

ARGENTINA

INFORME ECONONÓMICO ABRIL

2025



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

04/2025

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: Lo que deja la turbulencia de marzo

A diferencia de lo que ocurrió durante buena parte del primer año de mandato, el 2025 se viene caracterizando por un fortalecimiento de la economía real -aunque no sin heterogeneidades- matizado por una creciente incertidumbre en el esquema monetario-cambiario que propone el Gobierno.

Durante marzo se conocieron los datos de actividad económica del 2024: **la economía cayó 1,7% i.a.** (-4% i.a. excluyendo el agro) y si bien el consumo privado cayó 4,2% i.a., mostró un avance de casi 8% durante la segunda mitad del año, en línea con la recuperación de 5,7% de la economía. Además, considerando que el EMAE creció 0,6% enero s.e., alcanzando el mayor nivel de actividad desde agosto 2022 -y casi 8% por encima del piso de abril del año pasado- y que los datos adelantados de actividad de febrero son buenos, **el primer bimestre del año debería continuar con datos positivos.**

En este sentido, si bien la **tasa de desempleo promedio de 2024 se ubicó en 7,2%** de la Población Económicamente Activa y aumento 1,1 p.p. respecto al año previo, la magnitud del aumento dista de ser problemática. Si bien el aumento del cuentapropismo en particular y del empleo de baja calidad es una cuestión a tener en cuenta, el temor al desempleo presente durante la primera mitad del año se fue difuminando. **Este fue uno de los factores que permitió una significativa baja de la pobreza a lo largo del año:** estimamos que esta tarde el INDEC informará que la misma alcanzará a menos de 40% de la población.

El otro factor que fue clave para dar lugar a esta baja en la pobreza fue la **desaceleración de la inflación.** Aunque la inflación mensual promedio durante el primer trimestre será superior al 2%, si el gobierno sostiene su plan económico no habrá que esperar mucho para que la misma comience con "1". Sin embargo, esta hoja de ruta, muchas veces ratificada con dichos y hechos, fue desafiada durante el último mes como resultado de más ambigüedades que precisiones por parte de funcionarios -especialmente del Ministerio de Economía- en algunas apariciones públicas respecto al ya avanzado acuerdo con el FMI.

En particular, los **interrogantes emergieron acerca del futuro del crawling peg al 1% y el esquema especial de liquidación de exportaciones (blend).** Es sabido que el esquema cambiario actual no está dentro de las preferencias del FMI, por lo que creció la especulación de que sea la moneda de cambio para destrabar el acuerdo en ciernes. Un potencial abandono del esquema abrió la puerta a múltiples preguntas ¿vamos a un esquema de flotación? ¿este será libre o administrado con bandas de intervención? ¿además del *blend* se eliminarán la

restricción cruzada para operar en el mercado oficial y CCL?, pero tal vez la más importante es ¿habrá un salto cambiario en el corto plazo, o la trayectoria será muy distinta al *crawling peg* actual?

La incertidumbre tuvo rápidas consecuencias. La **curva de futuros** se despertó y los contratos treparon entre 5-7% según el plazo operado en la segunda mitad del mes. Por su parte, la **suba de los dólares paralelos** no se hizo esperar y cerrarán el mes en la zona de \$1.300, con un avance en torno a 6,5% durante marzo que llevó a la **brecha a la zona del 20%, el máximo desde octubre del año pasado**. Además, el **riesgo país continuó cómodamente por encima de los 700 puntos básicos** en el marco de un contexto financiero internacional volátil.

El desanclaje en las expectativas de devaluación desarticuló el incentivo que tenían los agentes económicos a posicionarse en pesos en vez de dólares e **interrumpió la racha compradora del BCRA**. La autoridad monetaria acumuló ventas en torno a USD 1.500 M en la segunda quincena del mes, una dinámica inédita para el gobierno y comparable con las peores ruedas de Cambiemos. La razón principal fue el **aumento de la demanda de divisas por importadores** (también bancos) que previamente aprovechaban el diferencial de tasas, junto a una merma de la liquidación de exportaciones del agro (menos de USD 100 M diarios, el promedio en febrero y parte de marzo post baja de retenciones). De todas formas, es importante destacar que, por el momento, los préstamos en dólares no se frenaron, dando cuenta de que no se habría registrado una corrida para cancelar los mismos.

Con este mar de fondo el gobierno navegó la última licitación del mes, logrando *rollear* el 100% de los vencimientos. Lo destacado fue el ofrecimiento de un instrumento dollar-linked a junio, que canalizó casi \$1 billón (14% de lo adjudicado) con la búsqueda de sustituir la demanda de cobertura de futuros de dólar.

Además, el pasado jueves el ministro de Economía Luis Caputo señaló que **el acuerdo con el FMI implicaría este año el ingreso de USD 20.000 M como parte de un programa de 4 años** (al que se podrían sumar nuevos préstamos con el Banco Mundial, el BIS y CAF). **Estos serían destinados a la capitalización del BCRA**, una de las condiciones mencionadas para salir del cepo, llevando las Reservas Brutas a la zona de USD 50.000 M (hoy en torno a USD 26.000 M) y respaldarían la Base Monetaria Amplia (base monetaria + depósitos Tesoro en BCRA + LEFIs). También seguramente se reforzará el lema de que “no hay pesos” para una corrida, algo que no contabiliza la significativa deuda del Tesoro en manos del sector privado no bancario y minimiza la volátil demanda de pesos.

Si este desembolso ocurriera, **el FMI aportaría financiamiento neto positivo en 2025**, pero no necesariamente en 2026, y mucho menos en el mediano plazo. Más allá de esto, aún **falta**

conocer las metas que establezca el organismo y, especialmente, **el cronograma de desembolsos**. Esto último será clave para saber cuál será el poder de fuego del BCRA y la posibilidad de un ajuste en el esquema actual, que en el mejor de los casos implique una salida del cepo en algún momento del año. Paradójicamente, mayores desembolsos en el corto plazo pueden ser tomados como una mayor probabilidad de este cambio, incrementando la incertidumbre en el plano cambiario y consecuentemente la volatilidad: sería prudente no alimentar estas expectativas antes de la formalización del acuerdo.

Dejando de lado las conjeturas, si bien no descartamos un esquema de flotación administrada entre bandas acotadas, consideramos que el gobierno evitará convalidar un esquema cambiario que implique una devaluación antes de las elecciones. La principal razón no es ni cambiaria ni monetaria: es la necesidad de no interrumpir el proceso de desinflación, el principal sostén del apoyo popular. En este sentido, más allá de las condiciones mencionadas, en el medio de un año electoral, la salida del cepo se trata de una **decisión más política que económica**, con sus consecuentes beneficios, costos y riesgos.

Político: Milei desafía a Macri en momentos de dudas económicas y políticas

1. *La elección en ciudad materializa la estrategia de los Milei de ir por la construcción propia*

La configuración de la escena electoral en la Ciudad de Buenos Aires terminó de materializar la decisión de los Milei de ir por la construcción de un proyecto de poder propio y no de un proyecto de poder coalicional.

2. *En la búsqueda de la consolidación política del ciclo, Milei optó por asumir más riesgo*

Si se analiza la trayectoria de estabilización política, el presidente parece haber optado por tratar de lograr el objetivo recorriendo un camino que pudiera presentar más ganancias, pero también más riesgos.

3. *Las turbulencias políticas y económicas abren interrogantes sobre el desenlace electoral 2025.*

El comienzo del 2025 no fue bueno para el oficialismo ni en lo político (caso LIBRA) ni en lo económico (dudas sobre el régimen cambiario) lo que despierta algo de incertidumbre sobre el desenlace electoral.

El primer gran dato político del año electoral, el modo en que se configuró la escena electoral en la Ciudad de Buenos Aires, nos ha dejado muchos aspectos coyunturales de la elección para analizar. No solo es la elección legislativa de la Ciudad

más relevante y atractiva desde el punto de vista político, sino que resulta más interesante para analizar es de carácter más estructural para el proceso: es la decisión de los Milei de no inclinarse por la solución coalicional para buscar soluciones políticas a su condición de minoría, sino la de construir un proyecto de poder propio, cuya conducción no tengan que compartir con nadie.

Por su condición de minoría, Milei es un presidente que además de tener que contar con las soluciones económicas para resolver el desafío que enfrenta, necesitaba también contar con soluciones políticas, es decir, saber cómo gobernar.

A lo largo de todo el ciclo, lo hemos visto resolver los desafíos políticos con mucha complejidad, y con mucho apoyo de aliados: el sostenimiento del DNU 70/2023, la sanción de la ley Bases, el sostenimiento de los vetos presidenciales, la no aprobación de un presupuesto para manejarse con discrecionalidad presupuestaria, la aprobación del DNU del acuerdo con el FMI, etc.

De esta manera fue que Milei gobernó gracias al apoyo de otros. Sin embargo, en el primer desafío electoral de su mandato, el de medio término de este año, no parece haber buscado constituir una alianza política más amplia con sus socios y aliados en el Congreso, sino armar un espacio propio, que controlen Javier Milei, Karina Milei y Santiago Caputo.

Esta decisión puede tener el atractivo de que siempre es preferible estar solo que mal acompañado, y el riesgo de la solución coalicional podría conllevar la posibilidad de que la misma no funcione, porque se ve forzada a compartir la toma de decisión y eso complejiza la resolución de los temas. El Frente de Todos fue una clara demostración de ello.

No obstante, esta decisión tiene muchos riesgos. Por ejemplo, la posibilidad de que en este turno electoral el ciclo político no logre consolidarse políticamente todo lo que necesita para despejar dudas sobre la sustentabilidad del cambio que se pretende implementar. Con la decisión de no aliarse con el PRO en la Ciudad de Buenos Aires, La Libertad Avanza puede estar incrementando el riesgo de que el peronismo gane ese distrito, aumentando la chance de que Cristina Kirchner gane en Provincia de Buenos Aires, ante la falta de condiciones para que LLA y el PRO puedan ir juntos en Provincia.

Si LLA hubiera optado por respetarle el distrito al PRO, seguramente la alianza de LLA y el PRO en el resto de los distritos hubiera sido mucho más probable, algo que se puede poner en riesgo ante la decisión de confrontar con el PRO. Además, también se puede poner en juego la predisposición del PRO de seguir apoyando al oficialismo en el Congreso, más allá de la cuestión electoral.

Uno podría suponer que, como hizo Néstor Kirchner con Eduardo Duhalde en 2005, Milei tenía la obligación de imponerse a Macri para terminar de consolidar su liderazgo. Pero ese paralelismo omite una diferencia muy relevante: Néstor Kirchner co-conducía con Duhalde una fuerza mayoritaria en el país, y se decidió a disputarle el liderazgo de esa fuerza mayoritaria. Le ganó y se quedó con el control total del peronismo.

En este caso, Milei se quiere imponer desde un lugar hiperminoritario, para conquistar un espacio que aún seguirá siendo minoritario. La pregunta es: ¿está Milei en condiciones de suficiencia política para dar esta batalla? ¿O se está embarcando en una pelea riesgosa, en un momento donde todavía aún no ha logrado consolidar políticamente este ciclo?

Este interrogante tiene todavía más asidero si se mira la zona de turbulencia en la que el programa económico ha entrado, con la pérdida de reservas y la discusión sobre la necesidad o no de cambiar el régimen cambiario dando como resultado un acuerdo con el FMI más necesario de lo que se pensaba, producto precisamente de esta incertidumbre.

En definitiva, la coyuntura económica no pareciera ser la más propicia para justificar los riesgos que se están tomando en la coyuntura política. Pero como a toda estrategia hay que juzgarla con los resultados, los resultados nos dirán si la estrategia de los Milei, que es arriesgada, fue la acertada o no para tomar las decisiones políticas que se están tomando.

ACTIVIDAD

Constante recuperación de la actividad económica

- El Estimador Mensual de la Actividad Económica (EMAE) mostró un crecimiento mensual del 0,6% s.e. en enero y, de esta manera encadenó nueve meses consecutivos de subas desde el piso de abril, acumulando una suba cercana al 8% desde entonces. De esta forma, la actividad se ubicó 6,5% por encima de enero del 2024, y continúa recuperándose de la fuerte recesión del año pasado.

- A nivel sectorial, siete sectores se ubicaron por encima de los niveles de enero de 2024. Se destaca el fuerte aumento de la intermediación financiera (+25,7% i.a.), seguido por comercio, que avanzó un 11,3% i.a. Por su parte, la construcción registró su primera variación interanual positiva (+1,9%) tras 13 meses consecutivos de caída.

