past ten years (excluding the months of steepest declines during the pandemic, in April and May 2020).

Tax revenues declined -5.7% y/y in real terms, with broad-based contractions across virtually all categories. Activity-linked taxes recorded the sharpest falls. In this regard, the Income Tax posted a decline of -23.9% y/y in real terms, the steepest drop in the past nine months. Meanwhile, net VAT fell -4.2% y/y, with a more pronounced deterioration in the component linked to foreign trade (DGA), in line with subdued import performance. Additionally, Social Security contributions fell -2.8% y/y, reflecting the negative trend observed in formal employment and real wages.

Regarding foreign trade taxes, both showed a further contraction: Export Duties fell -33.9% y/y and Import Duties declined -14.6% y/y. Behind this performance lies the slowdown in imports, which posted a -11.8% y/y decline in the first two months of the year. In contrast, the Other taxes category grew 16.2% y/y, driven by higher fuel tax revenues (+34.9% y/y in real terms), following the update of tax rates.

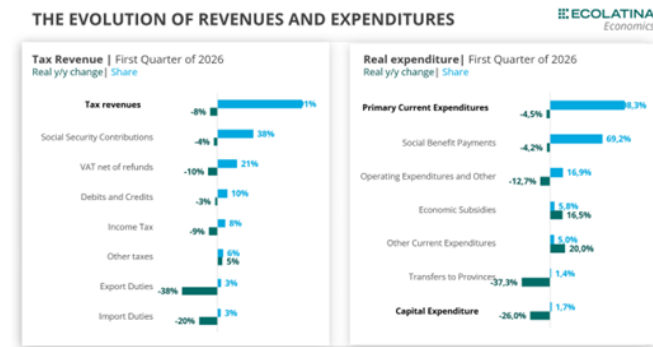
On the expenditure side, primary spending fell -5.8% y/y in real terms, mirroring the decline in revenues for the month and once again reflecting the contractionary stance required to sustain the primary surplus. Thus, it accumulated a -5.0% y/y contraction in the first quarter of the year.

Current primary expenditures fell -5.3% y/y in the month (-4.5% y/y in the first quarter), while capital spending -as in previous months- showed a sharper contraction (-24.1% y/y and -26.0% y/y in the first three months of the year), landing slightly above March 2024 levels (when public works were practically at a standstill), but at historical lows for the series.

Within current expenditure, economic subsidies and transfers to provinces both posted declines. In the case of subsidies, the contraction was -49.8% y/y in real terms, falling -71.6% y/y below March 2024 levels. It is worth noting that the gap between accrued and actually paid amounts by the National Government reached a considerable magnitude during the month, meaning some recomposition of this line item in the very near term cannot be ruled out. In fact, on a cumulative basis through the first quarter, subsidies showed a real improvement of 16.5% y/y. As for provinces, discretionary transfers fell -69.4% y/y, accumulating a -37.7% y/y contraction in the quarter.

Social Benefit Payments declined -3.7% y/y, given that approximately 70% of social spending remains indexed -concentrated in Pensions and the Universal Child Allowance (AUH). Within this category, PAMI contributions stood out, posting a real decline of -26.7% y/y. However, the Other programs line

item, which groups more discretionary expenditures, showed a more contained contraction (-1.1% y/y).



Outlook for the remainder of the year

Among the main developments, **the Government reached a technical agreement with the IMF that will unlock a pending disbursement of USD 1,000 million following Board approval.** A relevant aspect of the agreement is the reduction of the primary surplus target for 2026, which was lowered from 2.2% to 1.4% of GDP (-0.8 p.p.). While a deceleration in tax revenues has been observed in recent months, the relaxation of the target primarily reflects the recent dynamics of Treasury financing. In particular, the greater use of fixed-rate capitalizable instruments has allowed interest payments to be reduced in the short term by deferring their accrual to maturity dates. However, the recent financing strategy has also seen a greater share of indexed instruments, which limits debt erosion through inflation and could imply a higher interest burden going forward, reinforcing the need to sustain elevated rollover levels.

