

ARGENTINA

QUADRO CONGIUNTURALE

SINTESI ESECUTIVA

L'Argentina entra nel mese di aprile in una fase diversa da quella attraversata nei primi mesi del governo di Javier Milei. La fase dello shock iniziale e della correzione brusca degli squilibri ha lasciato il posto a un momento di consolidamento macroeconomico parziale, caratterizzato da cinque tratti centrali: equilibrio fiscale, politica monetaria restrittiva, maggiore flessibilità cambiaria, ripresa economica eterogenea e persistenza di debolezze sociali, soprattutto nel mercato del lavoro.

Dal punto di vista economico, l'Argentina mostra un miglioramento visibile rispetto al quadro di estrema instabilità ereditato dal biennio 2023-2024. Il governo è riuscito a mantenere un avanzo fiscale per il secondo anno consecutivo, conserva un orientamento monetario restrittivo, sta accumulando riserve a un ritmo più rapido del previsto e mantiene una previsione di crescita del PIL del 3% per il 2026, con un'inflazione in calo, sebbene ancora elevata, stimata al 24% annuo. Allo stesso tempo, la ripresa non è omogenea: i settori più dinamici sono energia, minerario, agro e intermediazione finanziaria, mentre l'occupazione privata registrata resta debole e crescono il lavoro indipendente e l'informalità.

Dal punto di vista politico, il governo continua a mostrare una capacità di

iniziativa superiore a quella che le sue debolezze istituzionali di partenza lasciavano intendere. I sondaggi restano relativamente favorevoli e l'ufficialismo è riuscito ad approvare riforme importanti, il che indica capacità di avanzamento, disciplina strategica e un'opposizione che, pur conservando capacità di ostruzione, non è ancora riuscita ad articolare un'alternativa sociale e politica coerente. Tuttavia, il principale elemento di allerta per il governo non si colloca oggi sul fronte parlamentare bensì su quello sociale: disoccupazione, precarizzazione del lavoro e persistenza di tensioni distributive possono trasformarsi nel punto di svolta capace di eroderne la legittimità.

In termini strategici, i prossimi mesi appaiono come una finestra di opportunità. Se il governo riuscirà a trasformare la stabilizzazione in una crescita più ampia, a ridurre gradualmente l'inflazione senza perdere l'ancoraggio fiscale e a migliorare la qualità dell'occupazione, potrà arrivare al 2027 con una posizione di forza politica. Ma se la ripresa resterà limitata ai settori esportatori, persisteranno informalità del lavoro e tensioni sul fronte esterno, l'attuale equilibrio potrebbe mostrare fragilità. Lo scenario argentino, pertanto, non è quello di una crisi imminente, ma nemmeno di una stabilizzazione pienamente assicurata.

IL CONTESTO INTERNAZIONALE: PIÙ INCERTO, MA ANCORA GESTIBILE

Partiamo da un'ipotesi internazionale rilevante: l'economia globale ha realizzato nel 2025 un "atterraggio morbido" e potrebbe mantenere una crescita relativamente dinamica nel 2026-2027, intorno al 3,2%, a condizione che la guerra in Iran non si prolunghi e non inneschi una crisi energetica maggiore. Va inoltre sottolineato che, sebbene la Fed possa ridurre i tassi dopo una pausa nel primo semestre del 2026, un prolungamento del conflitto in Medio Oriente renderebbe più acuta l'alternativa tra inflazione e rallentamento.

PER L'ARGENTINA, CIÒ COMPORTA UNA DUPLICE IMPLICAZIONE.

La prima è potenzialmente favorevole. Un aumento moderato dei prezzi delle commodities, in particolare dell'energia, può migliorare i termini di scambio e generare entrate aggiuntive nella bilancia commerciale. Si stima, infatti, che l'aumento dei combustibili potrebbe apportare tra 1,7 e 2,6 miliardi di dollari addizionali, a seconda del prezzo finale del petrolio.

La seconda richiede maggiore cautela. L'Argentina resta un'economia altamente sensibile ai cambiamenti delle condizioni finanziarie internazionali. Il rischio principale non proviene tanto dal canale

commerciale quanto da quello finanziario: una maggiore avversione al rischio potrebbe irrigidire il finanziamento esterno, aumentare il rischio Paese, esercitare pressione sul tasso di cambio e introdurre una componente inflazionistica aggiuntiva compresa tra 1 e 2 punti percentuali.

In altre parole: lo shock esterno non distrugge l'attuale programma economico argentino, ma può renderlo più esigente. Per un governo il cui successo dipende in larga misura dalla capacità di sostenere le aspettative, questa differenza è decisiva.

