

# ARGENTINA

INFORME ECONÓMICO ABRIL

---

2020



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

#SOMOSTUPARTNERGLOBAL

# Argentina Económica

**01. Introducción**

**02. Panorama**

**03. Actividad**

**04. Precios**

**05. Política Fiscal**

**06. Sector Externo**

**07. Política Monetaria y Cambiaría**

**04/2026**

Realizado por:



---

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

## INTRODUCCIÓN

A continuación, se presentan los principales aspectos del informe.

### OBJETIVOS

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

### CONTENIDO

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

### VARIABLES CONSIDERADAS EN LAS PROYECCIONES

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

#### Para más información:

No dude en comunicarse vía mail a [eyf@ecolatina.com](mailto:eyf@ecolatina.com).

## PANORAMA

### Económico: Buscando la estabilidad en un mundo volátil

El mercado financiero internacional continúa convulsionado por un conflicto en Medio Oriente que parece estar lejos de llegar a una solución en el corto plazo. El hecho de que el petróleo continúa cómodo por encima de los 100 USD/por barril, ya está teniendo impactos sobre las expectativas de crecimiento e inflación a nivel global. Como respuesta a un entorno financiero más volátil y probablemente más inflacionario, el mercado ya descuenta que varios bancos centrales podrían **ajustar al alza sus tasas de política monetaria**, aunque persisten las dudas sobre el accionar de una FED que por el momento mantiene su postura “wait and see”. Frente a condiciones monetarias más restrictivas y riesgos crecientes, **el mercado redujo su apetito por activos de países emergentes**, lo cual generó una mayor debilidad de sus monedas (a excepción del peso argentino) y subas en sus primas de riesgo.

Hacia adelante, habrá que continuar monitoreando la dinámica del conflicto bélico y sus repercusiones financieras para identificar con mayor claridad **la magnitud de los impactos** en la economía argentina. En pocas palabras, la suba del precio de petróleo podría beneficiarnos dado un mayor ingreso de USD vía exportaciones (más allá de un aumento de costos simultáneo), pero si las tasas a nivel internacional se sostienen en niveles altos y se reduce el apetito por emergentes, el costo financiero para refinanciar los vencimientos de deuda sería aún más elevado (el Riesgo País ya superó los 600 puntos básicos).

Pese al complejo escenario global, no sólo **el tipo de cambio continuó alejándose del techo de la banda** (gracias a su indexación y la baja nominal del dólar la diferencia ya ronda el 20% cuando en diciembre era apenas un 4%), sino que **el BCRA logró sostener el auspicioso ritmo de compras**: ya acumuló casi USD 4.500 M en lo que va del 2026, superando las expectativas. No obstante, por el momento **las compras de USD no se tradujeron en una efectiva acumulación de Reservas** (las Brutas prácticamente no subieron y las Netas cayeron cerca de USD 2.500 M durante el mismo periodo) producto de los pagos de deuda (tanto del Tesoro como del mismo BCRA), una reducción en los depósitos en USD (que contrae los encajes bancarios) y la reciente caída en el precio del oro.

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

Ahora bien, a dicha dinámica se le sumó en los últimos meses un factor coyuntural clave: la **tendencia alcista en los precios de los commodities** que exportamos. En números, el Índice de Precios de Materias Primas (IPMP) elaborado por el BCRA alcanzó una suba de casi el 20% en lo que va del 2026.

Más allá del aporte de los precios de commodities, también entraron en juego otros factores coyunturales: **1)** Las **menores importaciones** producto del adelantamiento previo a las elecciones y el menor nivel de actividad en ciertos sectores (no sólo cayeron las importaciones devengadas, sino también las pagadas); **2)** La llegada paulatina de los dólares provenientes de la  **cosecha gruesa** (el agro aceleró su liquidación en las últimas ruedas); **3)** El aporte de la  **oferta financiera** (tanto préstamos bancarios, como colocaciones de ON de empresas o bonos públicos provinciales); y **4)** Una  **demanda financiera contenida** producto de la expectativa de oferta de USD en el corto plazo (ligada a la cosecha), lo cual hace atractivo posicionarse en pesos por un tiempo, incluso con las recientes bajas de tasas.

Con respecto a este último punto, durante las últimas semanas evidenciamos un  **cambio de postura del equipo económico en el manejo de la política monetaria**: en contraste con los meses previos, optaron por permitir una mayor liquidez de pesos en el sistema (incluso relajando la normativa sobre encajes bancarios) buscando una baja sostenida en las tasas de interés. Desde la salida parcial del cepo en abril del 2025 venimos remarcando el  **trade off que enfrenta el Gobierno con el manejo de la tasa de interés**. Una mayor tasa ayudaba a contener las presiones cambiarias, pero frenaba el crédito. Por el contrario, una tasa baja y estable podía ayudar al crédito (y así a la actividad) pero incrementaba la demanda financiera de USD al ofrecer bajos rendimientos en pesos. Ese  **trade off** parece haberse disipado en las últimas ruedas con un tipo de cambio que no reaccionó al alza frente a la baja de tasas. El secreto de dicha dinámica se oculta en la mayor oferta neta de USD y en la expectativa de que se sostenga por un tiempo.

Frente a una preocupación creciente por la mora en familias (1 de cada 10 no están pudiendo afrontar las cuotas de los créditos que contrajeron), el desempleo (alcanzó el 7,5% en el 4T del 2025) y el nivel de actividad en algunos sectores (el arrastre estadístico que dejó 2025 permitirá mostrar un buen número de crecimiento para el agregado de la economía en 2026, pero la heterogeneidad sectorial y geográfica llegó para quedarse), probablemente el Gobierno  **aproveche la ventana de tiempo que le otorga la mayor liquidación del agro** en los próximos meses para acumular reservas (hasta julio habría pocos pagos de deuda en USD) y defender este combo de tasas bajas con un tipo de cambio controlado.

Para cerrar, los interrogantes sobre la sostenibilidad del programa económico continúan girando en torno a: **1)** La  **cuenta de USD** y la disponibilidad de nuevas fuentes financieras para

cerrar la ecuación; y **2)** La  **paciencia social** frente al estancamiento de algunos sectores, el deterioro del salario real (producto de la aceleración de la inflación, que difícilmente rompa el piso del 2% en el primer semestre) y la preocupación por la dinámica del desempleo en este contexto.

Con respecto al primer punto, el Ministro Caputo reiteró en las últimas semanas que  **no pretenden volver a los mercados internacionales de deuda** en el corto plazo a estos niveles de Riesgo País y anunció que los próximos vencimientos se cubrirán con emisiones en el mercado local, ventas de activos y financiamiento alternativo. Con respecto a las fuentes alternativas, comentó que se trataría de una opción más barata por cerca de USD 9.000 M para cubrir los vencimientos de capital de los bonos en USD con acreedores privados, aunque no brindó más detalles.

Si bien las licitaciones locales están aportando un pequeño colchón de USD al Tesoro, lo cierto es que hacia adelante  **el Gobierno necesitará nuevas fuentes de USD financieros** para cubrir los elevados compromisos de deuda y no podemos descartar una vuelta a los mercados pese a los dichos del ministro. No obstante, difícilmente la ventana de oportunidad para volver a los mercados se extienda hasta 2027, cuando ya podría impactar la típica incertidumbre del proceso electoral.

### Político: Un cambio afectado por la falta de alivio y una crisis reputacional

1. *El pacto de Milei con la gente: aguantar el dolor a cambio de gozar del alivio posterior*

*Desde el comienzo, Milei pareció ofrecerle a la gente el siguiente trato: les voy a producir dolor, pero si aguantan el dolor podrán ver luego los beneficios del esfuerzo y gozar del alivio de una economía normal.*

2. *Para que se sienta que vale la pena, se ofreció un cambio de la cultura política viciosa*

*Para reforzar la predisposición del esfuerzo, Milei adicionalmente le ofreció a la sociedad encarar un cambio de regeneración política (eliminar los vicios de la política) que justificara el esfuerzo.*

3. *Pero hoy no hay alivio y hay evidencia de que el cambio político no estaría ocurriendo.*

*Pero al inicio de la segunda mitad de mandato, no se ve el alivio (salarios, empleo y consumo masivo caen), y para colmo, aparece evidencia (casos de corrupción) de que el cambio político no estaría ocurriendo*

Hace dos años y medio, cuando Milei asumió la presidencia, le presentó a la sociedad argentina un contrato bastante explícito. El diagnóstico que ofreció era severo, pero claro: **el país estaba enfermo de desequilibrios macroeconómicos acumulados durante décadas, y para curarlos habría que pasar por el dolor de la medicina.**

El gasto público tenía que bajar, los precios relativos tenían que acomodarse, el Estado tenía que adelgazar. **El costo de ese proceso** —pérdida de poder adquisitivo, incertidumbre laboral, tensión en los bolsillos— **era el precio ineludible de la cura.** La promesa implícita, y en más de una ocasión explícita, era que ese dolor sería transitorio: una vez reencauzada la macroeconomía, vendría el alivio en forma de una economía normal y estable, capaz de producir bienestar para la mayoría.

**Este contrato tuvo una eficacia política notable durante los primeros dos años.** La ciudadanía toleró el ajuste con una paciencia que sorprendió a propios y extraños, en buena medida porque percibía que el diagnóstico de la enfermedad era correcto. Si la inflación era el gran problema, y el gobierno estaba efectivamente bajándola, cabía seguir esperando el beneficio prometido.

**El éxito del oficialismo en las elecciones de medio término de 2025 ratificó esa lectura:** los votantes convalidaron el rumbo, premiaron los avances y le otorgaron al Gobierno la herramienta legislativa para continuar. La desinflación fue reconocida en las urnas y el contrato pareció renovarse con vigor.

No obstante, **el contrato tenía una cláusula no escrita,** una expectativa que comenzó a vencer en el momento en que el ciclo entró en su segunda mitad de mandato: **la llegada del alivio,** el cual hasta ahora no llega. Los salarios reales acumulan meses de caída sostenida, en un proceso en el que la inflación persistente en el rubro de servicios —que no bajó al mismo ritmo que los bienes— fue comiendo el poder adquisitivo de los hogares. La destrucción de empleo supera a la creación en los sectores intensivos en mano de obra, industria y construcción en particular, que no logran recuperar los niveles de actividad del primer semestre de 2025. El consumo masivo —el que mide el nivel de vida cotidiano de la mayoría— no muestra recuperación sostenida. **El ciudadano que aguantó el dolor en la expectativa del alivio tiene hoy motivos concretos para preguntarse cuándo llega ese alivio prometido.**

A ese problema económico se suma un segundo, quizás más dañino en términos de identidad política del ciclo. Milei no sólo ofreció un ajuste macroeconómico: ofreció un cambio de régimen político. La narrativa de la casta, del Estado como instrumento de una clase política que lo usufructúa en beneficio propio, del político corrupto como fenómeno sistémico de la Argentina, fue el otro pilar del proyecto.

El votante de La Libertad Avanza no sólo apostó a que Milei iba a bajar la inflación: apostó a que iba a hacer las cosas de otra manera, a que la corrupción y el aprovechamiento del poder para el beneficio personal iban a ser combatidos con honestidad y consecuencia. Ese era **el segundo pilar que justificaba el sacrificio económico:** si iba a haber dolor, que fuera al menos en el marco de **un sistema político más limpio.**

**Es precisamente ese segundo pilar el que comenzó a agrietarse fuertemente en este último mes frente a los casos LIBRA y Adorni.** El caso LIBRA —la criptomoneda promocionada desde el entorno del Presidente que provocó pérdidas millonarias en pequeños inversores que confiaron en esa señal— y el caso Adorni —en el que el vocero presidencial aparece señalado por haber usado su posición para obtener beneficios económicos indebidos— no son episodios menores. **Son episodios que golpean directamente en el núcleo del contrato político que Milei firmó con sus votantes.**

La magnitud del daño no se mide solo en el plano judicial — que en Argentina raramente es definitorio en el corto plazo— sino en el deterioro de credibilidad que producen. Si el cambio de la cultura política viciosa era el segundo pilar del trato, la evidencia de que ese cambio no estaría ocurriendo tiene el potencial de invalidar el trato entero ante los ojos de quienes más apostaron a él.

La combinación de ambos problemas (ausencia del alivio económico y crisis reputacional por la corrupción) **configura un escenario político de mayor fragilidad** del que sugirió la cómoda mayoría legislativa que el oficialismo había conseguido en el Congreso. La fortaleza parlamentaria sigue siendo una realidad posible, pero esta depende del sustento social del ciclo, es decir, de que la ciudadanía siga considerando que el contrato original vale la pena. Ese sustento es el que se ha venido erosionado fuertemente, cuando no aparece el alivio prometido y cuando se acumula evidencia de que el cambio político tampoco está ocurriendo.

La pregunta que queda abierta al entrar en la segunda mitad del mandato es si el Gobierno tiene la capacidad de revertir esa percepción antes de 2027. Para ello necesitará mostrar dos cosas: que el alivio económico comienza a materializarse en el bolsillo de las familias, y que los episodios de corrupción son la excepción y no la regla del modo en que opera este gobierno. Ninguna de las dos cosas es fácil de lograr, y la mayor dificultad radica en que ambas son necesarias simultáneamente. **El resultado de 2027 será la combinación de: a)** si la gente evalúa que el ciclo logró honrar el contrato firmado en 2023, y **b)** qué tanto pueda llegar a espantar lo que se ofrezca como alternativa.

## ACTIVIDAD

### La economía creció 4,4% en 2025

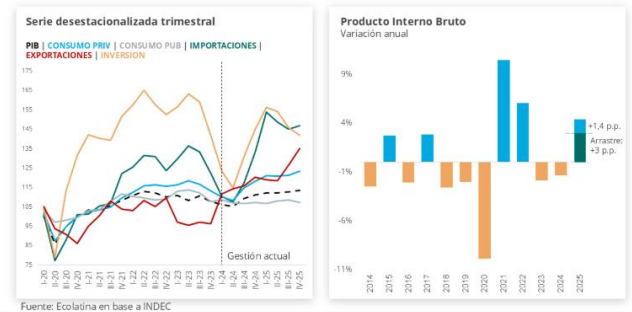
• En el cuarto trimestre de 2025, el Producto Interno Bruto (PIB) creció 0,6% en términos desestacionalizados respecto del trimestre previo (+2,1% i.a.), replicando el ritmo de expansión del tercer trimestre. De este modo, a lo largo del año solo el segundo trimestre registró una contracción, mientras que los restantes evidenciaron crecimiento. En conjunto, el promedio de 2025 se ubicó 4,4% por encima de 2024, marcando el primer año de expansión del PIB desde 2022. No obstante, cerca de 3 p.p. de este crecimiento se explica por el arrastre estadístico de 2024.

