

Perspectivas Mensuales: “Staff Report y nuevos desafíos de cara a 2027”

27 de Mayo de 2026

Rodrigo Benitez

Economista Jefe – Grupo ST

El Staff Report ayuda a alinear expectativas sobre temas que son estructurales para el Modelo. Hasta ahora la discusión estaba basada en expectativas, ahora apareció una mirada externa con acceso a la información y a la discusión.

Analizar los puntos de dolor:

Cambiario → ¿Sigue el exceso de oferta?

Monetario → ¿Hasta donde llega la recuperación de la demanda de dinero?

Programa Financiero → ¿Cómo resolver las necesidades de caja del Tesoro 2027?

Nivel de Actividad → ¿Llega lo suficientemente firme al proceso electoral?

La manera en que se resuelvan esos 4 puntos de dolor marcarán el sendero lógico para las diferentes cláusulas de ajuste y definirán la estrategia de inversión óptima para transitar ese proceso

La aprobación confirma el programa, pero mueve el foco de mercado hacia reservas y acceso a financiamiento

1. Decisión del Board

USD 1.000 M

Desembolso aprobado

Equivale a SDR 0,8 Bn; segunda revisión completada.

USD 15.800 M

Desembolsos acumulados

Bajo el EFF de 48 meses aprobado en abril 2025.

Waiver

Reservas netas

Se aprobó pese al incumplimiento de la meta de NIR.

USD 9.000 M

Compras BCRA 2026

El Staff destaca corrección posterior vía compras diarias.

Lectura Central

El FMI valida el ancla fiscal, pero el driver incremental pasa a ser externo: **acumular reservas** sin perder **flexibilidad cambiaria** ni acceso a mercado.

2. Marco Macro 2026

3,5%

Crecimiento PBI

Proyección 2026; modera vs. 2025.

25,0%

Inflación dic/dic

Desinflación continúa, pero con riesgos de expectativas.

1,4% PBI

Superávit Primario

Superávit proyectado para 2026.

-0,8% PBI

Cuenta corriente

Déficit menor por energía, minería y agro.

Cambio de Pregunta

Del “¿se sostiene el ajuste?” al “¿alcanza para financiar 2027 y recomponer buffers externos?”

3. ¿Qué validó y qué exigió?

Pilar	Estado	Exigencia
Fiscal	Fuerte	Preservar caja
Reservas	Débil	Acelerar compras
Monetario	En transición	Menos volatilidad
Financiamiento	Pendiente	Acceso durable

Mensaje para inversores

El reporte reduce riesgo de programa, pero no despeja por sí solo el spread 2027: la compresión requiere reservas, rollover y mercado externo.

Riesgo a monitorear: usar apreciación cambiaria o financiamiento oficial como sustituto de reservas genuinas.

El sendero del FMI mantiene el ancla fiscal, relaja el punto de partida de reservas y exige reconstrucción gradual hacia 2027

1. Fiscal: Condición Necesaria

\$6,9 Bn

Jun-26

Piso acumulado del resultado primario.

\$16,3 Bn

Dic-26

Meta propuesta para cierre 2026.

\$9,1 Bn

Atrasos domésticos

Techo a jun/dic 2026 bajo definición del programa.

0

Atrasos externos

Criterio continuo de no acumulación.

Lectura: el FMI no flexibilizó el ancla fiscal; pide sostener superávit y evitar que el equilibrio se logre acumulando deuda flotante.

2. Reservas: Test Crítico

-USD 8.600 M

Jun-26

Nuevo piso acumulado de variación de NIR.

-USD 4.100 M

Dic-26

Exige mejora de USD 4,5 Bn vs. jun-26.

+USD 4.000 M

Jun-27

Retorno a terreno positivo bajo métrica FMI. **Hoy en USD -6.500 M**

0

Financiamiento BCRA

Techo de asistencia monetaria neta al Tesoro.

La meta de NIR no desaparece: se reprograma el sendero, pero el FMI pide sostener compras e incluso sobrecumplir si el mercado lo permite.

3. Tablero de Seguimiento

Meta	Jun-26	Dic-26	Jun-27
Primario	\$6,9 Bn	\$16,3 Bn	\$7,5 Bn
NIR BCRA	-8.600	-4.100	+400
Fin. BCRA	0	0	0
AUH/TA	95%	95%	95%

Señal de Mercado

Fiscal es el piso. Reservas son el diferencial. La compresión de riesgo país requiere pasar de “waiver aceptado” a “meta externa creíble”.

Nota: NIR en USD Bn acumulados según definiciones del programa; metas fiscales en billones de pesos.

La segunda etapa del programa exige institucionalizar el ajuste y transformar estabilidad nominal en crecimiento financierable

1. Próximos Hitos

- **Jun-26** Sistema ARCA / Economía para monitoreo fiscal
- **Sep-26** Plan IFRS + Presupuesto 2027 con déficit cero
- **Dic-26** Reforma tributaria, riesgo tributario, AML y responsabilidad fiscal
- **Dic-27** Diagnóstico y opciones de reforma previsional

La clave: dejar de depender del ajuste discrecional y reforzar reglas, datos y marcos institucionales.

2. Objetivos de Política

- Fiscal** Preservar balance financiero/caja y mejorar calidad del ajuste.
- Externo** Reconstruir reservas con compras BCRA y tipo de cambio flexible.
- Monetario** Bajar volatilidad de tasas y mejorar transmisión al crédito.
- Financiamiento** Recuperar acceso durable al mercado y reducir exposición FMI.
- Estructural** Impulsar productividad, inversión, empleo formal y exportaciones.

El FMI pide balancear desinflación, sostenibilidad externa y crecimiento; no usar el tipo de cambio como única ancla.

3. Implicancias de Cartera

Activo	Señal FMI	Lectura
Hard dollar	Positiva, no suficiente	Reservas/2027 mandan
Pesos cortos	Soporte por ancla fiscal	Carry con liquidez
CER/TAMAR	Selectividad	Depende de tasa/TCN
Equity	Pro-crecimiento	Sesgo energía/agro/infra

Mensaje final

La primera etapa fue fiscal. La segunda será externa y financiera: reservas, rollover y acceso a mercado definirán la prima de riesgo.

Riesgo 2027: volatilidad electoral + necesidades brutas de FX obligan a preservar cobertura y liquidez.

Implicancias para el Programa Económico

Eje I: Foco Macro

Explicitado en acuerdo con FMI.
Principales Objetivos:

- a) Acumular Reservas
- b) Ancla Fiscal y Programa Financiero
- c) Avanzar con Reformas Estructurales y soporte político para el Plan

Eje II: Foco Financiero

Lograr bajar la inflación y hacer crecer la demanda real de dinero sin desordenar lo financiero. Objetivos:

- a) Bajar inflación.
- b) No depender del tipo de cambio como ancla.
- c) Lograr tasas reales de interés que compatibilicen recuperación de demanda real de dinero y crecimiento económico.