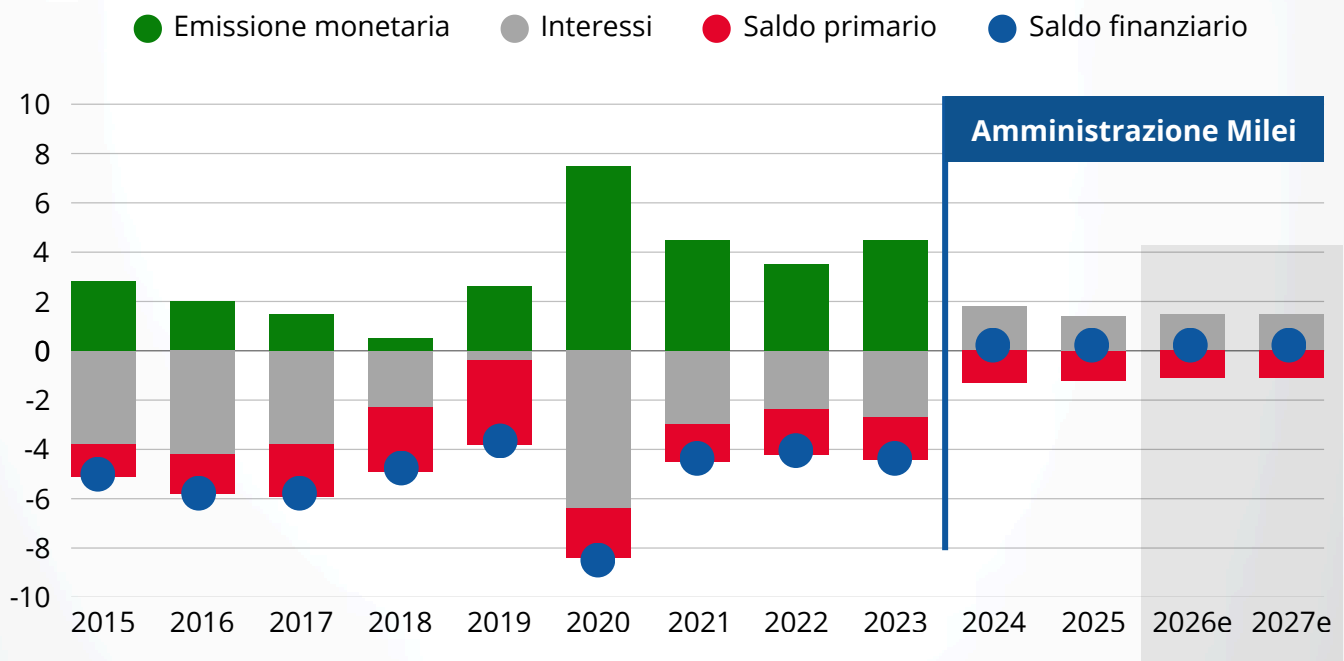


L'ECONOMIA: UNA STABILIZZAZIONE PIÙ CREDIBILE, MA ANCORA INCOMPLETA

3.1. IL PRINCIPALE ATTIVO DEL GOVERNO: LA DISCIPLINA FISCALE

Il dato strutturale più importante del quadro economico è il consolidamento dell'equilibrio fiscale. L'Argentina entra nel suo secondo anno di governo con un avanzo fiscale, ottenuto principalmente attraverso la riduzione della spesa, e prevede per il 2026 un saldo primario positivo pari all'1,5% del PIL e un saldo finanziario anch'esso positivo, sebbene più contenuto, dello 0,1%.

SALDO FISCALE (% del PIL)



Ciò è politicamente decisivo per tre ragioni.

In primo luogo, perché costituisce la base della narrativa ufficiale: Milei può sostenere di aver fatto ciò che altri governi avevano promesso senza riuscire a realizzarlo. In secondo luogo, perché l'equilibrio fiscale funziona come un'ancora delle aspettative e riduce la probabilità di una crisi nominale nel breve periodo. In terzo luogo, perché restituisce al governo un margine di manovra che l'Argentina aveva perso: non si discute più se il Tesoro sia in grado di sopravvivere settimana dopo settimana, bensì come gestire la fase successiva della normalizzazione.

Tuttavia, la continuità di questa disciplina incontra dei limiti. Il taglio dei sussidi può proseguire, ma emerge la sfida di ricostituire gli investimenti in infrastrutture senza compromettere il mantenimento di un risultato fiscale positivo. Gli investimenti in capitale si collocano su livelli storicamente bassi, e ciò può incidere sulla produttività, sulla competitività e sulla legittimità sociale del programma, se non interverrà una correzione graduale.

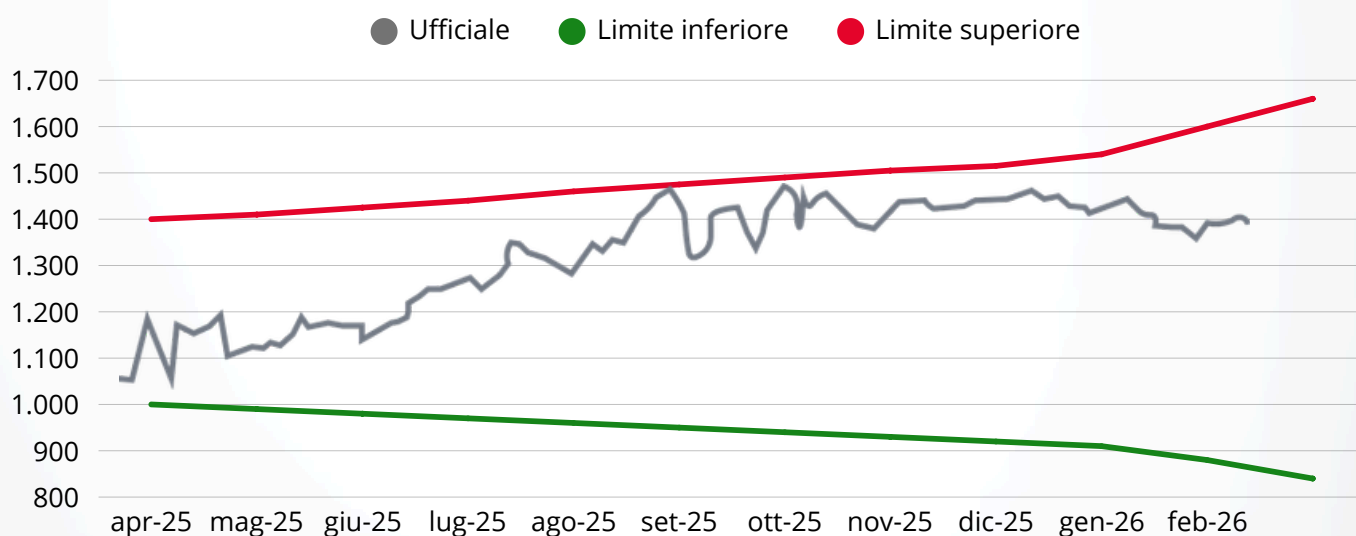
Pertanto, la fase attuale non consente una lettura semplicistica. L'aggiustamento fiscale non è più soltanto uno strumento di stabilizzazione; deve ora trasformarsi in una politica di sostenibilità. E ciò richiede di passare da tagli generalizzati a una gestione più raffinata dell'efficienza della spesa e della qualità dello Stato.

