

ARGENTINA

INFORME ECONÓMICO MARZO

2022



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

#SOMOSTUPARTNERGLOBAL

Argentina Económica

01. Introducción

02. Panorama

03. Actividad

04. Precios

05. Política Fiscal

06. Sector Externo

07. Política Monetaria y Cambiaría

03/2026

Realizado por:



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

INTRODUCCIÓN

A continuación, se presentan los principales aspectos del informe.

OBJETIVOS

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

CONTENIDO

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

VARIABLES CONSIDERADAS EN LAS PROYECCIONES

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

Para más información:

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

PANORAMA

Económico: Materias aprobadas y pendientes en febrero

El segundo mes del año cerrará con la **sanción de la Ley de Modernización Laboral**, en lo que se supone debería ser el inicio de las reformas que pretende llevar a cabo el Ejecutivo. El oficialismo también tiene buenas noticias en el plano financiero, ya que febrero continuó con la misma tónica que enero, con un avance en el proceso de **acumulación de reservas** que busca dar señales de mayor sostenibilidad del programa económico.

En un contexto que sigue siendo favorable para emergentes, el **BCRA acumuló compras por más de USD 1.500 M en el mes**, que sumadas a los más de USD 1.000 M de enero, totalizó compras diarias promedio por USD 70 M en el año, muy por encima de lo esperado y del 5% del volumen diario (dado que también opera vía compras en bloque, por fuera del mercado). Este proceso se dio junto a una baja nominal del tipo de cambio (más de 3% desde comienzos de enero), que ya se encuentra a casi 14% del techo de la banda.

Diversos factores ayudaron en este proceso. Por el lado de la oferta, las **liquidaciones del agro** (casi USD 90 M diarias) tuvieron un buen impulso gracias a una muy buena cosecha del trigo. Además, sigue habiendo un constante **flujo de divisas producto de los préstamos en USD** (más de USD 1.500 M en el año) y **colocaciones de ON en USD** (totalizan USD 2.300 M en el bimestre). La demanda, por su parte, todavía luce algo débil desde que pasó la incertidumbre electoral, algo que queda claro al ver en el **ritmo de las importaciones** (USD 5.000 M en enero).

Un zoom sobre las compras externas de los últimos meses nos muestra un sesgo en favor de las de bienes de consumo y autos. Esto sugiere un freno en las importaciones vinculadas a la inversión y la producción, señal de que una parte de la **actividad económica todavía está estancada en el comienzo del año, y podría ser un factor que este contribuyendo a las voluminosas compras del BCRA**.

Aprovechando el mayor apetito por emergentes, es quizás en esta línea que el Gobierno busca adelantarse a una eventual “sustitución” en la demanda de divisas con el reciente anuncio de la emisión de un nuevo **bono en dólares**. El instrumento - que vence la semana posterior a las elecciones presidenciales, en octubre 2027- será parte de las licitaciones quincenales y contará con un programa máximo de emisión de hasta USD 2.000 M (cupó de USD 250 M por licitación). Los fondos se destinarán al pago de capital de los Bonares y Globales que vencen el próximo julio (cerca de USD 2.700 M). **El debut fue auspicioso**: se adjudicó el total del cupo -habiéndose ofertas por

USD 900M a una TNA de 5,74%, en línea con el retorno del BOPREAL más comparable, que a priori tiene un menor riesgo dado que fue emitido por el BCRA.

Esta estrategia se enmarca en la **decisión de no recurrir a Wall Street para el rolleo del pago de capital de la deuda**, en un contexto en el que, además, el Riesgo País nuevamente está por encima de los 500 puntos básicos. No es casualidad tampoco que esto surja junto a la sanción de la Ley de Inocencia Fiscal y con un Gobierno que desea ir por la desregulación de los préstamos en dólares (no solamente que sean a exportadores o vinculados, sino también al resto de los agentes) para que se multiplique la circulación de dólares en la economía.

Ocurre que con una **inflación** que se aceleró y seguirá **por encima del 2% hasta abril** como resultado de la continuidad en la corrección de precios relativos, el Tesoro tenderá a seguir contrayendo licitación tras licitación la expansión monetaria que ceda contra la compra de dólares. Ante una **remonetización** de la economía que se posterga, la necesidad de nuevas fuentes -de dólares- toma una importancia mayor.

Esta semana la publicación del EMAE adelantó que **la economía habría crecido en promedio 4,4% en 2025**, impulsada por el sector primario (+6% i.a.) y la intermediación financiera (+24% i.a.), evidenciando así no solamente una importante **heterogeneidad** sino **también una concentración en sectores no tan intensivos en empleo**. El arrastre estadístico sería superior a 0,5%, por lo que no será difícil alcanzar un PIB creciendo en promedio 2,5-3%, pese a que es cada vez es más difícil encontrar drivers por fuera del sector primario (agro, petróleo y minería) que colaboren con esta performance, al menos en los primeros meses de 2026.

Paritarias que en el mejor de los casos buscaran recomponer lo perdido corriendo de atrás -los salarios reales formales perdieron casi 3% desde agosto y ya están en los niveles de mediados de 2024-, le pondrán un **techo a la recuperación de los ingresos reales, que tampoco prevemos sea compensado por un boom del crédito**: la creciente mora de las familias -principalmente por gasto con tarjetas y préstamos personales- que alcanza el 9,3% de la cartera, una volatilidad de tasas en un esquema cambiario que no prioriza la liquidez -menos en un contexto de aceleración de la inflación- son motivos por los cuales **no deberíamos ver condiciones de financiamiento más amigables para el consumo de las familias**.

Este escenario en parte de la economía real de a poco se hace notar en los números fiscales. Si bien el Gobierno volvió a registrar un superávit primario y financiero en enero -ayudado por privatizaciones asociadas al paquete accionario de las centrales hidroeléctricas-, la **recaudación** está sintiendo los efectos de varios meses de enfriamiento del consumo, lo que hará cada vez más necesario el bisturí para ajustar el gasto -consi-

derando que buena parte del mismo ya está ajustado y/o indexado- para sostener el compromiso fiscal, bandera innegociable de la gestión.

Complicaciones en este frente no serían un problema significativo de cara a los mercados si se mantiene la señal de austeridad, especialmente después del trabajo ya realizado. Sin embargo, sí podrían exigir en mayor medida las necesidades del Tesoro en un contexto en el que, como mencionamos, la liquidez no abunda. Esto implicaría un **Tesoro todavía más contractivo, que necesitaría de mayores compras de dólares para remonetizar** la economía y dinamizar los sectores que todavía no están viviendo las mieles del modelo o, al menos, no continuar restringiendo la cantidad de pesos.

Entonces, el habitual interrogante que nos hacemos no solamente pasa por si la **magnitud de dólares** (financieros o producto de regulaciones más laxas) será suficiente para **cubrir el déficit de cuenta corriente, estabilizar el tipo de cambio y permitir una acumulación de reservas** significativa; sino también que deben ser suficientes para **conciliar un crecimiento generalizado de la economía con una tasa de inflación aceptable para la sociedad y las cuentas públicas**. Esta parece ser la tarea de los próximos meses, cuyo éxito legitimará la continuidad en las reformas impulsadas por el Ejecutivo.

Político: El mundo del revés para Milei: gran momento político pero tenso momento económico

1. *Milei arranca su segunda mitad de mandato con capacidad hegemónica de sacar leyes.*

En contraste con la situación vigente hace algunos meses, cuando a Milei le costaba juntar un tercio de diputados para defender vetos, hoy el Ejecutivo posee mayorías hegemónicas para sacar reformas.

2. *Las demandas han cambiado, y no queda claro si Milei calibró el cambio en las prioridades*

En el contexto del fortalecimiento político del oficialismo, ocurre un cambio en la agenda de demandas ciudadanas, donde la inflación quedó relegada y aparecen los ingresos y el empleo como prioridad.

3. *Detrás de toda demanda económica, está el permanente reclamo ciudadano por el ingreso*

En su esencia, la satisfacción política de la ciudadanía siempre se puede reducir a una demanda esencial: mejorar el ingreso para que ello produzca una mejora en la calidad de vida. ¿Esto está ocurriendo?

Hace solo 6 meses atrás, **Milei sufría la inclemencia de estar en hiperminoría** y no poder juntar un tercio de diputados para evitar una serie de insistencias legislativas que lo obligaban a implementar leyes no deseadas, lo que lo situaba en una situación de extrema fragilidad política.

En estas **sesiones extraordinarias** que acaban de finalizar, **la realidad parlamentaria fue dramáticamente distinta**. Milei pudo pasar todas las leyes incluidas en el temario e incluso aprobar proyectos de reforma -como el de Reforma Laboral- **con amplia holgura en ambas cámaras**. Un contraste dramático, especialmente si miramos el escaso tiempo transcurrido.

La explicación de este cambio proviene de dos principales fuentes: **1) El fortalecimiento legislativo del oficialismo como consecuencia del resultado electoral de 2025; y 2) La habilidad política del oficialismo de sumar más legisladores a su bloque tras realineamientos posteriores a la elección y para negociar con sectores opositores dialoguistas**. Estos apoyos fueron claves para terminar de consolidar las mayorías necesarias para aprobar las leyes.

Este contraste no solo permitió una buena productividad legislativa durante las sesiones extraordinarias, sino que también alimenta con optimismo las perspectivas de productividad legislativa a lo largo de todo el año: **el gobierno acaba de anunciar una agenda de reformas** que estarán siendo enviadas al congreso a lo largo de todo el año, **con elevada probabilidad de ser convertidas en leyes** dado el contexto mencionado.

Esto marca una coyuntura de **fortaleza política para el Gobierno de Milei, que contrasta paradójicamente con una coyuntura de detención económica**. A pesar de un cierre positivo en materia de actividad informado por el INDEC, el segundo semestre del 2025 y probablemente el primer trimestre de 2026 se consolide como un período de cierto estancamiento económico. Adicionalmente, la inflación mensual se aceleró los últimos siete meses abortando la recuperación del poder adquisitivo que acompañó la recuperación económica desde mediados de 2024.

En este sentido, **las demandas ciudadanas han cambiado en los últimos meses: la baja de la inflación dejó de ser la principal preocupación económica, dando lugar a otras preocupaciones ligadas al empleo y los ingresos**. En particular, en un seguimiento específico que hemos iniciado sobre preocupaciones económicas, **la preocupación por los salarios bajos hoy aparece como la principal urgencia**.

Este cambio en la agenda de demandas debería estar siendo metabolizado por el gobierno y sus prioridades. Sin embargo, no parece claro que el gobierno haya optado priorizar la actividad económica en lugar de la inflación, una decisión que

puede no ser la más inteligente desde el punto de vista político.

Cuando la gente pide bajar la inflación, no lo está reclamando simplemente porque no puede ordenar su economía doméstica porque los precios cambian una velocidad que molesta. El verdadero motivo detrás de esta demanda es evitar que el aumento generalizado de precios le quite poder adquisitivo a los ingresos. Es decir, detrás de esa demanda nominal, también hay una demanda más estructural e invisible, que es el reclamo de mejorar los ingresos (reales). Más allá de cualquier coyuntura, en la naturaleza de todo proceso político radica un elemento esencial: la mejora de los ingresos, porque esto es lo que se traduce en una mejor calidad de vida. Se puede mejorar el contexto (la economía, la infraestructura, los servicios, etc.), pero el cambio más directo sobre la calidad de vida de los ciudadanos se da cuando uno permite que mejore el poder adquisitivo.

Dicho esto: **¿es este un programa económico que producirá mejora en los ingresos de la gente?** La respuesta a esa pregunta invitará a anticipar qué nivel de satisfacción política puede producir el actual programa económico.

Es cierto que el programa económico puede tener secuencias, y que los objetivos de ordenamiento macroeconómicos pueden postergar los beneficios microeconómicos. Sin embargo, **señalamos que esto puede ser un desafío para el propio éxito del programa, que deberá conciliar ambos aspectos para que el programa termine obteniendo el apoyo social necesario para ser exitoso**. El resultado de 2027 será el veredicto final sobre el éxito o no de haber logrado ecualizar esa tensión de la mejor manera. En definitiva, **el mejor momento político de Javier Milei convive con un momento de tensión y duda en materia económica**.

ACTIVIDAD

La economía creció 4% en 2025

- El Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE) mostró un crecimiento de 3,5% i.a. en diciembre y acumuló una suba de 4,4% i.a. en el año. Además, subió 1,8% mensual respecto a noviembre, explicado principalmente por la producción de trigo, que se ubicó en niveles récords para la campaña 2025/26.

- El crecimiento cercano al 4% interanual del año se explicó en gran parte por el arrastre estadístico que dejó 2024, que aportó alrededor de 3 puntos porcentuales al resultado anual. Además, destaca que el desempeño de la actividad sin el sector agropecuario se ubicó en torno al 3% i.a. en el promedio de 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 y dinamizar el consumo de determinados bienes durables (aunque no llegaría a ser un boom como lo fue meses atrás), mientras que los ingresos reales no mostrarían una recuperación pronunciada como para ser un factor de principal dinamismo de la actividad.

El Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE) mostró un crecimiento de 3,5% i.a. en diciembre y acumuló una suba de 4,4% i.a. en 2025.

Además, subió 1,8% mensual respecto a noviembre, explicado principalmente por la producción de trigo, que se ubicó en niveles *records* para la campaña 2025/26. De esta manera, el índice alcanzó el nivel más alto para la serie desestacionalizada que inicia en 2004. Sin embargo, hay que remarcar que esta serie suele ser corregida para atrás, por lo cual no implica un dato cerrado. Además, la estimación más específica tiene en cuenta el crecimiento poblacional, serie en la cual aún 2025 se ubicó por debajo de los niveles de 2021.

Pese al crecimiento interanual, la economía durante el año pasado se mantuvo relativamente estable al contrastar el punta a punta (dic24 vs dic25). Detrás de esto se encuentra que la economía intercaló meses de bajas y subas mensuales para luego tener el crecimiento más pronunciado en diciembre, algo que se puede ver de manera clara al mirar gráficamente a la serie desestacionalizada.

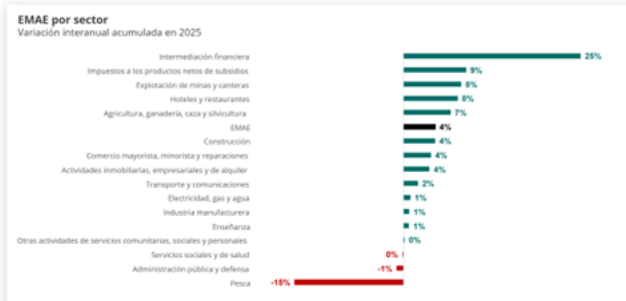
En ese contexto, el crecimiento cercano al 4% interanual del año se explicó en gran parte por el arrastre estadístico que dejó 2024, que aportó alrededor de 3 puntos porcentuales al resultado anual. Además, destaca que el desempeño de la actividad sin el sector agropecuario se ubicó en torno al 3% i.a. en el promedio de 2025.

los últimos meses estuvieron signados por un contexto de incertidumbre cambiaria y electoral, que añadieron combustible extra al estancamiento.

Con todo, los grandes impulsores de la economía durante el año anterior fueron intermediación financiera (+25% i.a.), en un contexto de alza en las tasas de interés, y el sector primario (con el sector agropecuario creciendo en torno al 7% i.a. y la explotación de minas y canteras en torno al 8% i.a.). A diferencia, la industria y el comercio mostraron crecimientos más moderados (+1% i.a. y +4% i.a., respectivamente), y aún se ubicaron en niveles inferiores a los de 2023.

12 de los 15 sectores crecieron en términos interanuales

ECOLATINA
Economics



Fuente: Ecolatina en base a INDEC

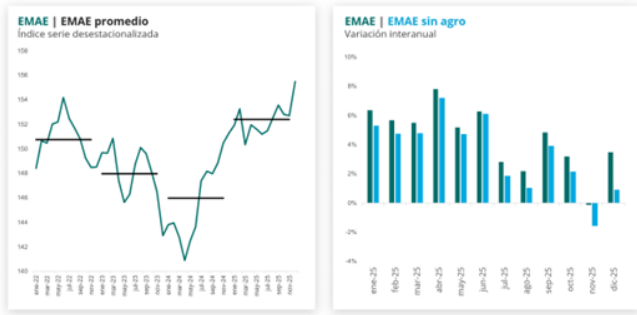
¿Qué esperamos hacia adelante?

Durante enero, existieron resultados mixtos en los indicadores adelantados de actividad. Por el lado de la construcción, el Índice Construya cayó -11,6% s.e., aunque los despachos de cemento crecieron 5,3% s.e. En lo que respecta al sector automotriz, la producción creció 8,2% s.e., mientras que los patentamientos cayeron (-1,1% s.e.). El resto de los indicadores de consumo también mostraron resultados mixtos: la venta de autos usados creció 4,1% s.e., mientras que la confianza al consumidor (UTDT) subió 2,2% s.e. y el consumo masivo (Nielsen) cayó -1,0% s.e. Con todo, la economía podría mantenerse en terreno positivo, en tanto se mantuvo el efecto de la cosecha récord de trigo.

Para el año, el sector primario seguirá siendo uno de los principales impulsores de la actividad. Además, el crédito privado podría mostrar una recuperación y dinamizar el consumo de determinados bienes durables (aunque no llegaría a ser un boom como lo fue meses atrás), 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 0,5 p.p.) para el promedio de 2026, ubicándose en la zona del 2,5%-3%.**

LA ACTIVIDAD CRECIÓ 4% EN 2025

ECOLATINA
Economics



Fuente: Ecolatina en base a INDEC

Detrás de este resultado de cierto estancamiento anual, se encuentra un contexto de alza de tasas de interés que moderaron al crédito privado y una apertura marcada de las importaciones vinculadas al consumo de bienes finales, que afectaron determinadas ramas industriales y de comercio. Además,

Precios

La inflación muestra persistencia en el arranque de 2026

- El IPC Nacional de INDEC trepó 2,9% mensual en enero, +0,1 p.p. respecto al dato de diciembre, acumulando seis meses consecutivos de aceleración mensual, desde el 1,9% de agosto 2025. En términos interanuales alcanzó 32,4% i.a., mostrando un leve incremento respecto a diciembre (+0,9 p.p.) y cuatro meses consecutivos de aceleración interanual, aunque manteniéndose en niveles sensiblemente inferiores a los observados un año atrás.

- En términos de bienes y servicios se mantuvieron las diferencias observadas a lo largo de 2025: los bienes registraron una suba de 2,8% mensual, mientras que los servicios aumentaron 3,1%. En la comparación interanual, los bienes acumularon 28,1% i.a., frente a una variación de 42,1% i.a. en los servicios.

- Un panorama cambiario por el momento tranquilo (de hecho, el tipo de cambio se apreció nominalmente desde que inició el año) nos permite prever que durante el primer semestre del año la desinflación retomará su marcha y vuelva a comenzar con “1”.

El IPC Nacional de INDEC trepó 2,9% mensual en enero, +0,1 p.p. respecto al dato de diciembre, acumulando seis meses consecutivos de aceleración mensual desde el 1,9% de agosto 2025. Asimismo, **creció 32,4% i.a. en el primer mes del año**, mostrando un leve incremento respecto a diciembre (+0,9 p.p.) y cuatro meses consecutivos de aceleración interanual, aunque manteniéndose en niveles sensiblemente inferiores a los observados un año atrás.

En términos de categorías, **el IPC Estacionales mostró una variación de 5,7% mensual, liderando el aumento del mes**. De todas maneras, estos bienes venían algo rezagados y de hecho a nivel interanual aún están por debajo del resto de las categorías (+23,3% i.a.). Al interior, se reflejó el impacto de las subas en verduras (+23,3% mensual), mientras que las frutas treparon 5,6% en el mes, a lo que se le descontó el efecto de la caída de la ropa (-1,1% de prendas de vestir y materiales). Descontando el efecto de estacionales, la inflación hubiera sido de 2,6% en el primer mes del año.

Por su parte, **el IPC Núcleo mostró una variación de 2,6% (+33,4% i.a.)**. El comportamiento del núcleo estuvo influido principalmente por la suba de carnes y derivados (+4,5% a nivel nacional). En este sentido, descontando la suba de carnes y estacionales, la inflación general se ubicó en 2,3% en enero.

Leve aceleración mensual en los últimos meses

ECOLATINA
Economics



Por último, **el IPC Regulados mostró una variación de 2,4% en enero**, donde impactaron las actualizaciones en transporte público (+4,1% a nivel nacional), servicios de telefonía e internet (+3,6%) y electricidad, gas y otros combustibles (+3,3%). Así, esta categoría se ubicó en 34,0% i.a., ubicándose 1,6 p.p. por encima del nivel general.

En términos de bienes y servicios se mantuvo la tendencia observada a lo largo de 2025: los bienes registraron una suba de 2,8% mensual (28,1% i.a.), mientras que los servicios aumentaron 3,1% (42,1% i.a.). Al interior de los servicios, resalta que los servicios privados treparon 2,8%, mientras que los públicos un 3,6% en línea al incremento de precios regulados.

En cuanto a las divisiones, la de mayor aumento fue Alimentos y bebidas no alcohólicas (+4,7%), impulsada principalmente por carnes y verduras, mientras que le siguió Restaurantes y hoteles (+4,1%), también afectada por los precios estacionales de la mayor demanda de verano. En contraste, la menor variación se observó en Prendas de vestir y calzado (-0,5%) y Educación (+0,6%), reflejando también factores estacionales de comienzos de año.

Perspectivas 2026

Desde la corrección cambiaria de fines de 2023 hasta mitad del 2025, **la inflación viene desacelerando de manera consolidada** y llegó a alcanzar un piso de 1,5% mensual en mayo de 2025. Desde entonces, la desaceleración de la inflación se frenó y lentamente las variaciones comenzaron a ser mayores. Cada mes tuvo su particularidad, pero de fondo estuvo el ruido electoral y es la principal justificación por parte del gobierno de esta aceleración.

De hecho, el BCRA sigue un IPC “subyacente”, que es el IPC Núcleo sin el efecto de carnes ni alquileres. **Este índice viene creciendo en torno al 2% mensual desde agosto** (dio 2,2% en enero) y es utilizado para esgrimir que el proceso inflacionario más “puro” sigue estando controlado, aunque también evidencia que la desinflación está interrumpida (sigue en la zona del “2”).

Pese a que esta óptica refleja cierta “estabilidad”, una inflación ya pisando el 3% mensual podría complicar el anclaje de expectativas, e incluso el costo de la estrategia monetaria del Gobierno, pagando una mayor tasa para absorber pesos en las sucesivas licitaciones del Tesoro. En el corto plazo, febrero se ubicaría por debajo del dato de inflación de enero, pero no mostraría una desaceleración tan pronunciada teniendo en cuenta el impacto tarifario que tuvo lugar en el segundo mes del año (en este sentido, el IPC GBA Ecolatina creció 2,6%, con los servicios públicos trepando 4,9%), a lo que se le suma un marzo estacionalmente complicado (por los incrementos en indumentaria y educación).

Esto incluso podría potenciarse si las paritarias vuelven a mirar la inflación pasada en lugar de la inflación futura, tal como lo hicieron durante buena parte del año pasado. En cualquier caso, un panorama cambiario por el momento tranquilo (de hecho, el tipo de cambio se apreció nominalmente desde que inició el año) nos permite prever que durante el primer semestre del año la desinflación retomará su marcha y vuelva a comenzar con “1%”.

Respecto al esquema cambiario, se encuentra detrás de que el objetivo explícito de acumular reservas internacionales del BCRA podría ponerle un piso a la apreciación real del tipo de cambio (en el contexto del nuevo esquema cambiario, en el que se amplió el techo de la banda que está atada a una inflación mayor). En este marco, estimamos que si bien el esquema cambiario otorga un marco de estabilidad y previsibilidad para que la desinflación se mantenga, le pone un piso para que exista una desaceleración marcada durante 2026, que estimamos se ubique por encima del 25%.

POLÍTICA FISCAL

Ingresos extraordinarios sostuvieron el superávit fiscal

- El Sector Público Nacional inició el año con un superávit primario de \$3,1 billones y un resultado financiero positivo de \$1,1 billones, aun tras afrontar pagos de intereses por \$2 billones correspondientes al pago de Bonares y Globales. Sin embargo, el resultado estuvo fuertemente sostenido por ingresos extraordinarios proveniente de las privatizaciones que aportaron \$1,04 billones en concepto de recursos de capital. Al excluir este efecto, el superávit primario se reduce a \$2,1 billones y el resultado financiero prácticamente se neutraliza, ubicándose en apenas \$65.256 millones. En términos reales, el resultado primario de enero fue el más bajo de la actual gestión: 3% inferior al registrado en enero de 2025 y 36% por debajo del de enero de 2024. Este resultado pone de

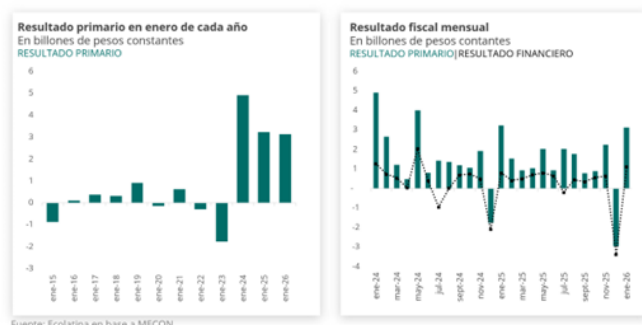
manifiesto una dinámica ya anticipada por la recaudación: ingresos que no logran recomponerse y un esquema de gasto rígido.