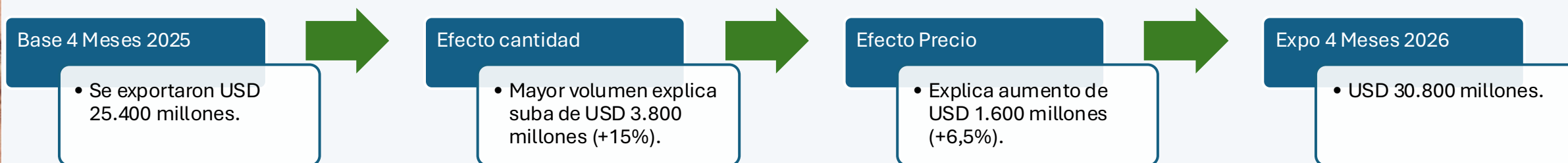
Eje III: Foco en la Micro

Que que el esfuerzo macro y financiero derrame hacia la economía real para darle sostenibilidad social al programa de gobierno. Objetivos:

- a) Lograr una dinámica razonable para el empleo y la generación de ingresos.
- b) Recuperar el Poder adquisitivo
- c) Sustener un alto nivel de imagen de gobierno para transitar mejor el proceso electoral.

Eje I: Equilibrio Macro → Acumular Reservas

- Los cifras de comercio exterior son muy alentadoras, el excedente de divisas se explica más por crecimiento de cantidades que por el favorable efecto precio de los últimos 3 meses.



El BCRA aprovecha la Cosecha Gruesa

USD Miles	l-26	abr-26	may-26	Acum YTD
Stock de Reservas	42.052	44.515	46.533	5.366
Var de Reservas	885	2.464	2.287	5.636
Compras Sec Priv	4.386	2.770	1.840	8.995
OO.II.	-1.692	-284	-1.107	-3.083
Tesoro	-3.504	1.234	448	-1.822
Encajes	-754	-205	1.653	694
Otros	2.448	-1.051	-547	851
Compras Diarias	52	138	123	76
% Vol. Operado	11,9%	24,5%	21,7%	15,9%

	l-26	abr-26	may-26	Acum YTD
VAR Base Monetaria	-1,7	0,9	0,0	-0,8
Compra de USD	6,2	3,8	2,6	12,6
Tesoro	-7,3	-2,3	0,5	-9,0
Otros BCRA	-0,6	-0,7	-3,1	-4,4

Crédito en Pesos	3,4	1,5	0,1	5,0
Depósitos en Pesos	3,5	5,9	1,2	10,7

Sólida Dinámica Exportadora

	abr-26			Acum 4 meses		
	Valor	Precio	Cantidad	Valor	Precio	Cantidad
Exportaciones	33,6	10,8	20,6	21,5	5,6	15,0
Productos Primarios	25,0	0,2	25,0	31,0	-3,0	35,0
Manufacturas Agropecuarias	14,1	8,7	5,0	8,6	7,5	1,0
Manufacturas Industriales	43,3	15,6	24,0	28,8	17,8	9,4
Combustibles y Energía	85,9	21,3	53,2	22,2	-1,6	24,2
Importaciones	-4,0	4,1	-7,7	-6,4	3,9	-10,0
Bienes de Capital	-5,9	4,7	-10,2	-7,1	8,0	-14,0
Bienes Intermedios	4,1	5,0	-0,9	-3,1	0,6	-3,6
Combustibles y Lubricantes	-45,4	-3,2	-43,4	-39,2	-9,5	-32,8
Piezas y Accesorios	-17,4	7,0	-22,8	-23,1	10,0	-30,1
Bienes de Consumo	0,8	0,4	0,4	2,5	0,5	2,0
Automotores	3,0	-7,6	11,3	21,3	-14,0	41,0

El excedente de divisas luce más estructural que estacional. E incluso tiene menor dependencia del efecto precio que lo esperado.

Eje I: Equilibrio Macro → Política Fiscal

- Los primeros meses del año fueron complejos por la caída en términos reales de los recursos tributarios.
- La respuesta fue más ajuste, pero se necesita quebrar esa inercia. En abril mejoraron los recursos y la decisión pasó por un esquema gradual de reducción de la carga tributaria.
- El foco en promover exportaciones. Eso demora implementación de FAL, que pasaría a enero.
- Sin caja para potenciar actividad, el esfuerzo recae sobre el sector privado y el proceso de inversiones.

El equilibrio fiscal se cuida a capa y espada. Los avances en la baja de la presión fiscal van en cuentagotas en la medida que el equilibrio lo permite.

Datos en Arg\$ MM	Año 2026		Var % Real	
	I-26 Prom	abr-26	I-26 Prom	abr-26
TOTAL RECURSOS	12.717	13.412	-5,1%	-2,1%
Vinculados a Actividad	5.238	5.690	-7,4%	0,1%
IVA neto de reintegros	2.636	2.755	-10,0%	-3,2%
Débitos y créditos	1.287	1.399	-2,7%	2,1%
Impuestos internos	163	138	-14,2%	-14,8%
Resto tributarios	743	926	5,4%	23,2%
Derechos de importación	410	471	-19,9%	-14,6%
Resto de Impuestos	6.322	6.348	-8,5%	-7,6%
Ganancias	1.008	1.009	-9,6%	-2,7%
Seguridad social	4.848	4.742	-4,0%	-3,0%
Bienes personales	22	25	-13,1%	-15,8%
Derechos de exportación	445	572	-38,2%	-37,6%
Otros Recursos	1.157	1.375	37,7%	20,2%
GASTO PRIMARIO	10.895	12.779	-5,1%	1,6%
Prestaciones Sociales	7.547	8.095	-4,2%	-0,1%
Subsidios económicos	627	1.175	15,0%	87,5%
Transferencias a provincias	153	155	-38,4%	-54,2%
Gastos de capital	186	421	-25,9%	68,6%
Otros Gastos	2.381	2.933	-6,8%	-10,0%
RESULTADO PRIMARIO	1.822	633	-5,5%	-43,5%
Intereses Pagados Deuda	1.244	365	-7,7%	0,7%
RESULTADO FISCAL	578	268	-0,2%	-64,6%

Eje I: Baja de Retenciones. Alivio en cuotas.

1. Baja de retenciones

Impacto fiscal directo concentrado en trigo/cebada desde junio; soja queda condicionada a 2027 y recaudación.

7,5% → 5,5%

Trigo y cebada

Baja de 2 p.p. desde junio 2026.