• El Estimador Mensual de la Actividad Económica (EMAE) avanzó 0,4% s.e. en enero, siendo la segunda suba mensual consecutiva. A su vez, se posicionó +1,9% en la comparación interanual. Excluyendo al agro, la suba hubiera sido más moderada (+0,3% i.a.). Con el desempeño de enero y la importante suba en diciembre, la actividad alcanzó el máximo de la serie histórica desestacionalizada.

• De cara a febrero, los indicadores adelantados de la actividad cerraron en su mayoría en rojo. Por el lado de la industria dio señales negativas: la producción de automóviles cayó 5% s.e. (-30,1% i.a.), mientras que la producción de acero recortó 10,2% s.e. (-14% i.a.). Con relación a la construcción, el Índice Construya avanzó 16% s.e. (+0,8% i.a.) y los despachos de cemento cayeron 2,8% s.e. (-5,3%). Por su parte, los datos de consumo fueron mixtos en febrero: las ventas minoristas PYME avanzaron 2,6% s.e. (-5,6% i.a.) y la confianza del consumidor cayó 4,7% s.e., posicionándose 6,1% por debajo de febrero del 2025.

En el cuarto trimestre de 2025, el Producto Interno Bruto (PIB) creció 0,6% en términos desestacionalizados respecto del trimestre previo (+2,1% i.a.), replicando el ritmo de expansión del tercer trimestre. De este modo, a lo largo del año solo el segundo trimestre registró una contracción, mientras que los restantes evidenciaron crecimiento. En conjunto, el promedio de 2025 se ubicó 4,4% por encima de 2024, marcando el primer año de expansión del PIB desde 2022. No obstante, cerca de 3 p.p. de este crecimiento se explica por el arrastre estadístico de 2024, lo que sugiere que la mejora respondió en gran medida a la inercia del nivel de actividad heredado.

#### CRECIMIENTO DEL PIB EN 2025



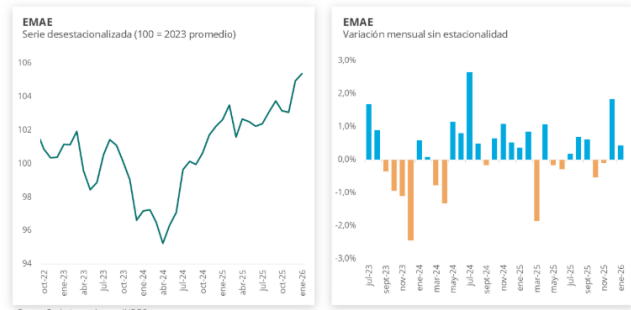
Al analizar la dinámica por componentes, en el último trimestre del año el crecimiento estuvo impulsado principalmente por el consumo privado (+1,7% s.e.) y las exportaciones (+5,0% s.e.), mientras que el consumo público (-1,0% s.e.) y la inversión (-2,8% s.e.) registraron caídas. Por su parte, las importaciones crecieron 1,2% s.e. En consecuencia, todos estos cerraron el año considerablemente por encima del 2024 en el promedio, **exceptuando al consumo público que está prácticamente frenado (+0,2%)**. Por su parte, **el consumo privado avanzó 7,9%, alcanzando un nuevo máximo histórico**, mientras que las exportaciones crecieron 7,6% y superaron el nivel récord registrado en 2024, impulsadas principalmente por el sector primario. En paralelo, en un contexto de mayor apertura comercial, las importaciones se expandieron 27%, superando el máximo previo de 2017 y alcanzando un récord histórico. Estas últimas contribuyeron a dinamizar la inversión, que se expandió 16,4% en el año.

Con foco en el **consumo privado**, se observa que fue **perdiendo impulso a lo largo del año**. A comienzos del período, la desaceleración de la inflación favoreció la recuperación del salario real y permitió una mayor previsibilidad en las decisiones económicas, como la toma de crédito y la adquisición de bienes durables. A ello se sumaron una mayor oferta de bienes importados y la apreciación del tipo de cambio. **En este contexto, el consumo privado exhibió una dinámica a dos velocidades:** mayor dinamismo en los bienes durables e importados, en detrimento del consumo masivo. **Con el correr de los meses, este impulso inicial comenzó a perder fuerza.** La aceleración de la inflación y la consecuente pérdida de poder adquisitivo del salario real, junto con una desaceleración del crédito hasta presentar caídas (y terminar en elevados niveles de mora), fueron erosionando la capacidad de consumo.

## Segunda suba consecutiva de la actividad

## ¿Qué esperamos hacia adelante?

SEGUNDO MES DE SUBA DE LA ACTIVIDAD

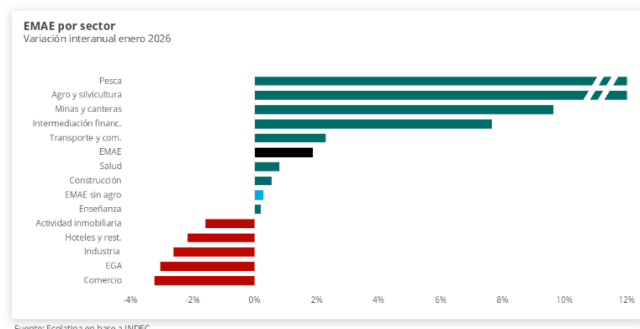
ECOLATINA  
Economics

El Estimador Mensual de la Actividad Económica (EMAE) avanzó 0,4% s.e. en enero, siendo la segunda suba mensual consecutiva. A su vez, se posicionó +1,9% en la comparación interanual. Excluyendo al agro, la suba hubiera sido más moderada (+0,3% i.a.). Con el desempeño de enero y la importante suba en diciembre, la actividad alcanzó el máximo de la serie histórica desestacionalizada.

Este máximo en la actividad, a diferencia de períodos anteriores, se alcanzó con la industria y la construcción en niveles históricamente bajos, reflejando un patrón de crecimiento distinto, impulsado por nuevos sectores. Esto se evidencia en el fuerte avance del agro (+25,1% i.a.), la explotación de minas y canteras (+9,6% i.a.) y la intermediación financiera (+7,7% i.a.). En contraste, la industria manufacturera cayó 2,6% i.a., el comercio retrocedió 3,2% y la construcción apenas registró un crecimiento de 0,5% i.a.

En particular, el dato de enero para la industria manufacturera la ubica 12% por debajo del promedio de 2025 y 20% por debajo del promedio de 2023. Este deterioro también se refleja en las encuestas empresariales del sector: más de la mitad de los encuestados señala que el volumen de pedidos se encuentra por debajo de lo normal y un tercio considera que la situación actual de su empresa es mala. Entre los principales factores mencionados se destaca la insuficiencia de la demanda interna (52%), seguida por la competencia de productos importados (12%). Asimismo, un 16% de las firmas prevé reducir su dotación de personal en los próximos tres meses. En la misma línea, el deterioro del comercio también se observa en las encuestas del sector. El 29% de los empresarios califica la situación comercial de su empresa como mala y la misma proporción considera difícil el acceso al crédito. Además, más de la mitad identifica al bajo nivel de actividad como la principal limitante para expandirse, seguido por el costo laboral (25%). Respecto del empleo, el 20% espera reducir la cantidad de personal en los próximos meses, mientras que apenas 1,3% prevé incrementarla.

CRECIMIENTO IMPULSADO POR LOS SECTORES PRIMARIOS

ECOLATINA  
Economics

Desde la segunda mitad de 2025, la actividad dejó atrás la etapa de recuperación e ingresó en una fase de enfriamiento, alternando meses de subas y caídas. Diciembre marcó un rebote tras varios meses de retrocesos y enero mostró un crecimiento moderado. Sin embargo, todavía no hay señales claras de que esa mejora pueda sostenerse. De cara a febrero, los indicadores adelantados de la actividad cerraron en su mayoría en rojo.

Por el lado de la industria dio señales negativas: la producción de automóviles cayó 5% s.e. (-30,1% i.a.), mientras que la producción de acero recortó 10,2% s.e. (-14% i.a.). Con relación a la construcción, el Índice Construya avanzó 16% s.e. (+0,8% i.a.) y los despachos de cemento cayeron 2,8% s.e. (-5,3%). Por su parte, los datos de consumo fueron mixtos en febrero: las ventas minoristas PYME avanzaron 2,6% s.e. (-5,6% i.a.) y la confianza del consumidor cayó 4,7% s.e., posicionándose 6,1% por debajo de febrero del 2025.

Para el año, el sector primario seguirá siendo uno de los principales impulsores de la actividad. Además, el crédito privado podría mostrar una recuperación, mientras que los ingresos reales no mostrarían una recuperación pronunciada como para ser un factor de principal dinamismo de la actividad. Como consecuencia, estimamos que la economía pueda crecer levemente por encima de su arrastre estadístico (de en torno a 0,7 p.p.) para el promedio de 2026, ubicándose en la zona del 2%.

## Precios

## Primer trimestre en torno al 3% mensual

• El IPC Nacional de INDEC registró una suba de 2,9% mensual en febrero, manteniéndose en el mismo nivel que en enero y acumulando 5,9% en el primer bimestre del año. En términos interanuales, la inflación alcanzó 33,1%, registrando la variación interanual más alta desde agosto.

• En términos de categorías, los precios Regulados mostraron la mayor variación mensual (+4,3%), seguidos por el IPC Núcleo (+3,1%), mientras que los Estacionales registraron una caída de -1,3% en el mes.

• Para marzo estimamos que la inflación se mantenga en la zona del 3%. A la resistencia inflacionaria que se viene observando a comienzos de año se le suma los aumentos típicos del tercer mes del año, vinculados a educación por el comienzo de clases y a indumentaria con el cambio de temporada.

El IPC Nacional de INDEC registró una suba de 2,9% mensual en febrero, manteniéndose en el mismo nivel que en enero y acumulando 5,9% en el primer bimestre del año. La medición se ubicó por encima del Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM), que esperaba 2,7% para el mes. En términos interanuales, la inflación alcanzó 33,1%, registrando la variación interanual más alta desde el pasado agosto, poniendo en evidencia que se estancó la desinflación de la economía.

En términos de categorías, los precios Regulados mostraron la mayor variación mensual (+4,3%), seguidos por el IPC Núcleo (+3,1%), mientras que los Estacionales registraron una caída de -1,3% en el mes.

La aceleración de los precios regulados estuvo principalmente vinculado a las subas en tarifas de gas, agua y electricidad en la mayoría de las regiones, así como a cambios en los esquemas de subsidios aplicados en distintas provincias. De hecho, la inflación general fue igual o superó el 3% en todas las regiones, exceptuando el AMBA.

Por otro lado, la inflación núcleo mostró una aceleración (+0,4 p.p. respecto al dato de enero y 33,6% i.a.) y exhibió la variación más elevada desde abril del año pasado. De hecho, la “inflación subyacente” que sigue el BCRA, a la cual le restan la evolución de carnes y alquileres a los precios núcleo, mostró una variación de 2,4% en febrero, también acelerándose respecto a los meses previos.

tuvieron la menor evolución mensual luego de un enero influido por el comportamiento de frutas, verduras y turismo.

En cuanto a las divisiones del índice, la mayor suba se registró en Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles (+6,8%), impulsada principalmente por las actualizaciones tarifarias (casi 12% en el agregado nacional). En segundo lugar, se ubicó Alimentos y bebidas no alcohólicas (+3,3%), donde volvió a destacarse la incidencia de carnes y derivados (+6,6%, por encima del nivel general por quinto mes consecutivo). En contraste, las menores variaciones del mes se observaron en Bebidas alcohólicas y tabaco (+0,6%), y Prendas de vestir y calzado que prácticamente no registró cambios (-0,0%) por cuestiones estacionales.

### Perspectivas 2026

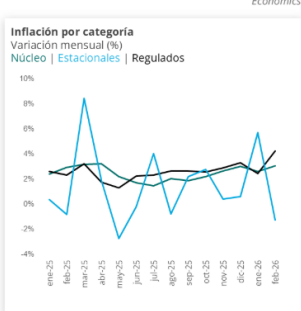
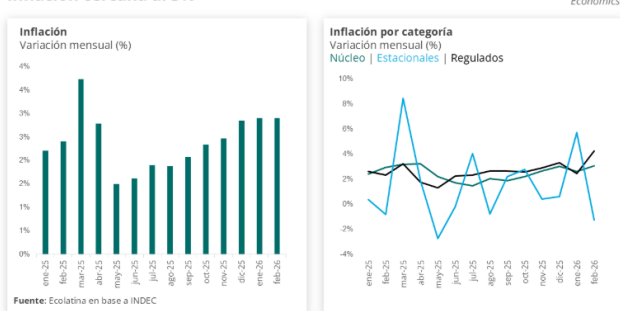
Para marzo estimamos que la inflación se mantenga en la zona del 3% (por caso, el IPC GBA Ecolatina alcanzó 3,3% en el tercer mes del año). Al ritmo inflacionario que se viene observando a comienzos de año se le suma los aumentos típicos del tercer mes del año, vinculados a educación por el comienzo de clases y a indumentaria con el cambio de temporada. Además, se le sumará el impacto del incremento de combustibles desde principios de marzo, en conjunto a la suba del transporte público en AMBA.

Con todo, el primer trimestre cerrará con una inflación que acumulará cerca del 9%, condicionando la expectativa de que la inflación de 2026 esté muy por debajo de la del año pasado. De hecho, para que la inflación alcance el 26% interanual en diciembre que espera la mediana del REM, la suba de precios debería promediar un 1,6% entre abril -diciembre.

Hacia adelante, es probable que, una vez superados los factores estacionales y los principales ajustes tarifarios del comienzo del año, la inflación vuelva a mostrar una desaceleración moderada durante los próximos meses. En ese escenario, las variaciones mensuales podrían alejarse de la zona del 3%, aunque difícilmente retornen en el corto plazo a los mínimos observados a mediados de 2025. De este modo, el escenario más probable es que la inflación se mantenga mayormente en torno al 2% mensual durante buena parte del año, reflejando una dinámica más estable pero todavía lejos de niveles de la desinflación deseada por el gobierno.