- Por su parte, la industria y la construcción tampoco muestran un patrón claro a pesar de haber superado el piso de la recesión. Con relación a la construcción, el Índice Construya repuntó en febrero (+6,7% s.e.) luego de presentar caídas

mensuales desde julio, mientras que los despachos de cemento actuaron en sentido contrario, luego de tres meses al alza, cayeron -2,4%. La industria continuó creciendo en febrero en la producción de acero (+5,7%) y en la producción de automóviles (+3,5%).

El Estimador Mensual de la Actividad Económica (EMAE) mostró un crecimiento mensual del 0,6% s.e. en enero, encadenando nueve meses consecutivos de subas desde el piso de abril y acumulando una suba cercana al 8% desde entonces. De esta forma, la actividad se ubicó 6,5% por encima de enero del 2024, y continúa recuperándose de la fuerte recesión del año pasado. Con las correcciones hacia atrás, se cumplen tres meses en los que la caída de la actividad no es compensada por el agro: excluyendo el aporte del agro que creció +0,8%, el EMAE hubiera crecido +5,4% i.a.

En el primer mes del año, la actividad económica logró superar los niveles previos a la recesión iniciada en agosto de 2023. De este modo, la prolongada recesión iniciada en aquel momento y que fue profundizada durante el comienzo de 2024 con un fuerte recorte del gasto público y una corrección de precios relativos que afectó el poder adquisitivo, logró revertirse en los últimos meses del año. El repunte fue especialmente marcado a partir de junio.

económica, que estimula la demanda de empleo y motiva a las personas a continuar buscando trabajo, como por la creciente necesidad de complementar los ingresos dentro de los hogares.

A nivel sectorial, siete sectores se ubicaron por encima de los niveles de enero de 2024. Se destaca el fuerte aumento de la intermediación financiera (+25,7% i.a.), seguido por comercio, que avanzó un 11,3% i.a. Por su parte, la construcción registró su primera variación interanual positiva (+1,9%) tras 13 meses consecutivos de caída.



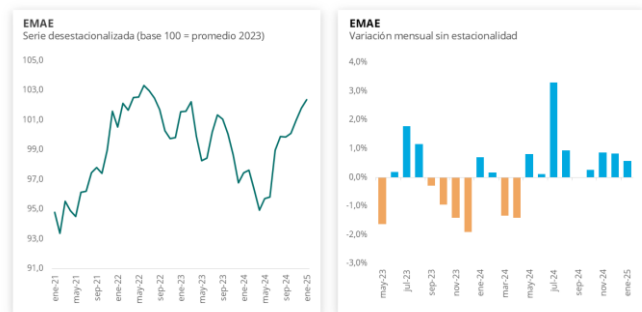
Sin embargo, se deben tomar con cautela las subas en Construcción y Comercio, ya que enero de 2024 fue un mes particular atravesado por la recesión y el freno en la obra pública. En el caso de comercio, la suba interanual no implica necesariamente un fuerte repunte en enero de 2025, sino que se debe a la baja base de comparación. No obstante, el sector muestra una progresiva recuperación, y creció 10,9% s.e. desde el piso de abril. Aún así, sigue 2,6% por debajo de enero de 2023, un mes más representativo para evaluar su desempeño sin el efecto de la recesión.

Lo mismo ocurre al analizar las caídas interanuales: si bien se observa una moderación en las bajas, esto se debe principalmente a la mala base de comparación mencionada anteriormente. Sin embargo, se destaca la fuerte caída mensual de Hoteles y Restaurantes (-27,9%) en la serie desestacionalizada, explicado por el encarecimiento relativos de estos servicios, que fueron en parte sustituidos por el turismo emisor. En enero, el turismo emisor subió un 74,9% respecto mismo mes del año anterior, equivalente a más de dos millones de personas. En contraste, el turismo receptor se redujo un 25,8% i.a.

¿Qué esperamos hacia adelante?

Si bien la economía mostrará un crecimiento genuino, la recuperación continuará siendo heterogénea. Algunos sectores no lograrán recuperar lo perdido en 2024, como la industria y la construcción. En contraste, otros sectores que también sufrieron caídas el año pasado lograrán recomponerse en 2025, entre ellos el comercio, la actividad

LA ACTIVIDAD ECONÓMICA SUPERÓ LOS NIVELES PRE RECESIÓN



Los datos de cuentas nacionales del último trimestre de 2024 evidencian esta recuperación económica. Mientras que en los primeros tres trimestres del 2024 la caída de la demanda interna fue de aproximadamente un 9%, en el último trimestre del año se observó un repunte del 2,3%. Las mejoras registradas en el último trimestre, aunque insuficientes para revertir la caída anual, dan cuenta de una lenta pero genuina recuperación económica.

La mejora en la actividad económica también contribuyó a mantener bajo el nivel de desempleo, que se ubicó en 6,4% en el último trimestre del año y promedió 7,1% durante el año. Pese a esto, la tasa de actividad se mantuvo alta en último trimestre de 2024, alcanzando el 48,8% de la población económicamente activa, asociado a un crecimiento de 1,4% i.a. de la participación en el mercado laboral. Este aumento podría explicarse tanto por la mejora en la actividad

inmobiliaria y la intermediación financiera. Por otro lado, los sectores primarios —minería, petróleo y agro—, que moderaron la caída de la actividad a lo largo de 2024, mantendrán su sendero de crecimiento en 2025. No obstante, la recuperación de la actividad continuará con oscilaciones mes a mes y con diferentes velocidades según los sectores.

Los indicadores adelantados de actividad sugieren que febrero continuará con un crecimiento moderado, pero cada vez a un menor ritmo y con oscilaciones como viene ocurriendo desde octubre. En esa línea, las ventas minoristas PYME que habían registrado variaciones positivas en términos desestacionalizados desde octubre, revirtieron la tendencia en enero y profundizaron la caída en febrero (-2,9%). En contraste, el consumo masivo (según Nielsen) mantiene variaciones positivas desde octubre, mientras que el crédito al consumo creció un 6,3% en febrero.

Por su parte, la industria y la construcción tampoco muestran un patrón claro a pesar de haber superado el piso de la recesión. Con relación a la construcción, el Índice Construya repuntó en febrero (+6,7% s.e.) luego de presentar caídas mensuales desde julio, mientras que los despachos de cemento actuaron en sentido contrario, luego de tres meses al alza, cayeron -2,4%. La industria continuó creciendo en febrero en la producción de acero (+5,7% s.e.) y en la producción de automóviles (+3,5% s.e.). En la misma línea se encuentran el patentamiento de automóviles 0 km (+5,8%) y las ventas de autos usados (+0,1%).

Más allá de lo mencionado, y dejando de lado los temores que existían acerca de problemas en la cosecha, un contexto internacional todavía tenso y el hecho de transitar un año electoral, podrían agregar más ruido a la recuperación de la actividad.

La corrección de la actividad del año pasado nos permite pensar en un crecimiento del orden del 5% para el 2025, acompañado por importantes mejoras en la inversión y el consumo privado (+5,2%). De esta forma, el 2025 revertirá la caída del 2024 en términos de actividad.

PRECIOS

Resistencia inflacionaria en febrero

- El IPC Nacional de INDEC trepó 2,4% mensual en el primer mes del año, exhibiendo una aceleración de 0,2 p.p. respecto al dato de enero. Así, se ubicó 0,1 p.p. por encima de las expectativas del mercado (REM). De esta manera, la inflación acumulada fue de 4,7% en los primeros dos meses del año y la interanual alcanzó una suba de 66,9% i.a., la más baja desde julio de 2022.

- Las categorías mostraron una evolución disímil. La inflación Núcleo fue la categoría con mayor incremento, trepando 2,9% mensual (+0,5 p.p. respecto al mes anterior) mostrando la variación más alta desde octubre y exhibiendo una suba de 60,4% i.a. Por su parte, los precios Regulados aumentaron 2,3%, desacelerando 0,3 p.p. respecto al dato de enero. Por último, los precios estacionales fueron los que traccionaron a la baja el Nivel General, mostrando una caída de -0,8% mensual (+47,6% i.a.).

- Marzo se ubica como un mes típicamente alto por la vuelta a clases, donde es probable que también haya cierto dinamismo -aunque más acotado que en otros años- en la ropa, por cuestiones de cambio de estación. Por este motivo, no esperamos que exista una desaceleración significativa respecto al dato de febrero, aunque al interior del índice existirían otros drivers. En este sentido, estimamos que el primer trimestre cerrará con datos de inflación todavía por encima del 2%, dejando una desaceleración más pronunciada para inicios del segundo trimestre.

El IPC Nacional de INDEC trepó 2,4% mensual en el segundo mes del año, exhibiendo una aceleración de 0,2 p.p. respecto al dato de enero. Así, se ubicó 0,1 p.p. por encima de las expectativas del mercado (REM). De esta manera, la inflación acumulada fue de 4,7% en los primeros dos meses del año y la interanual alcanzó una suba de 66,9% i.a., la más baja desde julio de 2022.

A su interior, las categorías mostraron una evolución disímil. La inflación Núcleo (que mide la tendencia de los precios al excluir estacionales y regulados) fue la categoría con mayor incremento, trepando 2,9% mensual (+0,5 p.p. respecto al mes anterior). Así, mostró la variación más alta desde octubre y exhibió una suba de 60,4% i.a. Al interior, destacó la aceleración del precio de la carne, que se ubicó como el principal factor que incidió sobre la categoría y también sobre el nivel general de precios (por caso, los principales cortes relevados mostraron subas por encima del 10% mensual).

Por su parte, los precios Regulados aumentaron 2,3%, desacelerando 0,3 p.p. respecto al dato de enero. En términos interanuales, mostraron una suba de 109,5% i.a., más de 40 p.p. por encima del nivel general de precios.

Por último, al igual que en enero, los precios Estacionales fueron los que traccionaron a la baja el Nivel General, mostrando una caída de -0,8% mensual (+47,6% i.a.). Lo más relevante fueron las caídas en el precio de diversas frutas y verduras a nivel nacional (por caso, el tomate cayó -18,4% y el limón un -25,3%, entre otras bajas).

En la misma línea, las canastas básicas -que miden la línea de ingresos necesaria para ubicarse por encima de la línea de in-

digencia y pobreza- también se aceleraron en febrero: la **canasta básica alimentaria (CBA)** trepó 3,2% (cuando en enero había trepado 0,9%) y la **canasta básica total (CBT)** un 2,3% (también 0,9 % en enero). En este sentido, ambas variables también se vieron afectadas por la aceleración del precio de la carne.

LA INFLACIÓN FUE DE 2,4% EN FEBRERO

ECOLATINA
Economics



En cuanto a la dinámica de los **bienes y servicios**, se redujo la diferencia en su variación mensual: los primeros treparon 2,1% en el mes, mientras que los servicios subieron un 3,1%. Así, mostraron variaciones de 50,2% i.a. y 121,3% i.a., respectivamente. La diferencia entre la evolución de ambos grupos está estrechamente vinculada al ancla cambiaria, que afecta más a los bienes, aunque en este mes en particular los bienes se aceleraron afectados por el alza de carnes.

Con respecto a las **divisiones**, la de mayor aumento en el mes fue Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles (+3,7%), por subas en alquiler de la vivienda y electricidad, gas y otros combustibles. Además, la siguiente división con mayor aumento fue Alimentos y bebidas no alcohólicas (+3,2%), como consecuencia del mencionado del precio de la carne y pese a la caída en algunas frutas y verduras. A contramano, Equipamiento y mantenimiento del hogar (+1,0%) y Prendas de vestir y calzado (+0,4%) fueron las divisiones con menor incremento.

Por su parte, en marzo el nivel general del IPC GBA Ecolatina registró una suba mensual de 2,8%. De esta manera, el índice acumuló 7,8% en el primer trimestre del año y la variación interanual se ubicó en 60%.

El capítulo que mayor incidencia tuvo sobre el índice fue Alimentos y bebidas (+3,4%) como consecuencia de las variaciones en verduras y carnes. Por su parte, Educación (+6,7%) fue el capítulo con mayor variación producto del inicio de clases y le siguió Indumentaria (+4,4%) por el cambio de estación. En cuanto a las categorías, los precios **Regulados** avanzaron 3,1%, acelerándose 0,5 p.p. respecto al mes anterior. Por su parte, la inflación **Núcleo** trepó 2,8%, desacelerándose 0,1 p.p. respecto al dato de febrero. Por último, los precios **Estacionales** treparon 2,6%, +2,6 p.p. respecto al mes anterior.

¿Qué esperamos para 2025?