On the revenue side, tax performance is expected to remain subdued for as long as consumption-linked sectors fail to show a clear sign of improvement, given that the revenue structure is heavily dependent on activity-linked taxes (primarily VAT, Income Tax, and Social Security contributions). Along these lines, **April posted another decline in tax revenues**, with a real contraction estimated at around -7% y/y on a cumulative basis through the first four months of the year.

Economic activity has been displaying a highly heterogeneous performance across sectors, with primary industries (agriculture, oil, gas, and mining) driving the aggregate figure, while sectors linked to manufacturing, construction, and commerce are still operating well below end-2023 levels (prior to the exchange rate correction that followed the new administration's inauguration). In this context, **the Government may in the coming months turn to higher extraordinary revenues -as seen in January- or to new financing sources that help sustain the aggregate result.**

One of the key open questions going forward is the margin available to sustain this level of primary surplus without advancing more structural changes to the expenditure framework. In particular, the strategy of executing below accrued amounts in certain line items -such as economic subsidies, transfers to provinces, and PAMI benefits- may contribute in the short term, but tends to require corrections in subsequent months. **Added to this is the fact that approximately 70% of spending is indexed to past inflation**, which limits room for maneuver and concentrates the adjustment in a narrow set of line items. In this context, one notable development is the discontinuation of programs such as *Volver al Trabajo*, aimed at reducing outlays in specific segments of non-indexed spending.

Also noteworthy is the Government's recent decision to extend coparticipation advances to a group of provinces for up to ARS 0.4 trillion, which must be repaid within the same fiscal year. While this type of mechanism can help address subnational liquidity pressures in the short term following the decline in revenues, it nonetheless implies a temporary reallocation of resources that could condition the dynamics of public accounts in the months ahead.

In summary, if economic activity continues to fail to drive revenue growth in the coming months, the primary surplus will increasingly depend on extraordinary revenues, new financing sources, or cuts to non-indexed spending items to meet its 2026 target.

EXTERNAL SECTOR

Record trade surplus in Q1

- **In March, the trade balance posted a surplus of USD 2,523 M, accumulating USD 5,486 M over the first three months of the year — the highest first-quarter cumulative balance since at least 1992 (in current prices).**

- **This result was underpinned by an all-time monthly record in exports, which reached USD 8,645 M (+30.1% y/y), driven primarily by higher volumes, with broad-based gains across all categories.**

- **Imports totaled USD 6,122 M, up 1.7% year-on-year and 0.4% in seasonally adjusted terms versus February. However, the increase was entirely explained by higher prices (+5.8%), as volumes declined 3.7%.**

In March, the trade balance posted a surplus of USD 2,523 M, marking 28 consecutive months in which exports exceeded imports. Year-to-date, the cumulative surplus stands at USD

5,486 M — the highest first-quarter figure since 1992 in current prices and since at least 2009 in constant prices.

This outcome was supported by an all-time monthly record in exports, which reached USD 8,645 M (+30.1% y/y). In constant-price terms, however, the volume exported was the highest since October 2022. On a seasonally adjusted basis, external sales rose 28% versus February, with most of the momentum coming from quantities: export volumes grew 25.3% y/y, while prices advanced just 3.9%.

At a more granular level, **gains were broad-based across all categories. Primary Products** led the increase, totaling USD 2,349 M (+56.2% y/y), driven entirely by volumes (+62.7%) amid a slight decline in prices (-3.8%). **Manufactures of Industrial Origin (MOI)** followed with USD 2,401 M (+26.4% y/y), reflecting improvement in both volumes (+13.6%) and prices (+10.8%). **Fuels and Energy** reached USD 1,235 M (+23.4% y/y), as higher volumes (+29.1%) more than offset lower prices (-4.5%). **Manufactures of Agricultural Origin**, in turn, recorded an 8.5% rise in volumes and a 9.7% increase in prices, bringing total external sales to USD 2,659 M (+18.9% y/y).