El comportamiento del tipo de cambio también será un factor clave para la trayectoria de los precios. Hasta el momento, el panorama cambiario se mantiene relativamente estable, lo que contribuye a moderar presiones inflacionarias en el corto plazo. Sin embargo, el objetivo de acumulación de reservas internacionales por parte del BCRA, junto con el funcionamiento del actual esquema cambiario, podría limitar el margen para una apreciación real más marcada que contribuya a una desinflación pronunciada.

Inflación cercana al 3%



Por último, respecto a los precios estacionales, mostraron la evolución interanual más baja de las categorías (+22,6% i.a.) y

Por su parte, si bien las **paritarias** continuarán corriendo de atrás con esta aceleración de la inflación, las negociaciones **tendrán un piso más alto**, aportando su parte a la inercia de los últimos meses.

En este marco, si bien el actual esquema macroeconómico brinda **cierto anclaje para las expectativas de inflación**, también sugiere que la velocidad del proceso de desinflación podría ser más gradual hacia adelante.

## POLÍTICA FISCAL

### Superávit fiscal en un contexto de ingresos frágiles

- En febrero, el Sector Público Nacional registró un superávit financiero de \$0,14 billones, explicado por un resultado primario de \$1,41 billones y pagos de intereses por \$1,26 billones. Así, el superávit primario acumulado en el primer bimestre se ubicó en torno al 0,4% del PIB. Haciendo foco en los ingresos, en febrero se profundizó la contracción en términos reales y desestacionalizados respecto del mes previo, explicada por la caída de los ingresos tributarios, con menores recursos vinculados al comercio exterior y a la seguridad social. Por el lado del gasto, tras el repunte puntual de enero, en febrero se retomó la senda contractiva. La caída mensual se explicó principalmente por menores erogaciones en gasto social, salarios y transferencias a universidades. En contraste, los subsidios económicos continuaron mostrando una trayectoria ascendente en el margen.

- Pese a que tanto los ingresos como los gastos muestran caídas, los primeros lo hacen a un mayor ritmo, lo que comienza a reflejarse en una compresión de los resultados fiscales. En concreto, el superávit primario se ubicó un 10% por debajo del registrado en febrero de 2025 y un 40% por debajo del de febrero de 2024. Por su parte, el resultado financiero evidenció una caída aún más marcada, al situarse 65% por debajo del nivel de un año atrás y 80% por debajo del observado en 2024. En este marco, resulta relevante detenerse en la estrategia de financiamiento adoptada por Gobierno.

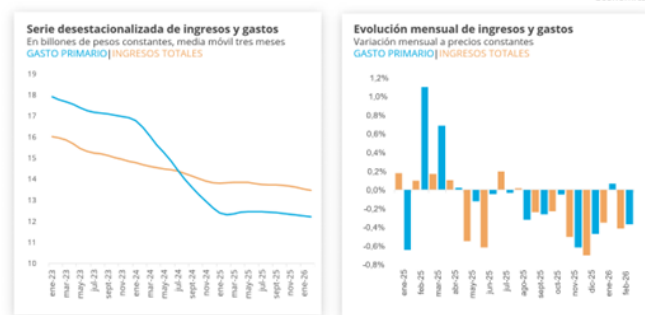
- Con el cambio de gobierno, el superávit fiscal dejó de ser una novedad para convertirse en el eje ordenador del programa económico. Sin embargo, transcurrido el primer bimestre de 2026 surgen interrogantes en torno a la dinámica y sostenibilidad de este resultado. En síntesis, de no observarse una recuperación más robusta de la actividad, la dinámica de los ingresos podría continuar mostrando debilidad. En ese escenario, el sostenimiento del superávit fiscal tenderá a depender crecientemente de ingresos extraordinarios

o de una mayor compresión del gasto en subsidios en un contexto donde podrían emerger tensiones sobre el ancla inflacionaria.

En febrero, el **Sector Público Nacional (SPN)** registró un superávit financiero de \$0,14 billones, explicado por un resultado primario de \$1,41 billones y pagos de intereses por \$1,26 billones. Así, el superávit primario acumulado en el primer bimestre se ubicó en torno al 0,4% del PIB, en línea con la dinámica de los últimos dos años.

### INGRESOS Y GASTOS PROFUNDIZAN LA CAÍDA

ECOLATINA  
Economics



Fuente: Ecolatina en base a MECON

Haciendo foco en los ingresos, en febrero se profundizó la contracción en términos reales y desestacionalizados respecto del mes previo, con caídas tanto en los ingresos tributarios como en los recursos vinculados al comercio exterior y a la seguridad social. Por el lado del gasto, tras el repunte puntual de enero, en febrero se retomó la senda contractiva. La caída mensual se explicó principalmente por menores erogaciones en gasto social, salarios y transferencias a universidades. En contraste, los subsidios económicos continuaron mostrando una trayectoria ascendente en el margen.

### Claves de la dinámica de ingresos y gastos

En esta oportunidad, los ingresos totales evidenciaron una caída real de 8,9% i.a., **acumulando siete meses consecutivos en rojo**. En términos reales, **el nivel observado resulta el más bajo de los últimos diez años**, excluyendo los registros excepcionales de abril y mayo de 2020 en el contexto de la pandemia.

Al interior, y en línea con lo anticipado por el dato de recaudación, los **ingresos tributarios** también acumulan siete meses de contracción (-10% i.a. real), en un contexto de caídas generalizadas. Los tributos vinculados al nivel de actividad mantienen el ritmo contractivo del mes previo: el **IVA** retrocedió 13% i.a., **Ganancias** 4% i.a. y los aportes a la **Seguridad Social** 5% i.a. Por su parte, los recursos asociados al comercio exterior continúan exhibiendo fuertes caídas, con los **Derechos de Exportación** retrocediendo 40% i.a. -séptima caída consecutiva por las menores alícuotas- y los **Derechos de Importación** disminuyendo 31% i.a. producto de la desaceleración de

las importaciones y la alta base de comparación dado el crecimiento que tuvieron en los primeros meses del año anterior. En la misma línea, Bienes Personales (-14% i.a.), Impuestos Internos (-15% i.a.) y el impuesto a los Débitos y Créditos (-7,7% i.a.) también registraron contracciones significativas. Como contrapartida, el ítem que comprende el resto de los tributos mostró una leve mejora real (+2% i.a.), interrumpiendo catorce meses consecutivos de caída, impulsado principalmente por la recuperación del impuesto a los **Combustibles** (+18% i.a. real).

Por el lado del gasto, el **gasto primario** se contrajo 8,8% i.a. en términos reales, ubicándose en niveles comparables a los de enero de 2024, cuando se desplomó 40% i.a. Al interior de los gastos corrientes, las **prestaciones sociales** cayeron 7% i.a. No obstante, hacia adentro se observa una dinámica heterogénea: las **Jubilaciones y Pensiones** (+1,8% i.a.) y la **AUH** (+11,3% i.a.) se mantuvieron en terreno positivo, en línea con su esquema de indexación. En contraste, los **Programas Sociales** exhibieron un fuerte ajuste (-62% i.a.), al igual que las prestaciones del PAMI (-12% i.a.), otras asignaciones familiares (-4,2% i.a.) y las Pensiones No Contributivas (-1,2% i.a.). En materia de **subsidios económicos**, se registró una caída de 2,1% i.a., explicada por menores erogaciones en transporte y otros conceptos, que más que compensaron el incremento en energía (+68% i.a.). En paralelo, los **gastos de funcionamiento**, donde se incluyen salarios públicos, continúan mostrando una trayectoria descendente sostenida durante el último año. Por último, las **transferencias discrecionales** a provincias profundizan su ajuste y alcanzan el nivel más bajo de los últimos diez años, sólo superado por el mínimo observado en febrero de 2024. En tanto, las transferencias a universidades registraron una leve caída real (-1,2% i.a.), ubicándose en niveles similares a los de febrero de 2023.

**Pese a que tanto los ingresos como los gastos muestran caídas, los primeros lo hacen a un ritmo mayor, lo que comienza a reflejarse en una compresión de los resultados fiscales.** En concreto, el superávit primario se ubicó un 10% por debajo del registrado en febrero de 2025 y un 40% por debajo del de febrero de 2024. Por su parte, el resultado financiero evidenció una caída aún más marcada, al situarse 65% por debajo del nivel de un año atrás y 80% por debajo del observado en 2024.

En este marco, resulta relevante detenerse en la **estrategia de financiamiento adoptada por el Gobierno**. Desde mediados de 2024, el Tesoro comenzó a priorizar la colocación de instrumentos a tasa fija, en un contexto de desinflación. En muchos casos, estos instrumentos presentan además la particularidad de capitalizar intereses -es decir, se incorporan al capital a una tasa preestablecida-, por lo que no se registran como pagos de intereses corrientes al momento de calcular el resultado financiero. No obstante, en las licitaciones más recientes se observa un **cambio en la composición de la deuda colocada**, con una mayor participación de instrumentos ajustables por CER y

dólar linked (DLK). A diferencia de los instrumentos a tasa fija, estos títulos están indexados, lo que en un contexto de inflación creciente incrementa el costo financiero.

Asimismo, en los últimos meses se incorporaron al menú de Finanzas **emisiones de bonos hard dollar**, que se caracterizan por devengar intereses de manera mensual. Hasta el momento, se colocaron aproximadamente USD 745 millones del AO27 y USD 186 millones del AO28, mientras que los montos autorizados alcanzan un valor nominal de USD 2.000 millones para cada uno. A diferencia de los instrumentos previamente mencionados, estas colocaciones implican una carga explícita de intereses. En este sentido, una mayor utilización de estos instrumentos podría presionar sobre el resultado financiero, en línea con la estrategia de absorber dólares del mercado local sin recurrir a endeudamiento externo.

### ¿Qué esperamos hacia adelante?

Con el cambio de gobierno, el superávit fiscal dejó de ser una novedad para convertirse en el eje ordenador del programa económico. Sin embargo, **transcurrido el primer bimestre de 2026 surgen interrogantes en torno a la dinámica y sostenibilidad de este resultado.**

En materia de ingresos, la estrategia oficial se ha orientado a la **reducción de la carga tributaria** en determinados frentes, en línea con las modificaciones impulsadas a partir de la Ley Bases, la baja de alícuotas vinculadas al comercio exterior en 2025 y los cambios introducidos por la reciente Ley de Modernización Laboral en 2026, entre otros. No obstante, este enfoque convive con una **estructura de recursos altamente dependiente del nivel de actividad interna**: aproximadamente el 80% de la recaudación tributaria se explica por impuestos como IVA, Ganancias y aportes a la Seguridad Social.

En este marco, si bien la actividad económica mostró en 2025 un crecimiento anual promedio de 4.4% según EMAE, la dinámica sectorial fue heterogénea, con sectores que impulsaron la expansión -financiero, agro y energía- y otros que continuaron rezagados, como la industria y la construcción. En consecuencia, **la evolución de la recaudación luce condicionada si no se observa una reactivación más generalizada de estos sectores dinamizadores de la economía.**

En otro orden de cosas, la suba del precio internacional del crudo en las últimas semanas en el marco del conflicto en Medio Oriente activó automáticamente el esquema de retenciones sobre las exportaciones de petróleo, elevando la alícuota al 8% para el crudo convencional. Si bien esto podría aportar ingresos adicionales en el corto plazo, responde a factores externos y de carácter transitorio.

Por el lado del gasto, predomina una alta rigidez: cerca del 70% de las erogaciones se encuentran indexadas, lo que reduce la

capacidad de ajuste en términos reales y concentra la intervención en partidas más discrecionales, como la inversión pública y los subsidios económicos. No obstante, la reciente aceleración inflacionaria -con registros en torno al 3% mensual en enero y febrero- y el incremento de las expectativas de inflación complejizan la estrategia. En particular, **una eventual profundización del recorte de subsidios para sostener la meta de superávit podría trasladarse a precios y tensionar el proceso de desinflación**. De este modo, emerge el interrogante respecto del balance que buscará el Gobierno entre la reducción de la inflación y el ajuste de tarifas que colabore con el objetivo fiscal.

En síntesis, de no observarse una recuperación más robusta de la actividad, la dinámica de los ingresos podría continuar mostrando debilidad. En ese escenario, el sostenimiento del superávit fiscal tenderá a depender crecientemente de ingresos extraordinarios o de una mayor compresión del gasto en subsidios en un contexto donde podrían emerger tensiones sobre el ancla inflacionaria.

## SECTOR EXTERNO

### Energía y minería, claves del superávit

- En febrero, el intercambio comercial mantuvo un resultado positivo, con un superávit de USD 1.438 M, acumulando 27 meses consecutivos de saldo comercial. Además, alcanzó USD 2.963 M en el primer bimestre.

- El desempeño del mes continuó apoyándose en el aporte del sector energético, que sumado al sector minero mostraron un saldo acumulado en torno a los USD 2.500 M en el primer bimestre, explicando más del 80% del superávit comercial.

- Las exportaciones totales fueron USD 5.962 M (-2,9% i.a.), registrando una caída respecto a igual mes del año anterior. La contracción se explicó principalmente por una disminución en las cantidades exportadas (-7,1% i.a.), mientras que los precios mostraron una mejora (+4,4% i.a.). Por otro lado, las importaciones fueron de USD 5.174 M (-11,8% i.a.), con una reducción en las cantidades importadas (-14,9% i.a.) y con precios al alza (+3,7% i.a.).

### ¿Qué pasó con el intercambio comercial de febrero?

En febrero, el intercambio comercial de bienes mantuvo un superávit de USD 1.438 M, acumulando 27 meses consecutivos de saldo positivo y mostrando una mejora respecto al resultado de febrero 2025 (USD 275 M). Además, acumuló USD 2.963 M en el primer bimestre.