- La dinámica mensual tampoco muestra señales claras de reversión. En la medición desestacionalizada, los ingresos profundizaron su tendencia descendente (-0,4% mensual), acumulando cinco meses consecutivos de caída. El gasto, en cambio, revirtió marginalmente la dinámica contractiva y avanzó 0,1% mensual.

- En un contexto signado por el triunfo del oficialismo en materia legislativa con la sanción de la Ley de Modernización Laboral, el Gobierno mantiene firme el ancla fiscal como eje ordenador del programa económico. Sin embargo, comienzan a emerger interrogantes respecto de la consistencia del esquema para sostener la meta de superávit en un escenario de ingresos aún debilitados y con margen acotado por el lado del gasto. La reducción de alícuotas en Derechos de Exportación, los incentivos fiscales en debate y la elevada rigidez de las partidas presupuestarias vuelven más exigente el cumplimiento del objetivo. En definitiva, si la actividad no logra traccionar la recaudación en los próximos meses, el resultado fiscal dependerá cada vez más de ingresos extraordinarios o de nuevas fuentes de financiamiento para su cumplimiento en 2026.

El Sector Público Nacional inició el año con un superávit primario de \$3,1 billones y un resultado financiero positivo de \$1,1 billones, aun tras afrontar pagos de intereses por \$2 billones correspondientes al pago de Bonares y Globales. Sin embargo, el resultado estuvo fuertemente sostenido por ingresos extraordinarios proveniente de las privatizaciones derivadas de la adjudicación del paquete accionario de las centrales hidroeléctricas -Piedra del Águila, El Chocón, Alicurá y Cerros Colorados- que aportaron \$1,04 billones en concepto de recursos de capital. Al excluir este efecto, el superávit primario se reduce a \$2,1 billones y el resultado financiero prácticamente se neutraliza, ubicándose en apenas \$65.256 millones.

NUEVO SUPERÁVIT CON LA AYUDA DE INGRESOS DE CAPITAL



En términos reales, **el resultado primario de enero fue el más bajo de la actual gestión: 3% inferior al registrado en enero de 2025 y 36% por debajo del de enero de 2024**. Todo esto, pone de manifiesto una dinámica ya anticipada por la recaudación: ingresos que no logran recomponerse y un esquema de gasto rígido.

alícuotas-, en enero se profundizó la tendencia. Los **Derechos de Exportación** registraron una caída de 40,7% interanual real, mientras que los **Derechos de Importación** interrumpieron once meses consecutivos de expansión al retroceder 14,2% i.a., en un contexto de desaceleración de las importaciones (recientemente INDEC informó que en enero apenas superaron los USD 5.000 M).

En contraste, el **gasto primario** mostró una leve contracción de 0,7% i.a. real, aunque se ubicó 13% por encima del nivel de enero de 2024. Mientras que el **gasto corriente primario** se mantuvo prácticamente en línea con la inflación, el **gasto de capital** volvió a contraerse (-35,9% i.a.), alcanzando el nivel más bajo para un mes de enero en la serie histórica y ubicándose 24% por debajo incluso del registrado en enero de 2024, cuando la obra pública se encontraba prácticamente paralizada.

Al interior del gasto corriente, las **prestaciones sociales** disminuyeron 1,5% i.a. Dado que cerca del 70% del gasto social permanece indexado -concentrado en Jubilaciones y Pensiones y en la Asignación Universal por Hijo (AUH)- la contracción se concentró en otras partidas sociales: el resto de las Asignaciones Familiares (-6,8% i.a.), las Pensiones no Contributivas (-7,8% i.a.) y Otros Programas (-23,5% i.a.). Los **gastos de funcionamiento** volvieron a contraerse (-15,7% i.a.), con **salarios públicos** acumulando casi un año de variaciones interanuales negativas. Dinámica similar se observa en las transferencias a universidades (-8.8% i.a.).

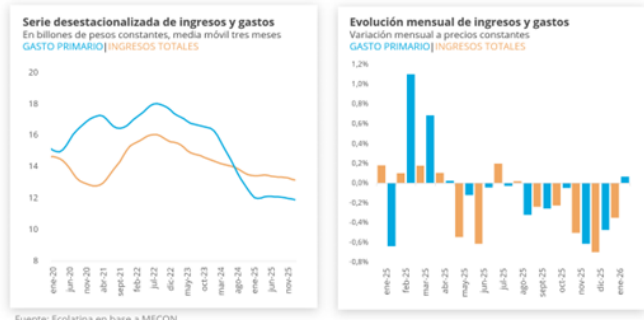
Por el contrario, los **subsidios económicos** y las **transferencias a provincias** exhibieron fuertes incrementos. Los subsidios crecieron 93% i.a. real, alcanzando el nivel más elevado para un enero en la gestión de la Libertad Avanza, explicados principalmente por mayores transferencias a ENARSA para la adquisición de gas natural y a CAMMESA. En cuanto a las provincias, las transferencias discrecionales aumentaron 32,1% i.a., aunque aún representan menos de la mitad de lo transferido en enero de 2023.

Lineamientos de cara a 2026

En las últimas semanas la aprobación de la Ley de Modernización Laboral -con modificaciones respecto del proyecto original- constituyó un **hito político** que amplía el margen del oficialismo para profundizar en su agenda de reformas, con la cuestión tributaria como posible próximo paso. Si bien el ancla fiscal continúa siendo el eje ordenador del programa económico, se intensifican los interrogantes en torno a **cómo se fortalecerán los ingresos y hasta dónde podrá ajustarse el gasto** que presenta alta rigidez estructural.

En paralelo, en el frente financiero la principal novedad del mes fue la emisión del bono hard dollar AO27 con venci-

LOS INGRESOS NO LOGRAN RECUPERARSE



La dinámica mensual tampoco muestra señales claras de reversión. En la medición desestacionalizada, los ingresos profundizaron su tendencia descendente (-0,4% mensual), acumulando cinco meses consecutivos de caída. El gasto, en cambio, revirtió marginalmente la dinámica contractiva y avanzó 0,1% mensual.

Las cuentas públicas en detalle

En enero, los **ingresos totales** del fisco cayeron 1,2% interanual en términos reales; sin embargo, al excluir los recursos extraordinarios derivados de la – la contracción se amplía a 8,3% i.a. real. De este modo, aun con el aporte excepcional de las privatizaciones, no se logró compensar la marcada caída de los ingresos, que acumulan un semestre de variaciones interanuales negativas.

En detalle, los **recursos tributarios** retrocedieron 8,1% i.a. en términos reales, con bajas generalizadas en prácticamente todas las partidas.

Los **tributos asociados al nivel de actividad** consolidan un trimestre consecutivo en terreno negativo. El **IVA neto** se contrajo 12,1% i.a. real, afectado tanto por el componente interno (DGI) como por el vinculado al comercio exterior (DGA), este último también condicionado por una elevada base de comparación producto de los ingresos extraordinarios derivados de la moratoria incluida en la Ley Bases.

Por su parte, el Impuesto a las **Ganancias** cayó 2,9% i.a., mientras que las contribuciones a la **Seguridad Social** retrocedieron 3,8% i.a., en línea con la moderación observada en el empleo formal y los salarios reales.

En materia de **comercio exterior** -cuya contribución a la recaudación viene perdiendo peso desde 2025 tras la reducción de

miento en octubre de 2027 -periodo electoral-, orientada a reforzar la disponibilidad de divisas de cara a los pagos de julio de Bonares y Globales que a priori tiene como tope un VNO de 2.000 millones. No obstante, esta estrategia no es inocua, ya que la operación incorpora una presión adicional sobre las cuentas públicas: al devengar intereses mensuales, incrementa la carga en la línea de intereses financieros y exigirá más sobre el resultado financiero en los próximos meses.

Por el lado de los recursos, el desempeño continúa condicionado por **una actividad que crece de manera heterogénea**. Los datos de actividad arrojan que la expansión se concentra en agro, minería y oil & gas, sectores con menor capacidad de traccionar el consumo interno y, por ende, la recaudación asociada a IVA y Ganancias. En contraste, industria y construcción -más vinculadas al mercado doméstico- permanecen rezagadas, por lo que la mejora agregada no se traduciría linealmente en mayores ingresos tributarios.

En el comercio exterior, se abre el interrogante sobre el efecto neto de la reducción de alícuotas: resta evaluar si la menor presión tributaria deriva en una caída de la recaudación o si es compensada por mayores volúmenes (y precios internacionales) de liquidación, algo que comenzará a clarificarse con la cosecha gruesa. Aunque el adelantamiento de liquidaciones producida en 2025 no arroja un buen panorama. En cuanto a los derechos de importación, que mostraron un fuerte dinamismo en 2025, el margen de expansión hacia adelante luce acotado en ausencia de una recuperación más sólida de la actividad interna.

Por otra parte, la Ley de Modernización Laboral incorpora costos fiscales de corto plazo -vinculados a reducciones en Ganancias e impuestos internos-, mientras que sus eventuales efectos positivos sobre la recaudación, asociados a una mayor formalización y creación de empleo, solo podrían materializarse en el mediano y largo plazo, y siempre sujeto a un crecimiento de la economía.

Por el lado del gasto, el margen de maniobra es acotado: cerca del 70% se encuentra indexado o presenta elevada rigidez, por lo que el ajuste recae sobre un universo relativamente reducido de partidas. Las señales oficiales apuntan a una **profundización del recorte en subsidios económicos bajo el nuevo esquema tarifario**. Sin embargo, esa corrección tendrá efectos sobre el ingreso disponible de los hogares y sobre la inflación, pudiendo justamente moderar la velocidad de la recuperación de la economía.

En definitiva, **si la actividad no logra traccionar la recaudación en los próximos meses, el resultado fiscal dependerá cada vez más de ingresos extraordinarios o de nuevas fuentes de financiamiento** para su cumplimiento en 2026.

SECTOR EXTERNO

Primer mes del año con superávit comercial

- El saldo comercial fue de USD 1.987 M en enero, acumulando 26 meses consecutivos de superávit comercial. El resultado implicó una mejora significativa respecto a enero de 2025 (USD 162 M).

- Al interior, la balanza comercial energética nuevamente mantuvo el superávit: las exportaciones del rubro combustibles y energía mostraron un saldo por USD 781 M (-14,1% i.a.), mientras que las importaciones de combustibles y lubricantes se ubicaron en mínimos por USD 163 (-21,0% i.a.). De esta manera, el saldo energético mostró un superávit por USD 618 M en el primer mes de 2026.

- Por un lado, las exportaciones fueron USD 7.057 M, exhibiendo una suba de 19,3% i.a. El crecimiento se explicó principalmente por un incremento en las cantidades exportadas (+18,5% i.a.), mientras que los precios mostraron una leve mejora (+0,7% i.a.). Por su parte, las importaciones fueron USD 5.070 M, registrando una caída de -11,9% i.a. Este descenso se explicó principalmente por una reducción en las cantidades importadas (-12,1% i.a.), mientras que los precios mostraron una leve suba (+0,2% i.a.).

El saldo comercial fue de USD 1.987 M en enero, acumulando 26 meses consecutivos de superávit. El resultado implicó una mejora significativa respecto a enero de 2025 (que había sido de USD 162 M).

La balanza comercial energética mantiene el superávit: las exportaciones del rubro combustibles y energía mostraron un saldo por USD 781 M (-14,1% i.a.), mientras que las importaciones de combustibles y lubricantes se ubicaron en mínimos por USD 163 (-21,0% i.a.). De esta manera, el saldo energético mostró un superávit por USD 618 M en el primer mes de 2026.

Las exportaciones totales fueron USD 7.057 M, representando una suba de 19,3% i.a. El crecimiento se explicó principalmente por un incremento en las cantidades exportadas (+18,5% i.a.), mientras que los precios mostraron una leve mejora (+0,7% i.a.). En términos desestacionalizados, treparon 11,4% en el mes de enero. En este sentido, cabe destacar que la mejora de las cantidades exportadas viene siendo de magnitud, generando que el índice alcance niveles máximos de las últimas décadas. Además, las ventas externas fueron récord para un enero, tanto medido por valores como cantidades.

Dentro de las ventas externas, destacó nuevamente el desempeño de los **Productos Primarios (PP)**, con un saldo por USD

2.057 M (+35,4% i.a.) y un fuerte incremento en cantidades (+47,5% i.a.), explicado principalmente por la fuerte expansión de las exportaciones de trigo, que se ubicó como el principal producto de exportación en el mes de enero (en torno a los USD 800 M). Además, las **Manufacturas de Origen Industrial (MOI)** mostraron un saldo por USD 1.939 M en el mes (+37,0% i.a.), mientras que las **Manufacturas de Origen Agropecuario (MOA)** mantuvieron un desempeño positivo por USD 2.281 M (+10,1% i.a.).