Along these lines, the agricultural sector once again played a central role in export dynamics. According to the Rosario Board of Trade, **agro-industrial shipments totaled 10.2 million tons in March**, 35% above March 2025 and 42% above the five-year average. Cereals, which account for 20% of the total year-on-year increase in exports, grew 39.2% y/y to USD 1,953 M, led primarily by the wheat harvest.

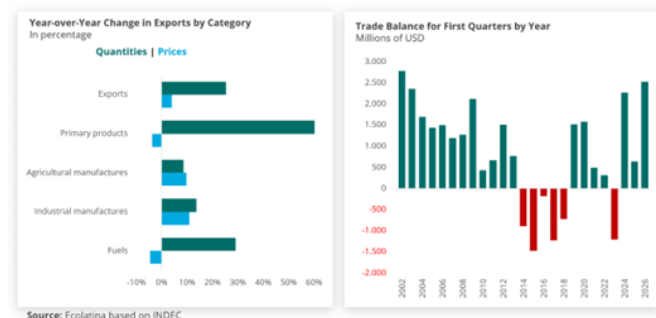
As for Manufactures of Industrial Origin, growth was significant, although the improvement remains concentrated in natural resource-linked categories. **The precious stones and metals segment stands out, with export values up 65% versus Q1 2025**, as a 70% surge in prices more than compensated for a 3% drop in volumes. Accordingly, the dynamism observed in MOI appears to be driven largely by the primary sector and the prevailing international price environment.

On the import side, purchases totaled USD 6,122 M (+1.7% y/y), an increase explained entirely by higher prices (+5.8% y/y), given that volumes fell 3.7% y/y. In seasonally adjusted terms, imports edged up 0.4% versus February, but volumes have exhibited a broad-based decline since mid-2025. This trend reflects the subdued activity in the sectors most reliant on imported inputs.

By end-use, performance was mixed. **Intermediate Goods (+10.2% y/y)** and **Consumer Goods (+6.6% y/y)** posted notable gains, driven mainly by higher volumes (+9.2% y/y and +4.0% y/y, respectively), while **Capital Goods (+4.5% y/y)** grew on a price effect (+8.0% y/y), as volumes declined (-3.1%). In contrast, **Parts and Accessories for Capital Goods (-18.1% y/y)** and **Fuels and Lubricants (-38.5% y/y)** registered significant drops. **Passenger Motor Vehicles** totaled USD 459 M, up 17.3% y/y. Finally, the **"Other"** category — which mainly comprises door-to-door courier shipments — reached USD 107 M (+105.9% y/y).

Record exports for a first quarter

ECOLATINA
Economics

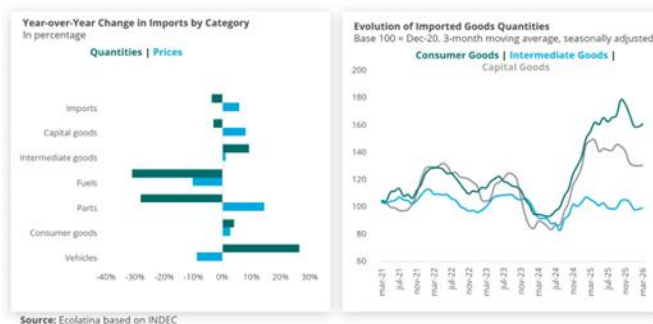


A structural factor that continues to gain relevance is the growing contribution of the energy and mining sectors. In March, **fuel and energy exports hit an all-time high in current prices at USD 1,235 M (+23.2% y/y), yielding a wide sectoral trade surplus of USD 1,090 M** — even before fully incorporating the impact of changes in international oil prices. In parallel, **the mining sector, according to data from the Secretariat of Mining, recorded exports of USD 896 M in the month (USD 2,409 M in Q1)** and accumulated a surplus of USD 2,031 M during the first quarter.

The overall trade surplus is largely explained by the energy and mining sectors. **On a year-to-date basis, these two sectors contributed USD 4,389 M in surplus**, meaning that, once excluded, **the remaining trade balance narrows considerably to roughly USD 1,100 M.** In this context, the agricultural sector's surplus acts as a further offset to the structural deficit of the industrial sector.