Hacia adelante, el **crawling peg al 1% mensual** le da cierto margen al precio de los **bienes** para que sigan desacelerando su evolución y acoplarse a una velocidad cada vez más parecida a la del tipo de cambio oficial. A diferencia, los precios de los **servicios** (tanto públicos como privados) son los podrían continuar mostrando una nominalidad levemente mayor en el corto plazo. De todas formas, resta por ver si el ruido cambiario de las últimas semanas se extiende y puede complicar la continuidad de la desinflación en el corto plazo.

Asimismo, la velocidad de recuperación de la actividad, puede ser un ingrediente adicional que condicione la propia dinámica de los precios en lo que resta del año. No obstante, **estimamos que en 2025 la inflación anual desacelerará notablemente respecto a la cifra observada en el año anterior**, lo cual implicará que se acumulen dos años consecutivos de desinflación.

POLÍTICA FISCAL

Se sostiene el superávit fiscal

- El Sector Público Nacional No Financiero registró en el segundo mes del año un superávit primario de \$1,2 billones. Con intereses que ascendieron a \$0,9 billones, el superávit financiero resultante fue de \$0,3 billones. Siguiendo la tónica observada en enero, el gasto primario experimentó un nuevo crecimiento en términos reales, a una tasa superior al avance de los ingresos totales, que lograron revertir la contracción registrada en enero en la comparación interanual. No obstante, tanto el desempeño de los recursos como el de las erogaciones se encuentran condicionados por una baja base de comparación del año previo.

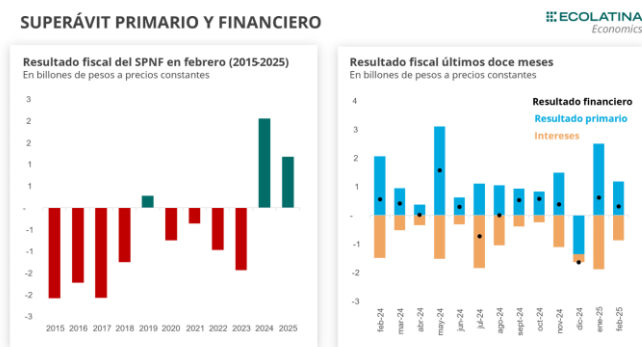
- El resultado fiscal de febrero se explicó por el alza de 8,8% i.a. de los ingresos tributarios, que acumulan ya tres meses de expansión. A diferencia de enero, los recursos provenientes del comercio exterior registraron incrementos reales, mientras que tributos clave como el IVA, Ganancias y las Contribuciones a la Seguridad Social continuaron sosteniendo la recaudación, en un contexto de nullos ingresos excepcionales y prescindiendo del soporte esencial que representó el Impuesto PAIS en 2024. Por su parte, el gasto primario siguió recuperándose, pero se encuentra en niveles históricamente bajos, situación que también caracteriza el gasto de capital y las transferencias a provincias, cuyo aumento significativo se relaciona con la baja base de comparación de febrero de 2024.

- El logro fiscal obtenido en 2024, producto de un marcado recorte del gasto público, le ha permitido dar al Gobierno una

clara señal acerca de su compromiso con el orden fiscal. Este 2025, con una pronta recuperación de la economía y manteniendo la austeridad fiscal el gobierno debería poder alcanzar un superávit primario en 2025. No obstante, la magnitud de este dependerá de cómo se desarrolle el año electoral.

¿Cómo le fue al fisco en febrero?

El Sector Público Nacional No Financiero registró en el segundo mes del año un superávit primario de \$1,2 billones. Con intereses que ascendieron a \$0,9 billones, el superávit financiero resultante fue de \$0,3 billones. Siguiendo la tónica observada en enero, el gasto primario creció más que los ingresos totales, que lograron revertir la contracción registrada en enero en la comparación interanual. No obstante, tanto el desempeño de los recursos como el de las erogaciones se encuentran condicionados por una baja base de comparación del año previo.



¿Qué explicó el resultado fiscal de febrero? En esta oportunidad, los ingresos tributarios registraron una nueva alza real de 8,8% i.a y acumulan tres meses de expansión. A diferencia de enero, los recursos provenientes del Comercio Exterior registraron incrementos reales, mientras que tributos clave como el IVA, Ganancias y las Contribuciones a la Seguridad Social siguieron respaldando la recaudación, en un contexto de nullos ingresos excepcionales y sin contar con el soporte esencial que representó el Impuesto PAIS en 2024. Por su parte, el gasto primario siguió mejorando, pero se encuentra en niveles históricamente bajos, situación que se replica para el gasto de capital y las transferencias a provincias que aumentaron con fuerza, en la comparación interanual, impulsados por la baja base de comparación de febrero de 2024.

Un zoom al interior de las cuentas públicas

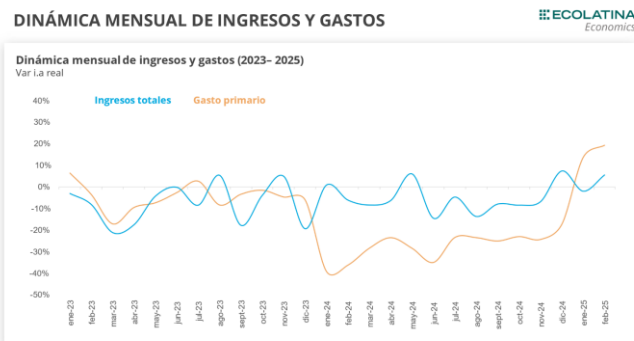
Los **Ingresos Totales** crecieron 5,4% en la comparación interanual, pero terminaron un 14% por debajo de lo recaudado en enero. Al interior de los ingresos tributarios se mantuvo la estructura observada en enero, con excepción de los ingresos provenientes del comercio exterior, que en esta oportunidad contribuyeron positivamente creciendo 21% i.a real.

Sumado a ello, el repunte de los ingresos vinculados al nivel de actividad ha sido clave para dar sostén a la recaudación. Tanto **IVA**, como **Ganancias** y **Seguridad Social** volvieron a marcar contundentes mejoras reales respecto a los números de 2024. En detalle, el Impuesto al Valor Agregado, si bien cayó 14% respecto a lo recaudado en enero, avanzó 2,5% en la comparación interanual traccionado tanto por el IVA DGI como por el IVA DGA (que creció 9% i.a real luego de 11 meses de caída ininterrumpida).

Por su parte lo recaudado por el impuesto a las **Ganancias** evidenció un crecimiento interanual real de 33% y acumula un cuatrimestre de subas consecutivas. Cabe destacar que parte de esta variación se explica porque en los primeros meses del año anterior no se encontraba vigente el impuesto a las ganancias para la cuarta categoría, que solo entraron en escena luego de la puesta en marcha del Paquete Fiscal de la Ley Bases. En sintonía, los ingresos vinculados a la **Seguridad Social** avanzaron en términos reales un 32% interanual acumulando un semestre en alza.

Por el lado de las erogaciones, el **Gasto Primario** continúa en ascenso incrementándose en términos reales 19% i.a. Al analizar los números registrados en febrero de los últimos diez años, se observa que el monto ejecutado en esta ocasión solo supera al alcanzado en febrero del año pasado.

En cuanto al Gasto Social, las prestaciones crecieron 31% con incrementos en todas las partidas (excepto el ítem Otros Programas). En detalle, las **Jubilaciones** y **Pensiones** (incluyendo las Pensiones No Contributivas) le ganaron 50% a la inflación en la comparación interanual y acumulan cuatro meses de crecimiento real. En esta misma línea, la AUH sostuvo su crecimiento real (+58% i.a.) y las Prestaciones del PAMI avanzaron 32%.



Por su parte, tanto el **Gasto de capital** como las **Transferencias a Provincias** experimentaron un marcado crecimiento real interanual, pero la explicación radica en una baja base de comparación, ya que ambas partidas se encuentran en niveles históricamente bajos. De la misma manera, las erogaciones en **Subsidios Económicos** (que en 2024 redujeron su participación en términos del PIB en 0,6 p.p.) se ubican en su **cifra más**

baja registrada en los últimos diez años. Esta partida cayó en febrero 37% y acumula 14 meses en rojo.

¿Qué esperamos hacia adelante?

El logro fiscal obtenido en 2024, producto de un marcado recorte del gasto público, le ha permitido dar al Gobierno una clara señal acerca de su compromiso con el **orden fiscal**.

Para este año, el Gobierno apela a que una pronta recuperación de los tributos vinculados al nivel de actividad motorice la recaudación, ya que no cuenta con el aporte del Impuesto PAIS y no se prevén otros ingresos excepcionales. En caso de que la economía interrumpa su recuperación, el orden fiscal deberá mantenerse pasando el bisturí sobre el gasto primario, que se encuentra ya en mínimos históricos. No solamente esta tarea será desafiante por ser un año electoral, sino que teniendo en cuenta que más de la mitad del gasto se encuentra indexado por la nueva Ley de Movilidad Jubilatoria, un cambio en la composición de este ya no será tan flexible como lo fue en 2024.

En suma, **con una pronta recuperación de la economía y manteniendo la austeridad fiscal el Gobierno debería poder alcanzar un superávit primario en 2025.** No obstante, la magnitud de este dependerá de cómo se desarrolle el año electoral.

SECTOR EXTERNO

Superávit comercial gracias al resultado energético

- El saldo comercial alcanzó USD 227 M en febrero, levemente por encima del resultado observado en enero. Esta dinámica se explicó por exportaciones por USD 6.092 M (+10,1% i.a.) e importaciones por USD 5.864 M (+42,3% i.a.). Así, acumuló USD 389 M en el primer bimestre del año.

- Al interior, la balanza comercial energética mantuvo el superávit, este mes por USD 617 M (acumulando USD 1.321 M en el primer bimestre). Detrás de este resultado se desprende que, sin el resultado superavitario de la balanza energética, el déficit del resto de la balanza comercial se ubicaría en USD -390 M, acumulando dos meses consecutivos de déficit para el resto de la balanza.

- De cara a 2025, estimamos que producto de una cosecha promedio, la mejora en la balanza energética y ciertos sectores exportadores con dinamismo (como el minero), se podría mantener el superávit comercial, aunque en menor magnitud que en 2024. La reducción del saldo se explicaría por una recuperación más pronunciada de las importaciones, en línea al crecimiento de la actividad económica y la flexibilización de las restricciones a importar.

El saldo comercial alcanzó USD 227 M en febrero, levemente por encima del resultado observado en enero. Esta dinámica se explicó por exportaciones por USD 6.092 M (+10,1% i.a.) e importaciones por USD 5.864 M (+42,3% i.a.). Así, acumuló USD 389 M en el primer bimestre del año.

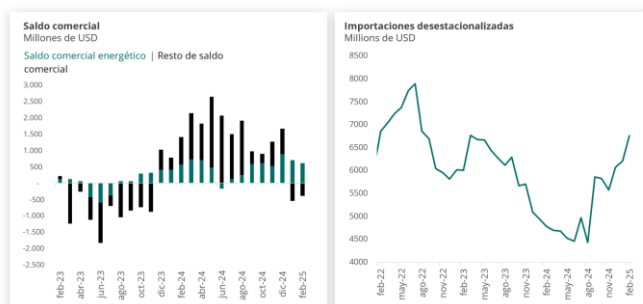
Cabe destacar que **este resultado se ubicó por debajo de las expectativas del mercado**. Por caso, la mediana del Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) del BCRA de principios de año esperaba un superávit comercial acumulado para el primer bimestre de USD 1.685 M. Esto da cuenta de unas importaciones que fueron bastante más elevadas para lo que se esperaba hace un par de meses.

La balanza comercial energética mantuvo el superávit, este mes por USD 617 M y acumulando USD 1.321 M en el primer bimestre. El saldo se explicó por ventas externas energéticas por USD 847 M (+12,6% i.a.) y compras energéticas por USD 230 M (+21,9% i.a.). De esto se desprende que **el déficit del resto de la balanza comercial fue de USD -390 M en febrero**.

En la misma línea, se encuentra que **la balanza comercial del sector minero** -principalmente de oro y plata y litio- **tuvo un resultado de casi USD 485 M en febrero** (y USD 900 M en el primer bimestre del año), lo que sugiere un déficit mayor en el resto de los bienes.

MEJOR SUPERÁVIT COMERCIAL EN 2025

ECOLATINA
Economics



Fuente: Ecolatina en base a INDEC

Las importaciones están mostrando una marcada recuperación. En este sentido, **la serie desestacionalizada mostró un crecimiento de 8,9% respecto al mes anterior**. Además, en términos de cantidades mostraron un incremento de 55,4% i.a., con precios que jugaron en contra (-8,5% i.a.). Detrás de este resultado se encuentran tres principales efectos: la recuperación de la actividad económica, la eliminación total del Impuesto PAÍS y la reducción de aranceles.