3.2. POLITICA MONETARIA E CAMBIARIA: PROGRESSI REALI, VULNERABILITÀ PERSISTENTI

Il secondo asse del programma riguarda la sfera monetaria e cambiaria. La BCRA ha adottato un regime di cambio più flessibile, con bande aggiustate per l'inflazione, che evita di accentuare gli apprezzamenti reali e funge da schema intermedio verso una maggiore fluttuazione. Allo stesso tempo, questo disegno introduce inerzia inflazionistica e continua a rimanere vulnerabile agli shock esterni. Per dicembre 2026, si prevede un tasso di cambio ufficiale intorno a 1.760 ARS/USD.

TIPO DI CAMBIO E BANDE

(PESOS PER DOLLARO)



La lettura politica di questo punto è rilevante. Il governo è riuscito a lasciarsi alle spalle il precedente schema rigido senza innescare una nuova crisi cambiaria. Ciò rafforza la sua credibilità tecnica. Tuttavia, la transizione è ancora lontana dall'essere conclusa. Il nuovo regime è più robusto del precedente, ma non costituisce ancora una normalizzazione definitiva. Resta un equilibrio amministrato, dipendente dalla disciplina fiscale, dal controllo monetario, dall'accumulazione di riserve e dalla stabilità esterna.

Qui emerge un dato incoraggiante: la BCRA ha acquistato oltre 3,8 miliardi di dollari nel 2026, a un ritmo superiore a quello precedentemente previsto, mentre le riserve lorde e nette sono migliorate. Inoltre, il governo ha riassorbito i pesos emessi per tali acquisti tramite debito, operazioni di pronti contro termine (“pases”) e altri strumenti, evitando così un’espansione monetaria disordinata.

Ma, ancora una volta, il risultato non va enfatizzato eccessivamente. L’accumulazione di riserve rafforza il bilancio della Banca Centrale, ma sarà necessario consolidare fonti alternative di finanziamento per evitare di dover nuovamente utilizzare tali riserve per il pagamento del debito estero.

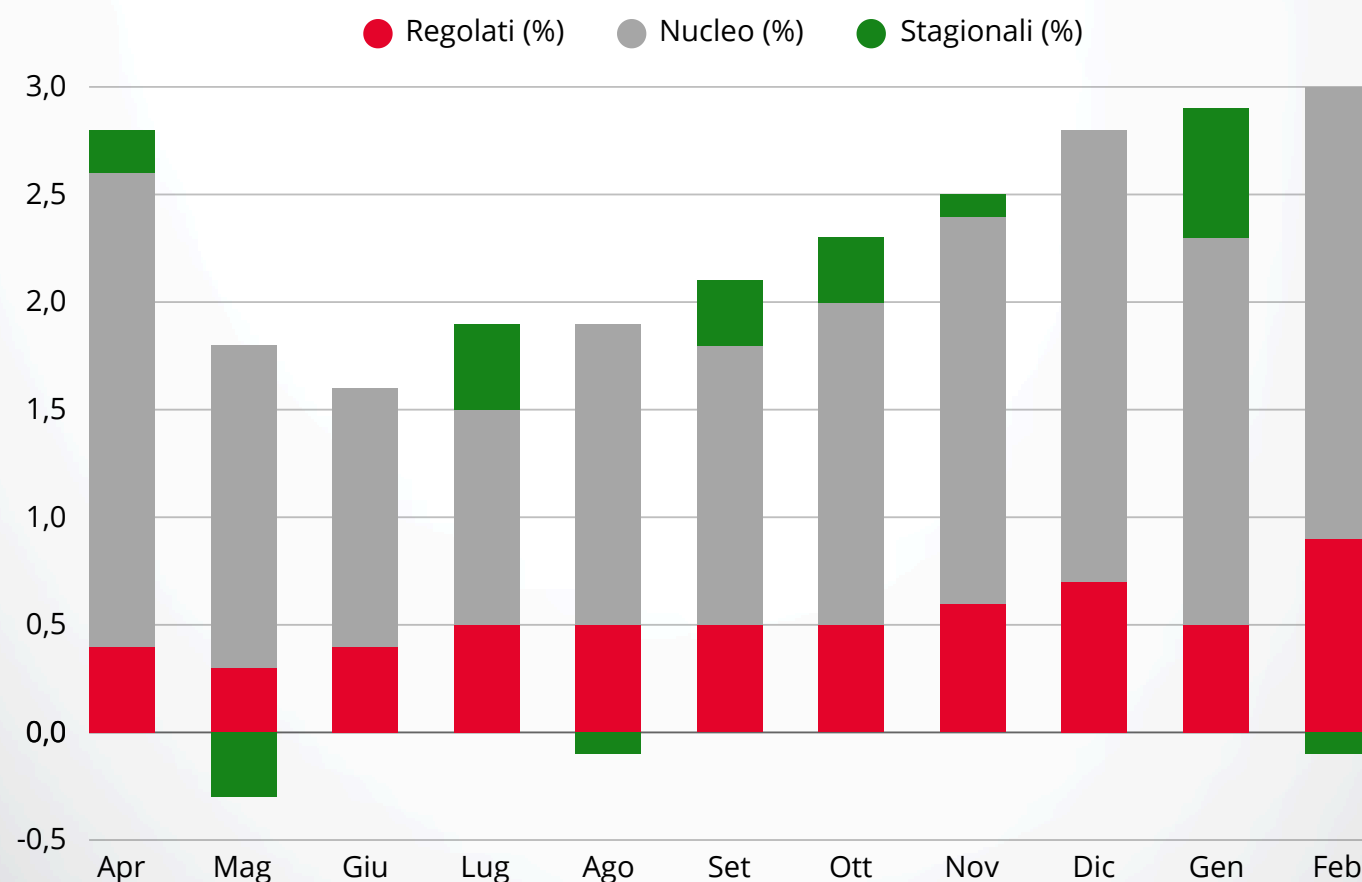
La conclusione, in questo caso, è chiara: vi è un miglioramento genuino sul fronte monetario e cambiario, ma non esiste ancora una piena messa in sicurezza.. Il governo ha ridotto la fragilità, ma non l’ha eliminata.