Imports stagnant at the start of the year

ECOLATINA
Economics



Lastly, **the terms-of-trade index** — which measures the ratio between export and import prices — fell 1.8% y/y in March. Had March 2025 prices prevailed, the trade surplus would have been USD 2,537 M.

An export boom under the new international price environment?

Regarding the agricultural outlook, the Rosario Board of Trade estimates that Argentina could harvest a record corn crop of 67 Mt, 34% above the previous cycle and 28% above the prior all-time high of 52.5 Mt two years ago. For the soybean campaign, output is estimated at 48.0 Mt, 2.9% below last year's 49.5 Mt. Persistent rainfall, however, has raised concerns about the pace of commercialization: **soybean harvest progress stood at 18% by late April, 7 percentage points behind the five-campaign average.**

The sector is also being affected by the Middle East conflict and its impact on energy markets. **While the war has pushed expected commodity prices higher, production costs have risen disproportionately.** The December 2026 wheat futures position averaged USD 190/t at the start of the year and peaked at USD 221/t (+16%); fertilizer prices, however, climbed nearly five times as much as the cereal (+57%). This distortion in relative prices has eroded the input-output ratio: whereas 2.7 tons of wheat were needed to purchase one ton of urea at the beginning of 2026, that figure has risen to 4.3 tons.

Nevertheless, higher crude prices benefit the domestic oil sector. Although March's trade balance does not yet capture the 63% increase in crude prices one month after the outbreak of the conflict, **this impact should be reflected in energy exports in the coming months.** Even in the event of a resolution of hostilities, capital destruction precludes an immediate restoration of supply to pre-conflict levels, underpinning a higher price floor over the medium term.

On the import side, purchases are likely to face a ceiling going forward, insofar as economic activity — and industrial output in particular — does not stage a sustained recovery. In this context, demand for inputs and intermediate goods would remain subdued, capping any significant expansion in total imports. That said, certain categories linked to final consumer goods could continue to show some momentum. Additionally, unlike in prior periods, there is no longer evidence of front-loading of imports, which would also help moderate the pace of growth.

EXCHANGE RATE AND MONETARY POLICY

The Treasury's Quest to Relieve Pressure on the BCRA

- The BCRA announced a series of exchange rate and monetary policy measures. On one hand, it took a further step toward monetary normalization by easing reserve requirements and re-entering the REPO market. On the other hand, it introduced a set of capital control relaxations while broadening the cross-restriction mechanism to prevent dollar outflows from the financial system and channel a larger share of foreign currency deposits into the weekly Treasury auctions.

- On that note, the Treasury increased the issuance cap for Bonares at the close of April. The strategy leaves the door open to expanding the total offering of these instruments (currently capped at USD 4 bn), which — alongside IMF Board approval and the corresponding USD 1 bn disbursement, and ongoing multilateral negotiations (the World Bank's Board has a USD 2 bn guarantee pending approval) — would effectively close the dollar financing program for 2026. This would strengthen the outlook for reserve accumulation, with April BCRA purchases hitting a record driven by dollar loans that reached their highest level for a fourth month of the year since the end of the Convertibility regime.

- Indeed, the FX market outlook remains favorable for the BCRA's reserve accumulation program at least through mid-year. In the near term, agricultural sector contributions will increase as the bulk harvest enters its peak settlement period, while the energy and mining sectors will continue providing a steady flow of foreign currency. This, in turn, strengthens the FX market outlook, encourages further hard-dollar debt issuance by corporates and banks, and reduces the risk of a pickup in retail FX demand. The key variable will be how much of the BCRA's FX purchases can translate into genuine reserve accumulation — a question closely tied to the Treasury's need to refinance its dollar obligations at some point in 2026, a process it has been pursuing through ongoing multilateral negotiations.