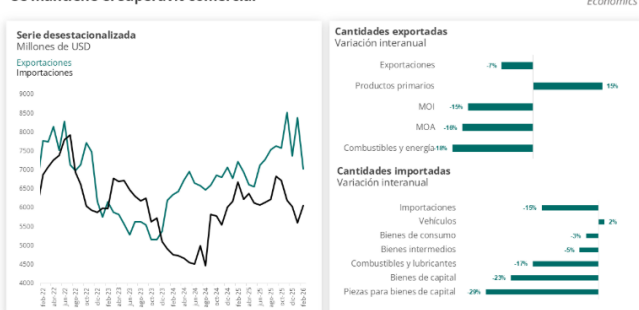
**El desempeño del mes continuó apoyándose en el aporte del sector energético**, que volvió a registrar un superávit (USD 486 M, acumulando USD 1.268 M en el primer bimestre), en un contexto donde las exportaciones del rubro combustibles y energía mostraron un saldo por USD 631 M (USD 1.563 M en el primer bimestre), mientras que las importaciones del segmento permanecieron contenidas (USD 145 M en febrero, USD 294 M acumulado).

En conjunto, **un sector que cobró central relevancia en el saldo comercial es el minero**. Según datos de la Secretaría de Minería, las exportaciones en el primer bimestre alcanzaron USD 1.513 M utilizando datos aduaneros, mientras que las importaciones de minerales fueron USD 218 M, **mostrando un superávit de USD 1.295 M para los primeros dos meses del 2026**. Descontando energía y minería, se observa que el resto del resultado comercial en el primer bimestre es cercano a los USD 400 M, dando cuenta la importancia estructural que cobraron estos dos segmentos.

**Las exportaciones totales fueron de USD 5.962 M (-2,9% i.a.)**. En términos desestacionalizados, las ventas externas descendieron -16,2% respecto a enero, lo que marcó una corrección luego del fuerte registro del primer mes del año (habían crecido +13,6% mensual s.e.).

Dentro de las ventas externas, en febrero se observó una dinámica más heterogénea entre rubros. Los **Productos Primarios (PP)** totalizaron USD 1.750 M (+8,2% i.a.), mientras que las **Manufacturas de Origen Industrial (MOI)** registraron un saldo por USD 1.747 M (+8,6 % i.a.), aunque explicado en su totalidad por un incremento en los precios (+27,3% i.a.) que más que compensó la baja en cantidades (-14,5% i.a.). Por su parte, las **Manufacturas de Origen Agropecuario (MOA)** alcanzaron USD 1.834 M (-10,1 % i.a.).

Se mantiene el superávit comercial



los meses previos. En cuanto a la composición por usos económicos, en febrero se observó una caída generalizada en la mayoría de los rubros de importación.

En particular, los **Bienes de Capital (BK)** totalizaron USD 1.061 M (-17,6 % i.a.), mientras que los **Bienes Intermedios (BI)** alcanzaron USD 1.779 M (-4,1% i.a.) y las **Piezas y accesorios para bienes de capital (PyA)** se ubicaron en USD 921 M (-24,9 % i.a.), evidenciando una contracción en los principales componentes vinculados a la producción.

Por su parte, los Bienes de Consumo (BC) registraron USD 802 M (-3,0% i.a.), en tanto que los Vehículos automotores de pasajeros totalizaron USD 370 M (-5,7% i.a.), mostrando también caídas interanuales. Finalmente, el rubro Resto -que incluye principalmente envíos puerta a puerta - alcanzó USD 96 M (+115,9 % i.a.), siendo el único componente con crecimiento en el mes. De esta manera, **la dinámica de febrero reflejó una contracción más extendida de las importaciones**, tanto en los rubros asociados a la producción como al consumo.

**El índice de términos del intercambio** -que refleja la relación entre los precios de exportación y los de importación- registró una mejora en el mes, impulsada por un incremento interanual de los precios de exportación (+4,4% i.a.) superior al observado en los precios de importación (+3,7% i.a.). En este sentido, si hubieran prevalecido los precios de febrero de 2025, el saldo comercial habría sido aproximadamente USD 39 M menor, evidenciando un aporte positivo del canal de precios. No obstante, **el resultado comercial de febrero continuó explicado principalmente por la dinámica de cantidades**: la caída en los volúmenes exportados (-7,1% i.a.) fue menor a la contracción en las cantidades importadas (-14,9% i.a.).

Para finalizar, cabe mencionar que la Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos (saldo contable que muestra las transacciones reales del país con el resto del mundo) mostró una mejora en el cuarto trimestre de 2025, aunque insuficiente para revertir el desequilibrio anual. En detalle, el último trimestre se registró un superávit de USD 2.294 M (+0,4% del PIB), impulsado por el sólido desempeño del comercio de bienes, que más que compensó los persistentes déficits en servicios e ingreso primario. Sin embargo, **en el acumulado del 2025 la Cuenta Corriente cerró con un déficit de USD 7.582 M (-1,1% del PIB)**.

#### 2026 con superávit de bienes

De cara a 2026, **se espera una mayor normalización en el frente comercial**, luego de algunos factores atípicos observados durante el año previo. En 2025, las importaciones desestacionalizadas mostraron un crecimiento sostenido hasta la previa electoral, para luego contraerse hacia el cierre del año (teniendo en cuenta que prevalecieron fuertes incentivos a adelantar compras externas). Por su parte, las exportaciones

se vieron impulsadas por incentivos transitorios, como fue la quita de retenciones.

**Un 2026 caracterizado por un esquema cambiario preanunciado y una menor incertidumbre política tendería a reducir este tipo de distorsiones** y prevalecería un entorno de mayor previsibilidad para el comercio exterior. De este modo, tanto exportaciones como importaciones podrían comenzar a reflejar de manera más clara los factores estructurales, en lugar de responder a incentivos transitorios o factores excepcionales.

A su vez, **estimamos que el saldo energético y minero permitan que el superávit comercial se sostenga durante todos los meses de 2026**, con el resto del saldo intercalando meses de déficit y superávit. En este sentido, la evolución del conflicto en Medio Oriente introduce un factor adicional de incertidumbre sobre los precios internacionales de estos segmentos. Una suba en el precio del petróleo puede fortalecer el aporte del sector energético (por caso, el precio del petróleo Brent acumuló una suba cercana al 48% de punta a punta en marzo), mientras que el reciente comportamiento del oro (finalizó con una caída de -1,5% en el mismo periodo) sugiere que el efecto precio sobre el sector minero podría ser más acotado, limitando su contribución adicional al frente externo. De todas maneras, el efecto predominante sobre estos sectores continuará viniendo por el lado de las cantidades, sumado a términos del intercambio jugando a favor.

En lo que respecta a la cosecha gruesa, de acuerdo con los últimos informes de la Bolsa de Comercio de Rosario (BCR), la campaña 2025/26 mantiene un **escenario productivo elevado**, con estimaciones en torno a 47-48 Mt de soja y aproximadamente 62 Mt de maíz. No obstante, informes recientes de la bolsa de comercio destacan que la mejora en los rindes iniciales de soja convive con la amenaza concreta de interrupciones en la cosecha y pérdidas de calidad producto de un giro abrupto en las condiciones climáticas con el reciente inicio de las lluvias.

En suma, **estimamos que las exportaciones totales podrían alcanzar cerca de los USD 90.000 M en 2026**, con un superávit comercial cerca de los USD 10.000 M, similar al saldo del año anterior.

## POLÍTICA MONETARIA Y CAMBIARIA

### Primer test aprobado del esquema cambiario

- El esquema cambiario-monetario redondeó un marzo positivo. En un contexto de menor nivel y volatilidad de las tasas, el tipo de cambio se mantuvo casi inalterado: en promedio se redujo 0,9% respecto a febrero (-1,1% de punta a punta) y amplió la distancia promedio al techo de la banda al 17% (cerró marzo en torno al 20%) desde 13% en febrero. En paralelo, el BCRA compró USD 1.671 M durante marzo y mantuvo un ritmo de compras similar al de febrero (USD 84 M promedio diario vs USD 86 M en febrero).

- Lo destacable de la dinámica del tipo de cambio es que se dio en un frente internacional convulsionado por el conflicto de Medio Oriente. En este sentido, el esquema cambiario aprobó su primer *stress test* exógeno y salió relativamente holgado en un mundo donde la incertidumbre reinó (y reina) producto de la falta de definiciones en torno a la extensión y la agudización que tendrá el conflicto. En otro orden, los datos del mercado cambiario por febrero mostraron una oferta creciente y una demanda relativamente estable, lo que permite entender el rally de compras del BCRA en lo que va del 2026. Resumidamente, la energía y la minería siguen aumentando su contribución, y las importaciones de bienes se ubican en los menores niveles desde la normalización del comercio exterior en 2025. En marzo, la dinámica continuó, con el sector agropecuario acelerando la liquidación en las puertas del inicio de la cosecha gruesa.

- Esto nos permite pensar en un mercado de cambios que será favorable para el programa de acumulación del BCRA al menos hasta mediados de año. La contribución del sector agropecuario será creciente en la medida en que ingresemos a la liquidación de la cosecha gruesa y el sector energético y minero seguirán aportando divisas, aunque esperamos que la demanda se vaya normalizando a partir de importaciones que en algún momento revertirá la tendencia negativa. La cuestión en todo esto será cuánto de las compras que realice el Central podrán traducirse en una acumulación genuina de divisas, aspecto ligado íntimamente a un Tesoro que deberá oxigenar el programa financiero en algún momento de 2026.

El esquema cambiario-monetario redondeó un marzo positivo. El alivio monetario implementado desde mediados de febrero mantuvo su marcha, lo que permitió que los bancos mantengan una posición en pesos más holgada y que la tasa de interés pasiva de referencia converja al piso del 20% TNA con el que opera el BCRA en la ventana de simultáneas en el mercado secundario. En un contexto de menor nivel y volatili-

dad de las tasas, el tipo de cambio se mantuvo casi inalterado: en promedio se redujo 0,9% respecto a febrero (-1,1% de punta a punta) y amplió la distancia promedio al techo de la banda al 17% (cerró marzo en torno al 20%) desde 13% en febrero. En paralelo, el BCRA compró USD 1.671 M durante marzo y mantuvo un ritmo de compras similar al de febrero (USD 84 M promedio diario vs USD 86 M en febrero).

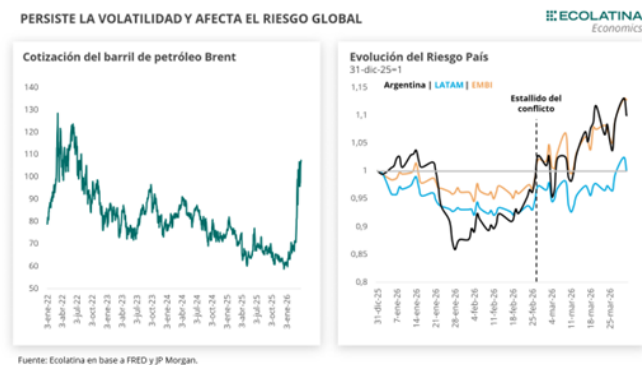
Lo destacable de la dinámica del tipo de cambio es que se dio en un frente internacional convulsionado por el conflicto de Medio Oriente. En este sentido, el esquema cambiario aprobó su primer *stress test* exógeno y salió relativamente holgado en un mundo donde la incertidumbre reinó (y reina) producto de la falta de definiciones en torno a la extensión y la agudización que tendrá el conflicto. Por lo pronto, el tipo de cambio real se apreció 5,1% (quedando 6,9% por debajo del tipo de cambio previo a la salida parcial del cepo en abril del 2025) fruto de la aceleración inflacionaria local y la mencionada estabilidad que contrasta contra monedas emergentes depreciándose al calor del conflicto (el Real brasileño promedia un alza cercana al 2% desde entonces) y una apreciación de dólar a nivel global (1,9%).

Una cuestión del conflicto es el *trade-off* que abre para Argentina. Por un lado, el shock es positivo para los términos de intercambio domésticos. Resumidamente, los precios de las *commodities* sufrieron un aumento a nivel global que permite engrosar el balance comercial (máxime en unas importaciones que lucen estancadas). Visto en números, el Índice de Precios de las Materias Primas elaborado por el BCRA (precio promedio ponderado de las principales exportaciones argentinas) aumentó 11% desde el inicio del conflicto en Medio Oriente, destacándose naturalmente el petróleo (+66%) y en menor medida los productos agropecuarios (+6%).

Por otro lado, se abre un potencial shock negativo en el aspecto financiero. En la medida en que el conflicto se extienda, las consecuencias inflacionarias y en la actividad sobre los principales países desarrollados abre las puertas a que los principales bancos centrales tomen cartas en el asunto. De hecho, desde el estallido del conflicto crecieron las probabilidades de que bancos como los de Inglaterra o de Europa aumenten la tasa en el corto plazo, e incluso el mercado espera que la FED (banco central de Estados Unidos) ahora no recorte la tasa de interés este año. Este entorno financiero más volátil redujo el apetito global por deuda emergente, lo que elevó la prima de riesgo del segmento a los valores más elevados del año. En detalle, el EMBI y el índice de LATAM acumularon un alza del +10,6% y +2,8%, respectivamente, respecto a los valores previo al conflicto, y el Riesgo País local hizo lo propio al subir 7% hasta ubicarse por encima de los 600 puntos básicos. Naturalmente, un mundo más convulsionado y capitales replegados aleja el arco para un potencial retorno del Gobierno a los mercados financieros internacionales, apuntalando la estrategia de Caputo de obtener fuentes de financiamientos alternativas

y apostar a capturar argendólares en las licitaciones en moneda dura bajo legislación local.

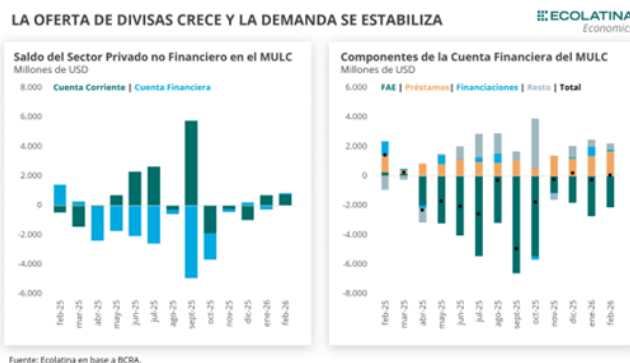
Continuando, los **egresos por turismo**, que fueron un componente relevante en la temporada de verano de 2024-25, perdieron dinamismo al calor de un tipo de cambio real mayor y monedas vecinas (en especial Brasil) menos depreciadas. En concreto, la salida neta fue de USD 562 M (-44% i.a.) y acumula USD 1.310 M en el primer bimestre (por debajo de 2025, pero el más elevado desde 2019 en términos reales).