USD 92 M

Costo directo anualizado

2 p.p. sobre exportaciones proyectadas de fina 26/27 por USD 4.603 M.

~\$128.000 M

Costo en pesos

Valuado a A3500 21/05: \$1.392,17/US\$. Sin efecto comportamiento.

USD 350-700 M

Soja desde ene-27

Rango 2027: reducción gradual de 0,25-0,50 p.p./mes sobre base 2025 del complejo soja.

Objetivo Buscado

Mejorar margen esperado de la campaña fina, sostener intención de siembra y reforzar oferta futura de divisas sin sacrificar de entrada una porción fiscal significativa.

2. Postergación del FAL

El costo fiscal no es gasto directo: es pérdida/diferimiento de contribuciones de seguridad social que pasarían al fondo.

Jun-26

Fecha original

Inicio previsto por ley; el PE puede prorrogar hasta 6 meses.

1,0% / 2,5%

Aportes FAL

Grandes empresas / MiPyMEs sobre remuneración base SIPA.

\$1,9-2,0 bill.

Costo 2026 evitado/diferido

Estimación jun-dic 2026 a precios actuales.

\$3,2 bill.

Ritmo anualizado

Equivale a ~0,38% del PIB corriente 2025.

Objetivo Buscado

Evitar sumar un costo laboral obligatorio en el corto plazo, ganar tiempo regulatorio y no debilitar recursos previsionales mientras se preserva el ancla fiscal.

3. Lectura macro y de mercado

La señal es pro-oferta, pero con cuidado fiscal: se prioriza timing, gradualismo y caja de corto plazo.

Medida	Costo 2026	Efecto
Retenciones	Bajo	Dólares
FAL	Alto	Empleo / caja
Soja 2027	Potencial	Expectativas

Mensaje para inversores

Las medidas apuntan a mejorar incentivos privados sin romper la caja de 2026. Retenciones tiene bajo costo inmediato; FAL era el costo fiscal/laboral más relevante y queda diferido.

Riesgo a monitorear: si el alivio tributario no acelera liquidación/inversión, el mercado puede exigir una compensación vía más reservas o menor riesgo 2027.

Eje I: El Empuje económico vía concesiones → genera inversión, empleo y recursos fiscales.

1. Peso macro de la construcción

3,6%

VAB construcción / PIB 2025

Construcción: \$30,7 bill. / PIB: \$847,6 bill. a precios corrientes

6,1%

Inversión en construcciones / PIB

FBCF "construcciones": \$51,7 bill. en 2025

378.687

Empleo registrado construcción

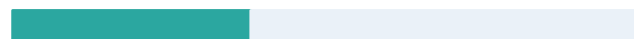
Puestos privados registrados. Febrero 2026: +1,1% i.a.

+12,7%

ISAC marzo 2026

Variación interanual; +3,9% acumulado 1T26

Composición de la inversión 2025



Construcciones 38,1% de la FBCF

2. Red Federal de Concesiones

9.145 km

de rutas nacionales a concesionar



20% de la red vial nacional / 80% del tránsito

USD 6.100 M

ahorro fiscal estimado en 15–20 años

Clave: no es expansión de gasto público; es traslado de operación, mantenimiento y obras al flujo de peajes privados.

3. Impacto estimado de actividad y empleo

Sensibilidad por ejecución anual de inversión privada

Ejecución anual	USD 0,5 bn	USD 1,0 bn	USD 1,5 bn
% PIB 2026	0,07%	0,15%	0,22%
% VAB construcción	2,0%	4,0%	6,0%
Empleo dir.+ind.	4,2k	8,3k	12,5k

Lectura para mercado

El efecto directo es moderado en PIB, pero relevante en construcción: sostiene empleo formal, activa demanda de asfalto/cemento y mejora logística sin deteriorar el ancla fiscal.

Nota metodológica: el Gobierno informa km, modelo sin subsidios y ahorro fiscal, pero no publicó un CAPEX total homogéneo del programa. Por eso el impacto se presenta como sensibilidad anual.

Eje II- Bajar Inflación. : Abril marcó un quiebre de tendencia, pero el mercado todavía necesita confirmar una desaceleración consistente

1. El dato de abril cambió la dinámica

El IPC de abril perforó la secuencia de aceleración, pero todavía no alcanza para que la inflación interanual confirme baja.

2,6%

IPC abril

Primer dato a la baja tras 10 meses de aceleración.

36%

Ritmo anualizado

Equivalente anual del dato mensual de abril.

43,5%

Trimestral anual.

Pico de velocidad observado en marzo 2026.

2,5%

Núcleo

Sigue señalando el ritmo de fondo de precios.

4,7%

Regulados

Combustibles sostuvieron presión en abril.

22%

Carne + fuel

Participación en inflación acumulada YTD.

Idea fuerza: la tendencia empieza a girar, pero el umbral núcleo le cuesta bajar 2,5%. Alta frecuencia de mayo en 2,3%, expectativa de 2,1%.

2. Fundamentos que bajan la inflación esperada

Demanda de dinero

M2 transaccional real cayó 14% desde jul-25; la estabilización reciente reduce presión dolarizadora.

Monetario

Tipo de cambio

La suba posterior a la flotación ya estaría mayormente incorporada en precios promedio.

Pass-through

Demanda Real

Gasto primario real -5,6% i.a. y hogares con menor poder de compra limitan traslado a precios.

Actividad

Escenario Base

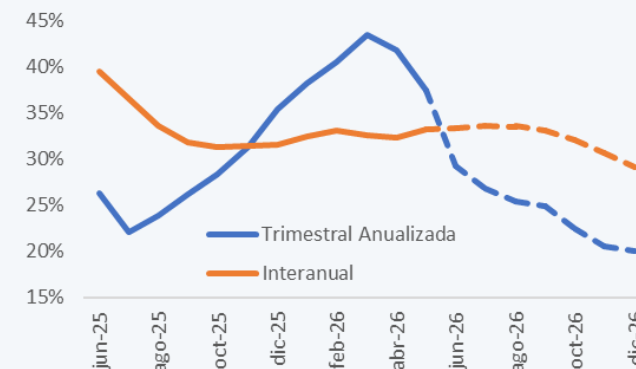
Inflación 2026 podría cerrar en 28,5%–29,5%, por debajo del 30% esperado por el mercado, si no aparecen nuevos shocks.

Riesgo: regulados e inercia hacen difícil perforar rápido 1,5% mensual. El piso parece estar por ahora en ese rango

Conclusión de Cartera

El trade deja de ser “comprar CER por inercia”. La señal es administrar duration y alternar entre tasa variable, cobertura cambiaria y carry corto según el ritmo de desinflación.

