

ARGENTINA

INFORME ECONÓMICO SEPTIEMBRE

2022



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

#SOMOSTUPARTNERGLOBAL

Argentina Económica

01. Introducción

02. Panorama

03. Actividad

04. Precios

05. Política Fiscal

06. Sector Externo

07. Política Monetaria y Cambiaría

09/2025

Realizado por:



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

INTRODUCCIÓN

A continuación, se presentan los principales aspectos del informe.

OBJETIVOS

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

CONTENIDO

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

VARIABLES CONSIDERADAS EN LAS PROYECCIONES

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

Para más información:

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

PANORAMA

Económico: Una economía en modo electoral

En la previa de las elecciones en Provincia de Buenos Aires y a poco menos de 2 meses de las elecciones legislativas nacionales, **la economía parece haber entrado en modo electoral**: Mientras el sector privado busca cubrirse frente a eventuales sorpresas electorales, el Gobierno busca contener el dólar para continuar vendiendo la desinflación como principal activo de campaña, sin importar los costos en materia de actividad.

Pasando en limpio, desde principios de julio la economía evidenció **una elevada volatilidad en las tasas de interés y el tipo de cambio** en el marco de una actividad económica que parece haberse “quedado sin nafta” y la reaparición del ruido político (con una fuerte caída de la confianza en el Gobierno, que alcanzó en agosto el mínimo para la gestión Milei). Como trasfondo, en materia legislativa el Gobierno consiguió una de cal y una de arena: si bien perdió votaciones frente a algunas iniciativas de la oposición, logró sostener el veto al aumento de jubilaciones, el proyecto más significativo en términos fiscales.

En cuanto a la **economía real**, el EMAE no sólo hiló 2 meses consecutivos con caídas mensuales (algo que no ocurría desde marzo y abril del 2024, el peor momento de la recesión), sino que también se ubica un 0,6% por debajo del nivel de diciembre del 2024. Para colmo, dichas caídas fueron previas al inicio del ruido político y monetario, con indicadores adelantados que no muestran señales claras de mejora. Probablemente, dicho freno tenga cierto vínculo con **estancamiento del salario real registrado** (producto del ancla salarial impulsada por el Gobierno), así como también con la **moderación del crédito al sector privado** (dado el elevado costo financiero) y las **subas en la morosidad bancaria** de personas físicas. Este contexto nos llevó a recalibrar a la baja nuestras proyecciones de actividad.

En materia de precios, si bien la **inflación mensual** se aceleró levemente en julio al 1,9%, la cifra continuó por debajo del 2% por tercer mes al hilo, mostrando un avance relativamente acotado si se tiene en cuenta la suba del dólar en el mismo mes (+7,3% en promedio y +13,2% punta a punta). Para agosto, estimamos que la inflación mensual podría superar el 2% producto del alza en el tipo de cambio. Sin embargo, **el traspaso luce más acotado** en contraste a otros periodos por diversos motivos: **1)** El tipo de cambio retrocedió parte de la suba en la primera parte del mes, aunque retomó la tendencia alcista en las últimas ruedas; **2)** A diferencia de otras devaluaciones, en la actualidad estamos ante un régimen de inflación moderado, lo cual ralentiza el *pass-through*; **3)** El deterioro del ingreso disponible (producto del ancla salarial y la suba de costos fijos) y el rebalanceo de la canasta de consumo limitan el margen para

incrementar precios; y 4) La mayor apertura comercial restringe vía competencia la suba de precios en los bienes locales.

Por su parte, también se conocieron los detalles de la última revisión aprobada por el FMI, la cual vino con una **marcada flexibilización en la meta de reservas tras el incumplimiento de junio**: se redujo la meta en USD 5.000 M para 2025 y otros USD 2.000 M extras para 2026, trasladándose dichas exigencias hacia 2027. De esta manera, teniendo en cuenta los compromiso y flujos proyectados para lo que resta del año, el Gobierno debería acumular cerca de USD 4.000 M para cumplir con la meta en diciembre (desde ahora las revisiones serán semestrales), los cuales podrían obtenerse vía compras en el MULC, colocaciones de BONTE o REPOS.

Incluso flexibilización mediante, dicha exigencia **aún luce desafiante** si tenemos en cuenta que el Tesoro frenó sus compras en el MULC (e incluso estaría dispuesto a vender en caso de que sea necesario) luego de la aprobación de la revisión y que no volvió a licitar BONTES en los últimos meses (probablemente por las elevadas tasas de interés vigentes). Más allá del reacomodamiento y el cumplimiento de las metas, resulta crucial que el Gobierno muestre mayor contundencia para acumular Reservas para **reducir el riesgo país y retornar a los mercados financieros en 2026**, año en el cual deberá afrontar elevados vencimientos en dólares. En tal sentido, las últimas ruedas no fueron de mucha ayuda: el Riesgo País volvió a superar el umbral de los 800 puntos básicos en el marco de rumores por corrupción y el ruido electoral habitual.

Ahora bien, volvamos a la **novela monetaria-cambiaria**. Está claro que la volatilidad evidenciada hasta el momento ya no responde a un reacomodamiento del mercado a la nueva política monetaria, sino a los típicos **incentivos electorales**. Las marchas y contramarchas normativas en la política de encajes (llevando la exigencia a máximos desde 1993 y endureciendo su monitoreo de promedios mensuales a diario), las intervenciones erráticas y esporádicas (tanto en el mercado secundario en pesos como en los futuros del dólar), y las licitaciones ad hoc del Tesoro (para evitar tensiones sobre el programa financiero) son algunas de las tantas medidas que delinean el panorama de las últimas semanas.

Más allá de las idas y vueltas de las autoridades, su objetivo de corto plazo está claro: un peso caro (tasas elevadas) y escaso (premio en las licitaciones del Tesoro y suba de encajes integrables con títulos públicos) para **evitar una suba en el tipo de cambio que amenace la performance electoral**. Dicho de otra forma, la tasa de interés parece ser endógena a la dinámica que adopte el tipo de cambio. En este marco, la pregunta clave es cuán sostenible es este esquema, dado que el elevado nivel actual de las tasas reales es costoso para el Tesoro y en algún momento impactará negativamente en la actividad real.

Frente a dicho interrogante, las autoridades ya aclararon explícitamente que el apretón monetario y la suba de tasas reales son **transitorios hasta las elecciones**, aunque no especificaron cuál será el esquema monetario-cambiario al día siguiente.

Claramente, un resultado electoral favorable le daría más aire al Gobierno y permitiría descomprimir parte de las tensiones originadas en la incertidumbre electoral, mientras que un resultado negativo tensionaría las dudas vigentes y pondría en jaque el modelo. **Ganar fortaleza legislativa es clave** para poder impulsar las reformas estructurales pendientes en 2026 que permitirían una reducción del riesgo país y el inicio de largo camino hacia una economía de mayor productividad. Ahora bien, más allá de la cuestión electoral, probablemente el esquema actual necesite una **recalibración** una vez superada la elección para recuperar cierta sostenibilidad.

Político: Milei llega a la elección en PBA con la agenda repleta de temas incómodos

1. *Al oficialismo se le llenó de temas incómodos la agenda pública en la previa electoral.*

El oficialismo llega a las elecciones en medio de la incertidumbre económica por el dólar y las tasas, problemas de gestión en el caso del fentanilo contaminado, derrotas en el Congreso y sospechas de corrupción.

2. *La elección en la Provincia de Buenos Aires, una bisagra en el camino hacia octubre.*

La elección en la Provincia de Buenos Aires del 7 de septiembre puede ser una bisagra en la dinámica hacia la elección nacional de octubre, porque ofrecerá evidencia sobre cuánto sigue apoyando la gente este rumbo.

3. *Sin liderazgo, equipo de gobierno y gestión, será difícil por más buenas ideas que se tengan.*

Más allá del resultado electoral, el oficialismo ha transmitido en estas últimas semanas señales preocupantes en materia de liderazgo presidencial, de funcionamiento del equipo de gobierno y de gestión.

La forma en que el oficialismo está llegando a las semanas más importantes del año electoral (la semana previa a la elección en provincia de Buenos Aires y a menos de 60 días de la elección nacional de octubre) está lejos de ser la más conveniente.

La agenda pública se cargó de temas incómodos para el oficialismo: tensión en los mercados con un dólar inquieto y tasas por las nubes, problemas graves en la gestión con el deficiente

control sobre laboratorios en el caso del fentanilo contaminado, dificultades políticas con todo el arco opositor aprobando en el Congreso leyes sensibles y rechazando los vetos presidenciales y las resonantes sospechas de corrupción que han emergido en el debate público a partir de audios con funcionarios denunciando el involucramiento de altos funcionarios del gobierno en el cobro de coimas en la compra de medicamentos.

Esto ha sido acompañado por un **desgaste en los niveles de apoyo del Gobierno**, que se ha visto reflejado en las encuestas en los meses de julio y agosto, con caídas en los niveles de aprobación del desempeño del gobierno y en la imagen del presidente.

Toda esta configuración de escena no es la más propicia para enfrentar los desafíos electorales más relevantes del año: **la elección en la Provincia de Buenos Aires del 7 de septiembre y la elección nacional del 26 de octubre**.

El primero de esos eventos no sólo tiene la relevancia que siempre tiene una elección en PBA (sobre todo en materia del impacto que el resultado general en la interpretación de los hechos); sino que en esta oportunidad tiene además la potencialidad de **construir un clima determinado** (favorable o desfavorable) **de cara a la elección nacional**.

Los antecedentes y las estimaciones previas hacen prever una **elección polarizada y pareja** entre las dos principales fuerzas (La Libertad Avanza y Fuerza Patria). Pero los últimos eventos le agregan mucha incertidumbre a las proyecciones, dado que es difícil mensurar el impacto que pudieran tener las **sospechas de corrupción** que involucran a la hermana del presidente y sus principales asesores (los primos Eduardo “Lule” y Martín Menem).

La expectativa indica que podría estar descontada **una derrota ajustada del oficialismo** en esa elección, pero no una derrota de más de 5 puntos de diferencia. Un resultado de esas características podría impactar negativamente las posibilidades del gobierno en el tránsito hacia la elección nacional. Por el contrario, si la sorpresa viene por el lado positivo, es decir que el oficialismo nacional logra imponerse en la elección, podría ser un evento que descomprima la incertidumbre (sobre todo en los mercados) de cara a la elección nacional y pueda ser un factor de impulso de las posibilidades del oficialismo de encontrar un buen resultado en octubre.

En todo caso, para las dos elecciones, las necesidades del gobierno son las mismas: **fortalecer las condiciones de gobernabilidad** (lograr más fuerza legislativa) y demostrar que el rumbo de gobierno sigue teniendo un apoyo social mayoritario. Ambos objetivos ofrecerán solidez a la sustentabilidad política del rumbo económico que el gobierno ha venido imprimiéndole al país desde 2023.

Pero más allá de ello, y siendo también importante para la naturaleza del proceso político, se ha visto en estas últimas semanas bastante evidencia sobre algunos déficits que siembran dudas sobre la probabilidad de éxito del gobierno en la resolución de los desafíos que enfrenta.

Déficits en el ejercicio del liderazgo presidencial, con un mandatario al que por momentos se lo percibe sin pleno control de su equipo de gobierno y con dificultades para consolidar un sistema confiable de relaciones interpersonales con todos los miembros de ese equipo, necesario para conducir el cambio que se está impulsando.

Déficits en materia de funcionamiento del equipo de gobierno. Un equipo que se sigue viendo chico para el tamaño de desafío que se enfrenta, y que incluso siendo chico, termina enfrentando muchas tensiones internas que favorecen la emergencia de conflictos que afectan el desempeño del Gobierno.

Déficits en materia de gestión, con dependencias como salud, donde no pareciera haber de parte de las autoridades del Ministerio un control sobre todas las áreas sensibles que se ven involucradas en la administración de la cosa pública en esa materia.

En definitiva, las elecciones nos darán evidencia sobre en qué medida la sociedad sigue sosteniendo su apoyo al Gobierno. Pero ello no resolverá otros aspectos de la gobernabilidad que son estratégicos para garantizarle éxito al programa de gobierno. Si el Gobierno no tiene éxito en resolver los desafíos de la gestión pública, probablemente a la larga, el apoyo social podría ir desapareciendo.

ACTIVIDAD

Cayó la actividad por segundo mes consecutivo

• El Estimador Mensual de la Actividad Económica (EMAE) retrocedió 0,7% s.e. en junio, luego de la baja de 0,2% registrada en mayo, y se ubicó 6,4% por encima de junio de 2024. Aunque en el acumulado del primer semestre la actividad muestra un crecimiento interanual de 6,2%, el período en su conjunto cerró prácticamente estancado.

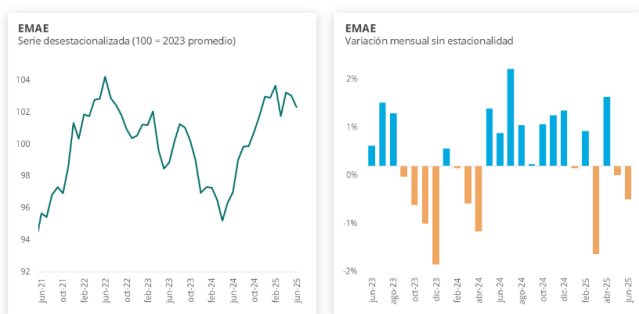
• A nivel sectorial, ocho de los quince sectores registraron un crecimiento mensual en la serie desestacionalizada. Los únicos sectores con subas fueron la producción de Electricidad, gas y agua (+5,5%), Petróleo y gas (+3,3%), Intermediación financiera (+1,5%) y Construcción (+0,9%). Con relación a las bajas, la mayor caída se registró en Pesca (-12,5%), un sector muy volátil mes a mes, seguido por Comercio (-1,2%), siendo su segundo mes de bajas al hilo.