Dejando a un lado esto, nos parece una buena oportunidad para analizar el resultado del MULC de febrero, lo que nos dará pistas para comprender la dinámica reciente de las compras del Central. Yendo a los grandes números, el **Sector Privado no Financiero fue oferente neto de divisas por USD 850 M** (vs USD 428 M en enero), producto de una Cuenta Corriente superavitaria por USD 770 M y una Cuenta Financiera levemente positiva de USD 70 M.

Detrás de esto, se encuentra **una oferta de divisas mayor y una demanda relativamente estable en niveles bajos**. Respecto a la oferta, el **sector energético y minero compensaron la menor liquidación del sector agropecuario**: la CC neta de los primeros arrojó un resultado positivo por USD 940 M (USD 860 M en enero) y el agro aportó USD 1.700 M (USD 2.260 M). Producto de esto, la balanza comercial contribuyó con un ingreso neto cercano a los USD 2.000 M. Por su parte, los flujos financieros provinieron principalmente del ingreso por USD 1.660 M de Otros préstamos del exterior y otros títulos de deuda (incluye ONs) que crecieron por tercer mes consecutivo y mantuvieron un ritmo creciente (USD 92 M promedio diario vs USD 63 M el bimestre previo), aunque no lo suficiente para compensar el menor dinamismo de las Financiaciones locales (préstamos en USD de los bancos) que pasaron de USD 620 M a USD 110 M.

Desde el punto de vista de la demanda, **las importaciones se mantienen en el nivel más reducido desde la normalización del frente exterior en 2025**. En concreto, el pago por importaciones de bienes fue de USD 4.050 M, implicando un promedio diario similar al de enero (USD 225 M). Acá no sólo se encuentra una demanda afectada por una menor actividad interna y la acumulación previa de stocks, sino también al otorgamiento de un mayor financiamiento externo para los importadores locales. Según nuestras estimaciones, el stock de deuda por importaciones de bienes pasó de USD 39.055 M el tercer trimestre del 2025 (último dato oficial) a cerca de USD 40.000 M a febrero de este año.



Por último, **la salida neta de divisas por FAE continuó normalizándose**. Venimos mencionando que la dolarización de las personas tendería a normalizarse luego de la volatilidad electoral (alcanzó un pico de USD 6.600 M en sept-25 y un mínimo de USD 1.120 M en nov-25) y febrero comenzó a dar señales de ello. Durante el segundo mes del año la FAE neta alcanzó los USD 2.131 M y cortó con dos meses seguidos de crecimiento. Si bien no es sencillo pronosticar como continuará la demanda de divisas de los individuos, no vemos demasiado espacio para un gran despegue de la FAE sin drivers claros en el horizonte que impliquen una precipitación de la dolarización de carteras (no hay elecciones, el esquema cambiario va ganando cada vez más credibilidad, etc.). De hecho, las personas que operan en el mercado de divisas se mantienen en niveles relativamente altos, incluso por encima a los primeros cuatro meses del esquema de bandas (cuando no operaba la restricción cruzada), por lo que la cuestión está pasando por el volumen: el egreso promedio diario pasó de USD 164 M en diciembre pasado y USD 177 M en enero de este año a USD 171 M en el segundo mes del 2026.

Durante marzo, estimamos que los **factores subyacentes del MULC se mantuvieron presentes**. La liquidación del sector agropecuario aceleró el ritmo hacia finales de mes y alcanzó los USD 2.032 M (según CIARA-CEC), el valor más elevado desde septiembre del año pasado (mes de eliminación transitoria de las retenciones). Por su parte, los préstamos en dólares al sector privado subieron hasta cerca de USD 1.000 M (vs USD 380 M en febrero). De todas formas, no descartamos que esta mayor oferta pudo haber sido compensada por una demanda levemente superior a juzgar por las compras del Central (en línea con febrero) en el marco de viento de frente internacional.

Finalizando, **el mercado de cambios será favorable para el programa de acumulación del BCRA** al menos hasta mediados de año. La contribución del sector agropecuario será creciente en la medida en que ingresemos a la liquidación de la cosecha gruesa y el sector energético y minero seguirán aportando divisas, aunque esperamos que la demanda se vaya normalizando a partir de importaciones que en algún momento revertirá la tendencia negativa. La cuestión en todo esto será cuánto de las compras que realice el Central podrán traducirse en una acumulación genuina de divisas, aspecto ligado íntimamente a un Tesoro que deberá oxigenar el programa financiero en algún momento de 2026.

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](mailto:ahkargentina@ahkargentina.com.ar)  
Internet: [www.ahkargentina.com.ar](http://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
<b>Nivel de Actividad</b>								
PBI Real	Var. % i.a.	IV-25	2,1	I-26	2,2	-1,3	4,4	2,7
Consumo Total	Var. % i.a.	IV-25	3,4	I-26	1,6	-3,1	6,7	2,3
Inversión	Var. % i.a.	IV-25	-2,1	I-26	-5,5	-17,2	16,4	2,1
<b>Precios</b>								
IPC INDEC Nacional <sup>(1)</sup>	Var. %	feb.-26	2,5	mar.-26	2,7	117,8	31,5	27,5
<b>Tipo de Cambio</b>								
Nominal de Referencia <sup>(1)</sup>	ARS / USD	mar.-26	1418,6	abr.-26	1439,2	1020,7	1448,1	1772,7
Real Multilateral, ARS/USD <sup>(1)</sup>	Dic. 01=100	mar.-26	1,3	abr.-26	1,3	1,2	1,4	1,4
<b>Situación Fiscal, Acumulado Anual</b>								
Ingresos totales	% PBI	feb.-26	2,3	mar.-26	3,4	16,8	15,8	15,1
Gasto Primario	% PBI	feb.-26	1,9	mar.-26	2,8	15,0	14,5	13,7
Resultado Primario Nacional	% PBI	feb.-26	0,4	mar.-26	0,5	1,8	1,4	1,5
<b>Sector Externo</b>								
Exportaciones	USD M	feb.-26	7.169	mar.-26	7.256	79.703	87.111	90.578
Importaciones	USD M	feb.-26	5.360	mar.-26	5.898	60.776	75.791	77.639
Saldo Comercial	USD M	feb.-26	1.809	mar.-26	1.358	18.928	11.320	12.939
<b>Balance de Pagos</b>								
Cuenta Corriente	USD M	IV-25	-1.581	I-26	467	6.285	-9.524	-10.141
<b>Tasa de Interés</b>								
Tasa de Política Monetaria <sup>(1)</sup>	% TNA	mar.-26	20,0	abr.-26	20,0	32,0	20,0	18,0
Tasa BADLAR Bancos Privados <sup>(1)</sup>	% TNA	mar.-26	30,8	abr.-26	29,7	31,9	26,7	24,6

<sup>(1)</sup>En indicadores anuales, promedio diciembre

# ARGENTINA

ECONOMIC REPORT APRIL

---

2020



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

#PARTNERWELTWEIT

# Argentinian Economy

**01. Introduction**

**02. Overview**

**03. Activity**

**04. Prices**

**05. Fiscal Policy**

**06. External Sector**

**07. Exchange Rate and Monetary Policy**

**04/2026**

Redated by:



---

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

## OVERVIEW

### Economic Outlook: Seeking Stability in a Volatile World

**International financial markets continue to be roiled by the conflict in the Middle East**, which shows no signs of resolution in the near term. Not only has oil remained comfortably above USD 100/barrel, but the persistence of prices at those levels is already affecting global growth and inflation expectations. In response to a more volatile and likely more inflationary financial environment, markets are already pricing in the possibility that several central banks could **raise their policy rates**, although uncertainty persists regarding the Fed's next move, which for now maintains its "wait and see" stance. Faced with tighter monetary conditions and rising risks, **markets have reduced their appetite for emerging market assets**, leading to currency depreciation across emerging markets (apart from the Argentine peso) and wider risk premia.

Going forward, it will be essential to continue monitoring the dynamics of the conflict and its financial repercussions in order to better gauge **the magnitude of the impact** on the Argentine economy. In short, higher oil prices could benefit the country through increased USD inflows via exports, but if international interest rates remain elevated and appetite for emerging markets declines, the financing costs to roll over debt maturities would be even higher (the country risk spread has already exceeded 600 basis points).

Despite the highly volatile global backdrop, not only has **the exchange rate continued to move away from the top of the band** (thanks to its indexation and the nominal strengthening of the peso, the gap now stands at around 20%, compared to just 4% in December), but **the BCRA has managed to sustain its strong pace of USD purchases**: it has accumulated purchases of more than USD 4.5 billion so far in 2026, well above expectations. However, for the time being **USD purchases have not translated into an effective accumulation of Reserves** (Gross Reserves have barely increased while Net Reserves fell by nearly USD 2.6 billion over the same period) due to debt payments (both from the Treasury and the BCRA itself), a decline in USD deposits (which reduces bank reserve requirements) and the recent fall in gold prices.

Turning back to the foreign exchange market, what lies behind the peso's recent appreciation and the BCRA's substantial USD purchases? We can identify both **structural and cyclical factors**. Among the structural factors is the already-mentioned **shift in the export mix**, where energy and mining have gained ground over recent years to the point of accounting for the entire goods trade surplus in 2025. This structural dynamic has been reinforced in recent months by a key cyclical factor:

the **upward trend in commodity prices** that Argentina exports. In numerical terms, the BCRA's Commodity Price Index (IPMP) has risen by nearly 20% so far in 2026.

Beyond the contribution of commodity prices, other cyclical factors have also come into play: **1) Lower imports** driven by pre-election front-loading and weaker activity in certain sectors (both accrued and paid imports declined); **2) The gradual inflow of dollars from the main harvest season** (the agricultural sector accelerated its FX settlement in recent trading sessions); **3) The contribution of financial supply** (including bank loans, corporate bond issuances, and provincial government bonds); and **4) Contained financial demand for USD** driven by expectations of near-term USD supply (linked to the harvest), making peso-denominated positions attractive for the time being, even in the context of recent rate cuts.

Regarding this last point, in recent weeks we have observed a **shift in the economic team's approach to monetary policy management**: in contrast to previous months, the authorities have opted to allow greater peso liquidity in the system (including easing reserve requirement regulations) with the aim of achieving a sustained decline in interest rates. Since the partial lifting of FX controls in April 2025, we have been highlighting **the trade-off the Government faces in managing interest rates**. Higher rates helped contain exchange rate pressures but restrained credit. Conversely, low and stable rates could support credit (and thus economic activity) but increased financial demand for USD by offering low returns on peso-denominated assets. That *trade-off* appears to have dissipated in recent sessions, as the exchange rate did not move higher in response to rate cuts. The key to this dynamic lie in the increased net USD supply and the expectation that it will be sustained for some time.

Against a backdrop of growing concerns over household loan delinquency (1 in 10 borrowers are unable to service their debt), unemployment (which reached 7.5% in Q4 2025), and activity levels in certain sectors (the statistical carryover from 2025 will flatter aggregate GDP growth figures for 2026, but sectoral heterogeneity is here to stay), the Government will likely **take advantage of the window provided by stronger agricultural FX settlement** in the coming months to accumulate reserves (debt payments in USD are expected to be limited through July) and defend this combination of low interest rates with a relatively controlled exchange rate.

In closing, questions about the sustainability of the economic program continue to revolve around: **1) The USD funding position** and the availability of new financing sources to close the gap; and **2) The social patience** in the face of stagnation in certain sectors, the erosion of real wages (driven by the acceleration of inflation, which is unlikely to break below the 2% monthly floor in the first half of the year) and growing concerns over unemployment dynamics.

Regarding the first point, Minister Caputo reiterated in recent weeks that **the Government does not intend to return to international debt markets** in the near term at current country risk spread levels and announced that upcoming maturities will be covered through local market issuances, asset sales, and alternative financing. Regarding alternative sources, he indicated this would represent a cheaper option of around USD 9.0 billion to cover the principal maturities on USD-denominated bonds held by private creditors, though no further details were provided.

While domestic auctions are providing a small USD buffer for the Treasury, the fact remains that going forward **the Government will need new sources of financial USD** to cover its substantial debt obligations, and a return to international markets cannot be ruled out despite the Minister's statements. That said, it is unlikely that the window of opportunity to access markets will remain open through 2027, by which point the typical uncertainty associated with the electoral cycle could begin to weigh.

### Political Outlook: A Promised Change Under Strain: No Relief Yet and a Reputational Crisis

1. *Milei's Pact with the Public: Endure the Pain in Exchange for Future Relief*

*From the outset, Milei appeared to offer the public an explicit deal: I will cause you pain — but if you endure it, you will see the benefits of that effort and enjoy the relief of a normal economy.*

2. *To Justify the Sacrifice, a Transformation of Political Culture Was Also Promised*

*To reinforce the public's willingness to bear the costs, Milei additionally offered to lead a political renewal — rooting out the entrenched vices of the political class — that would justify the shared sacrifice.*

3. *But Today There Is No Relief — and Evidence That the Political Transformation Is Not Happening.*

*But at the start of the second half of the term, the promised relief is nowhere to be seen — wages, employment, and mass-market consumption are all falling — and to make matters worse, evidence is emerging (corruption cases) that the political transformation is not happening either.*

Two and a half years ago, when Milei assumed the presidency, he presented Argentine society with a remarkably explicit contract. The diagnosis he offered was stark but clear: **the country**

was sick from decades of accumulated macroeconomic imbalances — and curing them would require going through the pain of the medicine.

Public spending had to fall, relative prices had to adjust, the State had to shrink. **The cost of that process** — loss of purchasing power, labor market uncertainty, financial strain on households — **was the unavoidable price of the cure**. The implicit — and on more than one occasion explicit — promise was that this pain would be transitory: once the macroeconomy was back on track, relief would follow in the form of a normal, stable economy capable of generating prosperity for the majority.

**This contract had remarkable political effectiveness during the first two years.** Citizens tolerated the adjustment with a patience that surprised observers, largely because they perceived the diagnosis to be correct. If inflation was the central problem, and the government was demonstrably bringing it down, it was reasonable to keep waiting for the promised payoff.

**The ruling coalition's success in the 2025 midterm elections confirmed this reading:** voters endorsed the course, rewarded the progress, and handed the Government the legislative tools to continue. Disinflation was recognized at the ballot box, and the contract appeared to be renewed with vigor.