3.3. DISINFLAZIONE IN CORSO, MA NON LINEARE

L’inflazione continua a diminuire rispetto ai picchi precedenti, ma il processo ha perso linearità. La recente accelerazione è stata determinata dai prezzi regolati, dalla carne e dal pass-through cambiario; tuttavia, resta valida l’aspettativa di un rallentamento nel 2026, con una previsione d’inflazione annua del 24% per quest’anno e del 15% per il 2027.

INFLAZIONE MENSILE PER COMPONENTI

(IN %)



Questo punto è centrale per la congiuntura politica. La legittimità del programma di Milei si fonda in larga misura sulla sua capacità di mostrare una traiettoria discendente dell'inflazione. Finché la società percepirà che la tendenza resta al ribasso, il governo conserverà capitale politico sufficiente per gestire costi parziali. Se invece tale tendenza dovesse interrompersi, la tolleranza sociale potrebbe ridursi rapidamente.

Per il momento, il quadro continua a essere favorevole all'Esecutivo: la disinflazione prosegue, sebbene a una velocità più moderata e con oscillazioni. La vera sfida non consiste soltanto nel ridurre l'indice, ma nel farlo in un contesto in cui sono ancora in corso il riassetto dei prezzi relativi, delle tariffe, dei sussidi e del regime di cambio. In questo senso, l'inflazione argentina non appare più fuori controllo, ma resta comunque strutturalmente sensibile.