Esperando la Desaceleración Inflacionaria



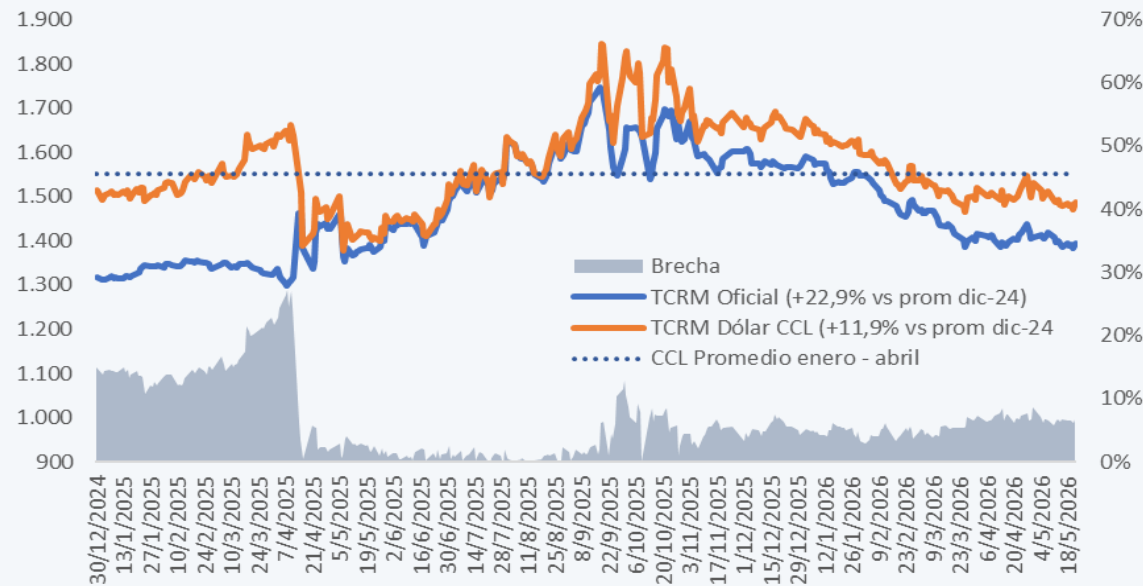
Eje II: No usar el Tipo de Cambio como Ancla Nominal

La inflación acumulada desde el inicio de la flotación ya superó al movimiento del tipo de cambio. El ajuste cambiario ya no explica la suba de precios. Hay inflación en dólares. Eso se explica por dos motivos: shocks puntuales como carne y petróleo y corrección de atrasos en precios regulados.

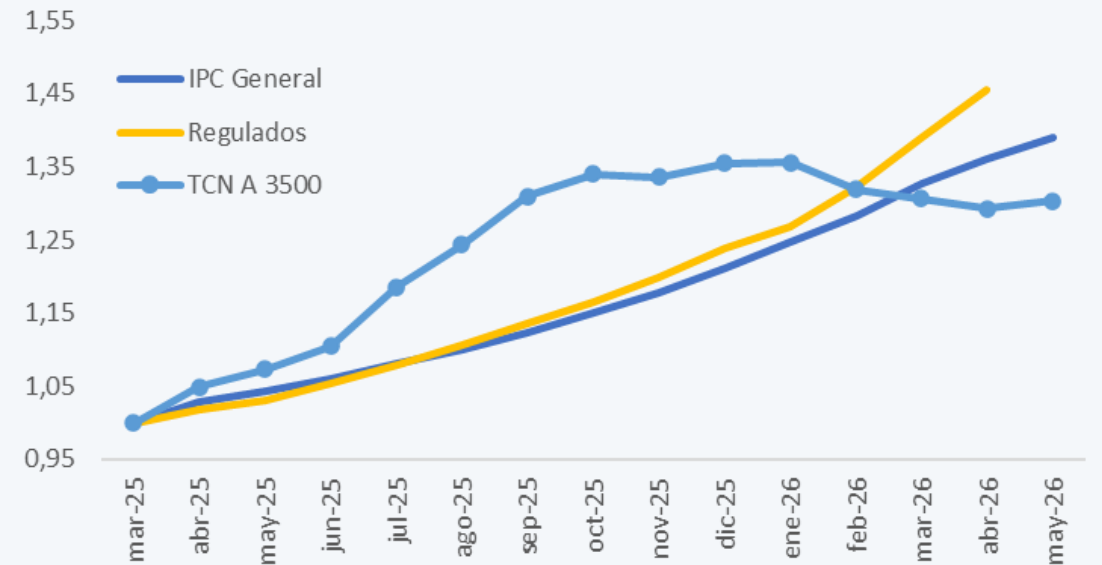
Mientras tanto el tipo de cambio real se mantiene en sendero de apreciación. Esa apreciación es un dato consecuente con el exceso de oferta de dólares. Ayuda la apreciación de Brasil y la debilidad del dólar. En el año el ITCRM cayó 11,7% en promedio, pero solamente 6,1% versus Brasil y 14,6% versus Estados Unidos.

En estos valores el tipo de cambio ya funciona como ancla nominal, por eso la advertencia del FMI. Necesita empezar a moverse para no generar un atraso mayor.