Por otro lado, las **importaciones fueron USD 5.070 M**, registrando una caída de -11,9% i.a. Este descenso se explicó principalmente por una reducción en las cantidades importadas (-12,1% i.a.), mientras que los precios mostraron una leve suba (+0,2% i.a.). En términos desestacionalizados, mostraron una caída de -6,1%, profundizando el sendero bajista iniciado en el último trimestre del 2025.

Por último, el **índice de términos del intercambio** -que refleja la relación entre los precios de exportación y los de importación- registró una leve mejoría en el mes, producto de un incremento interanual de los precios de exportación (+0,7% i.a.) superior al observado en los precios de importación (+0,2% i.a.). En este sentido, si hubieran prevalecido los precios de enero de 2025, el saldo comercial habría sido aproximadamente USD 32 M menor. Cabe destacar que el resultado comercial de enero se explicó principalmente por el fuerte aumento de las cantidades exportadas y la caída en las cantidades importadas, siendo el efecto precio de magnitud acotada.

El superávit se mantendrá durante 2026

En el corto plazo, estimamos que las **ventas externas de la cosecha fina sigan principalmente impulsadas por la cosecha de trigo de la Campaña 2025-26**, que mostró un resultado récord con una producción estimada de 27,8 millones de toneladas. Sin embargo, para la cosecha gruesa las previsiones se moderaron: recientemente, la ausencia de lluvias durante el verano puso nuevamente el foco en la producción de soja, que llevaron a que la Bolsa de Comercio de Rosario (BCR) recorte la estimación de la producción de la campaña 2025/26. Por suerte, las lluvias recientes trajeron alivio parcial, aunque los granizos provocaron daños en los cultivos, por lo cual será importante seguir monitoreando las estimaciones para esta campaña.

Pese a esto, durante el año estimamos que las exportaciones energéticas y de minería seguirán en tendencia alcista, lo cual en suma al desempeño del sector agropecuario permiten pensar en exportaciones que superen los USD 90.000 millones este año, ubicándose levemente por encima del acumulado de 2025. Por el lado de las importaciones, creemos que las mismas podrían ir recuperando cierto dinamismo en la medida que la actividad económica se vaya recuperado y el consumo -vía créditos e ingresos reales- acompañe. Con todo, estimamos que el saldo del año arroje un superávit nuevamente en torno a los USD 10.000 M durante 2026.

Para finalizar, **es importante remarcar que este año estimamos que exista cierta normalización en el frente comercial**. Durante 2025, las importaciones sin estacionalidad crecieron de manera sostenida hasta septiembre (hasta que llegó el periodo electoral) y luego comenzaron a caer en el cierre del año, mientras que con las exportaciones existió un incentivo a incrementar las cantidades exportadas luego de la eliminación transitoria de las retenciones. En este sentido, un 2026 con un esquema cambiario preanunciado, sumado a la ausencia de incertidumbre política, no dejaría lugar para que se produzcan distorsiones sobre el comercio a raíz de una mayor previsibilidad en el frente externo.

SE SOSTIENE EL SUPERÁVIT COMERCIAL

ECOLATINA
Economics



En cuanto a la composición por usos económicos, en enero se observó una **contracción en los rubros vinculados a la producción**. En particular, los **Bienes de Capital** totalizaron aproximadamente USD 1.120 M (-15,3% i.a.). Por su parte, los **Bienes Intermedios** alcanzaron USD 1.870 M (-9,8% i.a.), mientras que **Piezas y accesorios para bienes de capital** sumaron USD 980 M (-18,6% i.a.). Esta dinámica refleja una menor demanda asociada tanto a la inversión como a la producción industrial, en línea con el desempeño más moderado de la actividad económica al inicio del año.

En contraste, los **rubros vinculados al consumo mostraron mejoras interanuales**. Las importaciones de **Bienes de Consumo** alcanzaron USD 890 M (+12,4% i.a.), mientras que **Vehículos automotores de pasajeros** totalizaron aproximadamente USD 460 M (+21,7% i.a.). Asimismo, el rubro **Resto** -donde se incluyen principalmente envíos puerta a puerta- mantuvo una dinámica expansiva en términos interanuales (+95,8% i.a., USD 94 M). De esta manera, si bien el agregado de importaciones mostró una caída, los componentes asociados al consumo continuaron exhibiendo mayor dinamismo.

POLÍTICA MONETARIA Y CAMBIARIA

El Gobierno tras los argendólares

- Transcurrió un febrero cargado de novedades en el plano cambiario-monetario. El tipo de cambio adoptó una tendencia bajista, ubicándose no pocas ruedas por debajo de los \$1.400, y finalizó el mes en \$1.397. De esta forma, el mes cerró con un dólar descendiendo 3,5% de punta a punta (-2,8% promedio) y una distancia al techo de la banda que promedió el nivel más bajo desde julio del año pasado.

- En este marco, el BCRA sumó USD 1.500 M mediante el sostenimiento de las compras en el mercado, y la novedad fue un cambio de estrategia. Mientras en enero la emisión de pesos (por compra de dólares) del Central fueron retirados del mercado mediante las licitaciones de Finanzas, en febrero el Tesoro no compensó la inyección de pesos del Central y, al mismo tiempo, la autoridad monetaria se encontró activo en el mercado secundario otorgando liquidez. Producto de esto, las condiciones de liquidez de los bancos mejoraron y las tasas de interés en pesos descendieron desde mediados de febrero. En otro orden, la emisión de un nuevo bono en dólares por parte del Tesoro se enmarca en la decisión de no recurrir a Wall Street, depósitos en dólares en el sistema máximos en veinte años y no es casualidad tampoco que esto surja junto a la sanción de la Ley de Inocencia Fiscal y con un Gobierno que desea ir por la desregulación de los préstamos en dólares. De todas formas, no queda claro que un relajamiento de las condiciones permita expandir el crédito en dólares.

- Dejando a un lado los riesgos de una potencial flexibilización de los préstamos en USD, las actuales condiciones permiten al Gobierno inclinar en mayor medida su programa financiero al mercado local. Mientras haya confianza, los depósitos en dólares serán un aliado para el BCRA producto de la mayor capacidad prestable de los bancos en USD (que se liquidan en el MULC) y para que Finanzas encuentre un mercado ávido por poner a rendir sus depósitos.

Transcurrió un febrero cargado de novedades en el plano cambiario-monetario. El tipo de cambio adoptó una tendencia bajista, ubicándose no pocas ruedas por debajo de los \$1.400, y finalizó el mes en \$1.397. De esta forma, el mes cerró con un dólar descendiendo 3,5% de punta a punta (-2,8% promedio) y una distancia al techo de la banda que promedió el nivel más bajo desde julio del año pasado.

En este marco, el BCRA mantuvo la postura compradora en el mercado de cambios. En febrero, la autoridad monetaria sumó USD 1.555 M y extendió a USD 2.713 M las compras del

año. Un aspecto que vale la pena destacar es el ritmo de compras de febrero, que casi se duplicó respecto a enero al pasar de USD 58 M a USD 86 M promedio diario. A pesar de las compras, **las Reservas Netas continuaron en terreno negativo** al finalizar en USD 830 M (vs -USD 358 M en enero), producto de que no fueron suficientes para compensar los vencimientos con el FMI (-USD 835 M), vencimientos a finales de mes por BOPREALES (-USD 1.000 M) y en menor medida egresos netos con Organismos Internacionales (-USD 225 M). Respecto al Fondo, resta que finalice en algún momento la revisión, la cual estimamos se aprobará durante marzo (con un *waiver* por incumplimiento de la meta de Reservas de por medio) y habilitará un desembolso por USD 1.000 M.

Un aspecto interesante fue que se observó a finales de febrero una **recalibración del esquema cambiario-monetario**. Decimos esto porque, a diferencia de lo ocurrido desde inicio de año, **el BCRA y el Tesoro se volcaron con mayor determinación a otorgar mayor liquidez al mercado**, lo que derivó en una **recomposición del colchón de liquidez** de las entidades financieras, una **descompresión de las tasas** y como consecuencia un **dólar que revirtió la tendencia bajista**. En un contexto de arbitrariedad respecto al manejo monetario, estará por verse si esto se torna sistemático o si obedece a una operación coyuntural a raíz de la lectura del equipo económico.

Siguiendo, el **Central habría inyectado liquidez mediante el mercado secundario**. A partir de mediados de febrero, se registraron volúmenes inusuales en la curva de la tasa fija, lo que insinuaba la presencia de la autoridad monetaria en el mercado. Con los últimos datos monetarios, se observa que la Base Monetaria registró un crecimiento de \$1,4 bn entre el jueves y viernes de la semana pasada, donde las compras de divisas explican tan sólo \$0,3 bn de dicha expansión. Dado que no existieron operaciones relevantes con el Tesoro durante esas fechas, si se descuenta las operaciones por compras de dólares y las operaciones netas en el mercado de Pases, queda un remanente cercano a \$1,2 bn sin una fuente clara de explicación y que habrían correspondido a compra de bonos en el mercado secundario (por tanto, inyección de pesos).

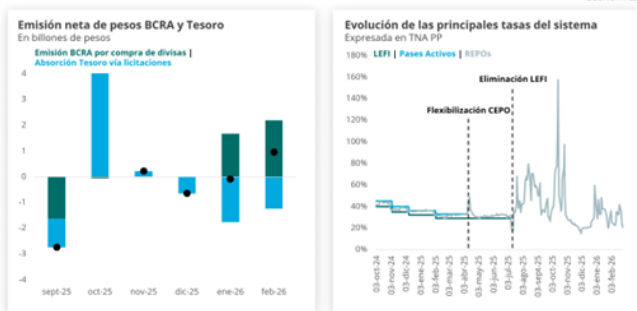
Justamente, luego de esas operaciones la **tasa en pesos comenzó a bajar**. La tasa de caución y los REPOs a 1 día pasaron de poco más de 40% TNA PP a deslizarse hacia los 20% TNA PP. En paralelo, las condiciones más laxas de liquidez se reflejaron en que las **entidades financieras recomponiendo el colchón de liquidez** con el BCRA, saltando al orden de los \$1,8 bn desde un promedio de \$0,4 bn durante todo febrero. Asimismo, **Finanzas inyectó \$0,5 bn** luego de la última subasta del mes. Ante vencimientos por \$7,2 billones, el Tesoro adjudicó \$6,7 billones y obtuvo un rollover del 93%.

De esta forma, **el Tesoro no esterilizó las compras del BCRA en el mercado de cambios y la estrategia contribuyó a reducir la volatilidad de las tasas de interés en pesos**. Durante

enero, la emisión de pesos del Central como contrapartida de las compras de divisas alcanzó los \$1,7 bn y el Tesoro absorbió \$1,8 bn fruto de un rollover que se ubicó por encima del 100%, retirando por tanto los pesos inyectados por el BCRA. Por el contrario, el pasado febrero la autoridad monetaria emitió \$2,2 bn y Finanzas obtuvo un financiamiento neto por \$1,2 bn, lo que implicó una emisión neta de \$1 bn que se sumó a un **cambio de postura en el mercado secundario del Central**. A diferencia de enero, cuando las compras de divisas tenían como contrapartida una venta de dólar linked en el mercado de bonos, el BCRA optó por contribuir con mayor liquidez mediante la intervención en la curva de tasa fija (como vimos más arriba).

LA MAYOR EXPANSIÓN MONETARIA CONTRIBUYE A MODERAR LAS TASAS

ECOLATINA
Economics



Fuente: Ecolatina en base a BCRA y A3 Mercados.

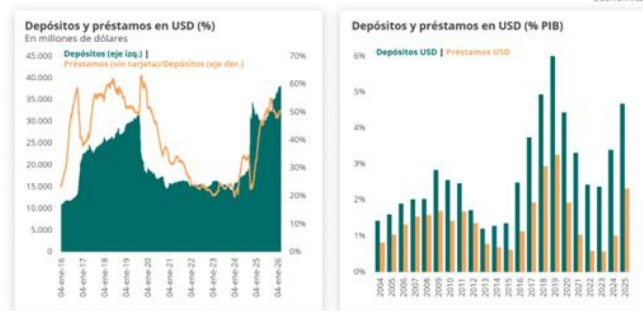
Respecto a la licitación de Finanzas, una cuestión importante fue la novedad de la **emisión de un nuevo bono en dólares**. A partir de la última subasta de febrero, será parte de las licitaciones quincenales el flamante bono en dólares AO27, que pagará una tasa de interés de forma mensual por un cupón de 6% TNA y cuya amortización será en octubre del 2027 (la semana siguiente de las elecciones presidenciales). El monto máximo de emisión será de USD 2.000 M (cupó de USD 250 M por licitación) y tendrá como destino el próximo pago en julio de capital de Bonares y Globales (cerca de USD 2.700 M).

El debut fue auspicioso. Se adjudicó el total por USD 250 M entre el miércoles y el jueves, y cortó a una TIR del 5,9%, rendimiento similar al BOPREAL comparable en el mercado secundario al día previo de la adjudicación, el cual es emitido por el BCRA y por tanto tiene una percepción de riesgo menor a los bonos emitidos por el Tesoro.