Todos los rubros registraron una mejora interanual. El rubro de mayor importancia en términos de valores fue **Bienes Intermedios (BI)** con USD 1.856 M (+13,4% i.a.). Le siguió **Bienes de capital (BC)** por USD 1.288 M (+77,9% i.a.) y **Piezas y accesorios de bienes de capital (PyA)** por USD 1.226 M (+38,0% i.a.). Por último, los **Bienes de consumo (BC)** tuvieron compras

externas por USD 827 M (+77,4% i.a.) y los **Vehículos automotores de pasajeros** por USD 393 M (+94,8% i.a.).

Cabe destacar que, en el acumulado del primer bimestre, **las importaciones medidas en valores muestran récords históricos en algunos rubros**. Por caso, las importaciones de bienes de capital, piezas y accesorios de bienes de capital y bienes de consumo son máximas para un primer bimestre desde origen de la serie (1992), mientras que las importaciones de bienes intermedios mostraron valores máximos desde 2022 y las de vehículos automotores de pasajeros desde 2018.

En lo que respecta a las exportaciones, **mostraron también un crecimiento en términos desestacionalizados (+1,8% respecto a enero)**. Al interior, la suba interanual se explicó por un incremento en las cantidades (+12,0%) y una caída en los precios (-1,6%).

Al igual que las importaciones, **todos los rubros mostraron un crecimiento en el mes de febrero**. En términos de valores, el rubro con mayores exportaciones fue las **Manufacturas de Origen Agropecuario (MOA)** con USD 2.018 M, representando una suba de 3,4% i.a. Al interior, la suba se explicó por cantidades (4,4%), dado que los precios cayeron (-0,8%) y el subrubro que mayor crecimiento mostró fue grasas y aceites. Le siguió las **Manufacturas de Origen Industrial (MOI)** con valores exportados por USD 1.615 M (+15,4% i.a.), con cantidades y precios jugando a favor.

Por su parte, los **Productos Primarios (PP)** mostraron exportaciones por USD 1.612 M (+12,9% i.a.), impulsados por un incremento de 21,9% de las cantidades y pese a la caída de 7,4% i.a. de los precios.

¿Qué esperamos para lo que resta del año?

Para 2025 estimamos que el resultado comercial mantenga el superávit, aunque con una importante caída respecto al resultado del año anterior. En este sentido, el superávit comercial estará respaldado por **el resultado superavitario de la balanza comercial energética**, que tiene margen para seguir creciendo en un contexto de menores necesidades de abastecimiento de GNL importado producto de una mayor producción local (vía Vaca Muerta y el crecimiento de la infraestructura del país). Al igual que en los últimos años, el rubro minero también es una fuente extra de ingreso de divisas para sostener el superávit comercial, que mantendrá una performance positiva durante este año.

Las compras externas mostrarán una importante recuperación respecto a lo observado en 2024. Detrás de este comportamiento se encuentra la recuperación de la actividad económica (el PIB crecería en torno al 5% en el promedio del año), contexto en el que las importaciones suelen mostrar una sensibilidad mayor al de la economía -es decir, una recuperación

más pronunciada-. En este sentido, los rubros asociados al consumo y a los bienes de capital tienen margen relevante para recuperar, donde mostrarían un desempeño similar al del primer bimestre.

En la misma línea, **la continuación en la desregulación de las restricciones a las importaciones** también actúa como un incentivo extra a importar. A modo de ejemplo, recientemente se anunció una baja de aranceles a la importación de bienes textiles por primera vez en casi las últimas dos décadas. Además, **un tipo de cambio real que mostró una apreciación en el último periodo** también juega como factor adicional. Solamente las menores importaciones energéticas compensarán.

Por otro lado, las exportaciones se mantendrán en línea al año anterior. Sin embargo, la principal diferencia radicaría entre **las exportaciones de manufacturas**: estimamos que las MOA muestren una caída en los valores exportados (con precios que seguirían sin jugar a favor). En este sentido, siendo **la Bolsa de Cereales de Buenos Aires redujo levemente las estimaciones de soja para la campaña 2024/2025**. En detalle, estima una producción de Soja de 48,6 TN (vs 50,2 TN de la campaña anterior), de Maíz de 49 TN (vs 49,5 TN de la campaña anterior) y de Trigo de 18,6 TN (vs 15,1 TN).

En esta línea, cabe mencionar **determinados riesgos en torno al contexto internacional**. Recientemente Estados Unidos anunció aranceles a las importaciones, donde se destacan -entre otros- los aranceles a China y la Unión Europea. Cabe destacar que la magnitud de la política es tal que los aranceles estadounidenses estarían en niveles similares a los del principio de la década del 70'. En este sentido, la decisión podría afectar el contexto internacional, generando un escenario de mayor volatilidad global con impactos todavía inciertos en lo previamente estimado sobre los precios y cantidades del comercio exterior.

Ahora bien, un punto no menor es que el sostenimiento del superávit comercial devengado **no se traduciría en un superávit de Cuenta Corriente cambiaria para el BCRA**, dado que, por el momento -debido a que hay que esperar si sobrevive luego del acuerdo con el FMI-, el esquema del dólar *blend* envía un 20% de las exportaciones al CCL. En este marco, las ventas del BCRA en las últimas semanas también sugieren que ante episodios de incertidumbre en materia cambiaria podríamos ver un adelanto de importaciones, por lo que podremos tener algo de volatilidad en este sentido, considerando las características del año electoral.

POLÍTICA MONETARIA Y CAMBIARIA

Más dudas que certezas

- Finaliza un marzo caracterizado por el recrudecimiento de las tensiones cambiarias: la brecha y especialmente los dólares futuros terminaron al alza, y el BCRA vendió divisas luego de siete meses consecutivos de compras, y el riesgo país finalizó próximo a los 800 puntos básicos.

- Uno de los catalizadores fue el anuncio del acuerdo con el FMI y la incertidumbre en torno a una modificación del esquema cambiario. Para intentar calmar las expectativas, el jueves 27 por la mañana Caputo anunció que el monto del acuerdo alcanzaría los USD 20.000 M. En este marco, el equipo económico buscará maximizar los desembolsos en el corto plazo (algo en discusión con el organismo) de cara a las elecciones. De todas formas, persisten las faltas de precisiones en torno al aspecto cambiario. A pesar de la preferencia del Fondo por esquemas ligados a la flotación, luce poco probable que el Gobierno esté dispuesto a patear el tablero en la previa electoral. Un punto medio podría ser sostener el crawling peg actual, pero con bandas de intervención mediana.

- Hacia adelante, la estrategia será volver al statu quo. Si el gobierno logra disipar el ruido logrando un acuerdo cuyos desembolsos se concreten más temprano que tarde, maximizará las chances de un buen desempeño electoral. La apuesta podría ser que estos factores propicien una baja del riesgo país que permita un eventual retorno a los mercados financieros internacionales en 2026.

Finaliza un marzo caracterizado por el recrudecimiento de las tensiones previas. En el plano internacional, los datos de actividad y precios publicados durante el mes acompañaron a que la FED adopte una decisión de *wait and see* y mantenga la tasa de interés sin cambios en el rango de 4,25%-4,50%, tal como anticipaba el mercado. No obstante, las tensiones en el plano comercial producto de la implementación de aranceles y las amenazas de nuevas subas por parte de Trump imprimió mayor volatilidad en los mercados financieros. De esta forma, las bolsas norteamericanas cerraron marzo con una baja promedio de 6%, al tiempo que los bonos del tesoro norteamericano a diez años se mantuvieron demandados.

La volatilidad internacional se montó sobre un creciente ruido cambiario en el plano local. Por un lado, las cotizaciones de los bonos soberanos extendieron la sangría (-0,4%), al tiempo que el riesgo país subió casi 40 puntos básicos al situarse en 816 p.b., el valor más elevado desde principios de noviembre del 2024. Por otro lado, los dólares paralelos se deslizaron

+7%, con las cotizaciones rozando los \$1.300 y la brecha alcanzó la zona del 20% (+5 p.p.), el valor máximo desde octubre pasado.

Asimismo, el BCRA se desprendió de USD 1.361 M en marzo y cortó una racha de siete meses de compras consecutivas. Al igual que el resto de las variables, la dinámica de las compras estuvo marcada por la incertidumbre en torno al acuerdo con el FMI desde mediados de mes: mientras en la primera semana la autoridad monetaria acumuló compras por USD 275 M, desde el 14 de marzo en adelante la dinámica se revirtió y se desprendió de USD 1.637 M. Para dimensionar, la cifra representa un 6% de las reservas brutas (al 14/03), y es la racha más abultada desde octubre de 2019 tras la corrida producida por la derrota electoral de Cambiemos.

En este marco, uno de los catalizadores fue el anuncio del acuerdo con el FMI que, ante la falta de precisiones, no hizo más que plantear nuevas incógnitas. Si bien en un primer momento, el equipo económico y el presidente aclararon que el acuerdo no viene de la mano de un cambio en el régimen cambiario en el corto plazo y se mantendría inalterado el crawling peg del dólar oficial, las expectativas de devaluación se desalinearon tras la entrevista que brindó el ministro de Economía, Luis Caputo, durante el martes 18 por la mañana (previa a la apertura del mercado). En la misma, comentó que Argentina nunca contó con las condiciones adecuadas para flotar debido al déficit fiscal, y luego respondió que la cuestión cambiaria “es parte del acuerdo y no lo puedo decir”.

El contraste con las declaraciones previas provocó que la lectura del mercado se incline por una potencial modificación del crawling peg el corto plazo, resultando en un aumento de los dólares financieros y los contratos de dólar futuro. Esto desarticuló el carry es USD - factor clave para mantener el equilibrio en el MULC - y activó la demanda de divisas y revirtió la extensa racha compradora del BCRA hasta el momento.

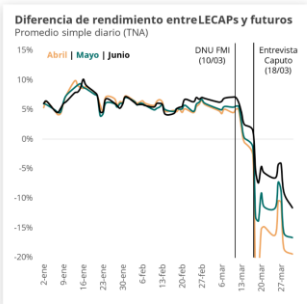
Operativamente, mientras a principios de mes las LECAPs con vencimiento a abril promediaban un rendimiento del 31% TNA, el dólar futuro para el mismo lapso ofrecía 25% TNA. Bajo una pauta de devaluación oficial creíble, los incentivos inclinaban a los importadores a postergar el acceso al MULC (haciendo “tasa”) y a los exportadores a adelantar liquidaciones (vía préstamos y prefinanciaciones en USD). No obstante, la creciente expectativa de devaluación vis a vis un mayor apetito por cobertura cambiaria se tradujo en un giro en el rendimiento de los instrumentos, con las TNA de LECAPs a 31%, pero futuros viajando al 62%.

Todo esto derivó en un aumento de la demanda de divisas por parte de importadores (sumado al cierre de posiciones por parte de bancos privados), que confluyó con una merma de la liquidación de exportaciones por parte del sector agropecuario. Recién durante las últimas cinco ruedas (con datos hasta

el 28/3) la liquidación promedio diaria volvió a situarse cerca de los USD 100 M, algo que no pasaba desde el 12 de marzo. De todas formas, es importante destacar que, con datos parciales hasta el 26/03, los préstamos documentados en USD (si bien desacelerando) no registran una corrida para cancelar los mismos.

EL DESARME DEL CARRY PROFUNDIZA LAS VENTAS EN EL MULC

ECOLATINA
Economics



Fuente: Ecolatina en base a BCRA, BYMA y Rofex.

¿Cuál fue la reacción de las autoridades? Por un lado, en la licitación durante la última semana de marzo Finanzas volvió a ofrecer instrumentos Dollar Linked. Del financiamiento obtenido por \$6,3 bn (rollover del 100%), los instrumentos atados al dólar acapararon el 18% de lo adjudicado, principalmente en aquel con vencimiento a junio del 2025. En medio del creciente apetito por cobertura cambiaria, la reapertura de los DLK permitió ofrecer un instrumento sustituto para los dólares futuros y oficial como una herramienta de “intervención” en los mercados dada la reticencia del Gobierno a operar en la plaza de futuros (según declaraciones de los funcionarios).

Además, con el objeto de contener las expectativas, el jueves 27 por la mañana **Caputo anunció que el monto del acuerdo con el FMI alcanzaría los USD 20.000 M**. Los mismos serían destinados a recapitalizar el BCRA, y se le añadirían nuevos préstamos con organismos internacionales (Banco Mundial, BIS y CAF) que como resultado aproximarían a las Reservas Brutas a los USD 50.000 M (desde cerca de USD 26.200 M de ese día).