2



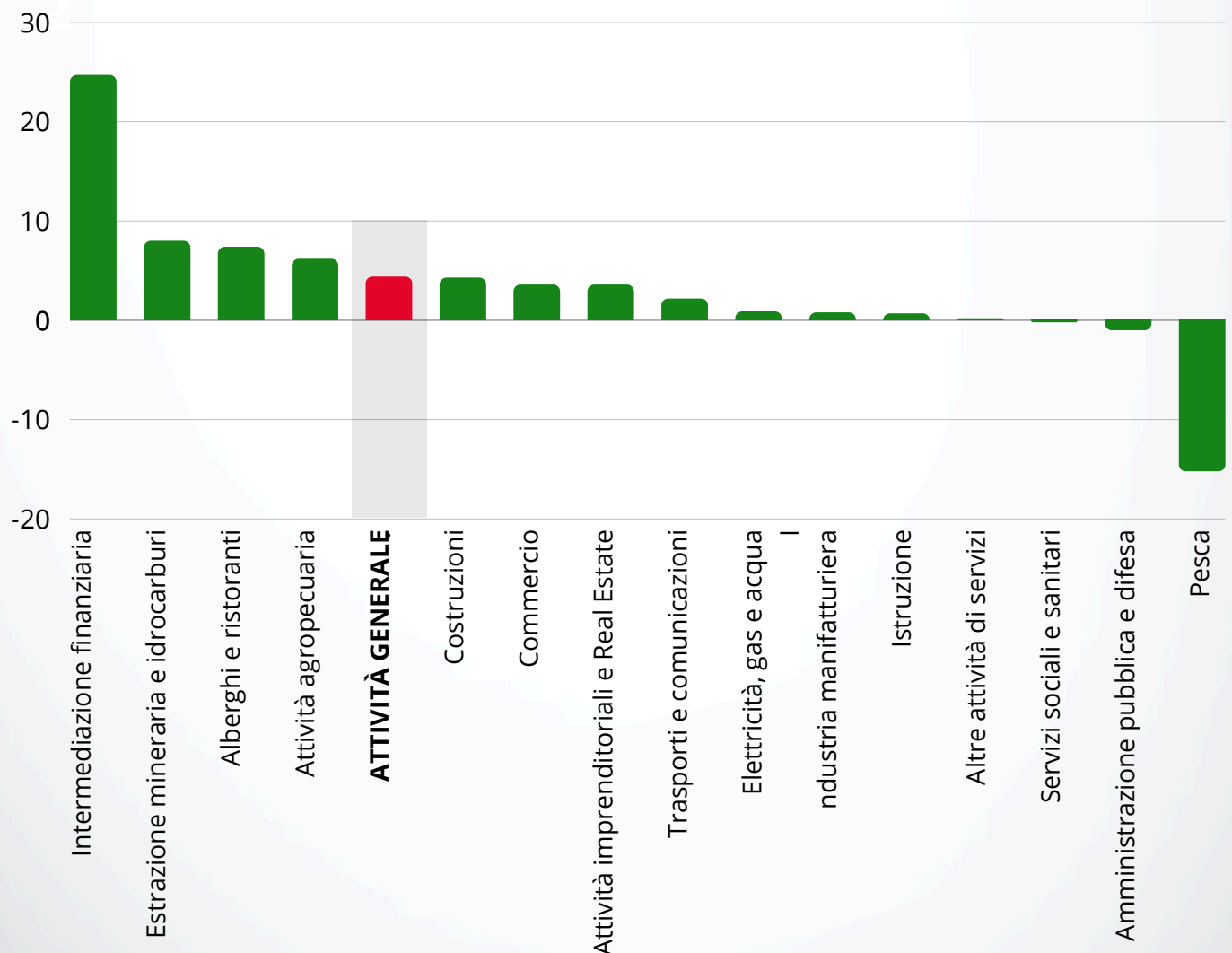
4

LA RIPRESA ECONOMICA ESISTE, MA NON RAGGIUNGE TUTTI ALLO STESSO MODO

L'attività economica mostra segnali di ripresa. Nel 2025, i principali motori del PIL sono stati agro, settore minerario e idrocarburi, alberghi e ristorazione e intermediazione finanziaria. Per il 2026 e il 2027 si mantiene una previsione di crescita annua del 3%, trainata da energia, minerario, agro, investimenti privati e da un certo miglioramento dei consumi.

ATTIVITÀ ECONOMICA PER SETTORI

(VAR. % A/A) O (% DI VARIAZIONE)



Ciò consente di affermare che il programma economico ha smesso di essere puramente difensivo ed è entrato in una fase di riattivazione. Tuttavia, questa riattivazione è selettiva. Non si osserva ancora una ripresa omogenea del tessuto economico e sociale. Il quadro è chiaro: avanzano più rapidamente i settori esportatori, quelli ad alta intensità di risorse naturali o legati alle condizioni macroeconomiche di stabilizzazione, mentre altri comparti restano indietro.

Il principale attivo strutturale nel medio periodo sembra risiedere nel complesso energetico. Le esportazioni energetiche rappresentano già il 12,5% delle vendite estere e costituiscono il terzo complesso esportatore del Paese, con un forte potenziale di crescita insieme al settore minerario.

L'Argentina inizia così a profilarsi come un caso di interesse non solo per la sua stabilizzazione interna, ma anche per il suo potenziale ruolo di fornitore energetico e minerario in un contesto globale segnato da transizione, riconfigurazione delle catene del valore e competizione geoeconomica. Per gli attori europei, il Paese accresce la propria attrattività se riuscirà a trasformare questo potenziale settoriale in regole prevedibili, stabilità contrattuale e infrastrutture adeguate.



LA PRINCIPALE FRAGILITÀ DEL CICLO: OCCUPAZIONE, INFORMALITÀ E LOGORAMENTO SOCIALE

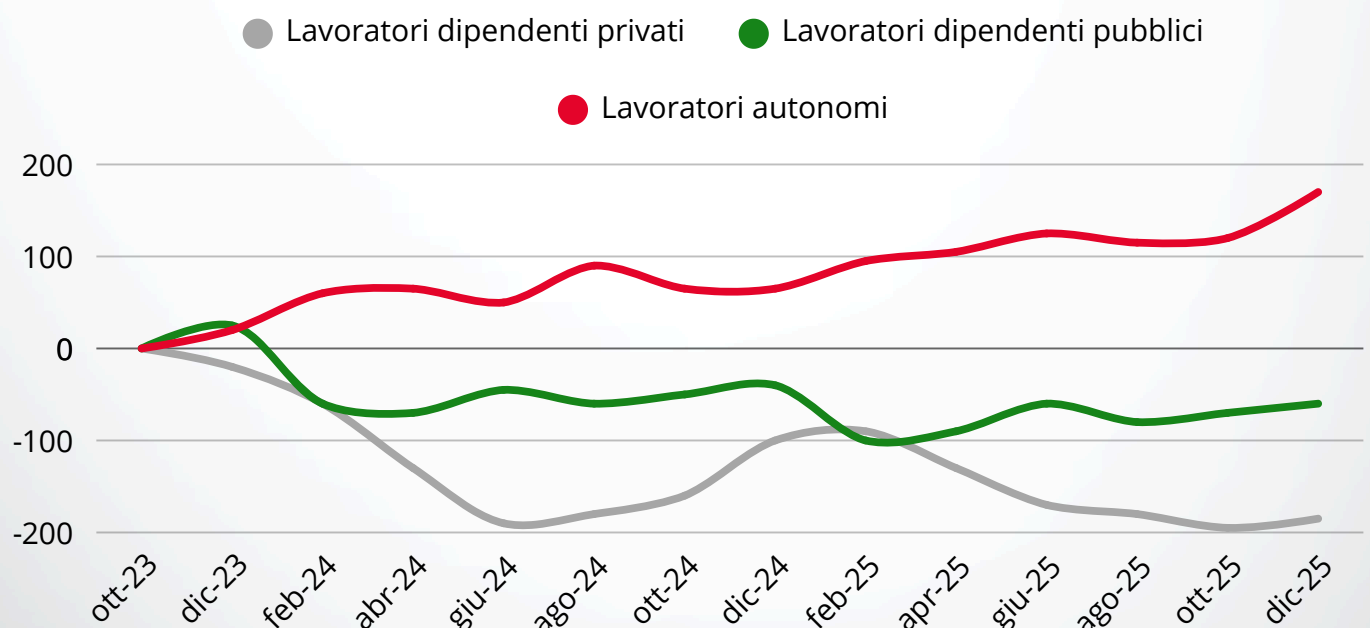
Se oggi si dovesse individuare il punto più sensibile del quadro argentino, non sarebbe né l'inflazione né il fronte fiscale, bensì il mercato del lavoro.