Esta estrategia se enmarca en la **decisión de no recurrir a Wall Street para el rollo del pago de capital de la deuda**, en un contexto en el que, además, el Riesgo País nuevamente está por encima de los 500 puntos básicos. No es casualidad tampoco que esto surja junto a la sanción de la Ley de Inocencia Fiscal y con un Gobierno que desea ir por la desregulación de los préstamos en dólares (no solamente que sean a exportadores o vinculados, sino también al resto de los agentes) para que se multiplique la circulación de dólares en la economía.

EL CRECIMIENTO DE LOS DEPÓSITOS EN USD DA UN MAYOR MARGEN PARA PRESTAR

ECOLATINA
Economics



Fuente: Ecolatina en base a BCRA e INDEC.

El objeto es darle curso a **depósitos en dólares que están en los valores más altos en veinte años** (en términos nominales). El stock de depósitos en USD del sector privado alcanzó la cifra récord de USD 38.400 M en febrero de este año (y esto no contempla las suscripciones en dólares en la industria FCI), producto de dos etapas bien marcadas desde el cambio de gestión: el blanqueo de 2024, que implicó un ingreso de USD 15.000 M; y, tras una ventana de retiro del sistema (por el fin del blanqueo) donde se estabilizaron en torno a los USD 30.000 M, un nuevo ingreso continuo al sistema desde julio del año pasado que los ubica en la presente cifra.

No obstante, **los préstamos en dólares crecieron en menor medida**. Los préstamos en moneda dura con relación a los depósitos se ubican 53% durante febrero (51% si se excluye préstamos por tarjeta), y promedian desde el 2025 cerca del 50%, por debajo del 56% que supieron mostrar entre el 2018-19 o el 67% que supieron exhibir entre la etapa 2004-10 (previo al recrudescimiento de los controles cambiarios). Por tanto, de los USD 38.400 M que se encuentran depositados en el sistema, unos USD 20.000 M tienen como contrapartida un crédito, otros USD 18.500 M se encuentran encajados en el BCRA y USD 5.000 M en efectivo en las sucursales bancarias.

De todas formas, no queda claro que un relajamiento de las condiciones permita **monetizar la economía en dólares**. Los depósitos y los préstamos en moneda dura con relación al producto no se encuentran muy lejos a los máximos alcanzados durante la gestión de Juntos por el Cambio. Además, bajo las condiciones actuales, tienen margen para seguir creciendo en lo que resta del 2026, permitiendo un mayor dinamismo en el MULC y que el BCRA sostenga el programa de compras. No obstante, no es evidente que una eventual flexibilización del otorgamiento del crédito impulse mucho más de lo visto hasta el momento los depósitos, y al mismo tiempo la capacidad prestable ociosa deberá volcarse a una economía que tendrá como horizonte una contienda electoral que despertará la habitual incertidumbre económica.

Dejando a un lado los riesgos de una potencial flexibilización de los préstamos en USD, las actuales condiciones permiten al Gobierno **inclinarse en mayor medida su programa financiero al**

mercado local. Mientras haya confianza, los depósitos en dólares serán un aliado para el BCRA producto de la mayor capacidad prestable de los bancos en USD (que se liquidan en el MULC) y para que Finanzas encuentre un mercado ávido por poner a rendir sus depósitos.

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

Editor

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

PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS Y PROYECCIONES

	Indicadores Mensuales o Trimestrales							
	Unidad de medida	Fecha	Último Dato	Fecha	Próximo Dato	2024	2025p	2026p
Nivel de Actividad								
PBI Real	Var. % i.a.	III-25	3,3	IV-25	2,2	-1,3	4,4	2,7
Consumo Total	Var. % i.a.	III-25	4,7	IV-25	1,3	-3,1	6,1	2,3
Inversión	Var. % i.a.	III-25	10,3	IV-25	2,0	-17,2	17,5	5,6
Precios								
IPC INDEC Nacional ⁽¹⁾	Var. %	ene.-26	2,9	feb.-26	2,5	117,8	31,5	27,0
Tipo de Cambio								
Nominal de Referencia ⁽¹⁾	ARS / USD	feb.-26	1.409,9	mar.-26	1418,6	1020,7	1448,1	1772,7
Real Multilateral, ARS/USD ⁽¹⁾	Dic. 01=100	feb.-26	1,3	mar.-26	1,3	1,2	1,4	1,4
Situación Fiscal, Acumulado Anual								
Ingresos totales	% PBI	ene.-26	1,3	feb.-26	2,3	16,8	15,8	15,1
Gasto Primario	% PBI	ene.-26	1,0	feb.-26	1,9	15,0	14,5	13,7
Resultado Primario Nacional	% PBI	ene.-26	0,3	feb.-26	0,4	1,8	1,4	1,5
Sector Externo								
Exportaciones	USD M	ene.-26	7.057	feb.-26	7.169	79.703	87.111	90.578
Importaciones	USD M	ene.-26	5.070	feb.-26	5.360	60.776	75.791	77.639
Saldo Comercial	USD M	ene.-26	1.987	feb.-26	1.809	18.928	11.320	12.939
Balance de Pagos								
Cuenta Corriente	USD M	III-25	-1.581	IV-25	467	6.285	-9.524	-10.141
Tasa de Interés								
Tasa de Política Monetaria ⁽¹⁾	% TNA	feb.-26	20,0	mar.-26	20,0	32,0	20,0	18,0
Tasa BADLAR Bancos Privados ⁽¹⁾	% TNA	feb.-26	33,6	mar.-26	30,8	31,9	26,7	24,6

ARGENTINA

ECONOMIC REPORT MARCH

2022



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

03/2026

Redated by:



INTRODUCTION

The most important aspects of the report are the following:

OBJECTIVES

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

CONTENTS

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

VARIABLES CONSIDERED IN THE PROJECTIONS

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

For more Information

please contact:
eyf@ecolatina.com

OVERVIEW

Economic Outlook: February Scorecard: Passed and Pending Challenges

February ended with the passage of the *Labor Modernization Law*, marking the formal starting point of the reform agenda the executive branch aims to push through 2026. The financial front also brought positive news for the ruling coalition: February extended January's dynamics, with the Central Bank continuing to **build reserves**, seeking to signal a more sustainable economic program.

In a still-supportive backdrop for emerging markets, **the Central Bank purchased USD 1.5 billion in February**. Added to the more than USD 1.0 billion accumulated in January, the average daily purchases sat at roughly USD 70 million this year —well above expectations and equivalent to more than 5% of daily FX turnover (the Central Bank has also been active through block trades off-market). This process occurred alongside a nominal appreciation of the peso, which has strengthened by more than 3% since the start of January, leaving it nearly 14% away from the top of the exchange-rate band.

Several factors converged to aid this process. On the supply side, the **realization of export proceeds from the agricultural sector** —close to USD 90 million per day— picked up strongly, supported by a robust wheat harvest. In parallel, **financial inflows remained steady: USD-denominated loans** have already exceeded USD 1.5 billion year-to-date, while **corporate USD bond placements** reached USD 2.3 billion in the first two months of the year. Demand, by contrast, has remained contained since the fading of electoral uncertainty, as shown by the **pace of imports** —USD 5.0 billion in January.

A closer look at recent import dynamics reveals a tilt toward consumer goods and vehicles. This suggests that imports linked to investment and production remain subdued — a sign that **parts of the economy are still struggling to gain traction at the start of the year, which may be facilitating the Central Bank's sizeable dollar purchases**.

Against the backdrop of renewed appetite for emerging markets, the Government appears to be moving proactively to anticipate a potential shift in FX demand, such as with the recent announcement of a **new USD-denominated bond**. The bond —maturing the week after the October 2027 presidential elections— will be included in the biweekly issuance schedule. The program caps total issuance at USD 2.0 billion, with a USD 250 million limit per auction. Proceeds will be used to repay principal on Bonares and Global bonds maturing next July (around USD 2.7 billion). The inaugural **auction was well received**: the full USD 250 million was placed at a Nominal Annual Rate of

5.74%, broadly in line with comparable BOPREAL yields — despite the latter arguably carrying lower credit risk given that they were issued by the Central Bank.

This strategy also reflects the **decision not to tap Wall Street to roll over principal payments**, particularly at a time when the Country Risk spread has climbed back above 500 basis points. The timing is unlikely to be accidental: it coincides with the passage of the *Fiscal Innocence Law* and with the Government's push to deregulate USD lending — extending access beyond exporters and related activities, to reach the broader economy— in an effort to deepen dollar circulation in the domestic economy.

With **inflation** re-accelerating and likely to **remain above 2% through April** amid ongoing relative price adjustments, the Treasury will probably continue sterilizing —auction after auction— the monetary expansion generated by the Central Bank's dollar purchases. As the **remonetization** of the economy remains postponed, fresh sources of dollar inflows become increasingly critical.

The release of the Monthly Economic Activity Estimator suggests **the economy grew 4.4% on average in 2025**, driven mainly by the primary sector (+6% YoY) and financial intermediation (+24% YoY). The recovery remains highly **uneven** and **concentrated in sectors that are not especially labor-intensive**. The statistical carry-over into 2026 exceeds 0.5%, meaning that achieving average GDP growth of 2.5–3% should be within reach. However, beyond agriculture, oil and mining, it is becoming harder to identify growth engines capable of sustaining that pace—at least during the early months of 2026.

Wage negotiations will, at best, attempt to claw back past losses while running behind inflation. Formal real wages have fallen nearly 3% since August and have returned to mid-2024 levels. This dynamic is likely to **cap any meaningful recovery in real incomes, while a credit boom is unlikely to fill the gap**. Non-performing household loans —mainly linked to credit card balances and personal loans— have climbed to 9.3% of total portfolios, while rate volatility within an exchange-rate regime that does not prioritize liquidity —particularly amid accelerating inflation— suggests **financing conditions will remain far from supportive for household consumption**.

This gradual cooling in a part of the real economy is beginning to show in fiscal numbers. While the Government posted both a primary and financial surplus in January —supported by privatization proceeds linked to hydroelectric assets— **tax revenue** is increasingly reflecting months of weaker consumption. Sustaining the fiscal anchor, the administration's non-negotiable pillar, will likely require more laser-focused spending cuts. This will not be easy, given that a significant share of expenditures has already been adjusted and/or been indexed.

Fiscal complications would not necessarily unsettle markets, provided the austerity signal remains intact. However, they could intensify Treasury financing needs in a context where liquidity is already tight. That would imply **an even more contractionary fiscal stance to remonetize the economy** and support sectors that have yet to benefit from the current model.

Ultimately, the key question is not only whether financial inflows or looser regulations will generate **enough dollars to finance the foreign exchange current account deficit, stabilize the exchange rate and continue rebuilding reserves**. They must also be sufficient to reconcile **broad-based growth with an inflation rate that remains socially and fiscally sustainable**. That is likely to be the central challenge in the months ahead — and its resolution will determine whether the reform process retains political and market legitimacy.

Political Outlook: Milei's World Turned Upside Down: Strong Political Momentum, but Mounting Economic Tensions

1. Milei Enters the Second Half of His Term with a Hege- monic Ability to Pass Legislation

In contrast to the situation just a few months ago—when Milei struggled to gather even one-third of lawmakers to defend presidential vetoes—the Executive branch now holds hegemonic majorities capable of pushing reforms through Congress.

2. Public Demands Have Shifted: It Is Unclear Whether Milei Has Adjusted to Change in Priorities

Amid the government's strengthened political position, the hierarchy of citizens' demands has shifted. Inflation has moved down the list of concerns, while income and employment have emerged as top priorities.

3. Behind Every Economic Demand Lies a Persistent Call for Higher Incomes

At its core, citizens' political satisfaction can ultimately be reduced to a single essential demand: improving income so that living standards can rise. Is this actually happening?

Just six months ago, **Milei faced the harsh reality of governing in a hyper-minority**. At that time, he could not even muster one-third of lawmakers to block a series of legislative overrides that were forcing him to implement laws he opposed, leaving him in a position of extreme political fragility.

In the **extraordinary sessions** that have just concluded, however, the **parliamentary landscape looked dramatically different** Milei was able to pass every bill included on the agenda and even secure approval for reform initiatives—such as the Labor Reform—with **comfortable margins in both chambers**. The contrast is stark, especially considering how little time has passed.

The explanation for this shift stems from two main factors: **1)** the governing coalition's stronger legislative position following the 2025 election results; and; **2)** its political ability to expand its bloc after the election through post-electoral realignments and negotiations with more moderate opposition factions. These additional votes proved key in consolidating the majorities needed to pass legislation.

This contrast not only enabled strong legislative productivity during the extraordinary sessions, but also fuels optimism about Congress's ability to pass legislation throughout the year. **The government has just announced a reform agenda** that will be submitted to Congress over the course of the year, **with a high likelihood of approval** given the political context described above.