Sin embargo, la falta de detalles sembró una nueva duda en torno a si el monto a desembolsar por el organismo sería **en términos brutos o netos**, sumado a las metas que tendría como contrapartida el programa y, especialmente, **el cronograma de desembolsos**. Precisamente, este es uno de los principales temas de discusión que tendría sobre la mesa hoy el Gobierno con el organismo, confirmado por Caputo en la entrevista brindada el domingo 30 por la noche. Esto es clave porque sería la principal fuente de financiamiento en un año en el que el gobierno tiene compromisos tanto con acreedores privados como con el propio organismo (por parte del pago de intereses del acuerdo todavía vigente).

Dejando a un lado la cuestión sobre el monto total, la certeza es que el Gobierno buscará **maximizar los desembolsos en el**

corto plazo en la búsqueda por robustecer las variables económicas de cara a las elecciones. En concreto, dotar de mayor poder de fuego al Central para disipar las expectativas devaluatorias, que no sólo permitiría incentivar la liquidación de la cosecha gruesa y trazar un panorama de una macro estable e inflación a la baja de cara a las legislativas de octubre, sino también restablecer el esquema previo de carry en USD (tasa en pesos por encima de la expectativa de devaluación) y acumular reservas (seguramente, una de las metas del acuerdo por venir).

De todas formas, persisten las faltas de precisiones en torno al **aspecto cambiario**. Es sabido que el esquema cambiario actual no está dentro de las preferencias del FMI, lo que plantea la incógnita de si el gobierno ofreció alguna modificación como moneda de cambio para destrabar el acuerdo en ciernes (blend, regla de intervención). A pesar de la inclinación del Fondo por esquemas ligados a la flotación, luce poco probable que el Gobierno esté dispuesto a patear el tablero en la previa electoral. En este sentido, un punto medio podría ser sostener la pauta de devaluación actual, evitando un salto discreto del tipo de cambio, pero con bandas de intervención mediante. En cualquier caso, las opciones son múltiples y habrá que esperar para tener definiciones.

Hacia adelante, la **estrategia será volver al statu quo**. Si el gobierno logra disipar el ruido logrando un acuerdo cuyos desembolsos se concreten más temprano que tarde, maximizará las chances de un buen desempeño electoral. La apuesta podría ser que estos factores propicien una baja del riesgo país que permita un eventual retorno a los mercados financieros internacionales en 2026.

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

EDITOR

Cámara de Industria y Comercio Argentino-Alemana

Av. Corrientes 327 – C1043AAD Buenos Aires

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

E-mail: ahkargentina@ahkargentina.com.ar

Internet: www.ahkargentina.com.ar

Texto original y estadísticas: Ecolatina

Coordinación: Julieta Barra

Edición: Christina Keim

PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS Y PROYECCIONES

	Indicadores Mensuales o Trimestrales							
	Unidad de medida	Fecha	Último Dato	Fecha	Próximo Dato	2024	2025p	2026p
Nivel de Actividad								
PBI Real	Var. % i.a.	IV-24	2,1%	I-25	6,5%	-1,7	5,0	4,0
Consumo Total	Var. % i.a.	IV-24	2,4%	I-25	5,0%	-4,1	4,5	3,3
Inversión	Var. % i.a.	IV-24	1,9%	I-25	13,0%	-17,4	12,5	9,7
Precios								
IPC INDEC Nacional ⁽¹⁾	Var. %	feb.-25	2,4	mar.-25	2,5	117,8	24,5	18,5
Tipo de Cambio								
Nominal de Referencia ⁽¹⁾	ARS / USD	mar.-25	1069,8	abr.-25	1080,5	1020,7	1168,8	1294,5
Real Multilateral, ARS/USD ⁽¹⁾	Dic. 01=100	mar.-25	1,17	abr.-25	1,16	1,15	1,11	1,06
Situación Fiscal, Acumulado Anual								
Ingresos totales ⁽²⁾	% PBI	feb.-25	2,5	mar.-25	3,7	16,9	16,3	16,8
Gasto Primario	% PBI	feb.-25	2,1	mar.-25	3,0	15,1	15,0	15,1
Resultado Primario Nacional ⁽²⁾	% PBI	feb.-25	0,4	mar.-25	0,7	1,8	1,3	1,7
Sector Externo								
Exportaciones	USD M	feb.-25	6.092	mar.-25	6.302	79.721	80.948	88.016
Importaciones	USD M	feb.-25	5.864	mar.-25	5.935	60.822	73.067	78.506
Saldo Comercial	USD M	feb.-25	227	mar.-25	367	18.899	7.881	9.510
Balance de Pagos								
Cuenta Corriente	USD M	IV-24	1.440	I-25	1.029	6.285	-9.821	-14.572
Tasa de Interés								
Tasa de Política Monetaria ⁽¹⁾	% TNA	mar.-25	29,0	abr.-25	29,0	32,0	20,0	12,0
Tasa BADLAR Bancos Privados ⁽¹⁾	% TNA	mar.-25	28,9	abr.-25	28,1	31,9	20,6	12,6

⁽¹⁾En indicadores anuales, promedio diciembre

ARGENTINA

ECONOMIC REPORT APRIL

2025



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 **04/2025**

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: What March's Turbulence Left Behind

Unlike much of the first year of Milei's administration, 2025 has so far been characterized by a strengthening of the real economy—albeit with some unevenness and tempered by growing uncertainty surrounding the monetary and exchange rate framework proposed by the government.

The data for last year's economic activity was published in March: **In 2024, the economy contracted by 1.7% YoY** (-4% YoY excluding agriculture). Although private consumption fell by 4.2% YoY, it advanced by nearly 8% in H2 2024, in line with the economy's 5.7% recovery. Furthermore, considering that the Monthly Economic Activity Estimator rose by 0.6% MoM s.a. in January—reaching its highest level since August 2022 and nearly 8% above the April 2024 trough—and that leading indicators for February's activity were positive, **the first two months of the year should continue to reflect encouraging data.**

In this regard, while the **average unemployment rate for 2024 stood at 7.2%** of the Economically Active Population—rising 1.1 p.p. from the previous year—the magnitude of the increase is far from alarming. Although the rise in self-employment and low-quality jobs is a concern, the fears of unemployment that were prevalent in H1 2024 have largely dissipated. **This was one of the factors that led to a significant decline in poverty throughout the year:** as a matter of fact, INDEC recently reported that the poverty rate fell below 40% of the population (almost 15 p.p. below the 52.9% recorded during H1 2024).

Another key factor behind this reduction in poverty was the **slowdown in inflation.** Although average monthly inflation will exceed 2% in Q1, if the government sustains its economic plan, it should not be long before inflation figures start with a "1". However, despite this roadmap being frequently confirmed in both statements and actions, it has been put into question over the past month due to more ambiguities from government officials—particularly from the Ministry of Economy—in certain public statements regarding the already advanced agreement with the IMF.

Specifically, **doubts regarding the future of the 1% crawling peg and the "blend" exchange rate for exports emerged.** It is well known that the IMF does not favor the current exchange rate regime, fueling speculation that it could be a bargaining chip to unblock the ongoing negotiation. A potential shift away from this system raised several questions: Will there be a shift

to a floating exchange rate? If so, will it be free-floating or managed within intervention bands? Will more restrictions be lifted, such as the "blend" exchange rate or the cross-restriction preventing simultaneous operations in the official and blue-chip swap markets? But perhaps the most critical question is: Will there be an exchange rate adjustment in the short term? Will the exchange rate follow a very different evolution to that of the current crawling peg?

The uncertainty had immediate consequences. The **futures curve** reacted sharply, with contracts surging between 5-7% (depending on their term) in the second half of the month. **Parallel exchange rates** followed suit, ending the month in the region of ARS 1,300, marking a 6.5% increase in March and **widening the spread to approximately 20%—the highest level since October last year**. Additionally, **country risk ended the month near 800 basis points**, amid a volatile international financial backdrop.

The de-anchoring of devaluation expectations disrupted the incentive for economic agents to hold pesos instead of dollars and **interrupted the Central Bank's buying streak in the forex market**. In the second half of March, the Central Bank had to sell around USD 1.5 billion, a dynamic unprecedented for this administration and comparable to the worst trading sessions under the *Cambiamos* government. The main driver was **increased foreign currency demand from importers** (as well as banks), who had previously benefited from interest rate differentials, alongside a decline in the realization of export proceeds from the agricultural sector, which brought in less than USD 100 million daily—the average seen in February and part of March following the reduction in export duties. Nonetheless, it is worth noting that dollar-denominated loans have not yet ground to a halt, indicating that a rush to repay them has not materialized.

Amid this context, the government navigated the last debt auction of the month, successfully rolling over 100% of maturities. Notably, it introduced a dollar-linked instrument maturing in June 2025, which absorbed nearly ARS 1 trillion (14% of total allocations), aiming to channel demand for dollar hedging away from the futures market.

Additionally, on Thursday 20th March, Economy Minister Luis Caputo stated that the **IMF agreement would bring USD 20 billion in funds this year as part of a 4-year program** (alongside the potential arrival of new loans from the World Bank, the Bank for International Settlements, and the Development Bank of Latin America and the Caribbean). **These funds would be allocated to recapitalizing the Central Bank**, one of the stated conditions for lifting foreign exchange controls, bringing Gross Reserves to around USD 50 billion (they currently sit at around USD 26 billion) and supporting the Broad Monetary Base (monetary base + Treasury deposits at the Central Bank + LEFI bills). It is also likely that the government will continue emphasizing the message that "there are no pesos" to trigger

a run, a statement that does not account for the Treasury's significant debt held by the non-banking private sector and downplays the volatile peso demand.

If the IMF disbursements were to take place, they would contribute to net positive financing in 2025, but not necessarily in 2026, and even less so over the mid-term. Beyond this, the **specific targets set by the IMF and, more importantly, the disbursement schedule, remain unknown**. The latter will be crucial in determining the Central Bank's firepower and the feasibility of adjusting the current exchange rate regime—potentially leading to an eventual lifting of foreign exchange controls this year. Paradoxically, larger short-term disbursements could be interpreted as increasing the likelihood of such a shift, thereby heightening exchange rate uncertainty and volatility. For this reason, it would be prudent not to fuel these expectations before the agreement is formalized and the new conditions are disclosed.

Setting speculation aside, while we do not rule out a managed floating regime within narrow bands, we believe the government will avoid any exchange rate framework that implies a devaluation before the elections. The primary reason is neither monetary nor exchange rate-related—it is the need to maintain the disinflation process, the main pillar of popular support. In this regard, beyond the aforementioned conditions, in the midst of an election year, lifting capital controls remains **more of a political decision than an economic one**, with its associated benefits, costs, and risks.

Political Outlook: Milei Challenges Macri Amid Economic and Political Uncertainty

1. *Elections in the City of Buenos Aires Materialize Milei's Strategy of Building Own Political Project*

The configuration of the electoral scene in the Autonomous City of Buenos Aires confirmed the Milei administration's decision to pursue a project rooted in its own power base, rather than a coalition-based strategy.

2. *In Push for Political Consolidation, Milei Chose to Take on More Risk*

Looking at the evolution of political stabilization, the president appears to have opted for a route that may offer greater rewards but also carries higher risks.

3. *Political and Economic Turbulence Casts Doubt on 2025 Elections Outcome*

The year did not start well for the government, both politically (with the LIBRA cryptocurrency rug pull scandal) and economically

(uncertainty around the exchange rate regime), raising questions about the potential outcome of the 2025 elections.

The first major political development of this election year—the way the electoral race in the Autonomous City of Buenos Aires has been shaped—has left many aspects to analyze beyond the immediate dynamics of the campaign. The most interesting aspect of the capital's midterm election lies in a structural shift to the process: the decision by Milei and his inner circle not to seek a coalition-based solution to their minority government, but to build their own political power structure—one they do not have to share with anyone.

Given his minority standing, Milei faces not only the need to find economic solutions but also political ones. In other words, he needs to find how to govern.

Throughout his presidency, we have seen Milei navigate political challenges with great difficulty—but also with significant support from allies: the upholding of the Decree of Necessity and Urgency 70/2023, the passing of the Reform Bill, the upholding of presidential vetoes, the absence of an approved budget that allowed to operate with budgetary discretion, the approval of the Decree of Necessity and Urgency related to the IMF agreement, etc.

Thus, Milei has governed thanks to the support of others. However, as he faces the first electoral test of his term—the midterm elections—he does not seem to be seeking a broader political alliance with his partners in Congress. Instead, he is building a space controlled by himself, Karina Milei, and Santiago Caputo. This choice may be appealing in the sense that going it alone is better than forming an unstable coalition. Coalitions can be risky—especially if power-sharing complicates decision-making. The Frente de Todos' experience is a clear example of this.