Evolución del Tipo de Cambio Real

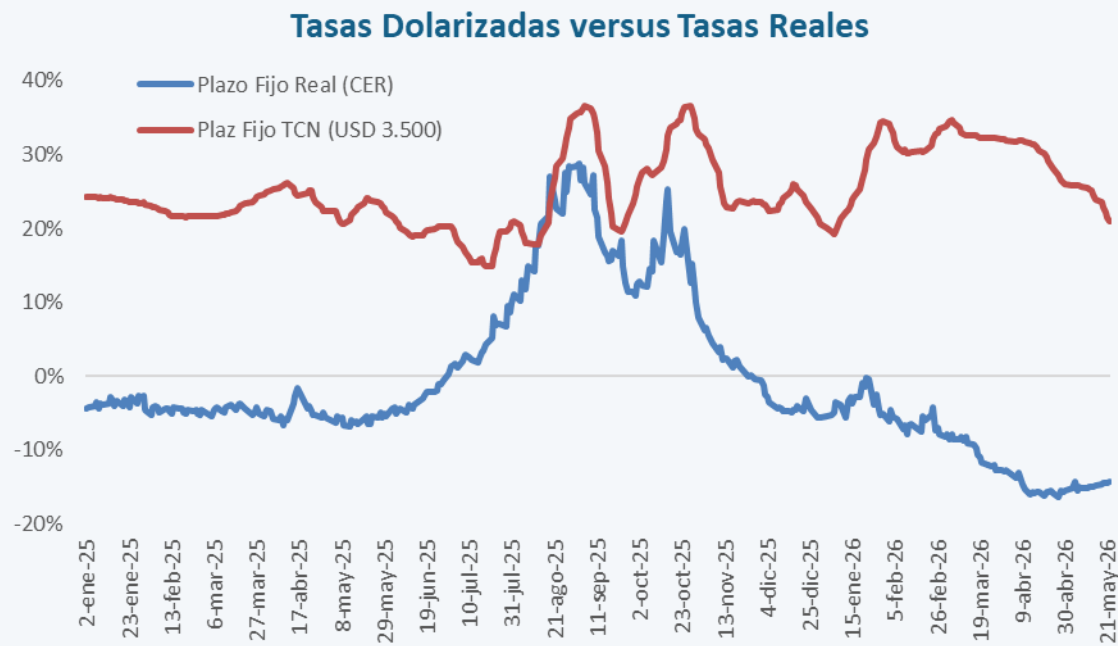


Tipo de Cambio e Inflación



Eje II: Ir hacia Tasas Reales Positivas compatibles con crecimiento

- El punto de equilibrio de las tasas de interés se define en función de la expectativa de tipo de cambio y no de la inflación. Por eso las tasas de interés medidas en dólares son más estables que las tasas reales.
- La inflación esperada hasta fin de año es de 15 puntos. Ajustando por inflación internacional y los movimientos del resto de las monedas, se necesitan al menos 10 puntos de variación del TCN para que el ITCRM no se siga apreciando.
- Ese movimiento del tipo de cambio para los próximos 7 meses implica un ritmo de depreciación del **16,8% (TEA)**.



Inflación Abril - Diciembre

- 15 puntos
- Ritmo de 27% anual

Caída de ITCRM

Cae 10 puntos directos ajustando por inflación internacional y monedas

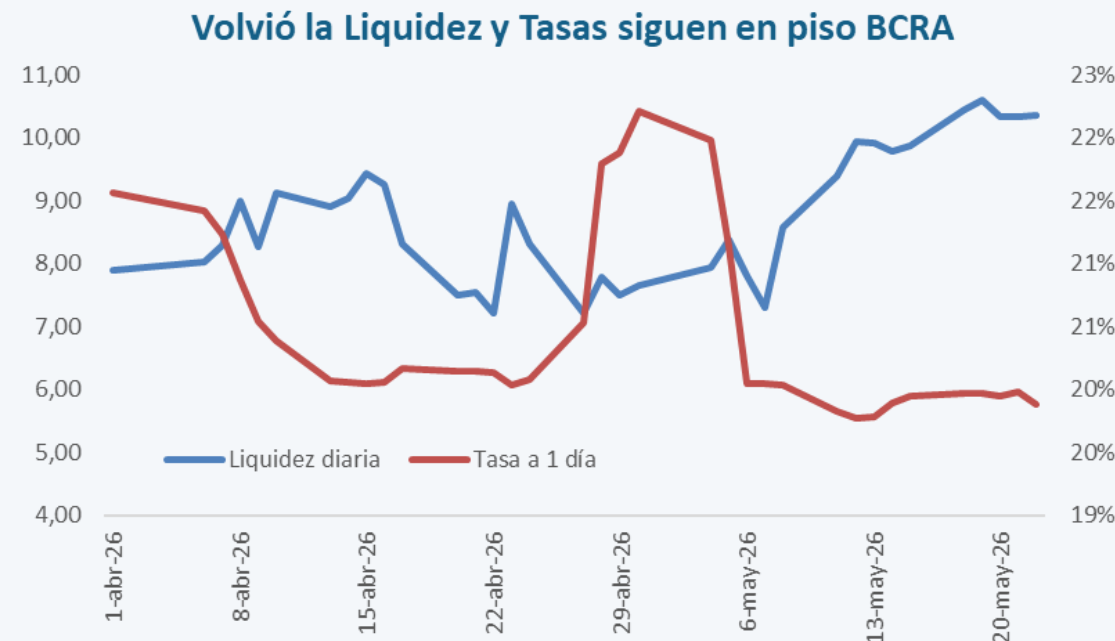
Tipo de Cambio

- Se necesitan 10 puntos para no perder ITCR.
- ¿Buscará ese objetivo o lo deja caer?

¿Qué está pasando con la Liquidez?

Datos en Arg\$ Bill	Stock	Variación % Mensual Promedio			Var Abs 1 Mes
	may-26	1 mes	3 Meses	12 Meses	
Depósitos Arg\$ Bill	144,5	3,1%	2,9%	2,3%	4,3
Cuenta Corriente	30,0	0,3%	2,1%	0,8%	0,1
Caja de Ahorro	28,7	3,8%	0,5%	1,0%	1,0
Plazo Fijo	81,3	3,2%	3,6%	3,4%	2,5
Plazo Fijo UVA	1,4	52,3%	60,2%	5,3%	0,5
Otros	3,1	6,2%	4,4%	3,3%	0,2
Depósitos USD Mill	41.729	-0,6%	0,6%	2,0%	-246
Privado	38.900	0,2%	0,8%	2,0%	70
Público	2.829	-10,1%	-2,3%	1,1%	-317

Datos en Arg\$ Bill	Stock	Variación % Mensual Promedio			Var Abs 1 Mes
	may-26	1 mes	3 Meses	YTD	
Préstamos Arg\$ Bill	96,0	2,2%	1,8%	2,9%	2,0
Adelantos	10,1	2,6%	2,0%	2,7%	0,3
Documentos	22,5	3,7%	2,0%	2,2%	0,8
Hipotecarios	7,5	2,3%	2,9%	7,6%	0,2
Prendarios	6,1	0,8%	1,1%	2,8%	0,0
Personales	20,8	0,9%	1,6%	2,7%	0,2
Tarjetas	22,6	2,1%	1,3%	2,2%	0,5
Otros	6,3	1,6%	2,5%	5,2%	0,1
Préstamos USD Mill	22.580	4,0%	4,6%	3,5%	860



¿Qué esperamos de la Licitación?