This marks a **moment of political strength in Milei's administration that paradoxically contrasts with a period of economic standstill**. Despite a positive end to the year in terms of economic activity reported by INDEC, H2 2025—and likely Q1 2026—appears to be consolidating as a period of relative economic stagnation. At the same time, monthly inflation has accelerated over the past seven months, interrupting the recovery in purchasing power that had accompanied the economic rebound since mid-2024.

In this context, **citizens' priorities have shifted in recent months. Lower inflation is no longer the main economic concern, giving way to other issues related to employment and income**. Ecolatina has started tracking economic concerns in a new survey: **low wages now appear as the most pressing issue**.

This shift in the hierarchy of demands should be reflected in the government's policy priorities. However, it remains unclear whether the administration has chosen to prioritize economic activity over inflation—an approach that may not be the most politically effective.

When people call for lower inflation, they are not simply doing so because rapidly changing prices make it harder to manage household finances. The deeper motivation behind this demand is to prevent rising prices from eroding the purchasing power of incomes. In other words, behind this demand lies a more structural and often less visible one: the call for higher real incomes. Beyond any particular economic cycle, there is a fundamental element underlying every political

process: the improvement of incomes, which ultimately translates into a better quality of life. Governments can improve the broader environment—through stronger economic conditions, infrastructure, or services—but the most direct improvement in citizens' living standards comes from stronger purchasing power.

This raises a key question: **is the current economic program capable of improving people's incomes?** The answer to this question will largely determine the level of political satisfaction the current economic program can generate.

It is true that economic programs often unfold in stages, and that macroeconomic stabilization objectives may delay micro-economic benefits. However, this sequencing could also represent a **challenge for the program itself**. Ultimately, it will need to **reconcile both dimensions if it is to secure the level of social support required for long-term success**. The 2027 elections will provide the final verdict on whether that balance was successfully achieved. In short, **Javier Milei's strongest political moment is unfolding alongside a period of economic tension and uncertainty**.

ACTIVITY

The Economy Grew 4% in 2025

- **The Monthly Economic Activity Estimator posted growth of 3.5% YoY in December, bringing the full-year increase to 4.4% YoY in 2025. Activity also rose 1.8% MoM relative to November, driven mainly by wheat output, which reached record levels for the 2025/26 harvest.**

- **The roughly 4% YoY growth recorded in 2025 was largely explained by the statistical carryover from 2024, which contributed around 3 percentage points to the annual result. In addition, economic activity excluding the agricultural sector grew by around 3% YoY on average in 2025.**

- **Looking ahead, the primary sector will likely remain one of the main drivers of activity. Private credit could also recover and support the consumption of certain durable goods—although it is unlikely to reach the boom seen a few months ago—while real incomes are not expected to post a strong enough rebound to become a major source of momentum for activity.**

The Monthly Economic Activity Estimator posted growth of 3.5% YoY in December, bringing the full-year increase to 4.4% YoY in 2025.

Activity also rose 1.8% MoM relative to November, driven mainly by wheat output, which reached record levels

for the 2025/26 harvest. As a result, the index reached its highest level in the seasonally adjusted series that begins in 2004. That said, this series is often revised retrospectively, meaning the figure should not be considered final. Moreover, a more refined estimate that accounts for population growth shows that activity in 2025 still remained below 2021 levels.

Despite the year-on-year expansion, **the economy remained broadly flat over the course of last year when measured from end to end (Dec-24 vs. Dec-25)**. This reflects the fact that the economy alternated between monthly declines and increases before posting its strongest gain in December, something clearly visible in the seasonally adjusted series.

In this context, **the roughly 4% YoY expansion recorded in 2025 was explained largely by the statistical carryover from 2024**, which contributed around 3 percentage points to the annual result. Excluding the agricultural sector, economic activity grew by roughly 3% YoY on average in 2025.

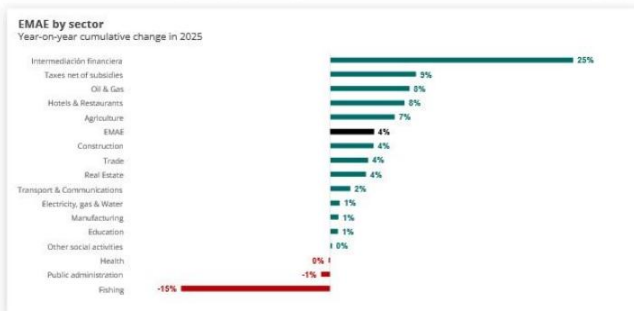
ACTIVITY GREW 4% IN 2025



Behind this picture of relative stagnation lies a backdrop of rising interest rates, which moderated private credit growth, along with a sharp opening of imports tied to final consumer goods, which weighed on certain manufacturing and retail sectors. In addition, the final months of the year were marked by exchange rate and electoral uncertainty, adding further headwinds to activity.

All in all, the main drivers of economic growth last year were financial intermediation (+25% YoY), amid higher interest rates, and the primary sector (with agriculture expanding by around 7% YoY and mining and quarrying by roughly 8% YoY). By contrast, the manufacturing and retail sectors posted more moderate growth (+1% YoY and +4% YoY, respectively), and both sectors still remained below their 2023 levels.

12 of the 15 sectors grew year-on-year



What Is Expected Up Ahead?

In January, **leading indicators of activity delivered mixed signals**. On the construction side, the *Construya Index* fell 11.6% s.a., although cement dispatches rose 5.3% s.a. In the automotive sector, production increased 8.2% s.a., while vehicle registrations declined 1.1% s.a. Other consumption indicators also showed mixed results: used car sales rose 4.1% s.a., consumer confidence (reported by Universidad Torcuato Di Tella) increased 2.2% s.a., while fast-moving consumer goods consumption (measured by Nielsen) fell 1.0% s.a. Overall, the economy could remain in positive territory, supported by the continued impact of the record wheat harvest.

For the year as a whole, the primary sector will likely remain one of the main drivers of activity. Private credit could also recover and support consumption of certain durable goods—although it is unlikely to reach the boom seen a few months ago—while real incomes are not expected to post a strong enough rebound to become a major source of momentum for activity. As a result, **we estimate that the economy could grow slightly above its statistical carryover (of around 0.5 percentage points) in 2026, placing average growth in the 2.5%–3% range.**

PRICES

Inflation Remains Sticky at the Start of 2026

- The National CPI published by INDEC rose 2.9% MoM in January, up by 0.1 p.p. from December's reading. This marks six consecutive months of monthly acceleration, from the 1.9% recorded in August 2025. On a year-on-year basis, inflation reached 32.4%, a slight increase relative to December (+0.9 p.p.) and the fourth consecutive month of year-on-year acceleration, although it remains significantly below the levels observed a year earlier.

- The divergence between goods and services persisted, as seen throughout 2025. Goods prices increased 2.8% MoM,

while services rose 3.1%. Goods prices climbed 28.1% YoY, compared with a 42.1% YoY increase in services.

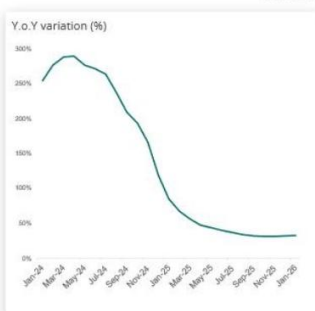
• For now, a relatively calm exchange rate environment—the peso has actually appreciated since the start of the year—leads us to expect that disinflation will resume during H1 and that monthly inflation will once again begin with a “1%” handle.

The National CPI published by INDEC rose 2.9% MoM in January, up by 0.1 p.p. from December’s reading and markings six consecutive months of monthly acceleration, from the 1.9% recorded in August 2025. Year-on-year inflation reached 32.4%, a slight increase relative to December (+0.9 p.p.) and the fourth consecutive month of year-on-year acceleration, although it remains significantly below the levels observed a year earlier.

Seasonal prices led the January increase, rising 5.7% MoM. Even so, these items had previously been lagging and still show the lowest year-on-year increase among CPI components, up by 23.3% YoY. Within the category, the jump mainly reflected higher vegetable prices (+23.3% MoM) and fruit prices (+5.6%), partly offset by a decline in clothing prices (-1.1%). Excluding seasonal prices, inflation would have printed at 2.6% in January.

The Core CPI increased 2.6% MoM (+33.4% YoY), largely driven by higher meat and meat products, which rose 4.5% nationwide. Stripping out both seasonal prices and the increase in meat, headline inflation would have come in closer to 2.3% in January.

Monthly acceleration in recent months



Regulated prices rose 2.4% MoM, reflecting adjustments in public transportation (+4.1% nationwide), telephone and internet services (+3.6%), and electricity, gas and other fuels (+3.3%). As a result, regulated prices reached 34.0% YoY, about 1.6 p.p. above headline inflation.

The divergence between goods and services seen throughout 2025 persisted. Prices for goods rose 2.8% MoM (28.1% YoY), while services increased 3.1% MoM (42.1% YoY). Within ser-

vices, private services rose 2.8%, while public services increased 3.6%, broadly in line with adjustments in regulated prices.

Group-wise, *Food and Non-Alcoholic Beverages* posted the largest increase (+4.7%), driven mainly by meat and vegetables. *Restaurants and Hotels* followed (+4.1%), reflecting seasonal price increases associated with stronger summer demand. At the other end of the spectrum, *Clothing and Footwear* (-0.5%) and *Education* (+0.6%) recorded the smallest increases, partly reflecting typical start-of-year seasonal patterns.

Outlook for 2026

Following the exchange rate correction in late 2023, inflation decelerated steadily through mid-2025, reaching a monthly low of 1.5% in May 2025. Since then, however, the disinflation process has stalled and monthly readings have gradually moved higher. While each month had its own drivers, electoral uncertainty has been a key underlying factor and remains the government’s main explanation for the recent uptick.

In fact, the Central Bank tracks an “underlying CPI”, defined as the Core CPI excluding meat and rent. This index has been running at around 2% monthly since August (reaching 2.2% in January) and is often cited to argue that the more “structural” component of inflation remains contained. At the same time, it also highlights that the disinflation process has effectively stalled, with inflation hovering in the 2% range.

Even if this suggests a degree of stability, inflation approaching the 3% monthly mark could complicate the anchoring of expectations and raise the cost of the government’s monetary strategy, as higher interest rates may be required to absorb liquidity in successive Treasury auctions. In the short term, February inflation should come in below January’s reading, although the slowdown is unlikely to be particularly sharp given the adjustments in utility rates implemented during the month. In this regard, the CPI for Greater Buenos Aires measured by Ecolatina increased 2.6%, with public utility rates rising 4.9%. This will likely be followed by a seasonally challenging March, due to the price increases in clothing and education that typically take place during that month.

The situation could become more challenging if wage negotiations start referencing past inflation rather than expected inflation, as happened during much of last year. That said, the exchange rate backdrop remains relatively calm—in fact, the nominal exchange rate has appreciated since the start of the year—which leads us to expect that disinflation will resume during H1, with monthly inflation readings returning to the “1% handle.”

Regarding the **exchange rate framework**, the explicit objective of the Central Bank's accumulation of international reserves could contain the real appreciation of the peso, within the context of the new exchange rate regime where the upper bound of the FX band was widened and tied to a higher inflation rate. Overall, while the current exchange rate regime provides stability and predictability, supporting the continuation of the disinflation process, it also sets a floor that may limit the pace of disinflation in 2026. As a result, we expect inflation to remain above 25% this year.

FISCAL POLICY

Fiscal Surplus Sustained by Extraordinary Revenues

- The National Public Sector started the year with a primary surplus of ARS 3.1 trillion and a financial surplus of ARS 1.1 trillion, even after paying ARS 2.0 trillion in interest related to Bonares and Globales bonds. However, the result was heavily supported by extraordinary revenues from privatizations, which contributed ARS 1.0 trillion in capital revenues. Excluding this effect, the primary surplus falls to ARS 2.1 trillion, while the financial balance is virtually neutral, standing at just ARS 65.3 billion. In real terms, January's primary surplus was the smallest of the current administration, coming 3% below January 2025 and 36% lower than January 2024. This outcome highlights a dynamic already anticipated in tax collection data: revenues are struggling to recover and the spending structure remains rigid.

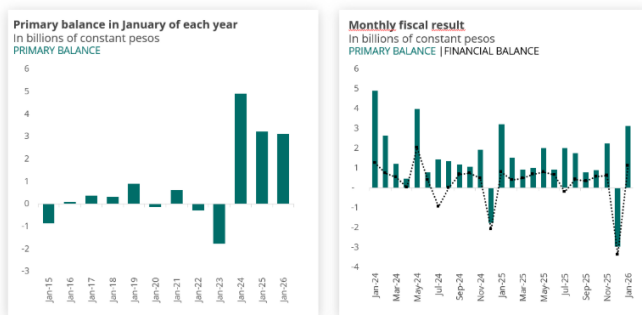
- Monthly dynamics also show no clear signs of reversal. On a seasonally adjusted basis, revenues extended their downward trend, falling 0.4% MoM and marking five consecutive monthly declines. Spending, by contrast, edged up 0.1% MoM, slightly reversing the previous contractionary trend.