L'attività economica è in ripresa, ma il mercato del lavoro continua a mostrare debolezza: nel 2025 la disoccupazione è salita al 7,5%, crescono i lavoratori indipendenti e informali, mentre l'occupazione privata registrata è in calo. Persino nella slide dedicata all'opinione pubblica, la disoccupazione emerge come la principale preoccupazione sociale, al di sopra di altre variabili.

Qui si colloca il principale limite politico del mileismo. Il governo si è mostrato efficace nel processo di stabilizzazione, ma non ha ancora dimostrato la stessa capacità nel distribuire i benefici della stabilizzazione. Il malessere non deriva più soltanto dall'inflazione; può nascere anche dal fatto che, pur in presenza di un'inflazione più bassa, ampi settori della popolazione percepiscono di non avere accesso a occupazione formale, redditi prevedibili né a un miglioramento sostenuto del benessere.

VARIAZIONE DELL'OCCUPAZIONE REGISTRATA

(VAR. M/M IN MIGLIAIA DI POSTI; DATI DESTAGIONALIZZATI)



La recente legge di modernizzazione del lavoro mira precisamente a correggere parte di questo problema attraverso sgravi contributivi, semplificazione normativa e maggiore flessibilità. Il punto, tuttavia, non è soltanto normativo. La capacità di tale riforma di produrre effetti concreti dipenderà dal dinamismo reale degli investimenti, dall'andamento del credito e dalla fiducia delle imprese.

In altre parole: la stabilità macroeconomica ha dato ossigeno al governo; sarà però l'occupazione a costituire la vera prova della profondità del suo progetto.



6

SISTEMA FINANZIARIO E CREDITO: UN FRONTE DI ATTENZIONE SOTTOVALUTATO

Un altro aspetto rilevante è il deterioramento transitorio della qualità del credito. I tassi elevati e volatili hanno peggiorato la qualità del portafoglio, soprattutto presso le famiglie; il tasso di insolvenza del sistema è aumentato e, nel caso delle famiglie, ha raggiunto il 10,6%, il livello più alto degli ultimi vent'anni, mentre le imprese presentano livelli inferiori, pur con segnali di stress nelle PMI. Lo scenario di base prevede che la morosità continui a crescere fino al secondo trimestre, per poi stabilizzarsi e iniziare a diminuire.

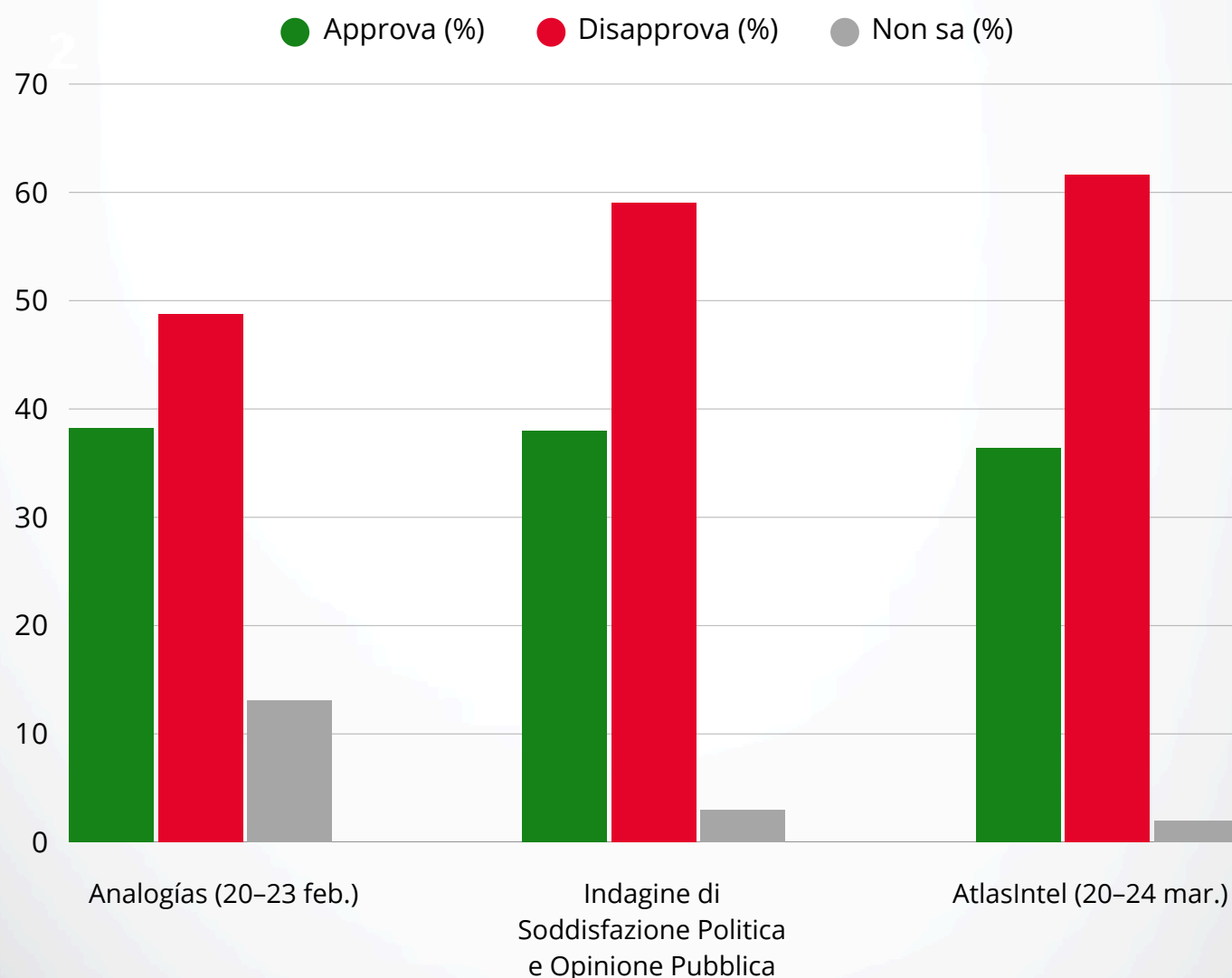
Si tratta di un elemento meno visibile nel dibattito pubblico, ma rilevante per la congiuntura. Il programma ufficiale funziona perché è riuscito a rimettere ordine nei grandi aggregati; tuttavia, la stessa disciplina genera tensioni microeconomiche. La stabilizzazione non è neutrale: penalizza i settori con minore resilienza finanziaria e comprime le famiglie indebitate. Se la ripresa si consoliderà, questo problema tenderà ad attenuarsi. In caso contrario, potrebbe trasformarsi in un canale di malessere più ampio.