TASA FIJA					CER					TAMAR						
Ticker	Vto	TEA	Dur Mes	Saldo \$B	Ticker	Vto	TEA	TEA T Fija	Dur Mes	Saldo \$B	Ticker	Vto	TEA	TEA T Fija	Dur Mes	Saldo \$B
X29Y6	29/5/26	20,9%	0,1	3,8	TZX26	30/6/26	-9,5%	20,0%	1,1	7,1	M31G6	31/8/26	0,9%	25,3%	2,5	6,6
S29Y6	29/5/26	24,7%	0,0	6,9	X31L6	31/7/26	-6,9%	20,6%	2,2	1,6	TTJ26	30/6/26	0,6%	25,2%	0,8	5,5
S12J6	12/6/26	24,5%	0,5	5,0	X30S6	30/9/26	-3,7%	23,2%	4,3	1,2	TTS26	15/9/26	1,0%	25,3%	2,9	3,5
T30J6	12/6/26	24,0%	1,0	5,0	TZXO6	30/10/26	-2,1%	24,2%	5,2	5,7	TTD26	15/12/26	1,0%	25,2%	5,3	7,3
S17L6	17/7/26	24,2%	1,3	2,8	X30N6	30/11/26	-1,0%	24,9%	6,2	6,3	TMF27	26/2/27	1,4%	25,5%	7,2	4,8
S31L6	31/7/26	24,3%	1,7	3,0	TZXD6	15/12/26	-0,7%	24,3%	6,7	27,8	TMG27	31/8/27	3,6%	26,9%	11,8	2,0
S14G6	14/8/26	25,5%	2,1	4,5	TZXM7	31/3/27	1,6%	25,6%	10,2	3,7	TMF28	25/2/28	7,1%	29,4%	15,7	10,2
S31G6	14/8/26	25,3%	2,6	2,2	TZXY7	31/5/27	2,5%	25,8%	12,3	3,9	TMG28	31/8/28				1,0
S15S6	15/9/26				TZX27	30/6/27	2,7%	25,6%	13,3	9,6	TXMJ8	30/6/28	7,8%	23,3%	18,7	2,4
S30S6	30/9/26	26,5%	3,3	4,8	TZXS7	30/9/27	4,8%	26,9%	16,4	2,1	TXMJ9	29/6/29	9,1%	24,9%	20,3	1,0
S30O6	30/10/26	25,5%	4,1	9,2	TZXS7	30/9/27	4,8%	26,9%	16,4	2,1	DOLLAR LINKED					
S30N6	30/11/26	24,7%	5,0	2,0	TZXD7	15/12/27	5,8%	26,8%	18,9	29,2	Ticker	Vto	TEA	TEA T Fija	Dur Mes	Saldo \$B
TO26	17/10/26	24,5%	4,7	0,1	TZX28	30/6/28	7,4%	26,9%	25,6	25,1	TZV26	30/6/26	4,7%	20,8%	1,1	6,8
T15E7	15/1/27	25,7%	6,2	14,5	TXMJ8	30/6/28	4,4%	23,3%	28,7	2,4	D31J6	31/7/26				
T30A7	30/4/27	27,2%	8,9	12,1	TZXS8	29/9/28	7,6%	27,1%	28,6	9,4	D30S6	30/9/26	3,2%	20,1%	4,2	1,8
T31Y7	31/5/27	27,2%	9,6	7,8	TZXM9	28/3/29	7,5%	27,0%	28,2	1,0	D31M7	31/3/27				
T30J7	30/6/27	25,3%	10,6	8,8	TXMJ9	29/6/29	5,7%	24,9%	34,1	4,2	TZV27	30/6/27	3,5%	19,4%	13,1	1,0
Referencias de Mercado			TEA	TEM	Referencias de Mercado			TEA	TEM	IPC Dic-26 a/a			29,90%	IPC 12 Meses		21,50%
Inflación 12 meses			21,5%	1,64%	Devaluación 12 Meses			21,9%	1,67%							
TAMAR 12 Meses			22,9%	1,73%												

Arg\$ Billones	may-26	jun-26		jul-26		TOTAL		Hasta Elecciones	
	29-may-26	12-jun-26	30-jun-26	17-jul-26	31-jul-26	Acum	En %	Arg\$ B	En % Deuda \$
Botes	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0	4,7	1,4%	1,4	29,4%
Tamar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	35,2	10,5%	16,1	45,7%
USD linked	0,0	0,0	6,8	0,0	0,0	11,0	3,3%	9,6	87,0%
Boncer	3,9	0,0	7,6	0,0	1,6	180,7	54,0%	77,5	42,9%
Lecaps	6,9	5,1	2,7	3,0	3,4	103,1	30,8%	103,1	100,0%
TOTAL	11,0	5,4	17,0	3,0	5,0	334,7	100,0%	207,6	62,0%

Con un mercado líquido y tasas en mínimos, el Tesoro se animó a quitar duales de la oferta y presionar sobre el rolleo. Tiene respaldo por si la tasa de renovación es menor a 100%.

Volumen en S15S6, premio en Tamar.

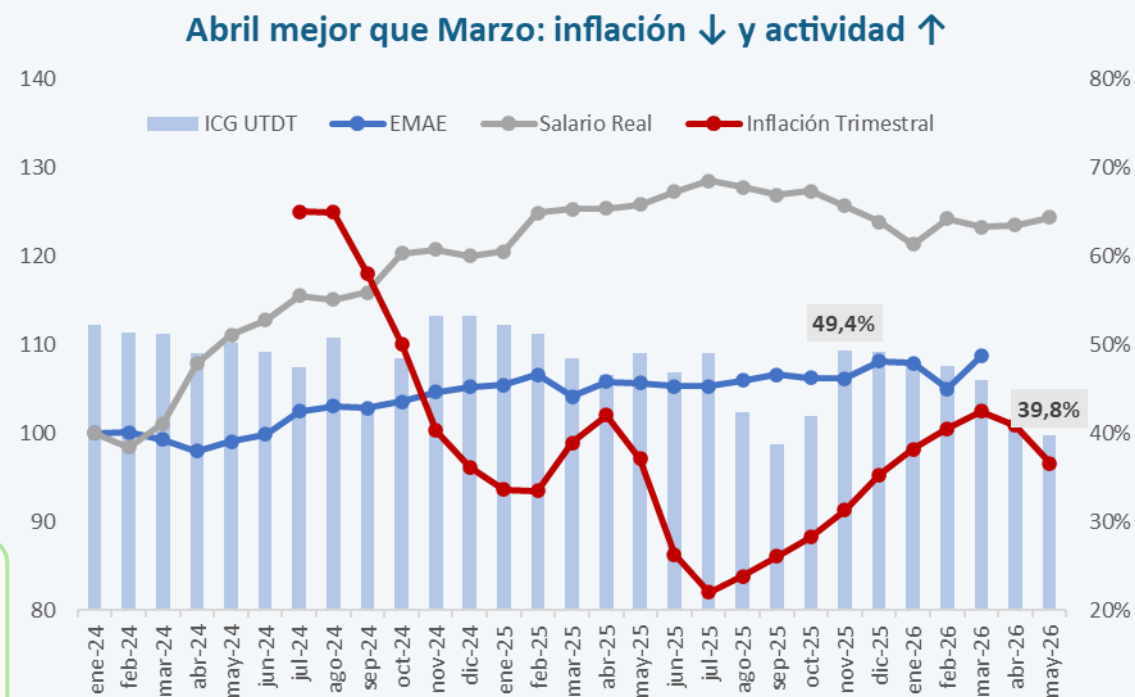
Eje III: Midiendo el Impacto Social

Primeras señales claras de desaceleración inflacionaria dejan margen para que se empiece a recuperar salario real.