Still, the decision is not without risks. One is that the political cycle might fail to consolidate enough during this election to clear doubts about the sustainability of the changes Milei aims to implement. By refusing an alliance with PRO in the Autonomous City of Buenos Aires, La Libertad Avanza (LLA) may be increasing the odds of a Peronist win in that district—and, as a consequence, boosting Cristina Kirchner's chances of winning in Buenos Aires Province, given that LLA and PRO might not be able to run together there either.

Had LLA respected PRO's position in the Autonomous City of Buenos Aires, a broader alliance between the two forces across other districts would have been far more likely. That possibility is now in jeopardy following this decision to confront PRO. This also risks weakening PRO's willingness to continue supporting the administration in Congress, regardless of electoral competition.

One could argue that, like Néstor Kirchner did in 2005 when he challenged Eduardo Duhalde, Milei must assert dominance over Macri to fully consolidate his leadership. But this comparison overlooks one major difference: Kirchner and Duhalde were co-leading a nationwide majority political force, and Kirchner chose to fight for leadership within that majority. He won and gained full control over Peronism.

In contrast, Milei is attempting to assert himself from a hyper-minority position, seeking control over a space that will remain minoritarian. The question is: Does Milei have the political capital to take on this battle? Or is he engaging in a risky confrontation before his leadership has truly solidified?

This question becomes even more pressing when considering the turbulence affecting the economic program—dwindling reserves and debate over the exchange rate regime, making the IMF agreement more necessary than previously expected due to the current uncertainty. Ultimately, the current economic backdrop does not seem ideal for justifying high-stakes political moves. But as with any strategy, the results will speak for themselves. Time will tell whether Milei's high-risk, go-it-alone approach was the right call for navigating Argentina's complex political landscape.

ACTIVITY

Continued Recovery in Economic Activity

- **The Monthly Economic Activity Estimator posted a 0.6% MoM seasonally adjusted increase in January, marking nine consecutive months of growth since the April trough and accumulating a nearly 8% expansion over that period. As a result, activity stood 6.5% above January 2024 levels, continuing its recovery from last year's sharp recession.**

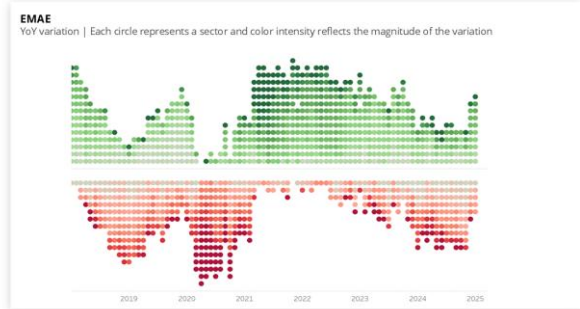
- **At the sectoral level, seven sectors recorded activity levels above those of January 2024. The most notable gains were in financial intermediation (+25.7% YoY), followed by retail, which expanded by 11.3% YoY. Meanwhile, construction posted its first positive year-on-year change (+1.9%) after 13 consecutive months of decline.**

- **Although both manufacturing and construction have moved past the recession's trough, they still do not show a clear trend. In the case of construction, the Construya Index rebounded in February (+6.7% MoM s.a.) after experiencing monthly declines since July. However, cement dispatches moved in the opposite direction, falling by 2.4% after three months of increases. The manufacturing industry continued to expand in February, with steel production up by 5.7% and automobile production rising 3.5%.**

The Monthly Economic Activity Estimator's **0.6% MoM s.a. increase in January** marked the ninth straight month of gains since the April trough, bringing the cumulative recovery to nearly 8%. This placed activity 6.5% above January 2024 levels, reinforcing the economy's rebound from last year's steep contraction. With the revisions to past data now incorporated, **January marked the third month in which economic growth was no longer primarily driven by agriculture**. Excluding the agricultural sector—which grew by 0.8%—the Monthly Economic Activity Estimator grew 5.4% YoY.

In January, **economic activity surpassed pre-recession levels for the first time since the downturn began in August 2023**. The prolonged recession, which deepened in early 2024 amid a sharp reduction in public spending and a correction of relative prices that eroded purchasing power, began to reverse in the final months of the year. The rebound became particularly pronounced from June onwards.

AN INCREASING NUMBER OF SECTORS ARE RECOVERING | ECOLATINA Economics



Nonetheless, the increases observed in construction and retail should be interpreted with caution, as January 2024 was marked by the recession and a halt in public works. In the case of retail, the year-on-year increase does not necessarily signal a strong rebound in January 2025 but rather reflects the low comparison base. That said, the sector continues to show a gradual recovery, growing 10.9% MoM s.a. since the April low. Still, it remains 2.6% below January 2023, a more representative benchmark for assessing performance without the distorting effects of the recession.

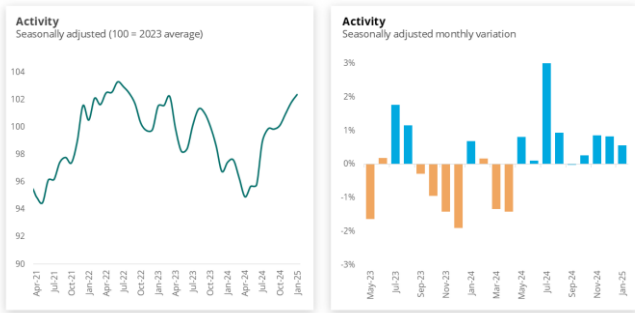
A similar logic applies to year-on-year declines: although the magnitude of the contraction has moderated, this is largely due to the unfavorable base of comparison from early 2024. A particularly **sharp drop was observed in Hotels and Restaurants, which fell by 27.9% MoM s.a.**—a decline explained by the relative increase in the cost of these services, which were partially substituted by outbound tourism. In January, outbound tourism surged by 74.9% compared to the same month of the previous year, representing over two million travelers. In contrast, inbound tourism fell by 25.8% YoY.

What Is Expected Up Ahead?

While the economy is expected to show genuine growth, the recovery will continue to be uneven. Some sectors, such as manufacturing and construction, are unlikely to fully regain the ground lost in 2024. In contrast, other sectors that also experienced declines last year—such as retail, real estate, and financial intermediation—are expected to recover over the course of 2025. Meanwhile, primary sectors—mining, oil, and agriculture—that helped cushion the downturn in 2024, are likely to continue growing in 2025. Nonetheless, the recovery in economic activity will remain volatile from month to month and will show different speeds across sectors.

Leading activity indicators suggest that February will continue to reflect moderate growth, albeit at a slower pace and with fluctuations, as has been the case since October. In this regard, SME retail sales—which had shown seasonally adjusted increases since October—reversed that trend in January and saw a sharper decline in February (-2.9%). In contrast, fast-moving consumer goods (as reported by Nielsen) have continued to

ECONOMIC ACTIVITY SURPASSED PRE-RECESSION LEVELS | ECOLATINA Economics



The national accounts figures for Q4 2024 reflected this recovery. While domestic demand contracted by roughly 9% over the first three quarters of the year, Q4 2024 saw a 2.3% rebound. Although this improvement was not sufficient to offset the year's overall decline, it does point to a slow but genuine economic recovery.

The improvement in activity also **contributed to keeping unemployment relatively low**, with the unemployment rate sitting at 6.4% in Q4 2024 and averaging 7.1% for the year. Despite this, labor force participation remained high in Q4 2024, reaching 48.8% of the economically active population—up by 1.4% YoY. This increase could be attributed both to the recovery in economic activity, which stimulates labor demand and encourages job-seeking, and to a growing need among households to supplement their income.

Sector-wise, **seven sectors outperformed January 2024 levels**. Financial intermediation posted the strongest growth (+25.7% YoY), followed by retail (+11.3% YoY). Construction recorded its first positive year-on-year change (+1.9%) after thirteen consecutive months of decline.

post positive results since October, while consumer credit expanded by 6.3% in February.

Manufacturing and construction are still lacking a clear pattern, despite having moved past the lowest point of the recession. Regarding construction, the *Construya Index* rebounded in February (+6.7% s.a.) after having experienced monthly declines since July, whereas cement dispatches moved in the opposite direction, falling by 2.4% after three months of growth. The manufacturing industry continued to expand in February, with steel output up by 5.7% (s.a.) and car production increasing by 3.5% (s.a.). Similarly, new car registrations rose by 5.8% and used car sales edged up by 0.1%.

Beyond these developments—and setting aside earlier concerns about the harvest—a still-tense international context and the fact that 2025 is an election year could add further uncertainty to the pace of recovery.

The upward revision of last year's activity allows for a **growth forecast of around 5% for 2025**, supported by significant improvements in both investment and private consumption (+5.2%). As a result, 2025 is expected to fully offset 2024's contraction in economic activity.

PRICES

Inflation Rigidity in February

- **The National Consumer Price Index (CPI) published by INDEC rose by 2.4% MoM in February, accelerating 0.2 percentage points (p.p.) compared to January. It also came in 0.1 p.p. above market expectations. As a result, inflation accumulated a 4.7% rise over the first two months of the year, and the year-on-year increase stood at 66.9%, the lowest since July 2022.**

- **Group-wise, inflation showed mixed dynamics. Core Inflation—which excludes seasonal and regulated prices—saw the largest increase, climbing 2.9% MoM (+0.5 p.p. from the previous month). This was the highest rise since October and brought the year-on-year increase to 60.4%. Regulated Prices rose 2.3%, slowing by 0.3 p.p. compared to January. Lastly, it was Seasonal Prices pushing Headline Inflation down, as they posted a monthly decline of -0.8% (+47.6% YoY).**

- **March is typically a high-inflation month due to the start of the school year. Some momentum in clothing prices is also expected from the seasonal change—though more limited than in previous years. For this reason, we do not expect a significant deceleration relative to February's figure, although other drivers**

may emerge within the index. In this context, we estimate that inflation will remain above 2% through Q1, with a more marked slowdown expected at the beginning of Q2.

The National CPI published by INDEC rose by 2.4% MoM in February, accelerating 0.2 p.p. compared to January. The reading came in 0.1 p.p. above market expectations (Central Bank's Market Expectations Survey). Thus, inflation accumulated 4.7% in the first two months of 2025, while the year-on-year increase stood at 66.9%, the lowest since July 2022.

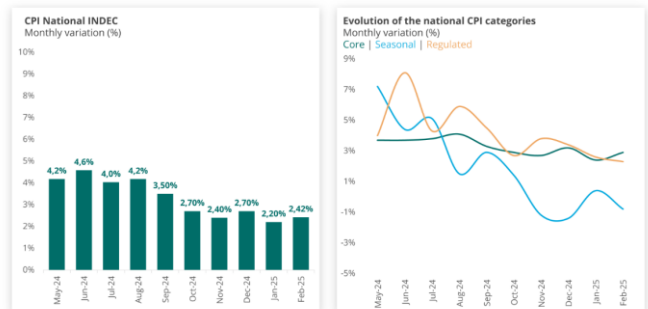
Within the index, **groups showed uneven trends. Core Inflation** (which tracks underlying price trends by excluding seasonal and regulated prices) posted the sharpest increase at 2.9% MoM (+0.5 p.p. from the previous month and the highest monthly rise since October 2024), climbing 60.4% YoY. The **acceleration of meat prices** emerged as the standout driver of Core Inflation and Headline Inflation. Notably, the main meat cuts surged over 10% monthly.

Regulated Prices rose 2.3%, slowing by 0.3 p.p. compared to January. They increased 109.5% YoY, more than 40 p.p. above Headline Inflation.

Once again, as in January, **Seasonal Prices** pushed Headline Inflation down, posting a monthly decline of -0.8% (+47.6% YoY). The most relevant drops were seen in the prices of various fruits and vegetables nationwide—tomatoes fell by -18.4%, and lemons by -25.3%, among other decreases.

In the same vein, the basic baskets—used to determine income thresholds for extreme poverty and poverty—also accelerated in February. The **Basic Food Basket (BFB)** rose 3.2% (compared to 0.9% in January), while the **Total Basic Basket (TBB)** increased by 2.3% (also 0.9% in January). Both were affected by the surge in meat prices.

INFLATION WAS 2.4% IN FEBRUARY



Looking at **goods and services**, the difference in their monthly variation narrowed: goods rose 2.1% in the month, while services increased 3.1%. On a year-on-year basis, they recorded increases of 50.2% and 121.3%, respectively. The difference in their evolution is closely tied to the exchange rate anchor,

which has a stronger effect on goods. However, this month, goods accelerated due to rising meat prices.