However, **the contract had an unwritten clause**, an expectation that began to come due as the cycle entered its second half: **the arrival of relief**, which has not yet arrived. Real wages have been falling for months, eroded by persistent inflation in services — which declined more slowly than goods prices — eating away at household purchasing power. Job destruction in labor-intensive sectors, particularly manufacturing and construction, outpaces job creation, and neither sector has recovered to its early-2025 activity levels. Mass-market consumption — the measure of everyday living standards for most people — shows no sustained recovery. **The citizen who endured the pain in expectation of relief now has concrete reasons to ask when that promised relief will arrive.**

To this economic problem, a second challenge has been added — perhaps more damaging in terms of the political identity of this cycle. Milei did not only offer macroeconomic adjustment: he offered a change of political regime. The narrative of the caste — the State as an instrument captured by a political class for its own benefit, corruption as a systemic feature of Argentine politics — was the other pillar of his project.

La Libertad Avanza voters did not only bet that Milei would bring down inflation: they bet he would do things differently — that corruption and the abuse of power for personal gain would be fought with honesty and consistency. That was **the second pillar that justified the economic sacrifice:** if there was

going to be pain, at least let it unfold within a **cleaner political system**.

**It is precisely this second pillar that has begun to crack sharply in recent weeks, in the wake of the LIBRA and Adorni cases.** The LIBRA case — a cryptocurrency promoted from within the President's inner circle that caused significant losses for small investors who trusted that endorsement — and the Adorni case — in which the presidential spokesperson is alleged to have used his position for personal financial gain — are not minor incidents. **They strike directly at the core of the political contract Milei made with his voters.**

The severity of the damage is measured not only in legal terms — which in Argentina are rarely decisive in the short run — but in the credibility erosion these episodes produce. If the transformation of political culture was the second pillar of the deal, evidence that this transformation is not occurring has the potential to invalidate the entire arrangement in the eyes of those who most strongly bet on it.

The combination of both problems — the absence of economic relief and a reputational crisis over corruption — **defines a scenario of heightened political fragility** — one more precarious than the comfortable congressional majority the ruling coalition obtained might suggest. Parliamentary strength remains a real asset, but it depends on the social underpinning of the cycle — that is, on citizens continuing to believe the original contract is worth it. That underpinning has been eroding steadily, as the promised relief fails to materialize and evidence accumulates that the political transformation is not happening either.

The question heading into the second half of the term is whether the Government has the capacity to reverse this perception before 2027. To do so, it will need to demonstrate two things: that economic relief is beginning to reach households' pockets, and that the corruption episodes are the exception rather than the rule of how this government operates. Neither is easy to achieve, and the central difficulty is that both are required simultaneously. **The 2027 outcome will hinge on: a) whether voters assess that the cycle succeeded in honoring the contract made in 2023, and b) how unappealing the alternatives on offer turn out to be.**

## ACTIVITY

### The Economy Grew 4,4% in 2025

- In Q4 2025, GDP grew 0.6% in seasonally adjusted terms relative to the previous quarter (+2.1% year-over-year), matching the pace of expansion recorded in Q3. Over the course of the year, only Q2 posted a contraction, while the remaining quarters all expanded. On an annual average basis, 2025 GDP came in 4.4% above 2024, marking the first year of output growth since 2022. Nevertheless, roughly 3 percentage points of this expansion are attributable to statistical carry-over from 2024.

- The Monthly Economic Activity Estimator (EMAE) advanced 0.4% s.a. in January, posting its second consecutive monthly increase, and stood 1.9% above year-ago levels. Excluding the agricultural sector, the year-over-year gain would have been more modest (+0.3%).

- For 2026, the primary sector is expected to remain one of the main engines of growth. Private credit could show some recovery, but real incomes are unlikely to rebound sharply enough to become a significant driver of activity. On balance, we expect the economy to expand at a pace only slightly above its statistical carry-over (estimated at around 0.7 pp), with full-year growth coming in around 2%.

In Q4 2025, GDP grew 0.6% in seasonally adjusted terms relative to the previous quarter (+2.1% year-over-year), matching the pace of expansion recorded in Q3. Over the course of the year, only Q2 posted a contraction, while the remaining quarters all expanded. On an annual average basis, 2025 GDP came in 4.4% above 2024, marking the first year of output growth since 2022. Nevertheless, roughly 3 percentage points of this expansion are attributable to statistical carry-over from 2024, suggesting that much of the improvement reflected inherited momentum rather than a genuine acceleration in activity.

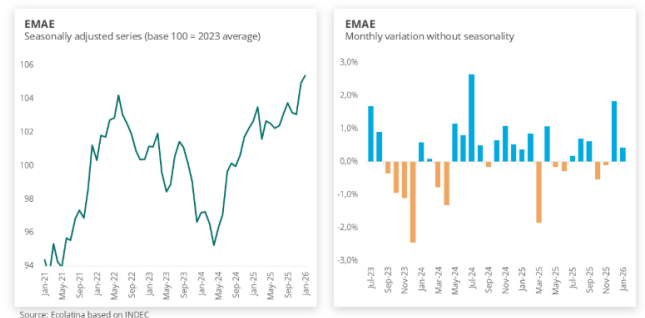
(+5.0% s.a.), while government consumption (-1.0% s.a.) and investment (-2.8% s.a.) contracted. Imports rose 1.2% s.a. On a full-year basis, all components closed well above their 2024 levels — apart from government consumption, which was virtually flat (+0.2%). Private consumption advanced 7.9%, reaching a new all-time high, while exports grew 7.6%, surpassing the previous record set in 2024, driven mainly by the primary sector. Meanwhile, in a context of greater trade openness, imports expanded 27%, exceeding the prior peak recorded in 2017 and setting a new historical record. Import growth also helped support investment, which rose 16.4% over the year.

**Focusing on private consumption**, it is worth noting that momentum faded progressively throughout the year. Early in the period, decelerating inflation supported real wage recovery and improved predictability in economic decisions — including credit uptake and durable goods purchases — while a greater supply of imported goods and peso appreciation provided additional tailwinds. Within this context, private consumption displayed a two-speed dynamic: stronger growth in durables and imported goods, at the expense of staple consumption. As the year progressed, however, this initial impulse began to lose steam. A renewed pick-up in inflation eroded real purchasing power, while a deceleration in credit growth — which ultimately turned negative and left non-performing loan ratios at elevated levels — further undermined consumers' spending capacity.

### Activity records second consecutive monthly gain

The Monthly Economic Activity Estimator (EMAE) advanced 0.4% s.a. in January, posting its second consecutive monthly increase, and stood 1.9% above year-ago levels. Excluding the agricultural sector, the year-over-year gain would have been more modest (+0.3%). With the January reading, and the strong rebound recorded in December, seasonally adjusted activity reached a new all-time high.

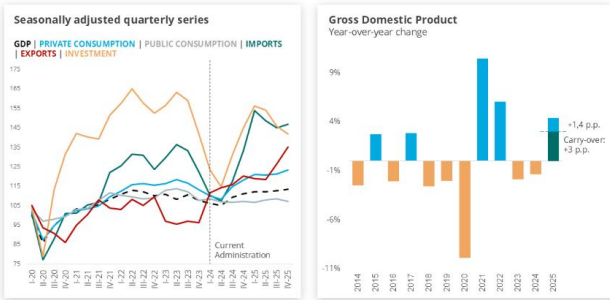
### ACTIVITY RECORDS SECOND CONSECUTIVE MONTHLY GAIN



Source: Ecolatina based on INDEC

**Notably, this record level was reached with manufacturing and construction at historically depressed levels**, pointing to a structural shift in the drivers of growth. The expansion is increasingly concentrated in new sectors: agriculture surged

### GDP GROWTH IN 2025



Source: Ecolatina based on INDEC

Turning to the expenditure breakdown, Q4 growth was driven primarily by private consumption (+1.7% s.a.) and exports

25.1% y/y, mining and quarrying rose 9.6%, and financial intermediation gained 7.7%. By contrast, manufacturing fell 2.6% y/y, trade contracted 3.2%, and construction posted only marginal growth of 0.5%.

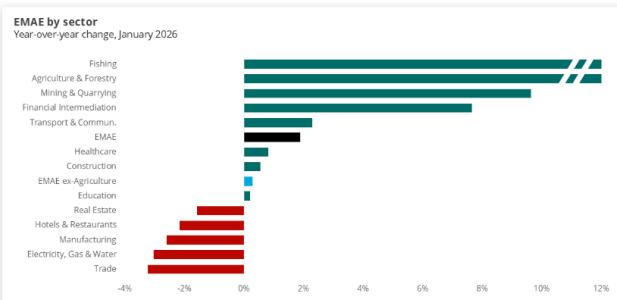
**The January manufacturing reading places output 12% below the 2025 average and 20% below the 2023 average.** This deterioration is also reflected in business surveys: more than half of respondents report order volumes below normal, and one third characterize their firm's current situation as poor. The most cited constraints are weak domestic demand (52%) and competition from imports (12%). Additionally, 16% of firms expect to reduce headcount over the next three months. A similar picture emerges in the trade sector: 29% of business owners rate their commercial situation as poor, and the same share reports difficult access to credit. Over half identify low activity levels as the main barrier to expansion, followed by labor costs (25%). On employment, 20% of trade firms expect to cut staff in the coming months, while just 1.3% anticipate any hiring.

## 2026 Outlook

Since the second half of 2025, the economy has moved out of its recovery phase and into a period of cooling, with monthly activity alternating between gains and losses. December brought a rebound after several months of decline, and January posted moderate growth — yet there are still no clear signs that this improvement can be sustained. Looking ahead to February, most leading indicators closed in negative territory.

### GROWTH DRIVEN BY PRIMARY SECTORS

ECOLATINA  
Economics



On the industrial side, signals were unfavorable: motor vehicle output fell 5.0% s.a. (-30.1% y/y), and steel production dropped 10.2% s.a. (-14.0% y/y). For construction, the Construya Index rose 16.0% s.a. (+0.8% y/y), while cement dispatches fell 2.8% s.a. (-5.3% y/y). Consumer-side data were mixed: SME retail sales advanced 2.6% s.a. (-5.6% y/y), while consumer confidence declined 4.7% s.a., landing 6.1% below its February 2025 level.

**For 2026, the primary sector is expected to remain one of the main engines of growth.** Private credit could show some recovery, but real incomes are unlikely to rebound sharply enough to become a significant driver of activity. On balance, we expect the economy to expand at a pace only slightly above its statistical carry-over (estimated at around 0.7 pp), with full-year growth coming in around 2%.

## PRICES

### First Quarter Inflation Hovering Around 3% Monthly

- **INDEC's National CPI rose 2.9% month-on-month in February, holding steady at the same pace as January and accumulating 5.9% over the first two months of the year. Year-on-year, inflation reached 33.1%, the highest annual reading since last August.**

- **By category, Regulated prices posted the largest monthly increase (+4.3%), followed by Core CPI (+3.1%), while Seasonal prices declined 1.3% over the month.**

- **We estimate that March inflation will remain around 3%. On top of the inflationary momentum observed at the start of the year, March typically sees price increases linked to the beginning of the school year and the seasonal clothing changeover.**

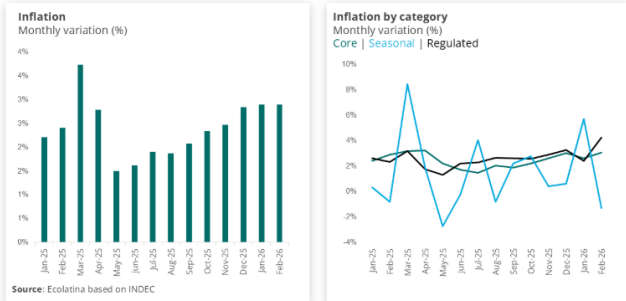
**INDEC's National CPI rose 2.9% month-on-month in February, holding steady at the same pace as January and accumulating 5.9% over the first two months of the year.** The reading came in above the Market Expectations Survey (REM), which had forecast 2.7% for the month. Year-on-year, inflation reached 33.1%, the highest annual reading since last August — underscoring that the disinflation process has stalled.

**By category, Regulated prices posted the largest monthly increase (+4.3%), followed by Core CPI (+3.1%), while Seasonal prices declined 1.3% over the month.**

The acceleration in **regulated prices** was primarily driven by increases in gas, water, and electricity tariffs across most regions, as well as changes in subsidy schemes applied in various provinces. Notably, headline inflation equaled or exceeded 3% in every region except Greater Buenos Aires (AMBA).

Meanwhile, **core inflation** accelerated (+0.4 p.p. relative to January, and +33.6% year-on-year), posting its highest monthly reading since April of last year. The Central Bank's (BCRA) own measure of underlying inflation -which strips meat and rent from the core basket- came in at 2.4% in February, also picking up relative to prior months.

Inflation close to 3%



**Seasonal prices**, for their part, posted the lowest year-on-year increase among all categories (+22.6%), and the smallest monthly change following January heavily influenced by fruit, vegetable, and tourism prices.

At the division level, the largest monthly increase was recorded in **Housing, Water, Electricity, Gas & Other Fuels** (+6.8%), driven primarily by tariff adjustments (nearly 12% at the national aggregate level). **Food & Non-Alcoholic Beverages** came in second (+3.3%), where meat and meat-based products again stood out (+6.6%, above the headline rate for the fifth consecutive month). At the other end of the spectrum, the smallest increases were seen in **Alcoholic Beverages & Tobacco** (+0.6%) and **Clothing & Footwear**, which was essentially flat (-0.0%) due to seasonal factors.

## 2026 Outlook

We estimate that **March inflation will remain around 3%** -our own GBA Ecolatina CPI index came in at 3.3% for the month-. On top of the inflationary momentum observed at the start of the year, March typically sees price increases linked to the beginning of the school year and the seasonal clothing changeover. Additionally, the fuel price hikes implemented at the start of March, together with public transport fare increases in Greater Buenos Aires, will add further upward pressure.

All told, **Q1 will close with accumulated inflation of approximately 9%**, casting doubt on the prospect of 2026 inflation coming in well below last year's figure. Indeed, for inflation to reach the 26% year-on-year rate implied by the REM median forecast for December, prices would need to average just 1.6% per month between April and December.