April closes as an eventful month on the exchange rate and monetary policy front. **The Central Bank of Argentina (BCRA) announced a series of measures related to capital controls.** On the relaxation side: **1)** Individuals will no longer be required to settle export proceeds through the official FX market; **2)** The deadline for foreign currency repatriation from local parent companies to subsidiaries was extended from 60 to 180 days, and from 180 to 365 days for exports in the textile industry and other key sectors; **3)** Access to the FX market is now permitted three days before the maturity of corporate

bonds and trade payables, and FX hedging on external liabilities is now allowed — a measure closely tied to the recent surge in foreign-law corporate bonds issuances; and **4)** Legal entities may now access the FX market to repay principal on intra-company financial debt, subject to securing a refinancing agreement.

Beyond these relaxations, **the measure that drew the most attention was the broadening of the cross-restriction mechanism.** Individuals who transfer foreign currency abroad will be barred from purchasing dollar-settled sovereign bonds for 90 days. The rationale is to curb FX outflows and eliminate the incentive for a financial arbitrage at a time when dollar liquidity is abundant (USD deposits are at record highs) and the spread between the CCL and MEP exchange rates remains elevated. This channel had generated USD 1.35 bn in FX outflows during the first quarter.

In the near term, **the tightened restriction simultaneously serves two goals of the economic program.** Limiting foreign currency transfers abroad keeps dollars within the local financial system, boosting reserve requirements and the BCRA's firepower in the FX market. At the same time, **it aims to make hard-dollar Treasury bonds more attractive,** since the restriction will not apply to the purchase of dollar-denominated bonds subscribed in primary issuances, provided they are held for at least 15 days. In short, it limits dollar outflows while steering the pool of foreign currency deposits toward the monthly hard-dollar debt auctions run by the Treasury.

On that note, **at the last auction of the month the Treasury increased the issuance cap for Bonares.** The ceiling for hard-dollar bonds was raised from USD 0.25 bn to USD 0.35 bn, with the additional USD 0.1 bn allotment for the second auction day kept unchanged. Under this framework, the Treasury placed the full amount available for the bond maturing in 2027 (AO27) and approximately USD 0.4 bn for the one maturing in 2028 (AO28).

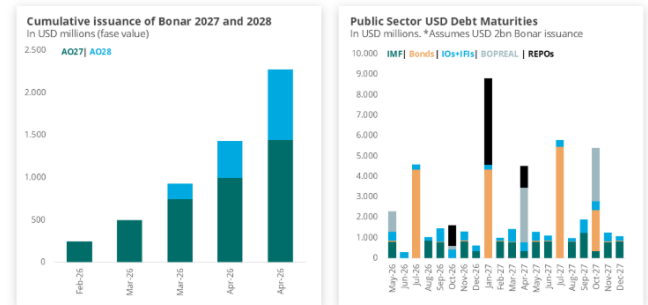
Separately, **the IMF's technical staff approved the second review of the program.** The review — which dated back to October of last year and had been delayed due to the electoral calendar — will unlock a USD 1 bn disbursement once approved by the Fund's Executive Board.

Key highlights from the IMF staff report include: **1)** On the fiscal front, the financial balance target is maintained, with a primary surplus of 1.4% of GDP, alongside references to future fiscal, tax, and pension reforms; **2)** The report explicitly calls for avoiding interest rate volatility — consistent with the "endogenous rate" framework and in line with the BCRA's approach over the past two months — while also encouraging credit expansion, though it confirms that monetary policy will maintain a tightening bias; **3)** On reserves, net international reserves are expected to increase by approximately USD

8 bn in 2026, which would require securing dollar financing and continued BCRA purchases of at least USD 10 bn; and **4)** Regarding foreign currency financing, potential sources cited include local hard-dollar bond issuances, asset sales (privatizations), BCRA REPOs, and multilateral lending.

On that last point, **the World Bank confirmed it has submitted for Board approval a USD 2 bn guarantee** (complemented by the IDB with a USD 5 bn financing package, of which USD 0.55 bn will take the form of guarantees) aimed at rolling over dollar-denominated debt — pending Board approval. Beyond the multilateral backing, what remains open are the final size of the private-sector component, the eventual interest rate, and the repayment schedule. The key question is whether Minister Caputo will act on his stated commitment to avoid tapping Wall Street and instead seek limited funding through international banks (such as REPOs) and multilateral institutions — or whether he attempts some form of international bond placement, setting the stage for a gradual return to global capital markets.