• En términos generales, los indicadores adelantados fueron negativos de cara a julio, y sostienen su dinámica oscilante. Por el lado de la construcción, los indicadores fueron negativos en julio: El Índice Construya cayó -0,4% s.e. (tras haber subido 15,5% en mayo), alternando meses de subas y bajas. Los despachos de cemento cayeron 3,2% s.e. en julio, habiendo subido el mes pasado. Por su parte, la industria no presentó mejoras: la producción de automóviles cayó 9,5% en julio, sumando dos meses de bajas, al igual que el patentamiento de vehículos 0 km, el cual cayó 2,6% s.e.

El Estimador Mensual de la Actividad Económica (EMAE) retrocedió 0,7% s.e. en junio, luego de la baja de 0,2% registrada en mayo, y se ubicó 6,4% por encima de junio de 2024. Aunque en el acumulado del primer semestre la actividad muestra un crecimiento interanual de 6,2%, comparando los primeros seis meses se observa un estancamiento. Con la corrección de esta última publicación, el semestre mostró un crecimiento de apenas 0,1% s.e.

Con el desempeño de junio, la actividad económica vuelve a los niveles previos a diciembre. De este modo, se posiciona -1,3% por debajo de los máximos históricos de la serie alcanzados en febrero. Si bien no se aleja demasiado de los máximos históricos con la caída de junio, al considerar el crecimiento poblacional acumulado, el nivel de actividad per cápita está casi 10% abajo desde el 2017. Pese a que el tamaño de la economía es el mismo que en los máximos y se logró recuperar el terreno perdido, la economía todavía está lejos de lograr un crecimiento verdadero.

LA ACTIVIDAD CAE POR SEGUNDO MES CONSECUTIVO



A nivel sectorial, ocho de los quince sectores registraron un crecimiento mensual en la serie desestacionalizada. Los únicos sectores con subas fueron la producción de Electricidad, gas y agua (+5,5%), Petróleo y gas (+3,3%), Intermediación financiera (+1,5%) y Construcción (+0,9%). Con relación a las bajas, la mayor caída se registró en Pesca (-12,5%), un sector que destaca por su volatilidad, seguido por Comercio (-1,2%), siendo su segundo rojo consecutivo.

En comparación con el promedio de 2023 (un año casi completo sin recesión) se observa una recuperación en la mayoría

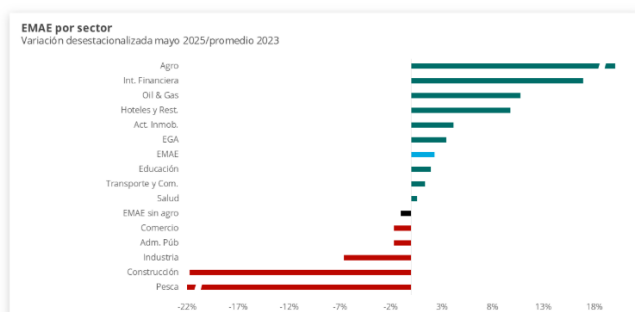
de los sectores de actividad. Sin embargo, la Construcción e Industria todavía se encuentran muy por debajo. La primera se encuentra casi 22% por debajo dicho año, sin poder recuperarse del todo de la recesión, del freno de la obra pública y el aumento de costos del sector. Por su parte, la Industria presenta un nivel de actividad 6,6% inferior al de 2023. En la misma línea se encuentra el Comercio, que aún no recupera los niveles previos (-1,7%).

De todos modos, estos tres sectores lograron recuperar lo perdido en el 2024: la Construcción está 8,1% por encima del promedio del año pasado, el Comercio un 6,2% y la Industria un 3,5%.

En contraste, los sectores que se ubican por encima del nivel de 2023 son principalmente los primarios, como el agro, petróleo y gas. Aunque el agro mostró un buen desempeño en 2025, el incremento del casi 34% sobre el promedio del 2023 se debe a una baja base de comparación, considerando que ese año estuvo atravesado por la sequía. Por su parte, el sector de extracción de petróleo y gas ha experimentado un crecimiento genuino con la expansión de vaca muerta (+10,7%), al igual que la Intermediación financiera (+16,9%), tras la reciente suba del crédito.

AUN QUEDAN SECTORES POR DEBAJO DEL 2023

ECOLATINA
Economics



¿Qué esperamos hacia adelante?

La actividad se mantiene en una meseta y parece haber encontrado un techo tras haber alcanzado máximos históricos en febrero. En términos generales, los indicadores adelantados fueron negativos de cara a julio y sostienen una dinámica oscilante.

Por el lado de la construcción, los indicadores fueron negativos en julio: El Índice Construya cayó -0,4% s.e. (tras haber subido 15,5% en mayo), alternando meses de subas y bajas. Los despachos de cemento cayeron 3,2% s.e. en julio, habiendo subido el mes pasado. Por su parte, la industria no presentó mejoras: la producción de automóviles cayó 9,5% en julio, sumando dos meses de bajas, al igual que el patentamiento de vehículos 0 km, el cual cayó 2,6% s.e.

En el mismo sentido, las ventas minoristas PYME cayeron 5,7% s.e. (tras haber subido 6,7% en junio) y continúan con su sendero con vaivenes, sin terminar de presentar un crecimiento sostenido. Por último, el crédito al consumo viene moderando su crecimiento mes a mes, al crecer 2,3% s.e. en junio.

Hacia adelante, **no esperamos un crecimiento notable en el tercer trimestre**. En un contexto de incertidumbre electoral, la reciente volatilidad monetaria puede tener impactos en la actividad. Las elevadas tasas de interés como instrumento para fomentar la demanda de pesos pueden postergar decisiones de inversión y consumo, al encarecer el financiamiento. Por esto, reducimos nuestra proyección para el 2025 con un crecimiento del orden del 4,7%, lo que implica que la actividad crezca 3,1% de acá hasta fin de año.

PRECIOS

La inflación se aceleró levemente en julio

- El IPC Nacional de INDEC trepó 1,9% mensual en julio, acelerándose 0,3 p.p. respecto al dato de junio y ubicándose por debajo del 2% mensual por tercer mes consecutivo. De esta forma, la inflación acumulada fue de 17,3% hasta el séptimo mes del año y la variación interanual se ubicó en 36,6% i.a., representando la variación más baja desde diciembre de 2020.

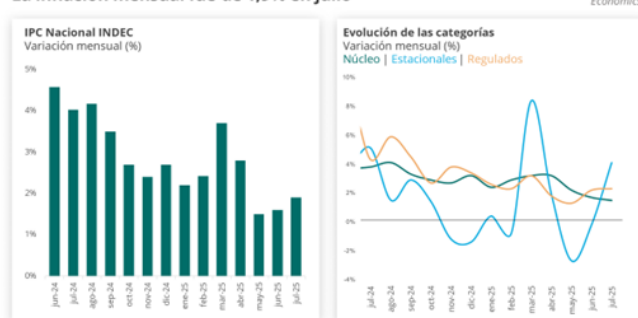
- En cuanto a las categorías, el IPC Estacionales subió 4,1% en el mes, representando la categoría de mayor evolución y la evolución más alta desde marzo (acelerándose 4,3 p.p. respecto al mes anterior). Al interior, destacó la suba de verduras y frutas (+6,3% y +5,1%, respectivamente), mientras que prendas de vestir jugó a la inversa (-1,4%). Por su parte, el IPC Regulados trepó 2,3% (acelerándose 0,1 p.p. respecto al mes anterior). Al interior, destacó la aceleración transporte público y combustibles. Por último, un dato significativo es que la inflación Núcleo -que excluye los datos de precios regulados y estacionales, más sensibles a los cambios en la coyuntura económica- trepó 1,5% en el mes, desacelerándose 0,2 p.p. respecto al dato del mes pasado.

- El hecho de que tanto la inflación núcleo (+1,5%) como los bienes (+1,4%) hayan tenido una evolución reducida en el mes va en línea a un *pass-through* acotado de la suba del tipo de cambio oficial, que acumuló una suba superior al 20% desde la salida del cepo cambiario y puntualmente de 13% durante el punta-punta de julio.

El IPC Nacional de INDEC trepó 1,9% mensual en julio, acelerándose 0,3 p.p. respecto al dato de junio y ubicándose por debajo del 2% mensual por tercer mes consecutivo. De esta forma, la inflación acumulada fue de 17,3% hasta el séptimo

mes del año y la variación interanual se ubicó en 36,6% i.a., representando la variación más baja desde diciembre de 2020.

La inflación mensual fue de 1,9% en julio



En cuanto a las categorías, **el IPC Estacionales subió 4,1% en el mes, representando la categoría de mayor evolución y la evolución más alta desde marzo** (acelerándose 4,3 p.p. respecto al mes anterior). Al interior, destacó la suba de verduras y frutas (+6,3% y +5,1%, respectivamente) y servicios asociados al turismo, que habría subido más de 20% en el mes, mientras que prendas de vestir jugó a la inversa (-1,4%). Por su parte, **el IPC Regulados trepó 2,3%** (acelerándose 0,1 p.p. respecto al mes anterior). Al interior, hubo una aceleración en los precios de transporte público y combustibles.

Por último, un dato significativo es que **los precios Núcleo**, que excluye los datos de precios regulados y estacionales y por ende están más asociados a los cambios en la coyuntura económica, **treparon 1,5% en el mes, desacelerándose 0,2 p.p. respecto al dato del mes pasado**.

En términos de bienes y servicios también se mantuvieron las diferencias: los primeros treparon 1,4%, mientras que los servicios subieron un 3,1%.

El hecho de que tanto la inflación núcleo (+1,5%) como los bienes (+1,4%) hayan tenido una evolución reducida en el mes va en línea con un *pass-through* (muy) acotado tras la suba del tipo de cambio oficial al menos durante el mes de julio, **que acumuló una suba superior al 20% desde la salida del cepo cambiario y puntualmente de 13% durante el punta-punta del mes (+7,3% en el promedio)**.

Traslado acotado a precios



Ecolatina Economics



En cuanto a las divisiones, la de mayor aumento fue Recreación y cultura (+4,8%), como consecuencia del incremento de servicios asociados al turismo por vacaciones de invierno. Luego, le siguió Transporte (+2,8%) como consecuencia de la aceleración en transporte público (+3,3%) y combustibles (+3,0%), mientras que Restaurantes y hoteles (+2,8%) también mostró una aceleración en línea a la mayor estacionalidad.

Alimentos y bebidas no alcohólicas se aceleró a 1,9% (tras ubicarse dos meses consecutivos por debajo del 1%), donde destacó la suba de frutas y verduras. De todas formas, excluyendo estos dos ítems la variación fue de 1,3% para la división, manteniendo cierta aceleración en el resto de los alimentos y bebidas en contraste a junio. Así, destacó la suba de carnes (+1,4%) y pan y cereales (+2,1%) a nivel nacional.

Perspectivas del resto del año

En agosto, es clave seguir monitoreando el pass-through de la evolución del tipo de cambio sobre los precios.

En esta línea, el IPC GBA Ecolatina trepó 2,2% en el mes de agosto, mostrando la variación más elevada desde abril y acelerándose 0,2 p.p. respecto al mes anterior. Cabe destacar que se observó una aceleración algo más pronunciada de los precios más sensibles a la evolución cambiaria: la inflación núcleo subió 2,7% en el mes (+0,6 p.p. respecto al mes anterior), mientras que los precios de los bienes treparon 2,4% (+1,0 p.p. respecto a julio). Respecto al resto de las categorías, los precios regulados subieron 2,5%, mientras que los precios estacionales cayeron -1,2% como consecuencia de bajas en turismo y ropa exterior, permitiendo contener al nivel general. Además, los servicios treparon 1,9%, ubicándose por debajo de la evolución de los bienes.

Pese a esta aceleración, el traspaso a precios luce más acotado en contraste a otros periodos: (i) El tipo de cambio retrocedió una parte de la suba en la primera parte de agosto (pasando de un máximo de \$1.360 a \$1.320 en el cierre del mes); (ii) A diferencia de otras devaluaciones, en la actualidad estamos ante un régimen de inflación moderado, lo cual ralentiza el pass-through; (iii) El deterioro del ingreso disponible

(producto del ancla salarial y la suba de costos fijos) y el rebalaceo de la canasta de consumo limita el margen para incrementar precios en varios productos y, por último, (iv) La mayor apertura comercial restringe la suba de precios en los bienes locales.

En el resto del año, la vuelta al sendero de desaceleración inflacionaria seguirá dependiendo esencialmente de lo que suceda con el tipo de cambio. Además de la reciente movilidad cambiaria, hay que tener en cuenta que durante estos dos meses (septiembre y octubre) se llevarán a cabo las elecciones de medio término, por lo cual no nos sorprendería que existan mayores presiones en el plano cambiario. De todas maneras, el reciente anuncio del Gobierno de intervenir en el mercado de cambios apunta a un esquema cambiario donde el objetivo radicaré en contener al dólar oficial y la dinámica inflacionaria, a costa de acumular reservas. Cualquiera sea el caso, la inflación anual en 2025 desacelerará notablemente respecto a los observado en 2024.

POLÍTICA FISCAL

Déficit fiscal por intereses de la deuda

- En julio, el Sector Público Nacional No Financiero (SPNF) registró un superávit primario de \$1,75 billones; al incorporar el pago de intereses, que sumaron \$1,92 billones, se obtuvo el primer déficit financiero del año por \$0,17 billones. Esto se explica principalmente por el pago de intereses de los bonos soberanos en dólares -Bonares y Globales- que pagaron renta y amortización el pasado 9 de julio y que lo hacen también cada 9 de enero. Con el último dato, el SPN acumula un resultado primario de 1,1% del PIB y un resultado financiero de 0,3% del PIB, teniendo en el horizonte la ambiciosa meta de cerrar 2025 con un superávit primario de 1,6% del PIB.