- Against the backdrop of the government's legislative victory with the passage of the Labor Modernization Law, the administration continues to rely on the fiscal anchor as the central pillar of its economic program. Still, questions are beginning to emerge about the sustainability of the fiscal framework to meet the surplus target amid a context of still-weak revenues and limited room to adjust spending. The reduction of export tax rates, the fiscal incentives currently under discussion, and the high rigidity of budget expenditures all make the surplus target more challenging to maintain. Ultimately, if economic activity does not begin to boost tax revenues in the coming months, the fiscal surplus will increasingly depend on extraordinary revenues or new sources of financing to meet the 2026 target.

The **National Public Sector** began the year with a primary surplus of ARS 3.1 trillion and a financial surplus of ARS 1.1 trillion, even after paying ARS 2.0 trillion in interest on Bonares and Globales bonds. However, **the result was heavily supported by extraordinary revenues from privatizations, stemming from the sale of equity stakes in the hydroelectric plants Piedra del Águila, El Chocón, Alicurá, and Cerros Colorados**, which generated ARS 1.0 trillion in capital revenues. Excluding this effect, the primary surplus would fall to ARS 2.1 trillion, while the financial balance would be virtually neutral, standing at just ARS 65.3 billion.

NEW SURPLUS WITH THE HELP OF CAPITAL REVENUES

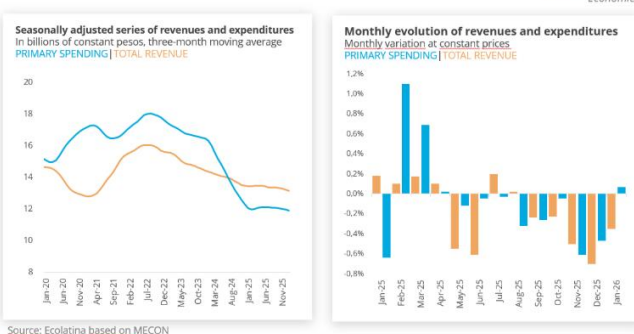
ECOLATINA
Economics



In real terms, **January's primary surplus was the lowest of the current administration, coming 3% below January 2025 and 36% lower than January 2024.** This outcome highlights a trend already signaled by tax collection data: revenues are struggling to recover and the spending structure remains rigid.

REVENUE FAILS TO RECOVER

ECOLATINA
Economics



Monthly dynamics also show no clear signs of reversal. On a seasonally adjusted basis, revenues extended their downward trend, falling 0.4% MoM and marking five consecutive monthly declines. Spending, by contrast, edged up 0.1% MoM, slightly reversing the previous contractionary trend.

Public Accounts in Detail

In January, the Treasury's **total revenues** fell 1.2% YoY in real terms. However, when excluding the extraordinary proceeds from privatizations, the contraction widens to 8.3% YoY in real terms. In other words, even with the one-off contribution from

asset sales, the sharp drop in revenues was not fully offset, extending a six-month streak of negative year-on-year readings. Looking at the breakdown, **tax revenues** declined 8.1% YoY in real terms, with broad-based declines across most categories. **Taxes linked to economic activity** have now experienced a third consecutive quarter in negative territory. **Net VAT** fell 12.1% YoY in real terms, reflecting weakness both in the domestic component (National VAT) and in the foreign trade component (Imports VAT). The latter was also affected by a high comparison base, following extraordinary revenues linked to the tax amnesty included in the Reform Bill.

Meanwhile, **income tax** collection fell 2.9% YoY, while **social security contributions** declined 3.8% YoY, consistent with the recent moderation in formal employment and real wages. Revenues from **foreign trade**, whose contribution to tax revenue has been declining since 2025 following reductions in tax rates, also weakened further in January. **Export taxes** plunged 40.7% YoY in real terms, while **import taxes** ended an eleven-month streak of expansions, falling 14.2% YoY amid a slowdown in imports. In fact, INDEC recently reported that imports in January barely exceeded USD 5.0 billion.

Primary spending declined only 0.7% YoY in real terms, although it still stood 13% above January 2024 levels. While **current primary spending** broadly kept pace with inflation, **capital spending** contracted again (-35.9% YoY), reaching the lowest level for any January in the historical series and standing 24% below January 2024, when public works were already largely paralyzed.

Within current spending, **social benefits** declined 1.5% YoY. Given that roughly 70% of social spending remains indexed — mainly pensions and the Universal Child Allowance — the contraction was concentrated in other social programs. These included other family allowances (-6.8% YoY), non-contributory pensions (-7.8% YoY), and other social programs (-23.5% YoY). **Operating expenditures** fell again (-15.7% YoY), with **public sector wages** posting nearly a full year of negative YoY readings. A similar pattern can be seen in transfers to universities (-8.8% YoY).

By contrast, **economic subsidies** and **transfers to provinces** increased sharply. Subsidies surged 93% YoY in real terms, reaching the highest January level under the current administration of *La Libertad Avanza*, driven mainly by larger transfers to energy companies ENARSA, for natural gas purchases, and to CAMMESA. Meanwhile, discretionary transfers to provinces rose 32.1% YoY, although they still amount to less than half the level transferred in January 2023.

Looking Ahead to 2026

In recent weeks, the approval of the *Labor Modernization Law* —albeit with changes relative to the original

bill— marked a **political milestone** that expands the government's room to advance its reform agenda, with tax reform likely the next step. While the fiscal anchor remains the central organizing principle of the economic program, questions are mounting over **how revenues will be strengthened and how far spending—characterized by significant structural rigidities—can be further adjusted**.

On the financial front, the main development of the month was the issuance of the USD-denominated bond AO27, maturing in October 2027—an election year. The placement aims to bolster foreign-currency liquidity ahead of the July payments on Bonares and Globales bonds and carries a maximum notional value of USD 2 billion. That said, the strategy is not without costs: because the instrument accrues interest on a monthly basis, it adds pressure to public accounts by increasing the interest burden and placing additional strain on the financial balance in the coming months.

On the revenue side, performance continues to be shaped by an **uneven recovery in economic activity**. Activity data show that growth is concentrated in agriculture, mining, and oil & gas—sectors with a more limited capacity to drive domestic consumption and, consequently, tax revenues linked to VAT and income tax. By contrast, manufacturing and construction—more closely tied to the domestic market—remain lagging, meaning that the aggregate improvement in activity is unlikely to translate linearly into higher tax revenues.

On the external trade front, uncertainty remains regarding the net effect of lower tax rates. It is still unclear whether the reduced tax burden will result in lower revenues or be offset by larger export volumes (and potentially stronger international prices), an issue that should become clearer with the arrival of the summer harvest. However, the front-loading of the realization of export proceeds seen in 2025 does not bode well in this regard. As for import taxes—which showed strong momentum in 2025—the scope for further expansion appears limited in the absence of a more robust recovery in domestic activity.

Meanwhile, the *Labor Modernization Law* entails short-term fiscal costs—linked to reductions in income and excise taxes—while any positive effects on tax revenues, stemming from higher formalization and job creation, would likely materialize only over the medium to long term and remain contingent on sustained economic growth.

On the spending side, room for maneuver is limited: roughly 70% of expenditures are indexed or exhibit a high degree of rigidity, meaning that the adjustment falls on a relatively small set of budget items. Government signals **point to a further reduction in economic subsidies under the new utility**

rate framework. However, such adjustments will affect households' disposable income and inflation dynamics, potentially moderating the pace of economic recovery.

Ultimately, **if economic activity fails to support tax revenues in the coming months, fiscal surplus will increasingly depend on extraordinary revenues or new sources of financing** to meet the 2026 targets.

EXTERNAL SECTOR

2026 Started with Trade Surplus

- The trade balance posted a **USD 1.9 billion surplus in January**, marking 26 consecutive months of positive trade balances. This represents a significant improvement compared with January 2025 (USD 162 million).

- Within the overall result, the energy trade balance remained in surplus. Fuel and energy exports posted **USD 781 million (-14.1% YoY)**, while the imports of fuels and lubricants fell to lows of **USD 163 million (-21.0% YoY)**. As a result, the energy balance recorded a **USD 618 million surplus in January 2026**.

- Exports totaled **USD 7.0 billion**, rising 19.3% YoY. The increase was driven primarily by higher export volumes (+18.5% YoY), while prices posted a modest gain (+0.7% YoY). Meanwhile, imports amounted to almost **USD 5.1 billion**, declining 11.9% YoY. The contraction was largely explained by a drop in import volumes (-12.1% YoY), while prices recorded a slight increase (+0.2% YoY).

The trade balance posted a **USD 1.9 billion surplus in January**, marking 26 consecutive months of positive trade balances. This represents a significant improvement compared with January 2025's USD 162 million.

The energy trade balance remained in surplus. Fuel and energy exports posted **USD 781 million (-14.1% YoY)**, while the imports of fuels and lubricants fell to lows of **USD 163 million (-21.0% YoY)**. As a result, the energy balance recorded a **USD 618 million surplus in the first month of 2026**.

Exports totaled USD 7.0 billion, rising 19.3% YoY. The increase was driven primarily by higher export volumes (+18.5% YoY), while prices posted a modest gain (+0.7% YoY). In seasonally adjusted terms, exports rose 11.4% in January. It is worth noting that the increase in export volumes has been significant, pushing the index to the highest levels in decades. In addition, exports set a record for the month of January, both in values and in volumes.

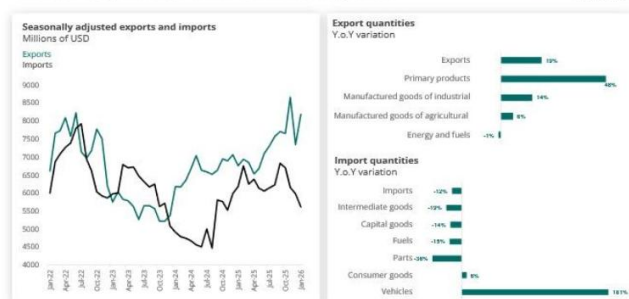
Within exports, **Primary Products** once again led the expansion, totaling **USD 2.1 billion (+35.4% YoY)**, driven by a sharp increase in volumes (+47.5% YoY). This was mainly explained by the strong rise in wheat exports, which ranked as the top export product in January (around USD 800 million). Meanwhile, **Industrial Products** reached **USD 1.9 billion** in the month (+37.0% YoY), while **Processed Agricultural Products** also posted a positive performance, totaling **USD 2.3 billion (+10.1% YoY)**.

Imports totaled USD 5.1 billion, down 11.9% YoY. The decline was mainly driven by lower import volumes (-12.1% YoY), while prices edged up slightly (+0.2% YoY). In seasonally adjusted terms, imports fell 6.1% MoM, extending the downward trend that began in Q4 2025.

Category-wise, **production-related imports contracted** in January. In particular, **Capital Goods** totaled around **USD 1.1 billion (-15.3% YoY)**. Meanwhile, **Intermediate Goods** reached **USD 1.9 billion (-9.8% YoY)**, while **Parts and Accessories for Capital Goods** amounted to **USD 980 million (-18.6% YoY)**. This pattern points to weaker demand linked to both investment and manufacturing output, in line with the more moderate pace of economic activity at the start of the year.

The trade surplus is expected to continue through 2026

ECOLATINA
Economics



In contrast, **consumption-related categories posted year-on-year gains**. **Consumer Goods** imports reached **USD 890 million (+12.4% YoY)**, while **Passenger Motor Vehicles** totaled around **USD 460 million (+21.7% YoY)**. In addition, the “Other” category —mainly direct-to-consumer imports (cross-border e-commerce purchases)— continued to expand in year-on-year terms (+95.8% YoY, USD 94 million). As a result, while total imports declined overall, consumption-related components continued to show stronger momentum.

Lastly, the **terms of trade index** —which captures the relationship between export and import prices— improved slightly in the month, as export prices rose 0.7% YoY, outpacing the increase in import prices (+0.2% YoY). In this context, had January 2025 prices prevailed, the trade balance would have been around **USD 32 million lower**. Notably, January's trade surplus was driven primarily by the sharp increase in export volumes

and the decline in import volumes, while the price effect remained limited.

Surplus to Persist Through 2026

In the near term, we expect **exports from winter crops to remain mainly supported by the 2025–26 wheat harvest**, which posted a record output with production estimated at 27.8 million tons. However, outlooks for the summer crops have moderated. Recently, the lack of rainfall during the summer renewed concerns about soybean production, prompting the Rosario Board of Trade to cut its estimate for the 2025–26 harvest. Recent rains have provided some relief, although hailstorms caused damage to crops, making it important to continue monitoring production estimates for the current campaign.

Despite this, we expect **energy and mining exports to remain on an upward trend** during the year. Together with the performance of the agricultural sector, this should support exports exceeding USD 90.0 billion in 2026, slightly above the total recorded in 2025. On the import side, we expect imports to gradually regain some momentum as economic activity recovers and consumption strengthens, supported by credit growth and improving real incomes. Overall, we estimate the trade balance will once again post a surplus of around USD 10.0 billion in 2026.