As for **categories**, the largest increase was in *Housing, Water, Electricity, Gas, and Other Fuels* (+3.7%), driven by rent and price adjustments for utility rates. The next highest hike was in *Food and Non-Alcoholic Beverages* (+3.2%), largely due to rising meat prices, despite declines in some fruits and vegetables. In contrast, *Household Equipment and Maintenance* (+1%) and *Clothing and Footwear* (+0.4%) were the categories climbing the least.

Meanwhile, in **March**, the **Ecolatina CPI for Greater Buenos Aires rose 2.8% monthly**. This brought the inflation accumulated during Q1 to 7.8%, with a year-on-year increase of 60%. The category with the greatest impact on the index was *Food and Beverages* (+3.4%), due to movements in vegetable and meat prices. The largest monthly increase was recorded in *Education* (+6.7%) due to the start of the school year, followed by *Clothing* (+4.4%) driven by the change in season. In terms of groups, **Regulated Prices** increased by 3.1%, accelerating by 0.5 p.p. from the previous month. **Core Inflation** came in at 2.8%, slightly decelerating by 0.1 p.p. from February. Lastly, **Seasonal Prices** rose by 2.6%, up 2.6 p.p. from the previous month.

What Is Expected for 2025?

Looking ahead, the **1% monthly crawling peg** leaves some room for **goods** inflation to continue decelerating and to converge toward a pace more closely aligned with that of the official exchange rate. In contrast, **services** inflation—both public and private—may sustain slightly higher nominal increases in the short term. However, it remains to be seen whether recent exchange rate volatility persists and complicates the continuation of disinflation in the near term.

Additionally, the pace of the economic recovery could also influence the evolution of prices for the remainder of the year. Nevertheless, **we expect annual inflation to decelerate significantly in 2025 compared to the previous year**, marking a second consecutive year of disinflation.

FISCAL POLICY

Fiscal Surplus Maintained

- **The Non-Financial National Public Sector recorded a primary surplus of ARS 1.2 trillion in February. With interest payments amounting to ARS 0.9 trillion, the resulting financial surplus was ARS 0.3 trillion. Following the trend observed in January, primary spending continued to grow in real terms, outpacing total revenue growth, which managed to reverse the year-**

on-year contraction recorded in January. However, both revenue and spending performances are conditioned by a low comparison base from the previous year.

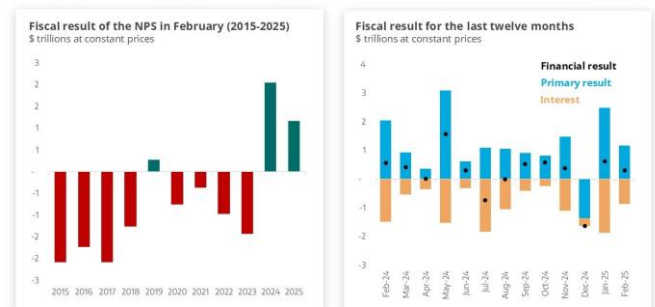
- **February's fiscal result was explained by an 8.8% YoY increase in tax revenue, which has now expanded for three consecutive months. Unlike in January, revenue from foreign trade registered real increases, while key taxes such as VAT, Income Tax, and Social Security Contributions continued to support revenue collection. This occurred in a context of no exceptional income and without the support that the PAIS Tax offered in 2024. Meanwhile, primary spending continued recovering, although it remains at historically low levels, a situation also observed for capital expenditure and transfers to provinces. The significant increase in transfers to provinces is related to the low comparison base from February 2024.**

- **he fiscal achievement in 2024, resulting from a marked reduction in public spending, has allowed the government to send a clear signal regarding its commitment to fiscal discipline. In 2025, a prompt economic recovery and a continuation of fiscal austerity should allow the government to achieve primary surplus. However, the magnitude of this surplus will depend on how the electoral year unfolds.**

Treasury Performance in February

The Non-Financial National Public Sector recorded a primary surplus of ARS 1.2 trillion in February. With interest payments totaling ARS 0.9 trillion, the resulting financial surplus was ARS 0.3 trillion. Continuing the trend observed in January, primary spending grew more than total revenue, which managed to reverse January's year-on-year contraction. However, both the performance of revenue and spending are conditioned by a low comparison base from the previous year.

PRIMARY AND FINANCIAL SURPLUS



What explained February's fiscal result? In this instance, tax revenue recorded a new real increase of 8.8% YoY, accumulating three months of expansion. Unlike January, revenue from foreign trade posted real increases, while key taxes such as

VAT, Income Tax, and Social Security Contributions continued to support revenue collection. This occurred in the absence of exceptional income and without the contribution of the PAIS Tax, which played a crucial role in 2024. Meanwhile, primary spending continued to grow, although it remains at historically low levels. This pattern is also evident in capital expenditure and transfers to provinces, which saw a significant increase on a year-on-year basis, driven by the low comparison base from February 2024.

Zooming In on Public Accounts

Total Revenue grew by 5.4% YoY but ended 14% below January's figure. Within tax revenue, the structure observed in January was maintained, with the exception of foreign trade revenue, which this time contributed positively, growing by 21% YoY in real terms.

Additionally, the rebound in revenue linked to activity levels has been key to supporting tax collection. Both **VAT**, **Income Tax**, and **Social Security Contributions** showed significant real improvements compared to 2024 figures. For instance, despite falling 14% from January, VAT advanced by 2.5% YoY, driven by both National VAT and Imports VAT (which grew 9% YoY in real terms after 11 consecutive months of decline).

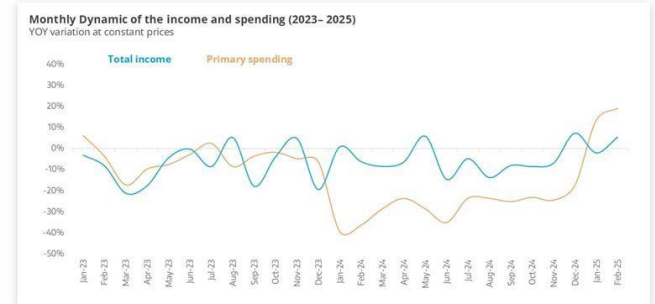
Revenue from **Income Tax** posted an increase of 33% YoY in real terms and has accumulated four consecutive months of growth. It is worth noting that part of this evolution is explained by the fact that, in the early months of the previous year, the income tax for the fourth category was not in effect (tax on personal income from employment and pensions was eliminated by the previous administration), having been reinstated with the implementation of the Fiscal Package in the Reform Bill. Similarly, income related to **Social Security** increased by 32% YoY in real terms, accumulating six months of growth.

As for expenditures, **Primary Spending** continued to rise, increasing by 19% YoY in real terms. When analyzing February figures for the last ten years, it clearly stands out that February 2025 spending only exceeded that of February last year.

Regarding Social Spending, benefits grew by 31%, with increases in all categories (except for *Other Programs*). Specifically, **Pensions** and **Retirement** benefits (including Non-Contributory Pensions) outpaced inflation by 50% in year-on-year terms and have accumulated four months of real growth. Likewise, the Universal Child Allowance maintained its real growth (+58% YoY), and PAMI Benefits (public medical services for pensioners) increased by 32%.

REVERSAL IN INCOME AND SPENDING DYNAMICS

ECOLATINA
Economics



Meanwhile, both **Capital Expenditure** and **Transfers to Provinces** experienced marked year-on-year growth in real terms, but this was explained by a low comparison base, as both categories sit at historically low levels. Similarly, spending on **Economic Subsidies** (which reduced their share in GDP by 0.6 p.p. in 2024) are at their **lowest level in the last ten years**. This category fell by 37% in February and has accumulated 14 months of drops.

What Is Expected Up Ahead?

The fiscal achievement of 2024, resulting from a marked reduction in public spending, has allowed the government to send a clear signal regarding its commitment to **fiscal discipline**.

For this year, the government is relying on a speedy recovery of taxes linked to economic activity to underpin revenue, as the contribution from the PAIS Tax has ended and no other exceptional sources of tax revenues are expected. If economic recovery falters, fiscal discipline will need to be maintained by making further cuts to primary expenditure, which is already at historically low levels. This task will be particularly challenging in an election year, especially given that more than half of public spending is now indexed under the new Pension Update Law. In other words, the composition of primary spending will not be as flexible as in 2024.

In summary, **with a swift economic recovery and maintaining fiscal austerity, the government should be able to achieve a primary surplus in 2025**. However, the magnitude of this surplus will depend on how the electoral year unfolds.

EXTERNAL SECTOR

Trade Surplus Driven by Energy Balance

- The trade balance posted a USD 227 million surplus in February, slightly above January's result. This was driven by exports totaling almost USD 6.1 billion (+10.1% YoY) and imports just below USD 5.9 billion (+42.3% YoY), bringing the surplus accumulated in the first two months of the year to USD 389 million.

- The energy trade balance remained in surplus, reaching USD 617 million in February and accumulating USD 1.3 billion in the first two months of 2025. Without the energy trade surplus, the rest of the trade balance had a USD 390 million deficit, marking the second consecutive month of deficit for non-energy goods.

- Looking ahead to 2025, we estimate that a near-average harvest, continued improvement in the energy balance, and a robust performance from dynamic export sectors—such as mining—could sustain the trade surplus, albeit at a lower level than in 2024. The expected decline in the trade balance would result from a stronger recovery in imports, in line with economic growth and the easing of import restrictions.

The trade balance ended February with a USD 227 million surplus, sitting slightly above January's figure. The result was explained by exports of almost USD 6.1 billion (+10.1% YoY) and imports of USD 5.9 billion (+42.3% YoY), bringing the cumulative surplus to USD 389 million in the first two months of the year.

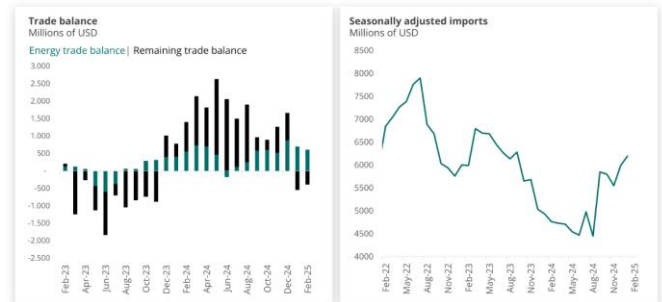
It is worth noting that February's surplus came in below market expectations. For instance, the median forecast in the Central Bank's Market Expectations Survey of the beginning of the year projected a cumulative trade surplus of USD 1.7 billion for the first two months of 2025. This indicates that import levels were significantly higher than anticipated a few months ago.

The energy trade balance posted another surplus in February, reaching USD 617 million and totaling USD 1.3 billion for the first two months of the year. This outcome stemmed from energy exports of USD 847 million (+12.6% YoY) and energy imports of USD 230 million (+21.9% YoY). The rest of the goods posted a trade deficit of USD 390 million in February.

Similarly, the mining trade balance—mainly gold, silver, and lithium—recorded a surplus of nearly USD 485 million in February (USD 900 million in the first two months of 2025), pointing to an even larger deficit across the remaining categories of goods.

LOWER TRADE SURPLUS IN FEBRUARY

ECOLATINA
Economics



Source: Ecolatina based on INDEC

Imports are witnessing a sharp recovery. The seasonally adjusted series showed an 8.9% increase from the previous month. Import volumes surged by 55.4% YoY, while prices fell -8.5% YoY. This rebound can be attributed to three main factors: the recovery in economic activity, the complete removal of the PAIS Tax, and the reduction in tariffs.

All import categories saw year-on-year growth. In values, *Intermediate Goods* were the most significant, reaching USD 1.9 billion (+13.4% YoY). They were followed by *Capital Goods* at USD 1.3 billion (+77.9% YoY) and *Parts and Accessories for Capital Goods* at USD 1.2 billion (+38.0% YoY). *Consumer Goods* posted imports worth USD 827 million (+77.4% YoY), and *Passenger Motor Vehicles* totaled USD 393 million (+94.8% YoY).

It is worth highlighting that, the import values accumulated in the first two months of 2025 show all-time highs in some categories. *Capital Goods*, *Parts and Accessories for Capital Goods*, and *Consumer Goods* posted their highest levels for a first two-month period since the beginning of the series (1992), while *Intermediate Goods* reached their highest value since 2022 and *Passenger Motor Vehicles* since 2018.

Exports also increased in seasonally adjusted terms (+1.8% against January). The year-on-year growth was driven by higher volumes (+12.0%), partially offset by a decline in prices (-1.6%).