Nivel de actividad empujando principalmente por sector externo, pero menos heterogéneo que meses atrás.

Al estabilizarse el poder de compra y bajar la inflación, deja de caer la imagen de gobierno. Se necesita crecimiento para que se recupere. Ahí tiene impacto el crédito y la construcción.

El foco puesto en que el Programa Económico genere costos sociales tolerables. Si el impacto es muy alto, puede poner en riesgo la sostenibilidad política. Eso genera incertidumbre electoral.



Dinámica sectorial de la actividad

El rebote de marzo fue más extensivo, pero la tracción sigue viniendo del frente externo; la demanda interna continúa condicionada por ingresos, crédito y gasto público.



TRACCIÓN

Sector Externo

Exportaciones 4M-26: USD 30.800 M.
Cantidades explican +USD 3.800 M; precios +USD 1.600 M. Agro +17% i.a.; MOI en cantidades +9,4% i.a.



Lectura del ciclo

Marzo mejora la foto, pero la tendencia sigue moderada

La señal sectorial importa más que el dato puntual: exportadores lideran y mercado interno rezaga.

FRENO

Demanda interna

Industria y comercio muestran un trimestre más débil. Importaciones sugieren recuperación lenta del consumo. Bienes de consumo crecen poco pese a mayor apertura.

CONDICIÓN

Gasto público y recaudación

1T: recursos totales -5,1% real; actividad -7,4%.
Abril: total -2,1%; tributos de actividad igualan al año previo.

El ancla fiscal limita el impulso del gasto.



¿Cómo leer el dato de marzo?

+5,5% rebote m/m **+0,2%** prom. dic-mar

La señal sectorial importa más que el dato puntual: exportadores lideran; mercado interno rezagado.

RESTRICCIÓN

Poder adquisitivo y crédito

Consumo condicionado por empleo, salario real y crédito. La aceleración inflacionaria postergó el ingreso disponible. Sin recomposición de ingresos, la demanda aporta menos tracción.

Recuperación no homogénea; sesgo a exportadores, logística y capital de trabajo. Consumo masivo depende de salario real y crédito.

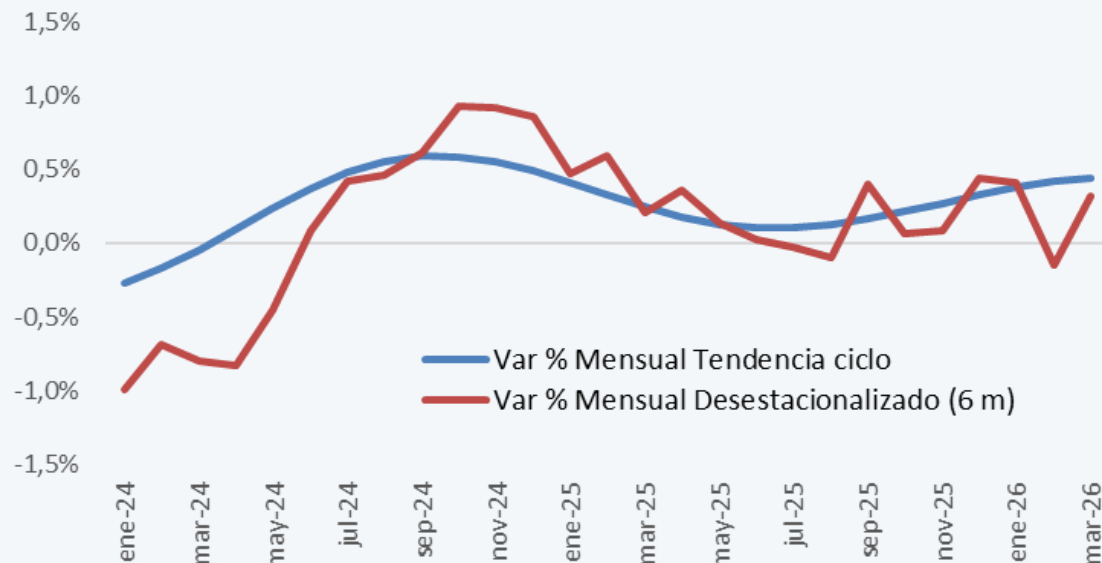
Nivel de Actividad en Cifras

- En marzo se suavizó la heterogeneidad sectorial, más sectores pasaron a verde.
- El poder de compra sigue sin crecer, pero se estabilizó.
- La serie agregada de EMAE, sesgada por fuerte impulso de agro y minería, retoma con mayor fuerza el crecimiento.

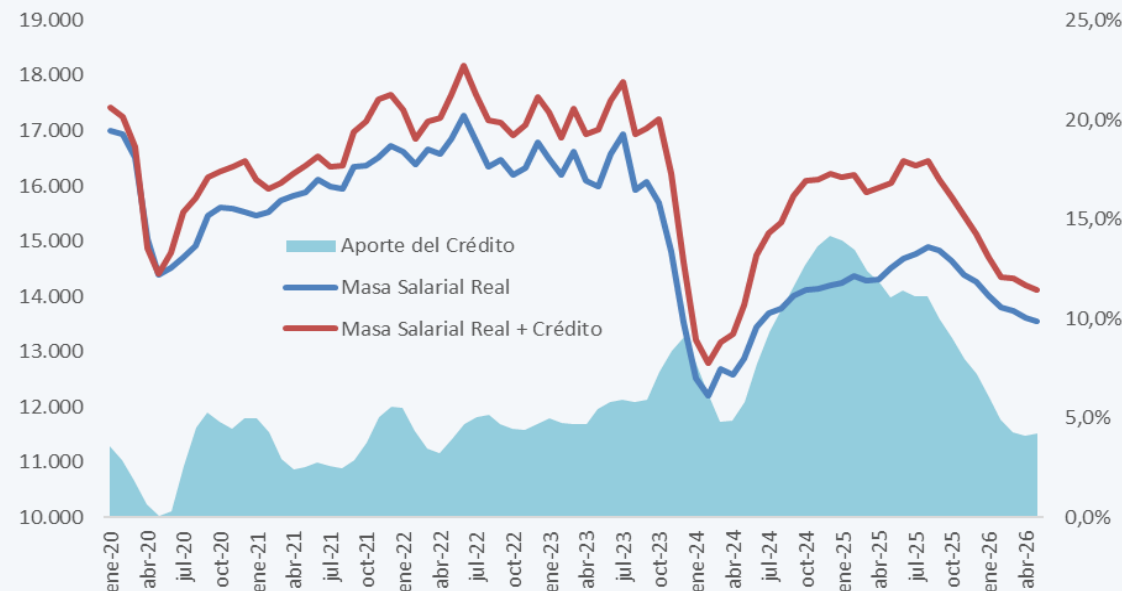
Marzo con fuerte recuperación en casi todos los Sectores