- Tanto julio como diciembre suelen mostrar una fuerte estacionalidad por el pago de aguinaldos y subsidios. Si se descuenta este efecto, se observa que, a diferencia de los meses previos, caracterizados por una trayectoria descendente, en julio ingresos y gastos retomaron un sendero de crecimiento mensual. El crecimiento mensual de los ingresos totales (+4% i.m.) fue liderado principalmente por el buen desempeño de los ingresos tributarios, mientras comercio exterior y seguridad social crecieron levemente respecto a junio -Por el lado de las erogaciones, el gasto primario revirtió la caída del mes pasado, creciendo casi 11%, con una fuerte suba mensual en los subsidios y en el gasto social en la serie sin estacionalidad. Con estos movimientos, los ingresos y gastos se mantienen con una tendencia constante desde enero 2024.

• El último tramo del año se presenta especialmente desafiante para el Gobierno, que busca sostener la meta de superávit primario de 1,6% del PIB. Esto se debe a que, en el frente legislativo, el Congreso avanza con proyectos de ley que tienen un impacto fiscal significativo. Aunque el Poder Ejecutivo anticipó su intención de vetar o judicializar cualquier iniciativa que comprometa las cuentas públicas, Milei es consciente de que un enfrentamiento abierto con los gobernadores podría poner en riesgo su gobernabilidad. Por ello, es probable que combine la confrontación con intentos de negociación para asegurar el respaldo político que necesitará a la hora de impulsar reformas estructurales. En el haber del resultado primario, menores ingresos se prevén por derechos de exportación debido a la baja permanente de las retenciones anunciada en julio. En paralelo, la política fiscal se ve condicionada por un esquema financiero cada vez más delicado, con vencimientos de deuda en moneda local por \$92 billones hasta diciembre, y dificultades de renovación. La situación se agravó tras el desarme de las LEFIs, generando dudas sobre la sostenibilidad del programa financiero. Las mayores tasas encarecen el crédito, deprimen el consumo y la inversión, erosionan la recaudación y aumentan el costo de financiamiento del Tesoro.

Los números de julio

En julio, el **Sector Público Nacional No Financiero (SPNF)** registró un superávit primario de \$1,75 billones; al incorporar el pago de intereses, que sumaron \$1,92 billones, se obtuvo el primer déficit financiero del año por \$0,17 billones. Esto se explica principalmente por el pago de intereses de los bonos soberanos en dólares -Bonares y Globales- que pagaron renta y amortización el pasado 9 de julio.

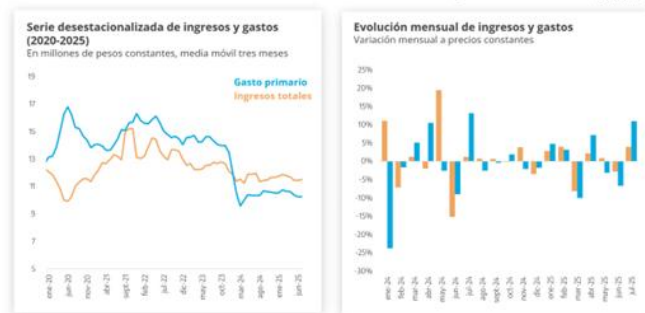
En esta oportunidad, los ingresos crecieron impulsados por un buen desempeño de los ingresos vinculados a la actividad y al comercio exterior, mientras el gasto primario se contrajo levemente, concentrado principalmente en la reducción del gasto de capital y de los subsidios económicos. **Con el último dato, el SPN acumula un resultado primario de 1,1% del PIB y un resultado financiero de 0,3% del PIB**, teniendo en el horizonte la ambiciosa meta de cerrar 2025 con un superávit primario de 1,6% del PIB.

Tanto julio como diciembre suelen mostrar una fuerte estacionalidad por el pago de aguinaldos y subsidios. Si se descuenta este efecto, se observa que, a diferencia de los meses previos, caracterizados por una trayectoria descendente, **en julio ingresos y gastos retomaron un sendero de crecimiento mensual**.

El crecimiento mensual de los ingresos totales (+4% i.m.) fue liderado principalmente por la buena performance de los ingresos tributarios, mientras los recursos provenientes del comercio exterior y de la seguridad social crecieron levemente respecto a junio. Por el lado de las erogaciones, el gasto primario revirtió la caída del mes pasado, creciendo casi 11%, con una fuerte suba mensual en los subsidios y en el gasto social en la serie sin estacionalidad. Con estos movimientos, los ingresos y gastos se mantienen con una tendencia constante desde enero 2024.

CRECIMIENTO MENSUAL DE INGRESOS Y GASTOS EN JULIO

ECONOMÍA



Un vistazo al interior de las cuentas públicas

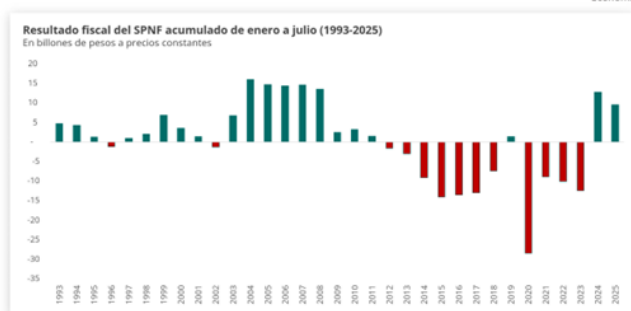
Como ya nos había adelantado el dato de la recaudación (+4,3% i.a. en términos reales), los **ingresos totales** crecieron en julio 2,8% i.a. de la mano de la mejora en los ingresos tributarios. Recordemos que el año pasado se encontraba vigente el Impuesto PAIS que explicó casi el 9% de los recursos en julio 2024 mientras la recaudación total se desplomaba 8%i.a. real.

Desmenuzando, los ingresos provenientes de la **Seguridad Social** volvieron a crecer en julio (+9,7% i.a.) y acumulan once meses de crecimiento consecutivo. Más aún, ya se encuentra 1% por encima de lo recaudado en julio 2023 y es el mayor desde julio 2019. El resto de los tributos vinculados a la actividad como **Ganancias** (+13% i.a.), **Débitos y Créditos** (8,3% i.a.) e **IVA** (+0,9% i.a.), también le ganaron a la inflación.

Por el lado del Comercio Exterior, tanto los **Derechos de Exportación** como los **Derechos de Importación** crecieron en términos reales, con subas interanuales de 51% y 32%, respectivamente. Los primeros, que habían marcado un récord en junio por los incentivos a liquidar ante la expectativa de aumento de alícuota, se mantuvieron en un nivel elevado en julio

SUPERÁVIT PRIMARIO ACUMULADO

ECONOMÍA



producto de operaciones registradas en junio. De hecho, se liquidaron USD 4.102 millones, el mayor valor para un séptimo mes del año tomando la serie desde 2003. En paralelo, los derechos de importación también se mantuvieron en un ritmo elevado en línea con el mayor volumen importado.

Del otro lado de la cuenta, los **Gastos Totales**, se contrajeron 1,3% i.a. en julio y acumulan un crecimiento real de 4% i.a. Sin embargo, al comparar con el gasto acumulado en el mismo período de 2023, este se ubica 28% por debajo.

Al interior, el crecimiento de las **Jubilaciones y Pensiones** (+16,5% i.a.) y de la **Asignación Universal Por Hijo** (+9,5% i.a.) fue más que compensado principalmente por la reducción en: **Subsidios Económicos** (-27% i.a.), en **Gasto de capital** (-27,7% i.a.), en **Salarios** y otros gastos de funcionamiento (-5% i.a.) y en **Transferencias a Universidades** (-8% i.a.). Por el contrario, las **Transferencias a Provincias** se duplicaron respecto a julio 2024, fenómeno que responde principalmente a una medida cautelar de la Corte Suprema que falló a favor de CABA.

Perspectivas

El último tramo del año se presenta especialmente desafiante para el Gobierno, que busca sostener la meta de superávit primario de 1,6% del PIB.

Esto se debe a que, en el plano legislativo, el Congreso avanzó con proyectos de alto impacto fiscal, lo que podría comprometer el superávit primario proyectado del 1,6% del PIB. Ante este escenario, el presidente decidió frenar tanto el aumento a las jubilaciones como la Ley de Emergencia en Discapacidad, iniciativas que fueron debatidas recientemente en Diputados. Como resultado, la Cámara baja rechazó el veto presidencial a la Ley de Discapacidad, por lo que la norma sigue vigente y ahora espera su tratamiento en el Senado; en cambio, la decisión de vetar el aumento jubilatorio -con un costo estimado de 0,3% del PIB en 2025 y 0,7% en 2026- se sostuvo.

En paralelo, el Congreso aprobó el proyecto de ley que establece el reparto de los ATN en función de la coparticipación, luego de que el oficialismo presentara un dictamen de minoría. Este panorama refleja que Milei busca evitar un enfrentamiento abierto con los gobernadores que pueda comprometer su gobernabilidad. Por ello, probablemente opte por una estrategia que combine confrontación y negociación para garantizar el respaldo político necesario para impulsar reformas estructurales.

En el haber del resultado primario, menores ingresos se prevén por derechos de exportación ya que en los últimos días de julio el Gobierno anunció la **baja permanente de las retenciones**. Recordemos que, esta es la principal fuente de recaudación en lo que va de 2025 y que se ha intensificado en los últimos meses producto de las liquidaciones récord.

En paralelo, la política fiscal se ve condicionada por un **esquema financiero cada vez más delicado**. El Tesoro enfrenta vencimientos de deuda en moneda local por \$92 billones hasta diciembre, con más de la mitad concentrados antes de las elecciones legislativas de octubre. Las últimas licitaciones mostraron dificultades de renovación, obligando al Gobierno a **acortar plazos y convalidar tasas más elevadas con el objetivo de “no dejar pesos en la calle” que puedan presionar el dólar en la previa electoral**.

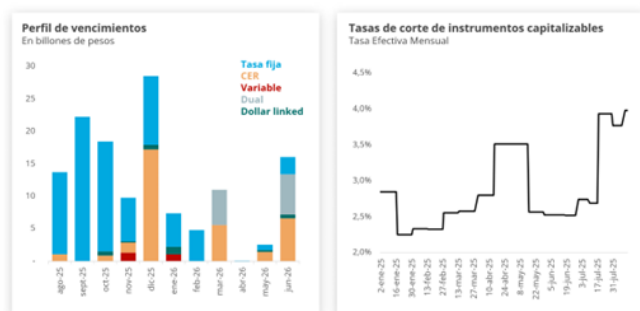
La situación se agravó tras el desarme de las LEFIs, trasladando tensiones al frente monetario y cambiario, y **generando dudas sobre la sostenibilidad del programa financiero** tras licitaciones fuera de calendario en la búsqueda de absorber la liquidez sobrante (complementado con otras medidas como la habilitación de la ventanilla de pases).

Las implicancias sobre las cuentas públicas son claras: mayores tasas encarecen el crédito, deprimen el consumo y la inversión, erosionan la recaudación y aumentan el costo de financiamiento del Tesoro. Incluso si los intereses de instrumentos capitalizables se registran por debajo de la línea, lo cierto es que engrosan el stock de deuda y condicionan el resultado financiero hacia adelante.

Por último, en su *staff report* de finales de julio, el FMI subrayó la urgencia de reducir los derechos de exportación y avanzar en reformas impositivas de fondo previstas para 2026, en el marco del **proyecto de presupuesto** a presentarse a mediados de septiembre. El organismo internacional sugiere, además, una postura fiscal más ambiciosa para apoyar el proceso de reducción de la inflación aliviando la presión sobre la política monetaria.

MERCADO DE DEUDA EN MONEDA LOCAL

ECOLATINA
Economics



SECTOR EXTERNO

Julio con el superávit más elevado del año

• En julio, el saldo comercial alcanzó USD 988 M, el superávit más alto del año, aunque resultó un 30% inferior al registrado en el mismo mes de 2024. En el acumulado enero-julio, el superávit se ubicó en USD 3.750 M, exhibiendo una baja de -70% respecto al acumulado de 2024.

• Los términos del intercambio, calculado como el cociente entre el índice de precios de las exportaciones y el índice de precios de las importaciones, mostraron una mejora en el mes de julio (+5,6% i.a.). En tal sentido, si hubieran prevalecido los precios de julio de 2024, el saldo comercial hubiera sido menor, alcanzando los USD 602 M. Dicho esto, se puede decir que el país registró una ganancia por los términos de intercambio de USD 429 M durante el mes.

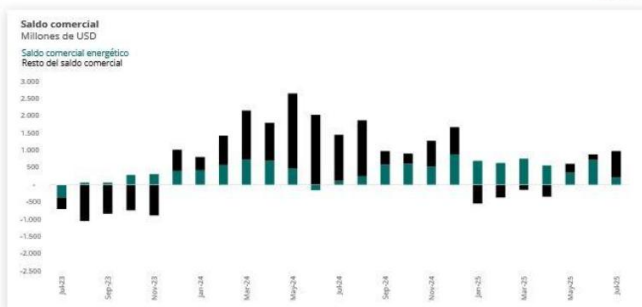
• Durante el mes de julio, se anunció la baja permanente de las retenciones al sector agropecuario, buscando incentivar las liquidaciones en los próximos meses. Sin embargo, comienzan los meses desfavorables en términos estacionales y el adelantamiento de las liquidaciones observadas en junio ya redujo el margen para el resto del año. En términos de compras externas, el alza reciente del tipo de cambio real podría actuar como efecto contrapuesto en la medida que se sostenga en niveles más elevados, lo que podría resultar en cierta desaceleración en el crecimiento de las importaciones, tal como se observó en los últimos meses.

En julio, el saldo comercial alcanzó USD 988 M, el superávit más alto del año, aunque resultó un 30% inferior al registrado en el mismo mes de 2024. En el acumulado enero-julio, el superávit se ubicó en USD 3.750 M, exhibiendo una baja de -70% respecto al acumulado de 2024.

Por primera vez en el año, el superávit comercial del resto de los bienes fue mayor al superávit de la balanza energética. En detalle, el superávit energético fue de USD 216 M en el mes de julio, explicado por exportaciones por USD 763 M (-9,7% i.a.) e importaciones por USD 546 M (-25,1% i.a.). De esta manera, el resto de los bienes mostró un superávit comercial por USD 771 M en el mes, el más elevado del año.