POLITICA: MILEI CONSERVA L'INIZIATIVA, MA NON HA ANCORA COSTRUITO UNA PIENA EGEMONIA

Dal punto di vista politico, la congiuntura argentina combina forza tattica e debolezza strutturale.

APPROVAZIONE DI MILEI SECONDO I SONDAGGI



La forza tattica del governo si fonda, in primo luogo, sulla performance relativa del suo programma economico. Pur in presenza di costi sociali significativi, l'amministrazione può esibire risultati che, su diversi fronti, si sono rivelati migliori di quanto una parte importante del sistema politico prevedesse. In secondo luogo, l'ufficialismo, pur attraversando uno dei suoi livelli di consenso più bassi, riesce ancora a mantenere una base superiore al 35%, anche dopo aver applicato un aggiustamento severo, il che suggerisce che una parte della società continui a riconoscere valore al riordino macroeconomico e alla volontà di rottura rispetto al ciclo precedente.

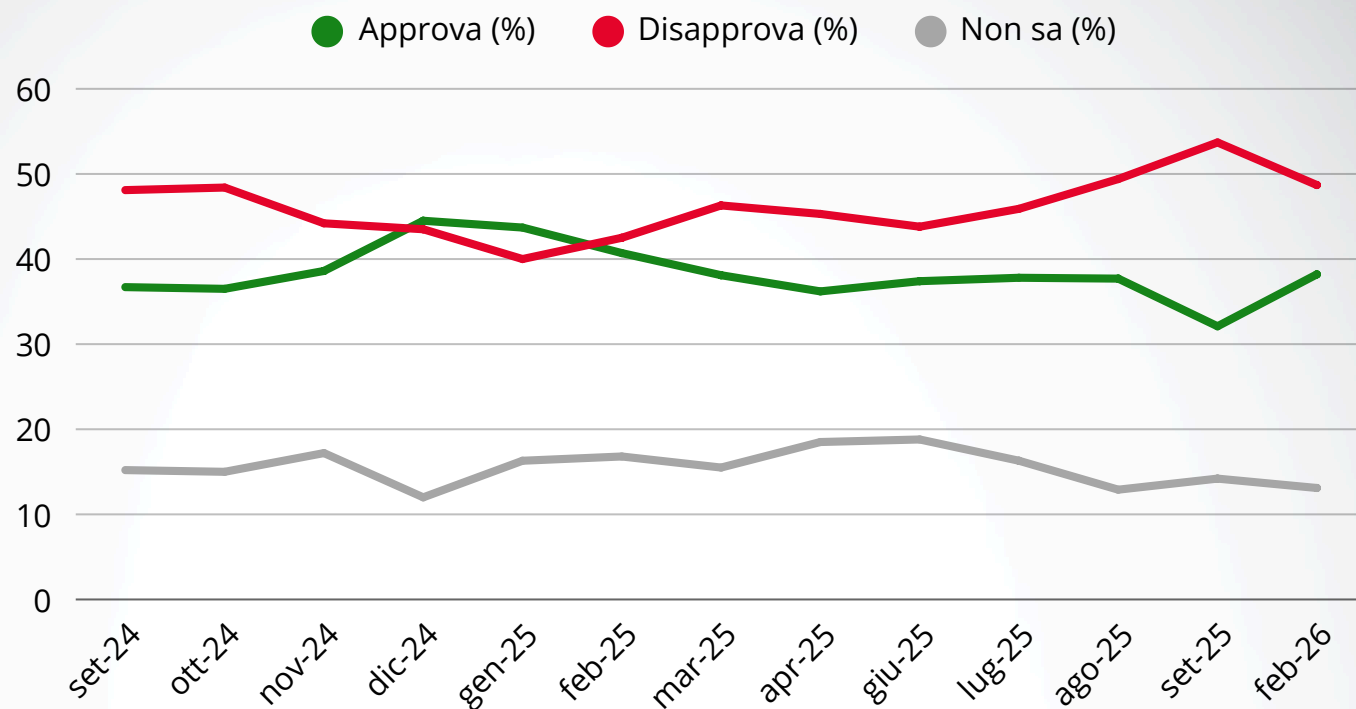
Tuttavia, questa forza convive con una persistente debolezza strutturale. Il mileismo continua a dipendere in misura molto marcata dalla leadership presidenziale, non dispone di un radicamento territoriale paragonabile a quello delle forze tradizionali e non ha ancora risolto del tutto la tensione tra la propria narrativa di confronto e la necessità di costruire accordi per sostenere la governabilità. Il suo potere si fonda più su una legittimità di performance che su un'egemonia politica e istituzionale pienamente consolidata.