Looking ahead, once seasonal factors and the main tariff adjustments of early 2026 are behind us, **inflation is likely to resume a moderate deceleration over the coming months**. In that scenario, monthly readings could move away from the 3% range, though a near-term return to the lows seen in mid-2025 appears unlikely. The most probable path is for inflation to set-

tle broadly around 2% per month for much of the year, reflecting a more stable dynamic, albeit still far from the government's disinflation targets.

The exchange rate will also be a key variable for the inflation outlook. For now, **the FX backdrop remains relatively stable**, helping to contain near-term price pressures. However, the Central Bank's reserve accumulation objective, combined with the dynamics of the current FX framework, may limit the scope for any more pronounced real appreciation that could accelerate disinflation.

On the wages front, while **collective bargaining agreements** will continue to lag behind this inflation acceleration, negotiations will be anchored at a higher floor - contributing to the inertial dynamics observed in recent months.

Against this backdrop, while the current macroeconomic framework **provides some anchoring for inflation expectations**, it also suggests that the pace of disinflation is likely to be more gradual going forward.

## FISCAL POLICY

### Fiscal Surplus Amid Weak Revenues

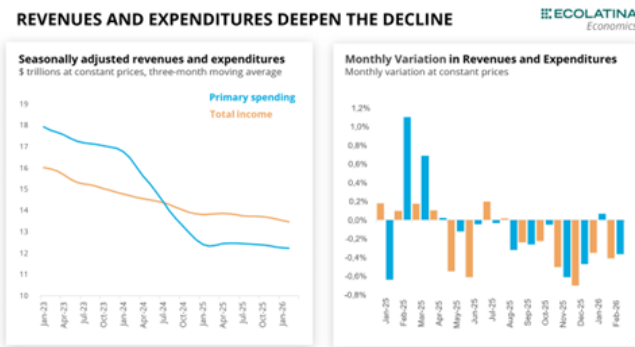
- In February, the National Public Sector recorded a financial surplus of ARS 0.14 trillion, comprising a primary surplus of ARS 1.41 trillion and interest payments of ARS 1.26 trillion. The cumulative primary surplus for the first two months of the year stood at approximately 0.4% of GDP. On the revenue side, February saw a deepening contraction in real, seasonally adjusted terms relative to the prior month, driven by a decline in tax revenues — particularly from trade-related and social security contributions. On the expenditure side, following a one-off uptick in January, spending resumed its contractionary path in February. The monthly decline was primarily explained by lower outlays on social spending, wages, and transfers to universities. Economic subsidies, by contrast, continued to trend upward at the margin.

- While both revenues and expenditures are falling, revenues are declining at a faster pace — a dynamic that is beginning to compress fiscal results. Specifically, the primary surplus came in 10% below its February 2025 level and 40% below February 2024. The financial surplus deteriorated even more sharply, coming in 65% below year-ago levels and 80% below the figure recorded in 2024. Against this backdrop, the government's financing strategy warrants closer attention.

- With the change of administration, fiscal surplus shifted from being a novelty to becoming the cornerstone of the economic program. However, after the first two months of 2026,

questions are emerging around the sustainability of this outcome. In short, absent a more robust recovery in economic activity, revenue dynamics could remain under pressure. In that scenario, maintaining the fiscal surplus will become increasingly dependent on extraordinary revenue items or further compression of subsidy spending — in a context where tensions over the inflation anchor could begin to surface.

In February, the **National Public Sector (NPS)** recorded a financial surplus of ARS 0.14 trillion, comprising a primary surplus of ARS 1.41 trillion and interest payments of ARS 1.26 trillion. The cumulative primary surplus for the first two months of the year stood at approximately 0.4% of GDP, broadly in line with the trajectory observed over the past two years.



On the revenue side, **February saw a deepening contraction in real**, seasonally adjusted terms relative to the prior month, with declines across tax revenues, trade-related receipts, and social security contributions. On the expenditure side, following a one-off uptick in January, spending resumed its contractionary path in February. The monthly decline was primarily driven by lower outlays on social spending, wages, and transfers to universities. Economic subsidies, by contrast, continued to trend upward at the margin.

#### Key Drivers of Revenue and Expenditure Dynamics

**Total revenues posted a real year-on-year decline of 8.9%**, marking seven consecutive months of contraction. In real terms, the February reading was the lowest in a decade, excluding the exceptional lows recorded in April and May 2020 during the pandemic.

Breaking down the revenue performance and consistency with broader tax collection data, tax revenues also posted seven consecutive months of contraction (-10% year-on-year in real terms), with declines broadly spread across categories. Activity-related taxes maintained the contractionary pace of the prior month: **VAT** fell 13% year-on-year, **Income Tax** 4%, and **Social Security** contributions 5%. Trade-related revenues continued to deteriorate sharply, with **Export Duties** down 40% year-on-year -the seventh consecutive decline, reflecting lower tax rates- and **Import Duties** falling 31% year-

on-year, due to the slowdown in imports and a high base of comparison from the strong growth recorded in the early months of last year. **Personal Wealth Tax** (-14% year-on-year), **Excise Taxes** (-15% year-on-year), and the **Tax on Debits and Credits** (-7.7% year-on-year) also posted significant contractions. On a more positive note, the residual tax category recorded a modest real improvement (+2% year-on-year), breaking a fourteen-month losing streak, driven primarily by a recovery in **Fuel Taxes** (+18% year-on-year in real terms).

On the expenditure side, **primary spending contracted 8.8% year-on-year in real terms**, falling to levels comparable to January 2024, when it had collapsed 40% year-on-year. Within current expenditures, social benefits declined 7% year-on-year, though the breakdown reveals a heterogeneous picture: Pensions (+1.8% year-on-year) and the Universal Child Allowance (AUH, +11.3% year-on-year) remained in positive territory, consistent with their indexation frameworks. By contrast, **Social Programs** were sharply cut (-62% year-on-year), as were **PAMI healthcare benefits** (-12% year-on-year), **other family allowances** (-4.2% year-on-year), and **Non-Contributory Pensions** (-1.2% year-on-year). **Economic subsidies** fell 2.1% year-on-year, driven by lower spending on transport and other items that more than offset an increase in energy subsidies (+68% year-on-year). Meanwhile, operating expenditures -which include public sector wages- continued their sustained downward trajectory over the past year. Finally, discretionary transfers to provinces deepened their adjustment, reaching their lowest level in a decade, surpassed only by the trough recorded in February 2024. Transfers to universities posted a slight real decline (-1.2% year-on-year), settling at levels similar to February 2023.

**While both revenues and expenditure are falling, the former are declining at a faster pace, a dynamic that is beginning to compress fiscal results.** Specifically, the primary surplus came in 10% below its February 2025 level and 40% below February 2024. The financial surplus deteriorated even more sharply, falling 65% below year-ago levels and 80% below the figure recorded in 2024.

Against this backdrop, **the government's financing strategy warrants closer attention.** Since mid-2024, the Treasury has prioritized the issuance of fixed-rate instruments, in the context of an ongoing disinflation process. Many of these instruments also capitalize interest -meaning accrued interest is added to principal at a pre-set rate- and therefore do not appear as current interest payments when computing the financial balance. However, more recent auctions show a shift in the composition of new issuance, with a greater share of CER-linked and dollar-linked (DLK) instruments. Unlike fixed-rate instruments, these are indexed securities, which in a rising inflation environment increases the associated financing cost.

In addition, **over recent months the Treasury has introduced hard-dollar bond issuances into its financing menu**, instruments that accrue interest on a monthly basis. To date, approximately USD 745mn of the AO27 and USD 186mn of the AO28 have been placed, against authorized notional amounts of USD 2,000mn for each. Unlike the instruments described above, these placements carry an explicit interest burden. A greater reliance on such instruments could therefore weigh on the financial balance, consistent with a strategy of absorbing dollars from the domestic market without resorting to external borrowing.

### Looking Ahead

With the change of administration, **fiscal surplus shifted from being a novelty to becoming the cornerstone of the economic program**. However, after the first two months of 2026, questions are emerging around the sustainability of this outcome. On the revenue side, **the government's strategy has been oriented toward reducing the tax burden on selected fronts**, in line with the measures introduced under the Ley Bases, the reduction of trade-related tax rates in 2025, and the changes brought by the recent Labor Modernization Law in 2026, among others. Yet this approach coexists with a revenue structure that is heavily dependent on domestic economic activity: approximately 80% of tax revenues are driven by VAT, Income Tax, and Social Security contributions.

In this context, while economic activity posted average annual growth of 4.4% in 2025 according to the EMAE index, sectoral performance was uneven, with financial services, agriculture, and energy leading the expansion, while industry and construction continued to lag. As a result, **revenue dynamics appear constrained unless a broader recovery takes hold across these key growth-driving sectors**.

On a separate note, **the recent rise in international oil prices amid the Middle East conflict automatically triggered the export tax mechanism on oil**, raising the rate to 8% for conventional crude. While this could provide some additional near-term revenue, it reflects external and transitory factors rather than structural improvement.

**On the expenditure side**, spending rigidity remains high: roughly 70% of outlays are indexed, which limits the scope for real-terms adjustment and concentrates fiscal discretion in more flexible line items such as public investment and economic subsidies. However, the recent inflation acceleration -with monthly readings around 3% in January and February- and rising inflation expectations are complicating this strategy. In particular, any further subsidy cuts aimed at preserving the surplus target could feed through to prices and add tension to the disinflation process. This raises the question of how the government will balance its inflation objective against the tariff adjustments needed to support its fiscal goals.

In short, **absent a more robust recovery in economic activity, revenue dynamics could remain under pressure**. In that scenario, maintaining the fiscal surplus will become increasingly dependent on extraordinary revenue items or further compression of subsidy spending, in a context where pressures on the inflation anchor could begin to emerge.

## EXTERNAL SECTOR

### Energy and Mining Drive Trade Surplus

- In February, the trade balance remained in positive territory, posting a surplus of USD 1.4 billion and extending the streak of consecutive monthly surpluses to 27 months. The cumulative surplus for the first two months of the year reached USD 2.9 billion.
- The month's performance continued to be underpinned by the energy sector, which together with mining recorded a combined surplus of approximately USD 2.5 billion in the first two months of the year - accounting for more than 80% of the overall trade surplus.
- Total exports came in at USD 5.9 billion (-2.9% year-on-year), contracting relative to the same month last year. The decline was primarily driven by a drop in export volumes (-7.1% year-on-year), partially offset by an improvement in prices (+4.4% year-on-year). On the import side, total imports stood at USD 5.1 billion (-11.8% year-on-year), with import volumes falling sharply (-14.9% year-on-year) while prices edged higher (+3.7% year-on-year).

### What Happened with February Trade?

In February, **the goods trade balance posted a surplus of USD 1.4 billion**, extending the streak of consecutive monthly surpluses to 27 months and marking a significant improvement relative to February 2025 (USD 275 million). The cumulative surplus for the first two months of the year reached USD 2.9 billion.

**The month's performance continued to be underpinned by the energy sector**, which again recorded a surplus (USD 486 million in February, accumulating USD 1.2 billion in the first two months of the year). Within the sector, fuel and energy exports contributed USD 631 million for the month (USD 1.5 billion cumulative), while imports remained contained (USD 145 million in February, USD 294 million cumulative).

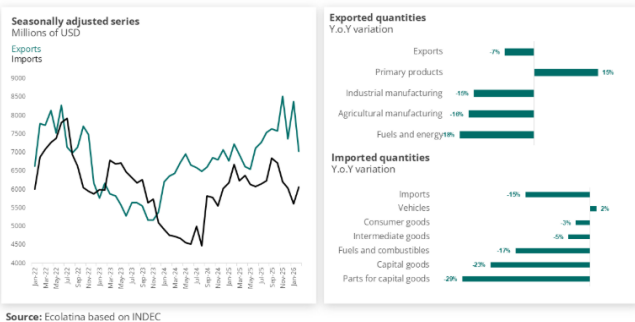
**Mining has also emerged as a structurally significant contributor to the trade balance**. According to data from the Secretaria de Minería, exports in the first two months of the year

reached USD 1.5 billion on a customs basis, while mineral imports stood at USD 218 million, yielding a surplus of USD 1.2 billion for January–February 2026. Stripping out energy and mining, the remainder of the trade surplus for the first two months amounts to approximately USD 400 million — underscoring the structural weight these two sectors have come to carry.

**Total exports stood at USD 5.9 billion** (-2.9% year-on-year). On a seasonally adjusted basis, external sales fell 16.2% relative to January, representing a correction following the strong performance in the first month of the year (when exports had grown 13.6% month-on-month, seasonally adjusted).

**Export performance in February was more uneven across categories.** Primary Products totaled USD 1.7 billion (+8.2% year-on-year), while Industrial Manufactured Goods came in at USD 1.7 billion (+8.6% year-on-year)- though the entire increase was price-driven (+27.3% year-on-year), more than offsetting a sharp decline in volumes (-14.5% year-on-year). Agricultural Manufactured Goods, meanwhile, reached USD 1.8 billion (-10.1% year-on-year).

The trade surplus is maintained

ECOLATINA  
Economics

On the import side, **total imports stood at USD 5.1 billion** (-11.8% year-on-year), marking two consecutive months of year-on-year declines. On a seasonally adjusted basis, imports rose 8.2% relative to January, partially interrupting the downward trend seen in prior months. By end-use category, February showed broad-based contraction across most import segments.

**Capital Goods** totaled USD 1.0 billion (-17.6% year-on-year), **Intermediate Goods** reached USD 1.7 billion (-4.1% year-on-year), and **Parts & Accessories for Capital Goods** came in at USD 921 million (-24.9% year-on-year)- reflecting a contraction across the main production-related import components. **Consumer Goods** recorded USD 802 million (-3.0% year-on-year), while **Passenger Motor Vehicles** totaled USD 370 million (-5.7% year-on-year), also posting year-on-year declines. The only category registering growth was the Miscellaneous segment — which primarily captures door-to-door shipments — at USD 96 million (+115.9% year-on-

year). Taken together, February's import dynamics reflected a broad-based contraction, spanning both production- and consumption-related categories.

**The terms of trade index** -which measures the ratio of export to import prices- improved during the month, driven by export price inflation (+4.4% year-on-year) outpacing import price inflation (+3.7% year-on-year). Had February 2025 prices prevailed, the trade surplus would have been approximately USD 39 million lower, pointing to a positive contribution from the price channel. Nevertheless, the February trade outcome continued to be primarily explained by volume dynamics: the decline in export volumes (-7.1% year-on-year) was smaller than the contraction in import volumes (-14.9% year-on-year).