JULIO CON MAYOR SUPERÁVIT DEL RESTO DE LOS BIENES

ECOLATINA
Economics



Fuente: Ecolatina en base a INDEC

De todas formas, cabe destacar que esta no fue la norma en el primer semestre: la balanza energética acumula un saldo positivo de USD 3.959 M hasta julio, mientras que, descontando este resultado, el resto de los bienes mostró un déficit en el acumulado del año (por USD -209 M). Dicho en otras palabras, el superávit comercial en lo que va del año se sostuvo gracias al desempeño del sector energético.

Volviendo al mes de julio, uno de los motivos detrás del mayor superávit del resto de los bienes fue la evolución de las exportaciones del sector agropecuario. Las exportaciones totales alcanzaron USD 7.727 M en el mes, mostrando una suba de 7,5% i.a. respecto al mismo mes del año anterior.

Al interior, los Productos Primarios (PP) mostraron ventas externas por USD 2.077 M, exhibiendo una suba de 22,8% i.a. en julio y mostrando la suma más elevada del año. Si bien julio ya no representa uno de los meses más favorables en términos estacionales, la perspectiva de la suba de las retenciones a partir del mes en cuestión produjo que se adelanten muchas operaciones durante el sexto mes del año y que en consecuencia impacten también sobre julio. En la misma línea, se observa que la mejora del mes fue mayormente por las cantidades (+19,1% i.a.), con precios también al alza (+3,0% i.a.).

Además, las Manufacturas de Origen Agropecuario (MOA) fueron USD 2.925 M (+5,3% i.a.), mientras que las Manufacturas de Origen Industrial (MOI) alcanzaron USD 1.962 M, mostrando una suba de 4,7% i.a. Respecto a las últimas, cabe destacar que la mejora se debió a una suba de 9,6% i.a. en los precios, dado que las cantidades cayeron (-4,6% i.a.).

En el acumulado del año, las ventas externas alcanzaron USD 47.468 M, mostrando una suba de 4,6% i.a. Además, las cantidades subieron 5,0% i.a. en el acumulado hasta julio, mientras que los precios jugaron en contra (-0,4% i.a.).

JULIO CON RECUPERACIÓN DE LAS EXPORTACIONES

ECONOLATINA
Economics

Fuente: Ecolatina en base a INDEC

Por el lado de las importaciones, alcanzaron **USD 6.738 M (+17,7% i.a.) en el mes**, desacelerando la mejora interanual y mostrando la variación más baja de lo que va del 2025. De todas formas, acumularon USD 43.718 M hasta el séptimo mes (+31,7% i.a.), con cantidades con una mejora más pronunciada (+41,2% i.a.) y precios con caída (-6,7% i.a.).

En línea a la desaceleración interanual, **en términos desestacionalizados es posible observar cierto estancamiento de las importaciones**: en julio mostraron un estancamiento (+0,1%), tras dos meses consecutivos de caídas (-0,7% en junio y -4,3% en mayo). En tal sentido, las señales recientes de estancamiento en la recuperación de la actividad económica en conjunto a la suba del tipo de cambio real observada en los últimos meses pueden explicar parte de este desempeño (desaceleración interanual y estancamiento en contraste a los meses pasados).

De todas formas, la flexibilización de las restricciones al comercio exterior y cierto consumo reprimido por las restricciones pasadas siguen explicando porque **la mejora es más pronunciada en rubros mayormente vinculado a la compra de bienes finales**.

Los **vehículos automotores de pasajeros (VA)** mostraron una suba de 135,3% i.a. con importaciones por USD 514 M, mientras que los **bienes de consumo (BC)** exhibieron una suma de USD 959 M en el mes de julio (+47,6% i.a.).

En la misma línea, la variación más pronunciada se observó en **resto de importaciones**, que alcanzó un récord histórico por USD 98 M (+298,5% i.a.). Si bien en términos de valores es el más pequeño en contraste al resto de los usos, destaca que el crecimiento se explicó por los bienes despachados mediante servicios postales, es decir, el consumo “puerta a puerta” que comenzó a ser más relevante en los últimos meses.

En cuanto a los rubros mayormente asociados al proceso de producción, los **bienes de capital (BC)** también crecieron (USD 1.265 M, +51,9% i.a.) explicado en mayor medida por la suba de importaciones de equipos de transporte industriales, mientras que **piezas y accesorios (PyA)** mostraron una suba de

19,4% i.a. (USD 1.273 M). A contramano, los **bienes intermedios (BI)** mostraron importaciones por USD 2.083 M, que presentaron una caída de -5,6% i.a., como consecuencia de una baja en las cantidades (-3,0% i.a.) y los precios (-2,3% i.a.).

Por último, cabe mencionar que **los términos del intercambio**, calculado como el cociente entre el índice de precios de las exportaciones y el índice de precios de las importaciones, **mostraron una mejora en el mes de julio (+5,6% i.a.)**. En tal sentido, si hubieran prevalecido los precios de julio de 2024, el saldo comercial hubiera sido menor, alcanzando los USD 602 M. Dicho esto, se puede decir que el país registró una ganancia por los términos de intercambio de USD 429 M durante el mes.

Perspectivas para el resto del año

Durante el mes de julio, se anunció la baja permanente de las retenciones al sector agropecuario, buscando incentivar las liquidaciones en los próximos meses. Sin embargo, **comienzan los meses desfavorables en términos estacionales y el adelantamiento de las liquidaciones observadas en junio ya redujo el margen para el resto del año**. En términos de compras externas, **el alza reciente del tipo de cambio real** podría actuar como efecto contrapuesto en la medida que se sostenga en niveles más elevados, lo que podría resultar en cierta desaceleración en el crecimiento de las importaciones.

En suma, el resultado comercial mantendrá el superávit en el acumulado del año, aunque con una importante caída respecto al resultado del año anterior. En lo que resta del año, el superávit comercial se encontrará respaldado por **el resultado superavitario de la balanza comercial energética**.

POLÍTICA MONETARIA Y CAMBIARIA

La caja de herramientas para contener al dólar

- La política monetaria-cambiaria de agosto entró en la Fase “Llegar a octubre”. El compromiso explícito de las autoridades por mantener el dólar oficial a raya fue in crescendo a lo largo del mes, a través de una fuerte intervención en los mercados, y la coordinación entre el BCRA y el Tesoro para dirigir los pesos a las licitaciones de Finanzas mediado por una batería de normativas ad hoc del Central en lo que el cambio de reglas pasó a ser lo habitual.

- En este sentido, la caja de herramientas consistió en un peso caro (aumento de tasas en las licitaciones del Tesoro) y escaso (aumento sistemático de encajes bancarios), una fuerte intervención en dólares futuros (la más elevada de la

administración) y un Tesoro que comenzó a vender divisas de forma acelerada desde la tercera semana de agosto.

• **La cuestión es clara: desinflar, aunque duela. Los incentivos políticos y el esquema se alinearán para contener el dólar oficial de cara a las elecciones, con el foco puesto en mantener la nominalidad a raya, lo que aseguraría un buen desempeño electoral. Lamentablemente, en el corto plazo una virtual desacumulación de divisas impactaría en el riesgo país y, en el mediano plazo, para el “día después” de las elecciones las autoridades económicas deberán recoger los dividendos de una estrategia que luce poco sostenible y aumenta la incertidumbre respecto al esquema cambiario-monetario que viene.**

La política monetaria-cambiaria de agosto entró en la Fase “**Llegar a octubre**”. El compromiso **explícito** de las autoridades por mantener el **dólar oficial a raya** fue *in crescendo* a lo largo del mes, a través de una fuerte intervención en los mercados, y la coordinación entre el BCRA y el Tesoro para dirigir los pesos a las licitaciones de Finanzas mediado por una batería de normativas ad hoc del Central en lo que el cambio de reglas pasó a ser lo habitual.

Venimos subrayando que el objetivo del Gobierno consiste en “**desinflar, aunque duela**”, haciendo referencia a la lectura de las autoridades de que una inflación baja permitiría un buen desempeño electoral. Esta postura se refuerza debido a los costos que acarrea en materia de política económica y en la medida en que nos acercamos a las elecciones, asociado típicamente con una mayor incertidumbre.

En este sentido, el **menú de herramientas desplegado para contener el dólar oficial** consiste en un peso caro (mayores tasas) y escaso (encajes, licitaciones, intervenciones de mercado), posiciones en dólar futuro y, desde la aprobación del FMI, el retiro del Tesoro en el mercado oficial demandando divisas. Incluso, sobre esto último el Tesoro viró a una posición vendedora durante agosto, algo de lo que veremos más adelante.

Respecto a lo primero, el Central dispuso una serie de medidas destinadas a configurar una **demanda cautiva** por parte de los bancos a las licitaciones del Tesoro. A partir del 1/8, comenzó a regir un aumento de encajes hasta del 40% para los depósitos a la vista y redujo en 4 p.p. los requisitos que podían integrarse mediante títulos públicos para un determinado grupo de entidades financieras, lo que implicó un aumento hasta el 40% de los encajes que debían cumplimentarse mediante la inmovilización de saldos en pesos.

La necesidad de liquidez por parte de los bancos **presionó las tasas del sistema al alza**. Ante la falta de una ventanilla de liquidez, dado el fin de las LEFIs, por un lado, y la espera hasta

la próxima licitación de Finanzas, por el otro, los bancos se volcaron al mercado y la tasa de caución a 1 día alcanzó máximos de 72% TNA durante la primera quincena del mes (la más elevada en un año), los precios de los bonos en pesos a tasa fija cayeron por la presión vendedora ejercida por las entidades financieras y la tasa de préstamos interbancarios se duplicó respecto al comienzo de agosto (80% TNA).

Este escenario derivó en que Finanzas obtenga un rollover de apenas el 60% en la primera licitación del mes, lo que **reintrodujo nuevas modificaciones en el esquema**. En primer lugar, a partir del 13/8 el BCRA abrió una ventanilla de REPOs para los bancos al cierre de la rueda, con una tasa igual a la PP del día + 2%, la cual puede suscribirse con títulos públicos con vencimiento mayor a 60 días y que sean obtenidos en el mercado primario. Asimismo, comenzó a intervenir de forma más sistemática en el mercado de Pases pasivos, absorbiendo pesos a una tasa que se ubicó en la zona del 40% TNA, y mantuvo una presencia activa en el mercado de bonos para sostener la cotización de los títulos y reducir la tasa de endeudamiento de Finanzas en la última subasta del mes. De esta forma, fue estableciendo con el paso del mes señales de un restablecimiento del **corredor de tasas**, lo que permitió moderar la volatilidad, aunque ubicado en un equilibrio transitorio de mayores tasas reales respecto a las existentes antes del fin de las LEFIs.

En segundo lugar, **se subieron nuevamente los encajes**. Para absorber los pesos no adjudicados, se lanzó una subasta por fuera del cronograma atravesada por un nuevo aumento de encajes (+5 p.p.) que podían **integrarse mediante títulos públicos**, dando marcha atrás con lo establecido a finales de julio. Asimismo, se modificó la normativa de integración de saldos mínimos pasando de promedio mensual a diario que, en la práctica, implica que los bancos deban cumplir el porcentaje de integración todos los días en lugar de un promedio mensual (lo que daba mayor margen).

A finales de mes, se produjo un nuevo aumento de encajes (+3,5 p.p.) y un nuevo aumento de la integración mediante títulos públicos (+5,5 p.p.), dejando como resultado los **encajes más altos desde la década de los 90'**. Visto en números, los encajes en pesos se establecieron en el orden de los \$20,5 bn, cuando en el bimestre jun-jul rondaron los \$14 bn y eran de tan sólo \$11 bn hace un año atrás.

Naturalmente, el diseño **oxigenó el programa financiero**. En la última subasta del mes, Finanzas alcanzó un rollover del 100% y logró extender el perfil de vencimientos. Algo que continuará, al menos, hasta finales de noviembre (cuando vencen los aumentos de encajes), y a lo que se sumarán licitaciones ad hoc para que los bancos realicen integraciones mediante títulos públicos, lo que restará presión al exigente perfil de vencimientos en pesos que tiene por delante.

Por otro lado, el **Central profundizó la posición de futuros**. El interés abierto negociado en la plaza de futuros tocó un máximo de casi USD 8.000 M el 28/8, un récord histórico, con las posiciones de septiembre creciendo producto del rolleo de los vencimientos de agosto, y destacando el crecimiento de noviembre (post elecciones) y los contratos de cara a 2026. Precisamente, estas posiciones dejarían entrever una mayor postura del Central, que viene sosteniendo la cotización de plazos más largos en el marco de una mayor incertidumbre sobre el esquema cambiario luego de octubre.

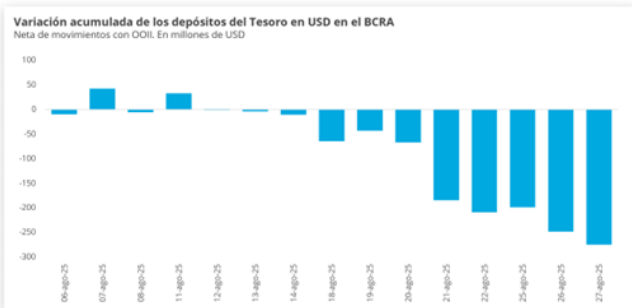
A finales de julio, la posición short del Central marcó un pico bajo la actual administración de USD 3.811 M. Tomando el fuerte supuesto de que gran parte del aumento del interés abierto corresponde a mayores tenencias del BCRA, la posición habría marcado un pico cercano a los USD 6.200 M (al 28/08). La cifra se ubicaría incluso por encima de los USD 5.000 M de finales de julio que señaló el FMI en la reciente revisión.