Like imports, all export categories posted gains in February. In values, *Processed Agricultural Products* saw the highest exports, with USD 2.0 billion and up by 3.4% YoY. This increase was volume-driven (+4.4%), as prices declined (-0.8%), with fats and oils showing the highest growth within the category. Next were *Industrial Products*, with USD 1.6 billion in exports (+15.4% YoY), supported by favorable movements in both volumes and prices.

Primary Products reached USD 1.6 billion in exports (+12.9% YoY), boosted by a 21.9% increase in volumes, despite a 7.4% drop in prices.

What Is Expected for the Remainder of the Year?

For 2025, we estimate that the trade balance will remain in surplus, although it will decline significantly compared to last year's result. Surplus will be supported by **continued positive performance in the energy trade balance**, which still has room to improve in a context of lower demand for imported LNG thanks to higher domestic production (driven by the *Vaca Muerta* shale field and expanded infrastructure). As in recent years, the mining sector will also continue to provide an additional source of foreign currency to underpin the trade surplus and is expected to maintain a positive performance throughout the year.

Imports are expected to see a strong rebound from the levels observed in 2024. This trend will be driven by the recovery of economic activity (with GDP projected to grow around 5% on average for the year), with imports typically showing greater sensitivity than GDP itself—that is, a sharper recovery. In this scenario, categories linked to consumption and capital goods have significant room to rebound, likely showing a performance like that seen in the first two months of the year.

Similarly, the **continued easing of import restrictions is also acting as an added incentive** to increase imports. For instance, a recent announcement reduced import tariffs on textile goods for the first time in nearly two decades. In addition, **the peso has appreciated in real terms** over recent months, serving as another contributing factor. Only lower energy imports are expected to act as a partial offset.

On the other hand, exports are expected to remain broadly in line with last year's levels. However, the main difference will likely come from a decline in **manufacturing exports**—particularly **Processed Agricultural Products**, which are expected to post lower export values due to continued unfavorable price dynamics. Also, **the Buenos Aires Grain Exchange recently revised its projections for the 2024/2025 crop season slightly downward.** Specifically, it now estimates soybean production at 48.6 million tons (vs. 50.2 million tons last season), corn at 49 million tons (vs. 49.5 million), and wheat at 18.6 million tons (vs. 15.1 million).

Certain **risks related to the global context** are also worth noting. The United States recently announced new import tariffs, notably targeting goods from China and the European Union. The scale of these measures would push U.S. tariffs to levels not seen since the early 1970s. This move could affect the international trade landscape, creating a more volatile global environment with still-uncertain implications for previously projected foreign trade prices and volumes.

That said, a key point is that the sustained trade surplus **will not necessarily translate into a foreign exchange current account surplus for the Central Bank.** This is because, under the

current *blend exchange rate* scheme—which, for now, remains in place pending confirmation of the agreement with the IMF—20% of export proceeds are settled in the parallel exchange market (blue-chip swap rate). Against this backdrop, recent Central Bank sales suggest that in the face of renewed currency uncertainty, some importers may choose to front-load imports, which could bring added volatility to the foreign exchange market—especially considering the electoral dynamics of the year.

EXCHANGE RATE AND MONETARY POLICY

More Questions Than Answers

- **March ended with renewed foreign exchange tensions: the spread between exchange rates widened, US dollar futures climbed, the Central Bank resumed net foreign currency sales after seven consecutive months of purchases, and country risk closed near 800 basis points.**

- **One of the main triggers was the announcement of the agreement with the IMF and the uncertainty surrounding potential changes to the foreign exchange regime. In an attempt to calm market expectations, on the morning of Thursday 27/03, Minister Caputo announced that the agreement would reach USD 20 billion. The economic team aims to maximize disbursements in the short term (a point still under discussion with the IMF), in the lead-up to the elections. However, there is still a lack of clarity regarding the exchange rate. Although the IMF favors exchange rate frameworks tied to floating regimes, it seems unlikely that the government will make any drastic changes ahead of the elections. A middle-ground solution could involve maintaining the current crawling peg with the introduction of intervention bands.**

- **Looking ahead, the strategy seems to be a return to the status quo. If the government manages to quell uncertainty by securing an agreement with early disbursements, it will boost its electoral prospects. The hope is that such factors would help lower country risk and pave the way for a potential return to international financial markets in 2026.**

March ended with heightened tensions. On the **international front**, economic activity and inflation data prompted the Fed to adopt a wait-and-see stance and leave its benchmark interest rate unchanged in the 4.25%–4.50% range, in line with market expectations. However, trade tensions—driven by the imposition of new tariffs and threats of further hikes from

Donald Trump—added volatility to financial markets. As a result, US stock markets posted an average 6% decline in March, while 10-year US Treasury bonds remained in demand.

This international volatility coincided with mounting **domestic exchange rate stress**. Sovereign bond prices continued to fall (-0.4%), and country risk climbed nearly 40 basis points to 816 bps—the highest level since early November 2024. Parallel exchange rates rose by 7%, reaching almost ARS 1,300, and the spread between exchange rates widened to around 20% (+5 p.p.), the highest since last October.

Meanwhile, **the Central Bank sold almost USD 1.4 billion in March**, breaking a seven-month streak of net foreign currency purchases. As with other variables, this reversal was driven by uncertainty surrounding the IMF agreement, particularly from mid-month onwards. While the Central Bank had accumulated USD 275 million in net purchases during the first week of March, it went on to sell USD 1.6 billion from 14/03 onward. To put it into perspective, this figure represents 6% of gross international reserves (as of 14/03) and marks the largest monthly drawdown since October 2019, following the market turmoil triggered by *Cambemos'* electoral defeat.

Far from dispelling doubts, the IMF agreement introduced **new uncertainties**. While the economic team and the President initially clarified that the IMF agreement would not entail immediate **changes to the foreign exchange regime** and that the crawling peg for the official exchange rate would remain unchanged, **devaluation expectations** shifted dramatically after Economy Minister Luis Caputo's interview on Tuesday 18/03, just before markets opened). During the interview, he stated that Argentina never had the proper fiscal conditions to allow a floating exchange rate and remarked that the exchange rate regime "*is part of the agreement, and I cannot talk about it*".

This contradiction with previous statements **led markets to anticipate a potential short-term adjustment to the crawling peg**. This pushed financial exchange rates and futures contracts higher, **undermined the USD carry trade**—a key factor in maintaining stability in the official forex market— and triggered a spike in foreign currency demand, ending the Central Bank's extended buying streak.

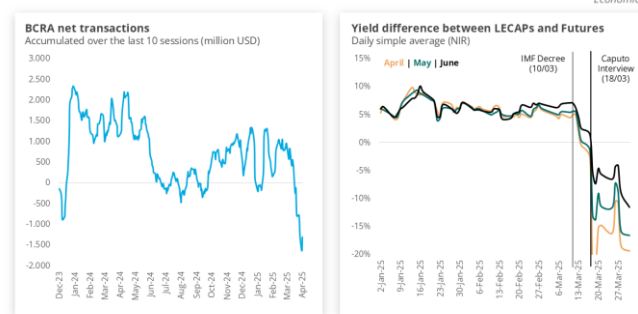
While at the beginning of March, LECAP bills maturing in April offered an average nominal annual rate of 31%, futures for the same period implied a 25% nominal annual rate. Under a credible devaluation path, the incentives encouraged importers to delay purchases in the official forex market (profiting from the interest rate differential), while exporters found incentives to bring forward the realization of export proceeds (through USD loans and pre-financing). However, rising devaluation expectations and a growing demand for foreign exchange hedging

flipped the dynamic: LECAP bill yields remained at 31%, but futures surged to 62%.

This led to **increased foreign currency demand** from importers (also driven by private banks' closing positions), while the realization of agriculture's export proceeds declined. Only during the final five trading sessions (until 28/03) did average daily export proceeds return to around USD 100 million—a level not seen since 12/03. Still, partial data through 26/03 show that USD-denominated loans, while slowing, did not witness a run for early repayment.

THE UNWINDING OF THE CARRY DEEPENS SALES IN THE MULC

ECOLATINA
Economics



Source: Ecolatina based on BCRA, BIMA and A3.

How did the authorities react? In the last auction of March, the Treasury resumed issuance of dollar-linked instruments. Of the ARS 6.3 trillion raised (100% rollover), dollar-linked bonds accounted for 18% of the total, mostly concentrated in the issue maturing in June 2025. Amid growing demand for foreign exchange hedging, resuming the issuance of dollar-linked securities provided a substitute for dollar futures and acted as a tool for market intervention, given the government's reluctance to operate directly in futures markets (as stated by government officials).

In addition, to anchor expectations, on the morning of Thursday 27/03, **Caputo announced that the IMF agreement would reach USD 20 billion**, with the funds earmarked to recapitalize the Central Bank. In addition, new loans from other international institutions (World Bank, Bank for International Settlements, and the Development Bank of Latin America and the Caribbean) would bring gross reserves to around USD 50 billion, up from roughly USD 26.2 billion at that time.

However, the lack of details created new doubts: it remains unclear whether the IMF funds would be **gross or net disbursements**, what conditions and targets would be attached to the program, and—crucially—what the **disbursement schedule** would look like. This last point is a major topic in ongoing negotiations, as Caputo confirmed in an interview on 30/03. It is especially relevant given that the agreement would be a key source of financing in a year when the government faces debt services to private bondholders and the IMF (for interest payments under the current arrangement).

Regardless of the total amount, one certainty is that the government will **aim to front-load disbursements** to strengthen macroeconomic variables ahead of the elections. Specifically, this would enhance the Central Bank's firepower to contain devaluation expectations, encouraging the realization of grain export proceeds and projecting a narrative of macroeconomic stability and slowing inflation in the run up to the October mid-term elections. It would also help restore the previous USD carry trade strategy (with peso interest rates above devaluation expectations) and support reserve accumulation—likely to be one of the targets in the upcoming program.

Still, uncertainty persists around the **exchange rate strategy**. The current foreign exchange framework is not aligned with IMF preferences, raising questions about whether the government offered changes—such as tweaks to the “blend exchange rate” or an intervention rule—in exchange for securing a deal. While the IMF leans toward floating regimes, a major shift before the elections seems unlikely. A middle-ground approach may involve maintaining the current devaluation pace while avoiding a one-off exchange rate jump, possibly with the introduction of intervention bands. In any case, multiple options are possible, so the actual decision remains to be seen.

Looking ahead, **the plan is to return to the status quo**. If the government manages to calm the market's nerves and secures early disbursements, it will improve its electoral outlook. The broader aim is that this will lower the country risk and allow

Argentina to regain access to international capital markets by 2026.

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 %	IV Q 24	2,1	I Q 25	6,5	-1,7	5,0	4,0
Total Consumption	YoY %	IV Q 24	2,4	I Q 25	5,0	-4,1	4,5	3,3
Total Investment	YoY %	IV Q 24	1,9	I Q 25	13,0	-17,4	12,5	9,7
Prices								
INDEC National CPI ⁽¹⁾	YoY %	feb.-25	2,4	mar.-25	2,5	117,8	24,5	18,5
Foreign Exchange								
Nominal FX ⁽¹⁾	ARS / USD	mar.-25	1070	apr.-25	1080,5	1020,7	1168,8	1294,5
Real Multilateral. ARS/USD(1)	Dec. '01=100	mar.-25	1,17	apr.-25	1,16	1,2	1,11	1,06
Fiscal Situation. Year Accum.								
Total Incomes	% GDP	feb.-25	2,5	mar.-25	3,7	16,9	16,3	16,8
Primary Expenditures	% GDP	feb.-25	2,1	mar.-25	3,0	15,1	15,0	15,1
National Primary Balance ⁽²⁾	% GDP	feb.-25	0,4	mar.-25	0,7	1,8	1,3	1,7
Foreign Sector								
Exports	USD BN	feb.-25	6,1	mar.-25	6,3	66,9	80,9	88,0
Imports	USD BN	feb.-25	5,9	mar.-25	5,9	74,2	73,1	78,5
Trade Balance	USD BN	feb.-25	0,2	mar.-25	0,4	18,9	7,9	9,5
Balance of Payments								
Current Account balance	USD BN	IV Q 24	1,4	I Q 25	1,03	6,3	-9,8	-14,6
Interest Rates								
Monetary Policy Rate ⁽¹⁾	%	mar.-25	29,0	apr.-25	29,0	100,0	20,0	12,0
Private Banks BADLAR ⁽¹⁾	%	mar.-25	28,9	apr.-25	28,1	109,9	20,6	12,6

(1) Annual Indicators. December Average

(2) Excludes SDR allocation in 2021

(2) Excludes extraordinary resources