Var % a/a	ene-26	feb-26	mar-26	1-26
Pesca	50,2%	15,2%	30,9%	29,9%
Agro	24,9%	8,2%	17,9%	17,6%
Minas y canteras	10,3%	10,0%	16,3%	12,2%
Intermediación financiera	7,1%	6,0%	8,8%	7,4%
Construcción	-0,2%	-1,1%	7,6%	2,1%
Electricidad, gas y agua	-2,8%	-6,2%	5,7%	-1,3%
EMAE	1,5%	-2,0%	5,5%	1,7%
Transporte y Comunicaciones	2,3%	-0,8%	4,7%	2,1%
Industria Manufacturera	-3,0%	-9,1%	4,6%	-2,3%
Act Empresariales	0,0%	0,0%	2,4%	0,8%
Comercio	-3,6%	-5,9%	2,2%	-2,4%
Salud	0,2%	0,5%	1,0%	0,6%
Hoteles y Restaurantes	0,5%	1,3%	0,9%	0,9%
Otros Servicios	0,2%	0,6%	0,8%	0,5%
Educación	-0,3%	0,4%	0,1%	0,0%
Sector Público	-1,4%	-1,4%	-1,2%	-1,3%

Arranco el Nivel de Actividad Promedio



Evolución del Poder de Compra



Escenario Base 2026: recuperación, desinflación y brecha contenida

Mensaje central

El escenario base no supone un salto nominal: combina rebote real (+5,1%), desinflación gradual (29,2%) y "crawling moderado" con brecha cercana al 6%.

Tres anclas que ordenan la lectura

- 1 Actividad: Recuperación sectorial con derrame**
PBI real +5,1%; rebote fuerte en 2026, con tracción de sectores transables y normalización parcial de demanda.
- 2 Inflación: baja pero con escalones**
Inflación mensual desacelera de 3,1% en I-26 a 1,5% en IV-26; el cierre anual queda en 29,2%.
- 3 Cambiario: Estabilidad sin estancamiento**
TC oficial \$1.514 a dic-26 y dólar financiero \$1.604; brecha promedio de cierre cercana a 6%.

	2025	Trimestral				2026
		I-26	II-26	III-26	IV-26	
PBI Real	4,4%	0,6%	2,8%	2,4%	1,0%	5,1%
Inflación	31,5%	3,1%	2,2%	1,9%	1,5%	29,2%
Tipo de Cambio	1.448	1.396	1.405	1.461	1.514	1.514
Devaluación Anual	42,3%	-1,2%	0,2%	1,3%	1,2%	4,6%
Dólar Financiero	1.469	1.469	1.500	1.553	1.604	1.604
Brecha vs Oficial	1,5%	4,8%	6,8%	6,5%	6,1%	6,0%
Salarios	36%	2,1%	2,7%	2,3%	1,8%	30,6%
Tasa TAMAR Mensual	27,8%	2,64%	1,88%	1,78%	1,70%	20,1%
Medios de Pago (M2)	32,8%	3,7%	3,3%	2,8%	2,7%	39,3%

Lectura para inversores

Pesos

Carry con soporte si el BCRA sostiene estabilidad cambiaria

CER

Más selectividad: menor inflación esperada comprime premio

TAMAR

Cobertura ante piso de tasa real por sutil deslizamiento de tipo de cambio.

USD

Cobertura razonable para 2S-26 y riesgo 2027

Conclusión: escenario constructivo para activos locales, pero exige no sobredimensionar duration ni subestimar el riesgo de crawling/tasas en el segundo semestre.

7 - Estrategia de Asset Allocation

Retornos por Activos	Tasa Efectiva		Rendimiento ARG\$				Estrategia - Posicionamiento
	Anual	Mensual	7D	30D	YTD	YTD USD	
Remunerada ARS	16,8%	1,30%	0,23%	1,11%	6,6%	10,1%	Underweight
Caución	20,9%	1,60%	0,35%	1,71%	9,5%	13,1%	Neutral
TAMAR Privada	25,4%	1,90%	0,44%	2,00%	12,0%	15,7%	Overweight
ARS Lecap	25,0%	1,88%	0,49%	2,46%	15,4%	19,2%	Neutral
Corta (Hasta 90d)	23,7%	1,79%	0,42%	1,94%	13,3%	17,1%	Neutral
Media (Hasta 180d)	25,2%	1,89%	0,53%	2,56%	15,1%	18,9%	Underweight
Larga (Mayor 365d)	25,3%	1,90%	0,51%	2,88%	17,6%	21,5%	Underweight
Duales CER-TAMAR	5,0%	0,40%	0,65%	2,55%	15,9%	19,7%	Overweight
ARS Boncer	2,2%	0,18%	0,35%	1,88%	19,9%	23,8%	Neutral
Corto (hasta 365d)	-4,0%	-0,34%	0,47%	2,51%	18,5%	22,4%	Neutral
Medio (Hasta 730d)	3,2%	0,26%	0,11%	1,52%	23,0%	27,0%	Neutral
Largo (Mayor a 730d)	7,5%	0,60%	0,48%	1,64%	18,1%	22,1%	Neutral
USD-L Bonares	3,33%	0,27%	0,58%	1,14%	-1,6%	1,7%	Underweight
Retornos por Activos	Tasa Efectiva		Rendimiento USD				Estrategia - Posicionamiento
	Anual	Mensual	7D	30D	YTD	YTD \$	
USD BCRA Bopreal MEP	6,41%	0,52%	0,33%	-0,68%	2,82%	-0,47%	Neutral
USD Bonares MEP	8,7%	0,70%	2,06%	1,16%	3,71%	0,39%	Neutral
Corto	7,41%	0,60%	1,41%	1,03%	6,07%	2,67%	Neutral
Medio	8,72%	0,70%	2,05%	1,09%	3,68%	0,36%	Underweight
Largo	9,98%	0,80%	2,74%	1,38%	1,39%	-1,86%	Underweight
USD Globales MEP	8,2%	0,66%	2,39%	2,01%	4,72%	1,36%	Neutral
Corto	6,15%	0,50%	1,37%	1,14%	3,83%	0,50%	Neutral
Medio	9,14%	0,73%	2,78%	2,47%	5,31%	1,93%	Underweight
Largo	9,41%	0,75%	3,02%	2,43%	5,01%	1,65%	Neutral
S&P Merval	n.c	n.c	5,7%	3,3%	-1,7%	-4,8%	Neutral