En este marco, el BCRA **limitó las operaciones de los bancos**. El nuevo comunicado apunta a que los bancos no puedan aumentar la posición de moneda extranjera el último día hábil del mes, en la búsqueda por evitar lo ocurrido en julio. Esto es, la autoridad monetaria va aumentando sus tenencias del dólar futuro más corto y, a finales de mes, no rollea la totalidad de los vencimientos (último día hábil), reduciendo el volumen de la plaza e “inyectando pesos” que son tomados por los bancos para comprar dólar spot ante la falta de cobertura. Algo de esto estuvo detrás del salto del 4,5% diario del dólar oficial el 31 de julio. Cabe destacar que el BCRA está limitado por A3 a una posición de hasta USD 9.000 M, por lo que mientras más aumente su posición, más obligado se vería a finales de mes a no rollear y oxigenar las tenencias para retomar la postura.

tos con OOII por -USD 45 M (pueden existir movimientos solapados en otras líneas, que también fueron negativos) y “otras operaciones” por cerca de -USD 307 M.

De este modo, cuando se netea a los movimientos de depósitos lo correspondiente a OOII, **el Tesoro habría vendido USD 275 M**. Incluso, en determinadas fechas los depósitos en Pesos valuados en USD crecen casi en la misma magnitud que caen los depósitos en moneda dura (venta de dólares contra pesos), como lo fue en los casos cercanos del 20/08 (+USD 24 M), 26/08 (+ USD 50 M) y 27/08 (+ USD 27 M). Tras conocerse estos datos, Pablo Quirno, Secretario de Finanzas, anunció vía X que **a partir del 2/9 el Tesoro participará en el MULC**.

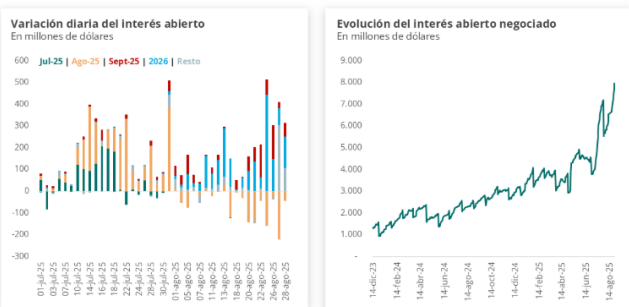
TRAS LAS COMPRAS DE JULIO, ¿EL TESORO COMENZÓ A VENDER DIVISAS? ECOLATINA Economics



Así las cosas, el Tesoro revirtió la postura de compras que sostuvo durante julio, cuando se hizo de USD 1.229 M en medio de las negociaciones con el FMI. Justamente, durante el mes ingresó el desembolso por USD 2.075 M, el cual fue utilizado para cancelar Letras Intransferibles en manos del BCRA. La revisión vino con una **fuerte modificación de las metas de reservas**, reduciendo la acumulación en USD 5.000 M para 2025 y otros USD 2.000 M extras para 2026, trasladándose dichas exigencias hacia 2027, algo para nada trivial teniendo en cuenta las dificultades que presentan los años electorales. Además, se **eliminaron los ajustadores** que utiliza el organismo para computar ingresos de divisas por préstamos en moneda dura, lo que permite que los préstamos de USD (como el REPO) impacten de pleno en la métrica (antes era a partir de un umbral de USD 1.500 M).

A modo de cierre, la cuestión es clara: **desinflar, aunque duela**. Los incentivos políticos y el esquema se alinearán para contener el dólar oficial de cara a las elecciones, con el foco puesto en mantener la nominalidad a raya lo que aseguraría un buen desempeño electoral. Lamentablemente, en el corto plazo una virtual desacumulación de divisas impactaría en el riesgo país y, en el mediano plazo, para el “día después” de las elecciones las autoridades económicas deberán recoger los dividendos de una estrategia que luce poco sostenible y aumenta la incertidumbre respecto al esquema cambiario-monetario que viene.

MARCAS HISTÓRICAS PARA EL INTERÉS ABIERTO DE FUTUROS ECOLATINA Economics



Respecto al último punto, **los depósitos en dólares del Tesoro en el BCRA se vienen reduciendo**, lo que despertó la duda en el mercado acerca de si las autoridades comenzaron a vender divisas para contener al dólar. Desde la transferencia del desembolso del FMI, los depósitos en USD del Tesoro en el BCRA pasaron de USD 2.025 M a USD 1.671 M (27/8 último dato). Cuando se cruza con la información correspondiente a las Reservas, dentro de esas fechas se produjeron movimientos ne-

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	2024	2025p	2026p
Nivel de Actividad								
PBI Real	Var. % i.a.	I-25	5,8	II-25	6,5	-1,3	4,5	3,5
Consumo Total	Var. % i.a.	I-25	9,6	II-25	8,1	-3,1	6,2	3,1
Inversión	Var. % i.a.	I-25	31,8	II-25	28,0	-17,2	19,7	9,5
Precios								
IPC INDEC Nacional ⁽¹⁾	Var. %	jul.-25	1,9	ago.-25	2,0	117,8	29,0	19,5
Tipo de Cambio								
Nominal de Referencia ⁽¹⁾	ARS / USD	ago.-25	1329,5	sep.-25	1380,1	1020,7	1397,7	1558,4
Real Multilateral, ARS/USD ⁽¹⁾	Dic. 01=100	ago.-25	1,37	sep.-25	1,36	1,15	1,32	1,26
Situación Fiscal, Acumulado Anual								
Ingresos totales ⁽²⁾	% PBI	jul.-25	8,9	ago.-25	10,4	16,8	16,4	16,8
Gasto Primario	% PBI	jul.-25	7,8	ago.-25	9,1	15,0	14,8	15,1
Resultado Primario Nacional ⁽²⁾	% PBI	jul.-25	1,1	ago.-25	1,3	1,8	1,6	1,7
Sector Externo								
Exportaciones	USD M	jul.-25	7.727	ago.-25	7.345	79.703	82.599	86.123
Importaciones	USD M	jul.-25	6.738	ago.-25	6.320	60.776	74.753	78.853
Saldo Comercial	USD M	jul.-25	988	ago.-25	1.025	18.928	7.847	7.270
Balance de Pagos								
Cuenta Corriente	USD M	I-25	1.029	II-25	-5.191	6.285	-14.096	-15.562
Tasa de Interés								
Tasa de Política Monetaria ⁽¹⁾	% TNA	ago.-25	29,0	sep.-25	29,0	32,0	27,0	20,0
Tasa BADLAR Bancos Privados ⁽¹⁾	% TNA	ago.-25	52,2	sep.-25	51,2	31,9	40,6	20,6

⁽¹⁾En indicadores anuales, promedio diciembre

ARGENTINA

ECONOMIC REPORT SEPTEMBER

2022



AHK

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

#PARTNERWELTWEIT

Argentinian Economy

01. Introduction

02. Overview

03. Activity

04. Prices

05. Fiscal Policy

06. External Sector

07. Exchange Rate and Monetary Policy **09/2025**

Redated by:



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

INTRODUCTION

The most important aspects of the report are the following:

OBJECTIVES

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

CONTENTS

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

VARIABLES CONSIDERED IN THE PROJECTIONS

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

For more Information

please contact:
eyf@ecolatina.com

OVERVIEW

Economic Outlook: An Economy in Campaign Mode

With just a week to go before elections in the Province of Buenos Aires and a little under two months before the national midterms, **the economy appears to have shifted into electoral campaign mode**. While the private sector hedges against potential electoral surprises, the government is focused on containing the exchange rate, showcasing disinflation as its main campaign asset regardless of the cost to economic activity.

The economy has shown **high exchange rate and interest rate volatility** since early July, against the backdrop of an activity level that seems to have run out of steam and the resurgence of political noise (with a sharp drop in confidence in the government, which in August hit its lowest point since the start of Milei's administration). On the legislative front, the government faced mixed outcomes: although it lost votes on some opposition initiatives, it managed to uphold the veto on increasing pensions, the most fiscally significant proposal.

As for **real activity**, not only did the Monthly Economic Activity Estimator (EMAE by its Spanish acronym) post two consecutive months of contraction (something not seen since March and April 2024, the worst stage of the recession) but it also stands 0.6% below December 2024 levels. Moreover, those declines occurred before the latest round of political and monetary noise, while leading indicators are showing no clear signs of improvement. This slowdown is likely linked to **the stagnation of real wages** (a result of the government's wage anchor), **the moderation in credit to the private sector** (due to high borrowing costs), and **the increase in non-performing household loans**. Against this backdrop, we revised our activity forecasts downward.

On the prices front, although **monthly inflation** accelerated slightly in July to 1.9%, it remained below 2% for a third straight month, a relatively modest increase considering the peso's depreciation in the same month (+7.3% on average and +13.2% end-to-end). For August, we estimate that monthly inflation could exceed 2% due to the exchange rate adjustment. However, **the pass-through appears more limited** than in other periods, for several reasons: **1)** The exchange rate gave back part of its gains in the first half of the month, even if it resumed its upward trend in recent trading sessions; **2)** Unlike previous devaluations, the current context is one of moderate inflation, which slows the pass-through; **3)** The erosion of disposable income (due to the wage anchor and higher fixed costs) and the reshuffling of the consumption basket limit the

scope for price increases; and **4)** Greater trade openness constrains price increases in domestic goods through competition.

Meanwhile, details of the latest IMF review were released, which included a **significant relaxation of reserve targets after the June shortfall**: the target was cut by USD 5.0 billion for 2025 and a further USD 2.0 billion for 2026, with the requirements pushed out to 2027. Based on current commitments and projected flows for the remainder of the year, the government will need to accumulate about USD 4.0 billion to meet the December target (reviews will now be held on a semi-annual basis). These funds could come from purchases in the forex market, BONTE bond issuances, or REPO operations.

Even with this leniency, **the target still looks challenging** given that the Treasury halted its forex purchases after the review was approved and has not issued new BONTE bonds in recent months (likely due to the high interest rates). Beyond the re-shuffling and meeting of targets, it is crucial that the government step up efforts to build reserves to **reduce country risk and regain access to international markets in 2026**, a year when large debt maturities in foreign currency must be met. Recent market developments have not helped: country risk once again climbed above 800 basis points amid corruption rumors and the usual electoral noise.

Turning back to **the monetary and exchange rate front**, it is clear that the volatility observed so far no longer reflects a market adjustment to the new monetary policy, but is rather linked to typical **electoral incentives**. Regulatory back-and-forth on reserve requirements (raised to their highest level since 1993 and monitored daily instead of monthly), erratic and sporadic interventions (both in the peso bond market and in FX futures), and ad hoc Treasury auctions (to ease financing pressures) are just some of the measures shaping the current landscape.

Despite the back-and-forth, the short-term goal is evident: a strong peso (via high interest rates) and a scarce peso (through Treasury auction premiums and higher reserve requirements that can be met with public bonds) **to prevent an exchange rate spike that could undermine electoral performance**. In other words, interest rates appear to be endogenous to exchange rate dynamics. The key question is how sustainable this framework is, since the currently high real rates are costly for the Treasury and will eventually weigh on real activity.

In fact, the authorities have already made it clear that the monetary tightening and higher real rates are **only transitory, to be maintained until the elections**, although they have not specified what the monetary-exchange rate framework will look like afterward.

A favorable electoral outcome would give the government more breathing room and ease some of the uncertainty-driven tensions, while a negative result would exacerbate doubts and put the current model at risk. **Securing greater legislative strength is essential** to advance the structural reforms planned for 2026, which would reduce country risk and start the long path toward a more productive economy. However, beyond the electoral issue, the current framework will likely require **recalibration** after the vote in order to recover some degree of sustainability.

Political Outlook: Milei Heads into the Buenos Aires Province Election with a Difficult Agenda

1. *Government's public agenda filled with uncomfortable issues ahead of the elections*

The government is arriving to the elections facing economic uncertainty over the exchange rate and interest rates, failures in dealing with the contaminated fentanyl case, setbacks in Congress, and corruption suspicions.

2. *The election in the Province of Buenos Aires, a critical juncture on the road to the October elections.*

The September 7 election in the Buenos Aires Province could be pivotal for the dynamics leading into the October national vote, as it will provide evidence of how much support remains for the government's course.

3. *Without leadership, a robust team, and effective administration, good ideas alone will not suffice*

Irrespective of the electoral outcome, in recent weeks the government has sent worrying signals regarding presidential leadership, the functioning of the government team and administrative capacity.

The way the government is approaching the most decisive weeks of the electoral year—with days before the Buenos Aires Province election and with less than 60 days to the national vote in October—is far from ideal.

The public agenda is riddled with uncomfortable issues: market turbulence with a volatile exchange rate and soaring interest rates; serious administration shortcomings, such as the inadequate oversight of laboratories in the contaminated fentanyl case; political setbacks, with the entire opposition bloc approving sensitive laws in Congress and overturning presidential vetoes; and high-profile corruption allegations following leaked audio recordings in which officials reported the involvement of senior government figures in kickback schemes linked to the procurement of medicines.

This has been accompanied by a **decline in government support**, reflected in July and August polls showing lower approval ratings for government performance and a worsening presidential image.

Such a backdrop is not the most favorable at the time of facing the most critical electoral challenges of the year: **the September 7 Buenos Aires Province election and the October 26 national election**.

The first of these contests carries not only the usual weight of a Buenos Aires Province election—especially in terms of how its results shape perceptions—but this time also has the potential to **set the tone**, either favorably or unfavorably, **for the national vote**.

Past results and early estimates point to a **tight, polarized race** between the two main forces (*La Libertad Avanza* and *Fuerza Patria*). But recent events have injected considerable uncertainty into projections, as it is difficult to measure the impact of **corruption allegations** implicating the president's sister and her closest advisers, cousins Eduardo "Lule" and Martín Menem.

Expectations suggest that a **narrow defeat for the government** may already be factored in, but not one exceeding a five-point margin. Such an outcome could seriously undermine the government's prospects heading into the national election. Conversely, if the surprise is positive—that is, if the governing coalition prevails in the provincial race—it could ease uncertainty (particularly in the markets) and boost its chances of securing a favorable result in October.

In either case, the government's needs remain the same for both elections: **strengthening governability** (by winning more legislative power) and proving that its policy direction continues to enjoy the backing of a social majority. Both objectives are essential to reinforce the political sustainability of the economic course pursued since 2023.