Finally, it is worth noting that **we expect some normalization on the trade front this year**. In 2025, seasonally adjusted imports rose steadily through September (until the election period began) and then declined toward year-end. At the same time, exports were temporarily boosted by incentives to increase export volumes following the temporary removal of export taxes. Against this backdrop, a preannounced exchange-rate framework in 2026, combined with lower political uncertainty, should reduce the scope for trade distortions, as greater predictability on the external front takes hold.

EXCHANGE RATE AND MONETARY POLICY

The Government Seeks to Tap Domestic Dollar Liquidity

- **February brought a flurry of developments on the FX and monetary front. The exchange rate adopted a downward trend, trading below ARS 1,400 on several sessions, and closed the month at ARS 1,397. As a result, the exchange rate fell 3.5% over the month (-2.8% on average), while the distance to the upper bound of the FX band averaged its widest level since July of last year.**

- **Against this backdrop, the Central Bank purchased USD 1.5 billion in the market, continuing its FX buying streak, but with a notable shift in strategy. In January, the peso liquidity created by the Central Bank's FX purchases was withdrawn through Treasury auctions. In February, however, the Treasury did not sterilize the pesos injected by the Central Bank, while the monetary authority was also active in the secondary market providing liquidity. As a result, bank liquidity conditions improved and peso interest rates began to decline from mid-February onward. In parallel, the Treasury's issuance of a new dollar-denominated bond fits within the broader strategy of avoiding international markets, at a time when USD deposits in the banking system have reached their highest level in twenty years. It is also no coincidence that this move comes alongside the approval of the Fiscal Innocence Law and the Government's intention to move toward deregulating USD-denominated lending. That said, it remains unclear whether easing these conditions will effectively lead to an expansion of dollar credit.**

- **Leaving aside the risks associated with a potential loosening of USD lending, current conditions allow the Government to tilt its financing program more heavily toward the domestic market. As long as confidence holds, USD deposits could become a key ally for the Central Bank, given banks' greater capacity to extend dollar loans (which are settled in the official FX market), while also providing a pool of liquidity for the Treasury as investors look to put their dollar deposits to work.**

February brought several developments on the FX and monetary front. The **exchange rate adopted a downward trend**, trading below ARS 1,400 on several sessions and ending the month at ARS 1,397. As a result, the exchange rate fell 3.5% over the month (-2.8% on average), while the gap to the upper bound of the FX band averaged its widest level since July of last year.

Against this backdrop, **the Central Bank continued its FX buying streak**. It purchased USD 1.5 billion in February, bringing year-to-date purchases to USD 2.7 billion. One notable development was the pace of interventions, which nearly doubled compared to January, with average daily purchases rising from USD 58 million to USD 86 million. Despite these purchases, **Net International Reserves remained in negative territory**, ending the month at -USD 830 million (vs. -USD 358 million in January). FX purchases were not enough to offset external payments, including IMF repayments (-USD 835 million), late-February maturities on BOPREAL securities (-USD 1.0 billion), and smaller net outflows to other international organizations (-USD 225 million). As for the International Monetary Fund, the program review is pending and is expected to be completed in March. It will likely include a waiver for missing the reserve accumulation target, leading to a USD 1.0 billion disbursement.

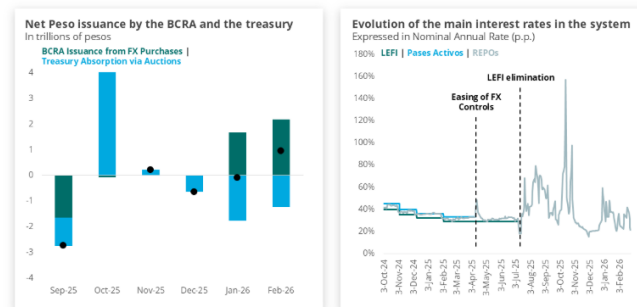
Another interesting development was the **recalibration of the FX-monetary framework** toward the end of February. Unlike what had been observed earlier in the year, **the Central Bank and the Treasury moved more decisively to inject liquidity into the market**. This resulted in a **rebuilding of banks' liquidity buffers**, a **decline in interest rates**, and an **exchange rate that reversed its previous downward trend**. Given the discretionary nature of current monetary management, it remains to be seen whether this shift becomes a sustained policy stance or simply reflects a tactical move by the economic team.

More specifically, **the Central Bank appears to have injected liquidity through the secondary market**. From mid-February onward, unusually high trading volumes emerged along the fixed-rate curve, suggesting the presence of the monetary authority. Recent monetary data support this view: the monetary base increased by ARS 1.4 trillion between the last Thursday and Friday of February, while FX purchases accounted for only ARS 0.3 trillion of that expansion. With no significant transactions with the Treasury during those days, and after adjusting for FX operations and net activity in the reverse repo market, around ARS 1.2 trillion remains without a clear source, which likely reflects bond purchases in the secondary market —effectively an injection of peso liquidity.

Following these operations, **peso interest rates began to decline**. Overnight repo and call rates dropped from just above a 40% Nominal Annual Rate to around 20%. At the same time, looser liquidity conditions were reflected in **banks rebuilding their liquidity buffers** with the Central Bank, jumping to around ARS 1.8 trillion from an average of ARS 0.4 trillion throughout February. In addition, the **Treasury injected ARS 0.5 trillion** following the final auction of the month. Facing maturities of ARS 7.2 trillion, the Treasury placed ARS 6.7 trillion, resulting in a 93% rollover rate.

As a result, **the Treasury did not sterilize the Central Bank's FX purchases, and this strategy helped reduce volatility in peso interest rates**. In January, the peso liquidity created by the Central Bank's FX purchases reached ARS 1.7 trillion, while the Treasury absorbed ARS 1.8 trillion through a rollover above 100%, effectively draining the pesos injected by the Central Bank. By contrast, in February, the Central Bank issued ARS 2.2 trillion, while the Treasury secured net financing of ARS 1.2 trillion, implying net liquidity creation of around ARS 1.0 trillion. This was accompanied by a **shift in the Central Bank's stance in the secondary market**. Unlike in January —when FX purchases were offset by sales of dollar-linked bonds— the Central Bank opted to inject additional liquidity through intervention along the fixed-rate curve, as seen above.

GREATER MONETARY EXPANSION HELPS MODERATE INTEREST RATES

ECOLATINA
Economics

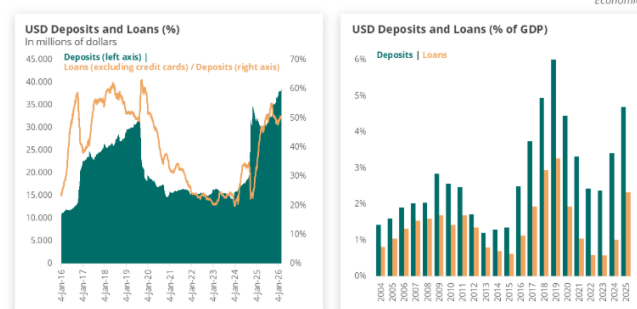
Source: Ecolatina based on BCRA and A3 Mercados.

Regarding the Treasury auction, one key development was the **issuance of a new dollar-denominated bond**. Starting with the final February auction, the newly introduced AO27 USD bond will become a regular instrument in fortnightly auctions. The bond pays interest monthly at a 6% Nominal Annual Rate and matures in October 2027, the week after the presidential election. The maximum issuance will be USD 2.0 billion, with a cap of USD 250 million per auction, and the proceeds will be used to finance the upcoming July principal payment on Bonares and Globales bonds (around USD 2.7 billion).

The debut was encouraging. The full USD 250 million was placed across Wednesday 25 and Thursday 26 February, at a yield to maturity of 5.9%—similar to the yield on a comparable BOPREAL bond in the secondary market the day before the auction. Since BOPREAL bonds are issued by the Central Bank, they are typically perceived as carrying lower credit risk than Treasury-issued bonds.

This strategy is part of **the Government's decision to avoid tapping international markets to roll over principal payments**, particularly with Country Risk once again sitting above 500 basis points. It is also no coincidence that this move comes alongside the approval of the *Fiscal Innocence Law* and the Government's plan to deregulate USD-denominated lending —not only for exporters or related firms, but potentially for a broader set of economic agents— with the aim of increasing the circulation of dollars within the domestic economy.

THE GROWTH OF USD DEPOSITS PROVIDES GREATER ROOM FOR LENDING

ECOLATINA
Economics

Source: Ecolatina based on BCRA and INDEC.

The aim is to **channel USD deposits, which are at their highest nominal levels in twenty years, into the system**. Private-sector USD deposits reached a record USD 38.4 billion in February, excluding dollar subscriptions in the mutual fund industry. This reflects two clearly defined phases since the change in administration: (i) the 2024 tax amnesty, which brought in USD 15.0 billion, and, after a withdrawal window at the end of the amnesty period, deposits stabilized around USD 30.0 billion; (ii) and a continuous inflow from July last year that brought them to the current level.

Despite this, **dollar lending has grown more moderately**. Loans in hard currency relative to deposits stood at 53% in February (51% excluding credit card loans), averaging around 50% since 2025— below the 56% levels seen in 2018–2019 and the 67% reached during 2004–2010 (before the tightening of FX controls). Therefore, of the USD 38.4 billion deposited in the system, roughly USD 20.0 billion are matched by loans, USD 18.5 billion are held as reserves at the Central Bank, and USD 5.0 billion remain in cash at bank branches.

However, **it remains unclear whether easing conditions will effectively channel these dollars into the broader economy**. Deposits and dollar loans relative to GDP are still not far from the peaks reached under Mauricio Macri's previous *Juntos por el Cambio* administration. Under current conditions, there is room for further growth through the remainder of 2026, supporting greater FX market activity and enabling the Central Bank to sustain its FX purchase program. Yet, any potential relaxation of dollar credit does not appear likely to materially boost deposits beyond current trends, while idle lending capacity would need to be deployed in an economy

approaching an election cycle, which typically brings heightened economic uncertainty.

Setting aside the risks of a possible easing of USD lending, **current conditions allow the Government to tilt its financing program more toward the domestic market**. As long as confidence holds, USD deposits could remain a key ally for the Central Bank, thanks to banks' greater capacity to extend dollar credit (settled in the official FX market), and for the Treasury to find a ready market to put its deposits to work.

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

PUBLISHER

German-Argentinean Chamber of Industry and Commerce

Av. Corrientes 327 – C1043AAD Buenos Aires

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

E-Mail: ahkargentina@ahkargentina.com.ar

Internet: www.ahkargentina.com.ar

Original text and statistics: Ecolatina

Coordination: Julieta Barra

Edition: Christina Keim

ECONOMIC INDICATORS AND PROJECTIONS

	Monthly or Quarterly Indicators					Annual Indicators		
	Unit of measure	Date	Last Data	Date	Next Data	2024	2025p	2026p
Activity								
GDP	YoY %	III Q 25	3,3	IV Q 25	2,2	-1,3	4,4	2,7
Total Consumption	YoY %	III Q 25	4,7	IV Q 25	1,3	-3,1	6,1	2,3
Total Investment	YoY %	III Q 25	10,3	IV Q 25	2,0	-17,2	17,5	5,6
Prices								
INDEC National CPI ⁽¹⁾	YoY %	jan.-26	2,9	feb.-26	2,5	117,8	31,5	27,5
Foreign Exchange								
Nominal FX ⁽¹⁾	ARS / USD	feb.-26	1410	mar.-26	1419	1021	1448	1773
Real Multilateral. ARS/USD(1)	Dec. '01=100	feb.-26	1,3	mar.-26	1,3	1,2	1,4	1,4
Fiscal Situation. Year Accum.								
Total Incomes	% GDP	jan.-26	1,3	feb.-26	2,3	16,8	15,8	15,1
Primary Expenditures	% GDP	jan.-26	1,0	feb.-26	1,9	15,0	14,5	13,7
National Primary Balance ⁽²⁾	% GDP	jan.-26	0,3	feb.-26	0,4	1,8	1,4	1,5
Foreign Sector								
Exports	USD BN	jan.-26	7,1	feb.-26	7,2	79,7	87,1	90,6
Imports	USD BN	jan.-26	5,1	feb.-26	5,4	60,8	75,8	77,6
Trade Balance	USD BN	jan.-26	2,0	feb.-26	1,8	18,9	11,3	12,9
Balance of Payments								
Current Account balance	USD BN	III Q 25	-1,6	IV Q 25	0,5	6,3	-9,5	-10,1
Interest Rates								
Monetary Policy Rate ⁽¹⁾	%	feb.-26	20,0	mar.-26	20,0	32,0	20,0	18,0
Private Banks BADLAR ⁽¹⁾	%	feb.-26	33,6	mar.-26	30,8	31,9	26,7	24,6