Finally, **the Current Account of the Balance of Payments** -which captures all real transactions between Argentina and the rest of the world- improved in Q4 2025, though not enough to reverse the full-year deficit. The last quarter posted a surplus of USD 2.2 billion (+0.4% of GDP), underpinned by a solid goods trade performance that more than offset persistent deficits in services and primary income. For full-year 2025, however, the Current Account closed with a deficit of USD 7.5 billion (-1.1% of GDP).

## 2026: A Goods Trade Surplus in Sight

**Looking ahead to 2026**, a greater normalization of trade flows is expected, following a number of atypical factors that shaped the prior year. In 2025, seasonally adjusted imports trended upward through the pre-election period before contracting toward year-end, reflecting strong incentives to front-load external purchases. Exports, meanwhile, were boosted by transitory measures such as the temporary elimination of export taxes.

**A 2026 characterized by a pre-announced exchange rate framework and reduced political uncertainty should help unwind these distortions**, providing a more predictable environment for foreign trade. As a result, both exports and imports could begin to more clearly reflect structural drivers, rather than responding to one-off incentives or exceptional circumstances.

**We also estimate that the combined energy and mining surplus will be sufficient to keep the overall trade balance in positive territory every month of 2026**, even as the remainder of the balance alternates between deficit and surplus months. In this regard, the ongoing conflict in the Middle East introduces an additional source of uncertainty around international commodity prices. A rise in oil prices could strengthen the energy sector's contribution to the trade balance -Brent crude, for instance, gained nearly 48% from peak to trough in March- while the recent behavior of gold prices (which ended the same period down 1.5%) suggests that the price effect on the mining

sector may be more limited, capping its incremental contribution to the external front. That said, the dominant driver for both sectors will continue to come from the volume side, supported by favorable terms of trade.

On the agricultural front, according to the latest reports from the Rosario Board of Trade (BCR), **the 2025/26 harvest season maintains a strong production outlook**, with soybean estimates in the range of 47–48 million tonnes and corn at approximately 62 million tonnes. However, recent BCR reports flag that the improvement in early soybean yields coexists with a tangible risk of harvest disruptions and quality losses, stemming from an abrupt shift in weather conditions following the recent onset of rains.

All told, **we estimate that total exports could reach approximately USD 90.0 billion in 2026**, with a trade surplus of around USD 10.0 billion - broadly in line with the prior year's outcome.

## EXCHANGE RATE AND MONETARY POLICY

### The Exchange Rate Framework Passes Its First Stress Test

- **The exchange rate and monetary framework wrapped up a positive March. Against a backdrop of lower and less volatile interest rates, the exchange rate remained virtually unchanged: it averaged a 0.9% decline relative to February (–1.1% point-to-point), widening the average distance to the upper band ceiling to 17% (closing March at around 20%), up from 13% in February. In parallel, the BCRA purchased USD 1,671 M during March, sustaining a daily average pace broadly in line with February (USD 84 M vs. USD 86 M).**

- **What makes this performance notable is that it unfolded amid a turbulent international backdrop driven by the Middle East conflict. The exchange rate framework passed its first exogenous stress test with relative ease, in a global environment marked by persistent uncertainty over the scope and potential escalation of the conflict. On a separate note, February FX market data showed growing supply and relatively stable demand, helping explain the BCRA's strong purchase streak so far in 2026. In brief, the energy and mining sectors continue to increase their FX contributions, while goods import payments remain at their lowest levels since the normalization of foreign trade in 2025. In March, this dynamic continued, with the agricultural sector accelerating settlements ahead of the main harvest season.**

- **This points to an FX market that should remain favorable for the BCRA's reserve accumulation program at least through mid-year. Agricultural sector contributions will rise as the main harvest liquidation season gets underway, and the energy and mining sectors will continue to supply foreign currency—though we expect demand to gradually normalize as import payments eventually reverse their downward trend. The key question will be how much of the Central Bank's FX purchases can translate into genuine reserve accumulation, a dynamic closely tied to the Treasury's need to shore up its financing program at some point in 2026.**

**The exchange rate and monetary framework wrapped up a positive March.** The monetary easing implemented since mid-February continued to gain traction, allowing banks to maintain a more comfortable peso position and the benchmark passive interest rate to converge toward the 20% ANR floor at which the BCRA operates its repo window in the secondary market. Against a backdrop of lower and less volatile interest rates, the exchange rate remained virtually unchanged: it averaged a 0.9% decline relative to February (–1.1% point-to-point), widening the average distance to the upper band ceiling to 17% (closing March at around 20%), up from 13% in February. At the same time, the BCRA purchased USD 1,671 M during March, sustaining a pace broadly in line with February (daily average of USD 84 M vs. USD 86 M in February).

**What stands out about the exchange rate dynamics is that they unfolded amid a turbulent international backdrop driven by the Middle East conflict.** In this regard, **the exchange rate framework passed its first exogenous stress test** with relative ease, in a global environment defined by uncertainty over the scope and escalation of the conflict. In the meantime, the real exchange rate appreciated 5.1%—leaving it 6.9% below the pre-partial capital account liberalization level of April 2025—driven by the acceleration in domestic inflation and the aforementioned exchange rate stability, which contrasts sharply with the depreciation pressures facing emerging market currencies (the Brazilian real has averaged a nearly 2% decline since the conflict began) and a broad-based appreciation of the US dollar (1.9%).

**One key implication of the conflict is the trade-off it creates for Argentina.** On the positive side, the shock has been favorable for domestic terms of trade. In brief, the global rise in commodity prices has bolstered the trade balance—particularly given the stagnation in imports. In numerical terms, the BCRA's Commodity Price Index (a weighted average of Argentina's main export prices) has risen 11% since the onset of the Middle East conflict, led by oil (+66%) and, to a lesser extent, agricultural products (+6%).

**On the other hand, the conflict introduces a potential negative shock on the financial front.** As the conflict extends, its inflationary and growth implications for major developed economies raise the prospect of policy responses from leading

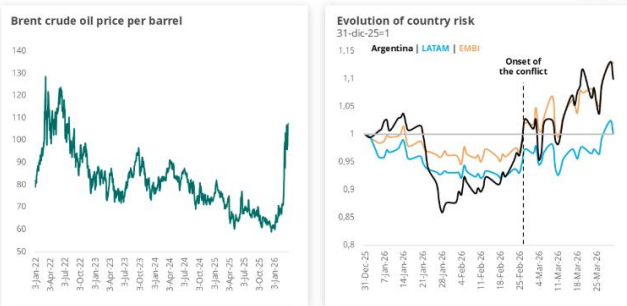
central banks. Indeed, since the conflict erupted, the probability of rate hikes by central banks such as the Bank of England and the European Central Bank has increased in the near term, while markets now expect the Fed to hold rates steady throughout the year. This more volatile financial environment has dampened global appetite for emerging market debt, pushing risk premiums in the segment to their highest levels of the year. Specifically, the EMBI and the LATAM index have risen 10.6% and 2.8%, respectively, relative to pre-conflict levels, while Argentina's country risk spread followed suit, climbing 7% to above 600 basis points. A more turbulent global environment and tighter cross-border capital flows naturally push back the timeline for a potential return to international capital markets, reinforcing Finance Minister Caputo's strategy of securing alternative financing sources and tapping into "argendollars" through hard-currency bond auctions under local law.

**On the demand side, import payments remain at their lowest level since the normalization of the external sector in 2025.** Specifically, goods import payments totaled USD 4,050 M, implying a daily average broadly in line with January (USD 225 M). This reflects not only weaker domestic activity and prior inventory accumulation, but also the extension of greater external financing to local importers. According to our estimates, the stock of goods import payables rose from USD 39,055 M in Q3 2025 (the latest official figure) to approximately USD 40,000 M as of February 2026.

**Tourism outflows, a significant drag during the 2024–25 summer season, lost momentum** as the real exchange rate strengthened and neighboring currencies—particularly the Brazilian real—depreciated less than before. Net outflows came in at USD 562 M (–44% year-over-year), with cumulative outflows for the first two months of the year reaching USD 1,310 M—below 2025 levels but the highest since 2019 in real terms.

VOLATILITY PERSISTS AND AFFECTS GLOBAL RISK

ECOLATINA  
Economics



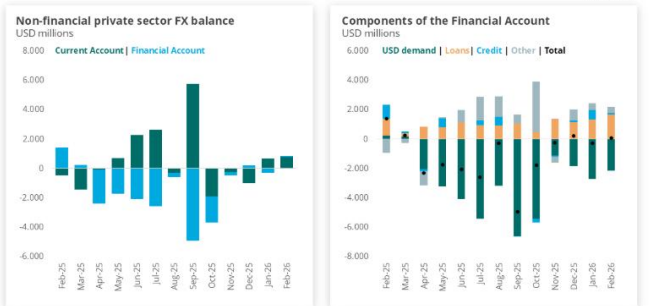
Source: Ecolatina based on FRED and JP Morgan.

**Setting this aside, this is a good moment to assess the MULC results for February, which will shed light on the Central Bank's recent FX purchase dynamics.** At a high level, the Non-Financial Private Sector was a net supplier of foreign currency to the tune of USD 850 M (vs. USD 428 M in January), driven by a current account surplus of USD 770 M and a slightly positive financial account of USD 70 M.

**Behind these figures lie higher FX supply and relatively stable demand at subdued levels.** On the supply side, the energy and mining sectors offset a slowdown in agricultural FX settlements: the net current account contribution from the former came in at USD 940 M (USD 860 M in January), while agriculture contributed USD 1,700 M (down from USD 2,260 M). As a result, the trade balance contributed net inflows of approximately USD 2,000 M. On the financial side, inflows were driven primarily by USD 1,660 M in external loans and other debt instruments (including corporate bonds), which grew for the third consecutive month and maintained an upward trend (daily average of USD 92 M vs. USD 63 M in the prior two-month period)—though not enough to offset the slowdown in domestic dollar-denominated bank lending, which fell from USD 620 M to USD 110 M.

FX SUPPLY RISES WHILE DEMAND STABILIZES

ECOLATINA  
Economics



Source: Ecolatina based on BCRA.

**Finally, retail FX demand for external asset formation (FAE) continued to normalize.** We have noted that retail dollarization was likely to stabilize following the electoral volatility (which peaked at USD 6,600 M in September 2025 and bottomed at USD 1,120 M in November 2025), and February began to confirm this trend. Net FAE reached USD 2,131 M in the month, breaking a two-month consecutive increase. While the trajectory of retail FX demand is difficult to forecast, we see limited room for a sharp acceleration in the absence of clear catalysts that could trigger a portfolio dollarization rush—there are no elections on the horizon and the exchange rate framework is steadily gaining credibility. Indeed, the number of individuals active in the FX market remains relatively elevated, even above the first four months of the crawling-peg-with-bands regime (when the cross-restriction was not yet in place), suggesting the key variable is volume per transaction rather than participation: average daily outflows edged from USD 164 M in December and USD 177 M in January to USD 171 M in February 2026.

**For March, we estimate that the underlying FX market dynamics remained in place.** Agricultural FX settlements accelerated toward month-end, reaching USD 2,032 M (per CIARA-

CEC data)—the highest figure since September last year, when export withholdings were temporarily eliminated. Meanwhile, dollar-denominated private sector lending rose to approximately USD 1,000 M (vs. USD 380 M in February). That said, we do not rule out that this higher supply may have been partially offset by a moderately stronger demand, judging by the Central Bank's purchase pace (broadly in line with February) against a backdrop of international headwinds.

**Looking ahead, the FX market should remain favorable for the BCRA's reserve accumulation program at least through mid-year.** Agricultural sector contributions will rise as the main harvest liquidation season gets underway, and the energy and mining sectors will continue to supply foreign currency—though we expect demand to gradually normalize as import payments eventually reverse their downward trend. The key question will be how much of the Central Bank's FX purchases can translate into genuine reserve accumulation, a dynamic closely tied to the Treasury's need to shore up its financing program at some point in 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](mailto:ahkargentina@ahkargentina.com.ar)

Internet: [www.ahkargentina.com.ar](http://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
<b>Activity</b>								
GDP	YoY %	IV Q 25	2,1	I Q 26	2,2	-1,3	4,4	2,7
Total Consumption	YoY %	IV Q 25	3,4	I Q 26	1,6	-3,1	6,7	2,3
Total Investment	YoY %	IV Q 25	-2,1	I Q 26	-5,5	-17,2	16,4	2,1
<b>Prices</b>								
INDEC National CPI <sup>(1)</sup>	YoY %	feb.-26	2,9	mar.-26	3,3	117,8	31,5	30,2
<b>Foreign Exchange</b>								
Nominal FX <sup>(1)</sup>	ARS / USD	mar.-26	1396	apr.-26	1405	1021	1448	1750
Real Multilateral. ARS/USD(1)	Dec. 01=100	mar.-26	1,3	apr.-26	1,2	1,2	1,4	1,3
<b>Fiscal Situation. Year Accum.</b>								
Total Incomes	% GDP	feb.-26	2,3	mar.-26	3,3	16,8	15,9	15,1
Primary Expenditures	% GDP	feb.-26	1,9	mar.-26	2,8	15,0	14,6	13,7
National Primary Balance <sup>(2)</sup>	% GDP	feb.-26	0,4	mar.-26	0,5	1,8	1,4	1,4
<b>Foreign Sector</b>								
Exports	USD BN	feb.-26	6,0	mar.-26	6,9	79,7	87,1	90,6
Imports	USD BN	feb.-26	5,2	mar.-26	6,3	60,8	75,8	77,3
Trade Balance	USD BN	feb.-26	0,8	mar.-26	0,6	18,9	11,3	13,3
<b>Balance of Payments</b>								
Current Account balance	USD BN	IV Q 25	-1,5	I Q 26	2,3	5,7	-7,6	-8,1
<b>Interest Rates</b>								
Monetary Policy Rate <sup>(1)</sup>	%	mar.-26	20,0	apr.-26	20,0	32,0	20,0	18,0
Private Banks BADLAR <sup>(1)</sup>	%	mar.-26	25,4	apr.-26	25,6	31,9	26,7	24,6

(1) Annual Indicators. December Average

(2) Excludes SDR allocation in 2021

(2) Excludes extraordinary resources