Yet beyond the electoral arithmetic, recent weeks have also revealed significant shortcomings that cast doubt on the government's ability to successfully address the challenges it faces.

Deficits in presidential leadership, with a head of state sometimes perceived as lacking full control over his team and struggling to establish a reliable system of interpersonal relationships within it—relationships essential for steering the ambitious changes underway.

Deficits in the functioning of the governing team. A cabinet still too small for the scale of the challenge, and even within its limited size plagued by internal tensions that foster conflicts and undermine performance.

Deficits in management, as in the case of the health sector, where the Ministry appears unable to exercise adequate oversight over sensitive areas of public administration under its responsibility.

Ultimately, the elections will provide evidence of the extent to which society continues to back the government. But they will not resolve other issues of governability that are strategic for the success of its program. If the government fails to address its management challenges, public support will likely fade over time.

ACTIVITY

Economic Activity Fell for the Second Consecutive Month

- **The Monthly Economic Activity Indicator fell 0.7% MoM s.a. in June, after the 0.2% decline recorded in May, though it remained 6.4% above June 2024. While activity grew 6.2% YoY in H1, the period as a whole closed practically flat.**

- **At sector level, eight out of fifteen sectors posted monthly growth in seasonally adjusted terms. The sectors showing increases were Electricity, Gas, and Water (+5.5%), Oil and Gas (+3.3%), Financial Intermediation (+1.5%), and Construction (+0.9%). On the downside, the sharpest drop was in Fishing (-12.5%), a sector with high monthly volatility, followed by Retail (-1.2%), which saw its second consecutive decline.**

- **Overall, leading indicators were negative going into July, continuing their fluctuating pattern. In construction, indicators turned negative: the Construya Index fell 0.4% MoM s.a. (after a 15.5% increase in May), alternating months with gains and losses. Cement dispatches dropped 3.2% MoM s.a. in July, after having risen in the previous month. Meanwhile, the manufacturing sector showed no improvement: automobile production fell 9.5% in July, marking two consecutive declines, as did registrations of new vehicles, which dropped 2.6% MoM s.a.**

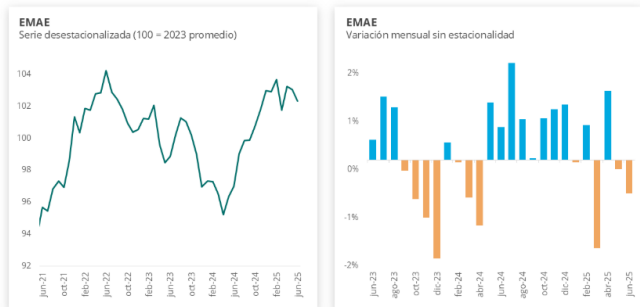
The Monthly Economic Activity Indicator fell 0.7% MoM s.a. in June, after the 0.2% decline in May, and stood 6.4% above June 2024. Although activity grew 6.2% YoY in H1, the first six months showed stagnation. With this latest revision, H1 showed growth of just 0.1% s.a.

With June's performance, economic activity returned to pre-December levels. As a result, it stood 1.3% below the series' historical peak reached in February. Although the June decline

does not place activity far from its historical highs, when accounting for accumulated population growth, **per capita activity is nearly 10% below 2017 levels**. Even though the size of the economy is the same as it was at its peak and the lost ground has been recovered, the economy is still far from achieving true growth.

LA ACTIVIDAD CAE POR SEGUNDO MES CONSECUTIVO

ECOLATINA
Economics



Sector-wise, eight out of fifteen sectors posted monthly growth in seasonally adjusted terms. The sectors showing increases were *Electricity, Gas, and Water* (+5.5%), *Oil and Gas* (+3.3%), *Financial Intermediation* (+1.5%), and *Construction* (+0.9%). On the downside, the sharpest contraction was in *Fishing* (-12.5%), a sector known for its volatility, followed by *Retail* (-1.2%), which experienced its second consecutive decline.

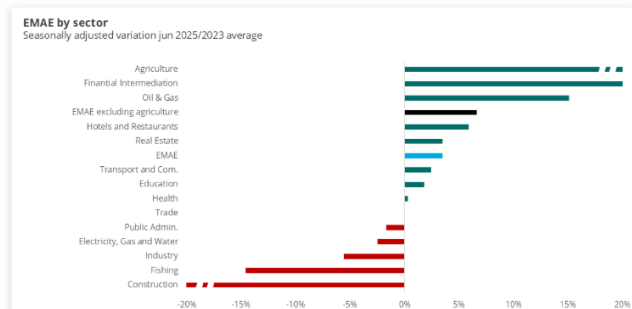
Compared with the 2023 average (an almost complete year without a recession), **most sectors show signs of recovery**. However, *Construction* and *Manufacturing* remain well below those levels. Construction is still nearly 22% below the 2023 average, as it has not fully recovered from the recession, the freeze in public works, and rising sector costs. Meanwhile, ***Manufacturing activity is 6.6% lower than in 2023***. *Retail* is in a similar position, still not back to pre-2023 levels (-1.7%).

Even so, these three sectors have managed to recover the ground lost in 2024: *Construction* is 8.1% above last year's average, *Retail* 6.2% higher, and *Manufacturing* is up by 3.5%.

The sectors currently above 2023 levels are mainly primary activities, such as agriculture, oil and gas. Although agriculture performed well in 2025, its nearly 34% increase over the 2023 average is largely explained by a low base of comparison, as that year was hit by drought. Oil and gas extraction, by contrast, has shown genuine growth, driven by the expansion of the *Vaca Muerta* shale field (+10.7%). *Financial Intermediation* has also posted strong gains (+16.9%), following the recent rebound in credit.

SOME SECTORS ARE STILL BELOW 2023 LEVELS

ECOLATINA
Economics



What Is Expected Up Ahead?

Economic activity remains on a plateau and seems to have reached a ceiling after hitting historical highs in February. Overall, **leading indicators were negative going into July, remaining volatile**.

Construction indicators turned negative in July: the *Construya Index* fell 0.4% MoM s.a. (after a 15.5% increase in May), alternating between gains and losses. Cement dispatches dropped 3.2% MoM s.a. in July, after rising the previous month. Meanwhile, the **manufacturing sector showed no improvement**: automobile production fell 9.5% in July, marking two consecutive declines, as did registrations of new vehicles, which dropped 2.6% MoM s.a.

Similarly, SME retail sales fell 5.7% MoM s.a. (after rising 6.7% in June), continuing their stop-and-go path without showing sustained growth. Lastly, consumer credit has been moderating month after month, with a 2.3% MoM s.a. increase in June.

Looking ahead, **we do not expect notable growth in Q3**. In the context of electoral uncertainty, the recent monetary volatility may affect activity. High interest rates, used as a tool to encourage demand for pesos, could delay investment and consumption decisions by making financing more expensive. For this reason, we have revised down our projection for 2025, now estimating growth of around 4.7%, which implies activity expanding 3.1% from now until year-end.

PRICES

Slight Inflation Acceleration in July

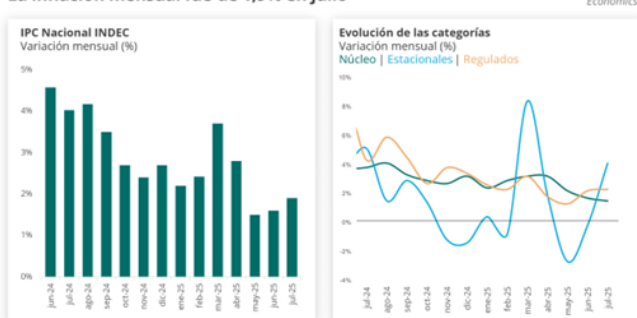
• INDEC's National CPI rose 1.9% MoM in July, accelerating by 0.3 p.p. compared with June, while remaining below 2% MoM for the third consecutive month. This brought year-to-date inflation to 17.3% through the seventh month of the year, while the year-on-year rate stood at 36.6%, the lowest reading since December 2020.

• Seasonal Prices increased 4.1% in the month, making it the fastest-growing component and the sharpest increase since March (+4.3 p.p. compared with June). Within this group, vegetables (+6.3%) and fruits (+5.1%) posted notable increases, while clothing moved in the opposite direction (-1.4%). Regulated Prices rose 2.3% (+0.1 p.p. versus June), driven mainly by higher public transport fares and fuel prices. Finally, a significant development was that core inflation—which excludes regulated and seasonal prices, typically more sensitive to short-term shocks—rose 1.5% in the month, slowing 0.2 p.p. relative to June.

• The fact that both core inflation (+1.5%) and goods prices (+1.4%) showed limited increases aligns with a very contained pass-through from the official exchange rate adjustment, which has accumulated an increase of over 20% since the removal of currency controls and, specifically, 13% from end-June to end-July.

INDEC's National CPI rose 1.9% MoM in July, accelerating 0.3 p.p. compared with June, while remaining below 2% MoM for the third consecutive month. Year-to-date inflation reached 17.3% through July, while the year-on-year rate stood at 36.6%, the lowest since December 2020.

La inflación mensual fue de 1,9% en julio



Seasonal Prices rose 4.1% in the month, making it the fastest-growing component and the sharpest increase since March (+4.3 p.p. versus June). Within this group, increases were led

by vegetables (+6.3%), fruits (+5.1%), and tourism-related services, which rose by more than 20% in the month, while clothing declined (-1.4%). **Regulated Prices** rose 2.3% (+0.1 p.p. versus June), mainly due to higher public transport fares and fuel prices.

Core inflation, which excludes regulated and seasonal prices and are therefore more closely linked to underlying economic conditions, rose 1.5% in July, slowing 0.2 p.p. from the previous month.

The difference between goods and services persisted: goods rose 1.4%, while services climbed 3.1%.

The fact that both core inflation (+1.5%) and goods prices (+1.4%) increased only moderately is consistent with a very limited pass-through from the official exchange rate adjustment, at least during July. Since the removal of currency controls, the official exchange rate has risen by more than 20% and specifically by 13% between end-June and end-July (+7.3% on average).

Traslado acotado a precios



Among CPI groups, the largest increase was in *Recreation and Culture* (+4.8%), driven by higher tourism-related services during the winter holidays. This was followed by *Transport* (+2.8%), reflecting higher public transport fares (+3.3%) and fuel prices (+3.0%). *Restaurants and Hotels* also rose 2.8%, in line with seasonal factors.

Food and Non-Alcoholic Beverages accelerated 1.9% (after staying below 1% for two consecutive months), led by higher fruit and vegetable prices. However, excluding these two items, the group increased 1.3%, still showing some acceleration in the rest of food and beverage prices compared with June. Within this group, notable increases were seen in meat (+1.4%) and bread and cereals (+2.1%) nationwide.

Outlook for the Remainder of the Year

In August, it remains key to monitor the pass-through from exchange rate movements to prices.

In this regard, the Ecolatina CPI for Greater Buenos Aires rose 2.2% in August, the highest reading since April and up 0.2 p.p.

from July. Importantly, there was a sharper acceleration in prices more sensitive to exchange rate fluctuations: core inflation climbed 2.7% in the month (+0.6 p.p. versus July), while goods prices increased 2.4% (+1.0 p.p.). Among other categories, regulated prices rose 2.5%, while seasonal prices fell 1.2% due to declines in tourism and outerwear, helping contain headline inflation. Services rose 1.9%, remaining below the pace of goods.

Despite this acceleration, pass-through to prices still appears more limited compared with other episodes: (i) the exchange rate gave back part of its increase in early August (slipping from a peak of ARS 1,360 to ARS 1,320 at the end of the month); (ii) unlike in past devaluations, inflation is currently running at a more moderate pace, which slows the pass-through; (iii) declining disposable income (due to wage restraint and rising fixed costs) and shifts in household consumption baskets limit room for price increases in several products; and (iv) greater trade openness curbs the scope for price hikes in domestic goods.

For the rest of the year, **whether disinflation resumes will depend largely on exchange rate dynamics.** In addition to the recent currency volatility, it is important to consider that mid-term elections will take place in September and October, which could bring added pressure on the FX front. That said, the government's recent announcement of intervention in the FX market points to a strategy aimed at containing the official exchange rate and inflation dynamics, albeit at the cost of reserve accumulation. In any case, **annual inflation in 2025 is expected to slow markedly compared with 2024.**

FISCAL POLICY

Fiscal Deficit Driven by Debt Interest Payments

- In July, the Non-Financial National Public Sector (NFPS) posted a primary surplus of ARS 1.7 trillion. However, when including interest payments of ARS 1.9 trillion—the first financial deficit of the year was recorded, reaching almost ARS 0.2 trillion. This was mainly explained by principal and coupon payments on dollar-denominated sovereign bonds (Bonares and Globals), which fell due on July 9 (also being due every January 9). With this latest figure, the National Public Sector accumulated a primary surplus of 1.1% of GDP and a financial surplus of 0.3% of GDP, with an ambitious target of closing 2025 with a primary surplus of 1.6% of GDP.

- Both July and December usually show strong seasonality due to bonus payments and subsidies. Excluding this effect, unlike previous months that were marked by a downward trend, July saw both revenues

and expenditures resume a path of monthly growth. Total revenues grew 4% MoM, led mainly by the strong performance of tax revenue, while trade-related revenues and social security receipts rose only modestly compared with June. On the expenditure side, primary spending reversed last month's contraction, rising nearly 11% MoM, with a sharp increase in subsidies and social spending in seasonally adjusted terms. With these movements, revenues and expenditures have remained broadly stable in trend terms since January 2024.

- The final stretch of the year looks especially challenging for the government as it seeks to sustain the 1.6% of GDP primary surplus target. On the legislative front, Congress is advancing bills with significant fiscal implications. Although the Executive Branch has signaled its intent to veto or legally challenge any initiative that undermines fiscal accounts, President Milei is aware that an open confrontation with provincial governors could jeopardize governability. For this reason, a mix of confrontation and negotiation is likely as he seeks the political backing needed to advance structural reforms. Lesser revenues from export duties are expected due to the permanent tax reduction announced in July. At the same time, fiscal policy is constrained by an increasingly fragile financing scheme, with ARS 92 trillion in peso-denominated debt maturities coming due by December and rollover risks mounting. The situation has worsened following the unwinding of LEFI bills, raising doubts about the sustainability of the financing program. Higher interest rates are making credit more expensive, depressing consumption and investment, eroding tax revenue, and increasing the Treasury's financing costs.