BONAR BONDS TO HELP TACKLE SHORT-TERM DEBT

ECOLATINA
Economics

Source: Ecolatina based on BCRA and MECOM.

Against this backdrop, **we expect the Treasury to avoid purchasing the remaining dollars from the BCRA,** and will likely opt for some combination of expanding local hard-dollar debt issuance and drawing on multilateral loans. **With these moves, the dollar financing program would be virtually closed for 2026.** Running the numbers: assuming Treasury dollar deposits at USD 0.52 bn (as of April 27, the latest available figure), full rollover of multilateral and financial maturities, IMF approval of the two remaining reviews this year, and monthly hard-dollar bond issuances up to the stipulated cap (USD 2 bn for AO27 and AO28 combined), the remaining financing need through December would be approximately USD 2.5 bn — virtually the amount currently under negotiation with the World Bank.

In line with the IMF's second review, **the BCRA took a further step toward monetary policy normalization.** The central bank reduced the minimum daily reserve integration requirement from 75% to 65%. This ratio had reached 100% in August of last year — a level that contributed to upward interest rate volatility — and has been gradually brought down with greater

resolve since December. In addition, the range of eligible assets for reserve integration was expanded: minimum (60-day) and maximum (760-day) holding periods for primary-market sovereign bonds were eliminated, giving banks greater flexibility to manage their liquidity positions.

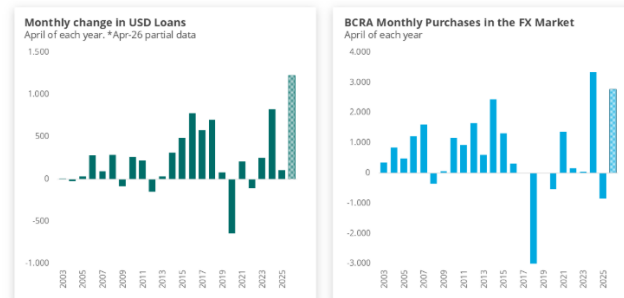
The BCRA also returned to the REPO market. The format mirrors last year's arrangement: operations are conducted during a 30-minute window after the close of the trading session, at a rate equal to the day's weighted average rate plus 500 basis points. **This re-establishes a *sui generis* rate corridor:** a floor of 20% offered in the *simultáneas* (*Pases*) market, and a ceiling of 25% through the REPO window. We use the term *sui generis* because the current ceiling does not function like the former active *Pases* facility, which was offered directly by the BCRA at a pre-set rate — effectively capping interbank funding costs, since exceeding that rate made central bank borrowing the cheaper option. That said, the REPO window still acts as a moderating mechanism, discouraging sharp rate spikes during periods of peso scarcity, particularly around the close of the trading session.

Against this backdrop, **peso interest rates continued to converge toward the 20% nominal annual rate offered by the BCRA in the *simultáneas* market.** More importantly, the authorities' more decisive liquidity injections — expanding banks' liquidity buffers — have helped dissipate rate volatility in recent months, reducing uncertainty for investment decisions. In numbers, both lending and deposit rates declined: the TAMAR fell from an average of 32% NAR to 23% NAR between February and April, while overdraft rates dropped from 38% to 26% NAR. This reflects the successive easing measures implemented by the BCRA, which have allowed financial institutions to build up their liquidity cushions.

Notably, **the exchange rate maintained a downward trend throughout the month**, trading below ARS 1,400 per dollar for 30 consecutive sessions from mid-March through end-April. On a monthly average basis, the dollar decreased 1% MoM, making April one of the months with the largest average distance to the upper band of the exchange rate corridor — second only to May 2025, the first full month under the crawling band regime.