July's Figures

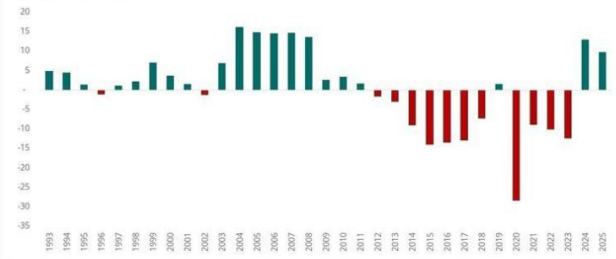
In July, the Non-Financial National Public Sector (NFPS) posted a primary surplus of ARS 1.7 trillion. Once interest payments of ARS 1.9 trillion were included, the first financial deficit of the year was recorded, amounting to almost ARS 0.2 trillion. This was mainly explained by interest payments on dollar-denominated sovereign bonds (Bonares and Globals), which paid coupons and amortizations on July 9.

This time, revenues increased on the back of a strong performance from activity-linked and trade-related tax revenue, while primary spending fell slightly, driven mainly by lower capital expenditure and reduced economic subsidies. With this result, the National Public Sector accumulated a primary surplus of 1.1% of GDP and a financial surplus of 0.3% of GDP, with the ambitious target of closing 2025 with a primary surplus of 1.6% of GDP still on the horizon.

PRIMARY SURPLUS IN THE FIRST SEVEN MONTHS OF THE YEAR ECOLATINA Economics

Fiscal Result of the NNPS Accumulated Over the First Seven Months (2000-2025)

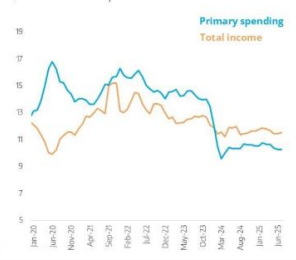
\$ trillions at constant prices



Both July and December usually show strong seasonality due to mid-year and year-end bonus payments and subsidies. Adjusting for this effect, and unlike previous months characterized by a downward trend, **both revenues and expenditures returned to a growth path in July**.

Monthly growth in total revenue (+4% MoM) was mainly led by stronger tax revenue, while resources from foreign trade and social security rose slightly compared with June. On the expenditure side, primary spending reversed the previous month's decline, expanding by almost 11%, with significant increases in subsidies and social spending in seasonally adjusted terms. Revenues and expenditures have maintained a steady trend since January 2024.

MONTHLY GROWTH OF REVENUE AND EXPENDITURE IN JULY ECOLATINA Economics

Seasonally Adjusted Series (2020-2025)
\$ trillions at constant pricesMonthly evolution of Income and Spending
MoM variation at constant prices

Zooming In on Public Accounts

As already suggested by July's tax revenue data (+4.3% YoY in real terms), **total revenues** increased by 2.8% YoY, driven by stronger tax collection. It is to be recalled that in 2024 the PAIS Tax accounted for almost 9% of total resources in July, at a time when overall tax revenue had slumped 8% YoY in real terms.

Breaking it down, revenues from **Social Security** grew again in July (+9.7% YoY), marking eleven consecutive months of growth. Moreover, they already stand 1% above July 2023 levels, having reached their highest level since July 2019. Other activity-linked taxes such as **Income Tax** (+13% YoY), **Debit and Credit Tax** (+8.3% YoY), and **VAT** (+0.9% YoY) also outpaced inflation.

On the trade front, both **Export Taxes** and **Import Taxes** rose in real terms, with year-on-year increases of 51% and 32%, respectively. Export Taxes, which had reached a record high in June due to incentives to realize proceeds ahead of an expected rate increase, remained elevated in July thanks to operations recorded in June. In fact, export proceeds reached USD 4.1 billion, the highest value for July since 2003. Meanwhile, Import Taxes also stayed at a strong pace, in line with higher import volumes.

On the expenditure side, **total spending** contracted by 1.3% YoY in July but still posted cumulative real growth of 4% YoY. Compared with the same period in 2023, however, expenditures are 28% lower.

Within expenditures, growth in **Pensions and Retirement Benefits** (+16.5% YoY) and in the **Universal Child Allowance** (+9.5% YoY) was more than offset mainly by cuts in **Economic Subsidies** (-27% YoY), **Capital Expenditure** (-27.7% YoY), **Wages** and other operating expenses (-5% YoY), and **Transfers to Universities** (-8% YoY). By contrast, **Transfers to Provinces** doubled compared with July 2024, largely due to a Supreme Court injunction in favor of the Autonomous City of Buenos Aires.

Outlook

The final stretch of the year looks especially challenging for the government, which aims to maintain its primary surplus target of 1.6% of GDP.

This is largely due to Congress advancing with initiatives that carry significant fiscal costs, potentially jeopardizing the projected surplus of 1.6% of GDP. In response, the president decided to block both the pension increase bill and the Disability Emergency Law, measures recently debated in the lower house. As a result, the Chamber of Deputies rejected the presidential veto on the Disability Law, meaning the regulation remains in force and now awaits debate in the Senate. By contrast, the decision to veto the pension increase—which carries an estimated cost of 0.3% of GDP in 2025 and 0.7% in 2026—was upheld.

At the same time, Congress passed a bill mandating that National Treasury Contributions be distributed based on revenue-sharing coefficients, after the ruling coalition presented a minority opinion. This context reflects Milei's effort to avoid an outright confrontation with provincial governors that could undermine governability. He is therefore likely to combine confrontation with negotiation to secure the political backing required to advance structural reforms.

Revenue from **export taxes** is expected to decline after the government announced their **permanent reduction** at the end of July. It is worth recalling that these duties have been the

main source of tax revenue so far in 2025, with record-high export proceeds further boosting collections in recent months.

Meanwhile, fiscal policy is constrained by an **increasingly fragile financing framework**. The Treasury faces ARS 92 trillion in peso-denominated debt maturities through December, with over half falling due before the October midterm elections. Recent auctions have shown rollover difficulties, forcing the government to **shorten maturities and validate higher interest rates in order to “avoid leaving pesos on the streets”** that could add pressure on the exchange rate ahead of the elections.

The situation worsened after the unwinding of LEFI bills, which transmitted tensions to the monetary and foreign exchange fronts, **raising doubts over the sustainability of the financing program** after off-calendar auctions to absorb excess liquidity, complemented by other measures such as reopening the reverse repo window.

The implications for public accounts are clear: higher interest rates make credit more expensive, dampen consumption and investment, erode tax revenue, and increase the Treasury’s financing costs. Even if accrued interest from capitalization instruments is recorded below the line, it still adds to the debt stock and weighs on financial results going forward.

Finally, in its late-July staff report, the IMF stressed the urgency of reducing export taxes and moving ahead with comprehensive tax reforms planned for 2026, in the context of the **budget bill** to be submitted in mid-September. The Fund also recommended a more ambitious fiscal stance to support the disinflation process and ease the burden on monetary policy.

EXTERNAL SECTOR

July Records Highest Surplus of the Year

- In July, the trade balance reached USD 988 million, the highest surplus of the year, although it was 30% lower than in the same month of 2024. For the January–July period, trade surplus amounted to USD 3.8 billion, showing a decline of 70% compared with the same period in 2024.

- Terms of trade, calculated as the ratio of the export price index to the import price index, improved in July (+5.6% YoY). Had prices been those of July 2024, the trade balance would have been lower, reaching USD 602 million. That said, the country recorded a gain of USD 429 million from terms-of-trade effects during the month.

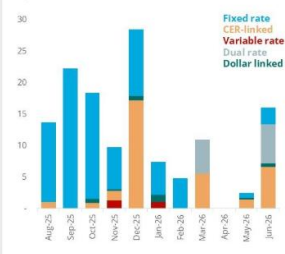
- In July, the government announced a permanent reduction in export taxes for the agricultural sector, aiming to encourage export proceeds in the coming months. However, the seasonal outlook becomes less favorable, and the advance in the realization of export proceeds observed in June has already reduced the margin for the remainder of the year. Regarding imports, the recent increase in the real exchange rate could act as a counterbalancing effect if it remains at higher levels, potentially slowing import growth, as observed in recent months.

The trade balance reached USD 988 million in July, the highest surplus of the year, although it was 30% lower than in the same month of 2024. For the January–July period, trade surplus amounted to USD 3.8 billion, showing a decline of 70% compared with the same period in 2024.

For the first time this year, the trade surplus for non-energy goods exceeded the surplus in the energy balance. Specifically, the energy surplus reached USD 216 million in July, driven by exports of USD 763 million (-9.7% YoY) and imports of USD 546 million (-25.1% YoY). Meanwhile, the rest of the goods recorded a trade surplus of USD 771 million in the month, the highest of the year.

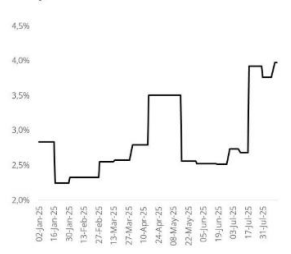
LOCAL MARKET DEBT

Local Currency Debt Maturities
in \$ trillions

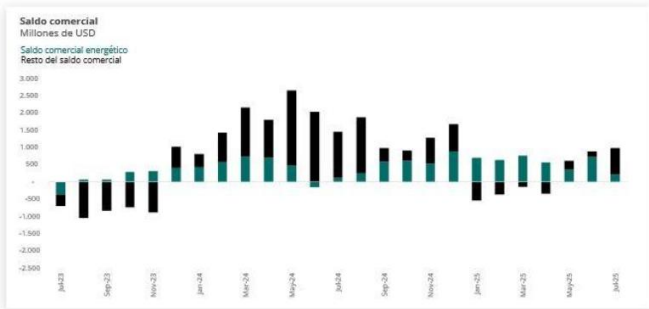


ECOLATINA
Economics

Cut-off Rates for Capitalizable Instruments
Monthly Effective rate



JULIO CON MAYOR SUPERÁVIT DEL RESTO DE LOS BIENES

ECOLATINA
Economics

Fuente: Ecolatina en base a INDEC

That said, it is worth noting that this was not the case in H1: the energy balance accumulated a surplus of USD 3.9 billion YTD through July, while excluding this result, the rest of the goods posted a year-to-date deficit of USD -209 million. In other words, **the trade surplus seen so far this year has been sustained by the performance of the energy sector.**

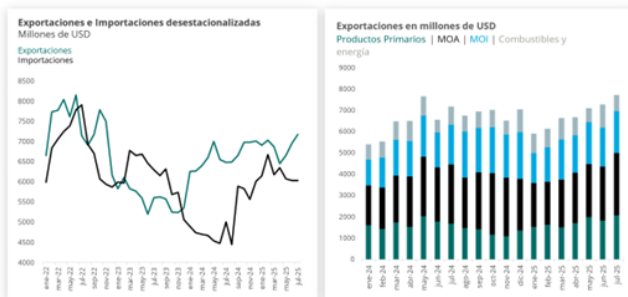
Turning back to July, one of the reasons behind the higher surplus in the rest of goods was the **performance of agricultural exports**. Total exports reached USD 7.7 billion in the month, up 7.5% YoY compared to the same month of 2024.

Within this, **Primary Products (PP)** recorded exports of **USD 2.1 billion, posting a 22.8% YoY increase in July** and marking the highest level of the year. Although July is no longer among the most favorable months in seasonal terms, the anticipated increase in export taxes from that month led to many transactions being brought forward in June, which also carried over into July. In line with this, the improvement in July was largely explained by higher volumes (+19.1% YoY), with prices also contributing positively (+3.0% YoY).

Processed Agricultural Products (PAP) totaled USD 2.9 billion (+5.3% YoY), while **Industrial Products (IP)** reached USD 1.9 billion, up by 4.7% YoY. In the latter, the improvement was driven by a 9.6% YoY increase in prices, as volumes fell (-4.6% YoY).

Year-to-date exports amounted to USD 47.5 billion, showing a 4.6% YoY increase. Volumes rose 5.0% YoY through July, while prices acted as a drag (-0.4% YoY).

JULIO CON RECUPERACIÓN DE LAS EXPORTACIONES

ECOLATINA
Economics

Fuente: Ecolatina en base a INDEC

On the import side, **imports totaled USD 6.7 billion in July (+17.7% YoY)**, marking a deceleration in the annual growth rate and the lowest variation so far in 2025. Nevertheless, they accumulated USD 43.7 billion in the first seven months of the year (+31.7% YoY), with a sharper increase in volumes (+41.2% YoY) and a decline in prices (-6.7% YoY).

In line with the year-on-year deceleration, **seasonally adjusted data point to some stagnation in imports**: in July they remained virtually flat (+0.1%), after two consecutive monthly declines (-0.7% in June and -4.3% in May). In this sense, the recent signs of stagnation in the recovery of economic activity, combined with the increase in the real exchange rate in recent months, may explain part of the slower year-on-year growth and stagnation compared with previous months.

At the same time, the easing of trade restrictions and some pent-up demand from past restrictions continue to explain why **the recovery has been more pronounced in categories mostly linked to the import of final goods.**

Passenger motor vehicles rose 135.3% YoY, with imports of USD 514 million, while **consumer goods** totaled USD 959 million in July (+47.6% YoY).

In the same line, the sharpest increase was observed in **other imports**, which hit a record high of USD 98 million (+298.5% YoY). Although this is the smallest category in value terms, the surge was explained by goods shipped through postal services; that is, cross-border e-commerce purchases (direct-to-consumer imports) that have become increasingly relevant in recent months.