Amid low interest rates and a stable exchange rate, **the BCRA closed April with record purchases totaling USD 2.77 bn.** For context, this ranks as the second-highest April figure in over a decade — the first being April 2024, also under the current administration. The key distinction, however, is that the FX market at that time operated under strict capital controls, including a staggered access calendar for importers and no FX access for individuals.

RECORD USD LOANS BOOST BCRA DOLLAR PURCHASES

ECOLATINA
Economics

Source: Ecolatina based on BCRA.

The natural follow-up question is **what is driving the BCRA's strong FX market performance.** The overarching factor is the **increased credibility of the exchange rate framework**, which creates a virtuous cycle by dampening FX demand — both retail and wholesale — while encouraging dollar settlement. That said, the FX market has been buoyed by a rising supply of financial dollars. With agricultural settlements remaining relatively stable in April — at around USD 0.125 bn per day on average according to CIARA-CEC, compared to USD 0.127 bn in March — financial inflows were the key driver of recent FX market performance, as was the case in March. Corporate bond (ON) issuances continued to climb (+USD 1.3 bn), with the Province of Chubut adding a USD 0.65 bn placement, but dollar-denominated loans were the standout factor. Through April 28, dollar loans grew by USD 1.2 bn, marking the strongest April performance since the end of the Convertibility regime — even in real terms.

As a closing remark, **the FX market outlook remains favorable for the BCRA's reserve accumulation program** at least through mid-year. In the near term, agricultural sector contributions will increase as the bulk harvest (soja and maiza) enters its peak settlement period, while the energy and mining sectors will continue providing a steady flow of foreign currency. This, in turn, strengthens the FX market outlook and encourages further hard-dollar debt issuance by corporates and banks, while reducing the risk of a pickup in retail FX demand. The key variable will be how much of the BCRA's FX purchases can translate into genuine reserve accumulation — a question closely tied to the Treasury's need to refinance its dollar obligations at some point in 2026, a process it has been pursuing through ongoing multilateral negotiations.

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.arInternet: 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	2025	2026p	2027p
Activity								
GDP	YoY %	IV Q 25	2,1	I Q 26	0,7	4,4	2,7	2,9
Total Consumption	YoY %	IV Q 25	3,4	I Q 26	1,0	6,7	2,3	2,5
Total Investment	YoY %	IV Q 25	-2,1	I Q 26	-6,8	16,4	1,7	6,8
Prices								
INDEC National CPI ⁽¹⁾	YoY %	mar.-26	3,4	apr.-26	2,5	31,5	30,3	22,7
Foreign Exchange								
Nominal FX ⁽¹⁾	ARS / USD	apr.-26	1381	may.-26	1396	1448	1743,3	2193
Real Multilateral. ARS/USD(1)	Dec. 01=100	apr.-26	1,2	may.-26	1,2	1,4	1,3	1,4
Fiscal Situation. Year Accum.								
Total Incomes	% GDP	mar.-26	3,3	apr.-26	4,4	15,9	15,0	14,9
Primary Expenditures	% GDP	mar.-26	2,8	apr.-26	3,8	14,6	13,6	13,5
National Primary Balance ⁽²⁾	% GDP	mar.-26	0,5	apr.-26	0,6	1,4	1,4	1,5
Foreign Sector								
Exports	USD BN	mar.-26	8,6	apr.-26	8,9	87,1	94,8	98,1
Imports	USD BN	mar.-26	6,1	apr.-26	6,4	75,8	77,2	85,4
Trade Balance	USD BN	mar.-26	2,5	apr.-26	2,5	11,3	17,7	12,8
Balance of Payments								
Current Account balance	USD BN	IV Q 25	-1,5	I Q 26	2,3	-7,6	-5,3	-13,2
Interest Rates								
Monetary Policy Rate ⁽¹⁾	%	apr.-26	20,0	may.-26	20,0	20,0	18,0	18,0
Private Banks BADLAR ⁽¹⁾	%	apr.-26	20,4	may.-26	23,1	26,7	22,5	21,2

(1) Annual Indicators. December Average

(2) Excludes SDR allocation in 2021

(2) Excludes extraordinary resources