As for categories mostly linked to the production process, **capital goods** also increased (USD 1.3 billion, +51.9% YoY), largely explained by higher imports of industrial transport equipment, while **parts and accessories** rose 19.4% YoY (USD 1.3 billion). In contrast, **intermediate goods** imports totaled USD 2.1 billion, a decline of -5.6% YoY, due to both lower volumes (-3.0% YoY) and lower prices (-2.3% YoY).

Finally, **terms of trade**, calculated as the ratio of the export price index to the import price index, **improved in July** (+5.6% YoY). Had prices been those of July 2024, the trade surplus would have been smaller, at USD 602 million. In other words, the country recorded a terms-of-trade gain of USD 429 million during the month.

Outlook for the Remainder of the Year

In July, the government announced the permanent reduction of export taxes on the agricultural sector, aimed at encouraging the realization of export proceeds in the coming months. However, **the unfavorable seasonal months are beginning, and the frontloading of export proceeds observed in June has**

already narrowed the margin for the rest of the year. On the imports side, the recent increase in the real exchange rate could act as an offsetting factor if it remains at higher levels, potentially leading to some deceleration in import growth.

In short, the trade balance will remain in surplus on a year-to-date basis, although with a significant decline compared with the previous year. In the months ahead, the trade surplus will be supported primarily by the positive energy trade balance.

EXCHANGE RATE AND MONETARY POLICY

The Toolbox to Contain the Exchange Rate

- In August, exchange rate and monetary policy entered the “Make It to October” phase. The authorities’ explicit commitment to keeping the official exchange rate under control intensified throughout the month, with heavy intervention in the markets and coordination between the Central Bank and the Treasury to channel pesos into Treasury auctions, supported by a set of ad hoc regulations from the Central Bank in a context where rule changes became the norm.

- In this regard, the toolbox relied on making the peso more expensive (through higher rates in Treasury auctions) and scarce (via a systematic increase in bank reserve requirements), heavy intervention in the FX futures market (the largest under the current administration), and accelerated foreign currency sales by the Treasury starting in the third week of August.

- The aim is straightforward: disinflate, regardless of the cost. Political incentives and the policy framework are aligned to contain the official exchange rate in the run-up to the elections, with the goal of keeping nominal variables under control to ensure a favorable electoral outcome. Unfortunately, in the short term, the virtual rundown of reserves will affect country risk, and in the medium term, once the elections are over, economic authorities will need to deal with the consequences of a strategy that looks increasingly unsustainable and heightens uncertainty regarding the future monetary and exchange rate framework.

In August, the exchange rate and monetary policy entered the “Make It to October” phase. The authorities’ explicit commitment to keeping the official exchange rate under control intensified throughout August, through heavy intervention in the markets and coordination between the Central Bank and the Treasury to channel pesos into Treasury auctions. This was

facilitated by a series of ad hoc regulations from the Central Bank, making frequent rule changes the new norm.

We have been underscoring that the government’s objective is to “disinflation, no matter the cost”, reflecting the authorities’ view that lower inflation can pave the way for stronger electoral performance. This stance has been reinforced by the significant costs it imposes on economic policy, particularly as elections draw near and when uncertainty starts mounting.

In this regard, the policy toolkit deployed to contain the official exchange rate has consisted of making the peso more expensive (higher rates) and scarce (reserve requirements, auctions, market interventions), building positions in the FX futures market, and—since IMF approval—removing the Treasury from the official FX market as a buyer of foreign currency. On the latter point, the Treasury actually shifted into a net seller position during August, which will be discussed in more detail below.

Regarding the first set of measures, the Central Bank implemented rules designed to create captive demand among banks for Treasury auctions. As of August 1, reserve requirements on sight deposits were raised up to 40%, while the proportion of requirements that could be met with government securities was reduced by 4 p.p. for a given group of financial institutions. This effectively increased the share of reserves that banks have to meet through immobilized peso balances to 40%.

The banks’ need for liquidity pushed system-wide interest rates upward. With no liquidity window available—following the end of LEFI bills on one hand, and the wait until the next Treasury auction on the other—banks turned to the market. The one-day repo rate peaked at 72% Nominal Annual Rate in the first half of the month (the highest in a year). At the same time, peso-denominated fixed-rate bonds came under selling pressure from financial institutions, driving down their prices, while the interbank lending rate doubled compared to the start of August, reaching 80% (Nominal Annual Rate).

This environment led the Treasury to secure only a 60% rollover in its first auction of the month, which in turn prompted further changes to the framework. First, as of August 13, the Central Bank opened a repo window for banks at the end of each trading day, at a rate equal to that day’s benchmark interest rate plus 2%. This can be subscribed with government securities maturing in more than 60 days, as long as they were acquired in the primary market. In addition, the Central Bank began intervening more systematically in the reverse repo market, absorbing pesos at around 40% (Nominal Annual Rate), and remained active in the bond market to support bond prices and reduce Treasury borrowing costs at the month’s final auction. These moves gradually signaled the re-

establishment of an interest rate corridor, which helped moderate volatility, albeit at a temporary equilibrium of higher real interest rates compared to the pre-LEFI period.

Second, **reserve requirements were increased again**. To absorb the pesos left out of auctions, an unscheduled placement was held, accompanied by a new 5 p.p. increase in reserve requirements that **could be met with government securities**—effectively reversing the rule introduced at the end of July. Furthermore, the regulatory framework for minimum reserve requirements was changed from a monthly average to a daily basis, meaning that banks now have to meet the reserve ratio every single day, rather than on average over a month (which had given them greater flexibility).

At the end of the month, another reserve requirement hike was introduced (+3.5 p.p.), together with a 5.5 p.p. increase in the portion that could be met with government securities. This **brought reserve requirements to their highest levels since the 1990s**. In numbers, reserve requirements in pesos stood at ARS 20.5 trillion, compared to ARS 14 trillion from June–July and to just ARS 11 trillion a year earlier.

Naturally, this framework **provided breathing space for the financing program**. In the last auction of the month, the Treasury achieved a 100% rollover and was able to extend its maturity profile. This support is expected to last at least until late November (when the hikes in reserve requirements expire), supplemented by ad hoc auctions that allow banks to meet requirements through government securities, thus easing pressure on the Treasury's demanding peso debt redemption schedule.

Meanwhile, **the Central Bank deepened its futures positions**. Open interest in the FX futures market reached a record high of nearly USD 8.0 billion on August 28, with September positions expanding due to the rollover of August maturities, and notable growth in November contracts (post-election) and longer-dated contracts extending into 2026. These positions suggest that the Central Bank has been increasingly supporting longer-dated maturities in the context of heightened uncertainty about the exchange rate framework after October.

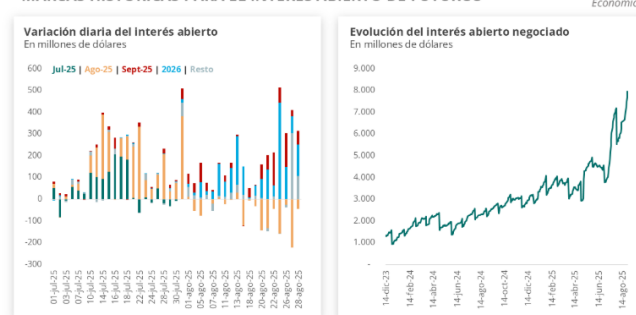
At the end of July, the Central Bank's short position peaked at USD 3.8 billion under the current administration. Assuming that much of the increase in open interest corresponds to higher Central Bank holdings, the position is estimated to have reached a peak close to USD 6.2 billion by August 28. This would be higher than the USD 5.0 billion figure for late July cited by the IMF in its recent review.

In this context, the Central Bank imposed **limits on bank operations**. The new regulation prevents banks from increasing their foreign currency positions on the last business day of the

month, in order to avoid a repeat of July. Specifically, the Central Bank has been building up its short-term FX futures positions, but at month-end does not fully roll over expiring contracts, which reduces market volumes and “injects pesos” that banks then use to purchase spot dollars in the absence of hedging options. This was partly behind the 4.5% daily jump in the official exchange rate on July 31. It is worth noting that the Central Bank is bound by rule A3 to a maximum position of USD 9.0 billion, meaning that the larger its position becomes, the more compelled it will be at month-end not to roll over contracts and free up its holdings in order to resume its stance.

MARCAS HISTÓRICAS PARA EL INTERÉS ABIERTO DE FUTUROS

ECOLATINA
Economics

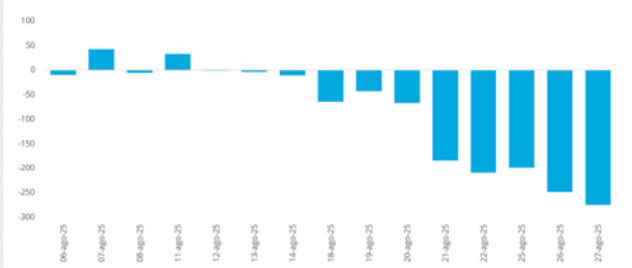


Fuente: Ecolatina en base a A3 Mercados.

Regarding the last point, **Treasury deposits in dollars at the Central Bank have been declining**, raising market questions about whether the authorities have begun selling foreign currency to contain the official exchange rate. Since the transfer of the IMF disbursement, the Treasury's USD deposits at the Central Bank fell from USD 2 billion to USD 1.7 billion (as of August 27). When cross-referenced with information on reserves, net movements within that period included -USD 45 million with International Organizations (there may be overlapping movements in other lines too, also negative) and “other operations” of around -USD 307 million.

Thus, when netting the International Organization movements against the deposit changes, **the Treasury appears to have sold approximately USD 275 million**. On certain dates, peso deposits valued in USD increased nearly as much as the decline in hard-currency deposits (reflecting dollar sales for pesos), such as around August 20 (+/- USD 24 million), August 26 (+/- USD 50 million), and August 27 (+/- USD 27 million). Following the release of these figures, Pablo Quirno, Secretary of Finance, announced via X that, as of September 2, **the Treasury will engage in the official forex market**.

TRAS LAS COMPRAS DE JULIO, ¿EL TESORO COMENZÓ A VENDER DIVISAS?

ECOLATINA
EconomicsVariación acumulada de los depósitos del Tesoro en USD en el BCRA
Neta de movimientos con OOI. En millones de USD

Fuente: Ecolatina en base a BCRA.

In this context, the Treasury reversed the purchase stance it had maintained during July, when it acquired USD 1.2 billion amid negotiations with the IMF. That month, the USD 2.1 billion disbursement was used to settle Non-Transferable Bills held by the Central Bank. The IMF review came with a **major revision of reserve targets**, reducing reserve accumulation by USD 5 billion for 2025 and an additional USD 2 billion for 2026, shifting these requirements to 2027—a nontrivial adjustment given the challenges posed by election years. Additionally, the IMF **removed the adjusters** it had used to account for foreign currency inflows from USD loans, allowing dollar-denominated loans (such as REPOs) to fully impact the metric (previously, only amounts above a USD 1.5 billion threshold were counted).

Summing up, the aim is clear: **disinflate, regardless of the cost**. Political incentives and the policy framework are aligned to contain the official exchange rate in the run-up to the elections, with the goal of keeping nominal variables under control to ensure a favorable electoral outcome. Unfortunately, in the short term, a virtual lack of foreign currency accumulation

could affect the country risk, and in the medium term, once the elections are over, economic authorities will need to deal with the consequences of a strategy that appears unsustainable and heightens uncertainty about the future monetary and exchange rate framework.

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

PUBLISHER

German-Argentinean Chamber of Industry and Commerce

Av. Corrientes 327 – C1043AAD Buenos Aires

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

E-Mail: ahkargentina@ahkargentina.com.ar

Internet: www.ahkargentina.com.ar

Original text and statistics: Ecolatina

Coordination: Julieta Barra

Edition: Christina Keim

ECONOMIC INDICATORS AND PROJECTIONS

	Monthly or Quarterly Indicators						Annual Indicators		
	Unit of measure	Date	Last Data	Date	Next Data	2024	2025p	2026p	
Activity									
GDP	YoY %	I Q 25	5,8	II Q 25	6,5	-1,3	4,5	3,5	
Total Consumption	YoY %	I Q 25	9,6	II Q 25	8,1	-3,1	6,2	3,1	
Total Investment	YoY %	I Q 25	31,8	II Q 25	28,0	-17,2	19,7	9,5	
Prices									
INDEC National CPI ⁽¹⁾	YoY %	jul.-25	1,9	aug.-25	2,0	117,8	29,0	19,5	
Foreign Exchange									
Nominal FX ⁽¹⁾	ARS / USD	aug.-25	1330	sept.-25	1380,1	1020,7	1397,7	1558,4	
Real Multilateral. ARS/USD(1)	Dec. '01=100	aug.-25	1,37	sept.-25	1,36	1,15	1,32	1,26	
Fiscal Situation. Year Accum.									
Total Incomes	% GDP	jul.-25	8,9	aug.-25	10,4	16,8	16,4	16,8	
Primary Expenditures	% GDP	jul.-25	7,8	aug.-25	9,1	15,0	14,8	15,1	
National Primary Balance ⁽²⁾	% GDP	jul.-25	1,1	aug.-25	1,3	1,8	1,6	1,7	
Foreign Sector									
Exports	USD BN	jul.-25	7,7	aug.-25	7,3	79,7	82,6	86,1	
Imports	USD BN	jul.-25	6,7	aug.-25	6,3	60,8	74,8	78,9	
Trade Balance	USD BN	jul.-25	1,0	aug.-25	1,0	18,9	7,8	7,3	
Balance of Payments									
Current Account balance	USD BN	I Q 25	1,0	II Q 25	-5,2	6,3	-14,1	-15,6	
Interest Rates									
Monetary Policy Rate ⁽¹⁾	%	aug.-25	29,0	sept.-25	29,0	32,0	27,0	20,0	
Private Banks BADLAR ⁽¹⁾	%	aug.-25	52,2	sept.-25	51,2	31,9	40,6	20,6	

(1) Annual Indicators. December Average

(2) Excludes SDR allocation in 2021

(2) Excludes extraordinary resources