Da ciò deriva una conseguenza centrale: finché l'economia manterrà una traiettoria di miglioramento, questa architettura potrà risultare sufficiente a sostenere l'ufficialismo. Ma se il fronte economico dovesse tornare a tendersi, se l'inflazione smettesse di diminuire o se il deterioramento dell'occupazione e del reddito si approfondisse, le fragilità istituzionali del governo potrebbero riemergere rapidamente e diventare più visibili.

In questo contesto, l'opposizione continua a mostrare difficoltà nel capitalizzare pienamente l'usura dell'ufficialismo. Il peronismo conserva risorse territoriali, sindacali e capacità di mobilitazione, ma non riesce ancora a trasformare il malessere sociale in un'alternativa dominante e credibile. Lo spazio non peronista, da parte sua, continua a presentare una scarsa densità politica per contendere la centralità dello scenario. Il risultato è un sistema politico che, per ora, presenta un'asimmetria favorevole all'ufficialismo, sebbene ancora lontana da un dominio irreversibile.

Tuttavia, dall'inizio dell'anno si osservano segnali di crescente malcontento sociale. Diversi sondaggi mostrano un calo dell'immagine presidenziale, un aumento della disapprovazione e un deterioramento delle aspettative pubbliche. Sebbene i livelli di sostegno varino a seconda delle rilevazioni, la tendenza generale è convergente: il governo conserva una base significativa, ma si confronta con un rigetto in crescita. Allo stesso tempo, le preoccupazioni sociali si spostano sempre più verso questioni concrete della vita quotidiana, tra cui disoccupazione, inflazione, situazione economica generale e corruzione.

QUAL È LA VALUTAZIONE DEL GOVERNO DI JAVIER MILEI?



Questo cambiamento di clima sembra legato, soprattutto, alla percezione sociale della microeconomia. In ampi settori si sta diffondendo l'idea che il sollievo promesso non arrivi con la rapidità attesa: i salari mostrano difficoltà a recuperare, i consumi non riescono ancora a ripartire pienamente e il mercato del lavoro continua a inviare segnali preoccupanti. In questo modo, il sostegno politico al governo inizia a scontrarsi con un limite più esigente: non basta più rimettere ordine nelle variabili macroeconomiche; diventa necessario produrre miglioramenti percepibili nell'esperienza economica quotidiana della popolazione.

A ciò si aggiunge un ulteriore fattore di erosione: l'emergere di denunce, controversie ed episodi di presunta corruzione che coinvolgono l'ambiente governativo. Questo punto è particolarmente sensibile perché tocca uno dei fondamenti simbolici dell'ufficialismo. Milei ha costruito parte della propria legittimità non solo sulla promessa di correggere l'economia, ma anche sull'idea di una rottura morale e politica con la "casta". Se questa superiorità etica dovesse iniziare a essere messa in discussione nella percezione pubblica, il governo potrebbe perdere uno dei suoi attivi più importanti come compensazione rispetto alla durezza dell'aggiustamento.

In sintesi, la congiuntura politica argentina continua a favorire l'ufficialismo, ma in modo meno ampio rispetto a qualche mese fa. Il governo conserva iniziativa, capacità di agenda e una base di sostegno rilevante, ma si confronta con un contesto sociale più esigente, con segnali di logoramento nell'opinione pubblica e con un'opposizione che, pur non riuscendo ancora ad articolare un'alternativa dominante, potrebbe trarre vantaggio da un eventuale aggravarsi dei problemi di occupazione, reddito e credibilità. Il quadro, pertanto, non è quello di un collasso politico né di un'egemonia consolidata, bensì di un equilibrio instabile con vantaggio per l'ufficialismo.

PRINCIPALI RISCHI PER I PROSSIMI MESI

La congiuntura argentina è migliore di quella di un anno fa, ma non è priva di rischi. I più rilevanti sono cinque.

Il primo è il rischio esterno-finanziario. Un'ulteriore escalation in Medio Oriente o un irrigidimento delle condizioni globali potrebbero esercitare pressione sul rischio Paese, sul tasso di cambio e sul processo di disinflazione. Il secondo è il rischio sociale-lavorativo: se il miglioramento macroeconomico non si tradurrà in occupazione formale e salari reali più solidi, il consenso sociale potrebbe erodersi. Il terzo è il rischio di insufficienza delle riserve: sebbene siano migliorate, esse non costituiscono ancora un cuscinetto pienamente adeguato per un'economia con una lunga storia di volatilità esterna. Il quarto è il rischio politico-elettorale: man mano che si avvicinerà il 2027, aumenterà la sensibilità dello schema cambiario e finanziario. Il quinto è il rischio di affaticamento riformista: la prima fase del programma è stata politicamente sostenibile perché presentata come urgente; la seconda, che richiede riforme più complesse e benefici più gradualmente, sarà più difficile da sostenere.



SCENARI DI BREVE E MEDIO PERIODO

SCENARIO DI BASE: CONSOLIDAMENTO GRADUALE

È lo scenario più probabile. Il governo mantiene l'equilibrio fiscale, l'inflazione continua a scendere pur con interruzioni, la crescita si aggira intorno al 3%, l'accumulazione di riserve prosegue e il sostegno sociale si mantiene su livelli sufficienti. La conflittualità esiste, ma non è tale da destabilizzare il quadro.

SCENARIO FAVOREVOLE: STABILIZZAZIONE PROFONDA CON MIGLIORAMENTO DEL MERCATO DEL LAVORO

Richiede che la ripresa si estenda oltre i settori esportatori, che la riforma del lavoro contribuisca a formalizzare l'occupazione, che il credito si normalizzi senza scosse e che il contesto internazionale non si deteriori. In questo caso, Milei arriverebbe al 2027 con una posizione politica molto più solida e con una possibilità reale di consolidare una coalizione più ampia.

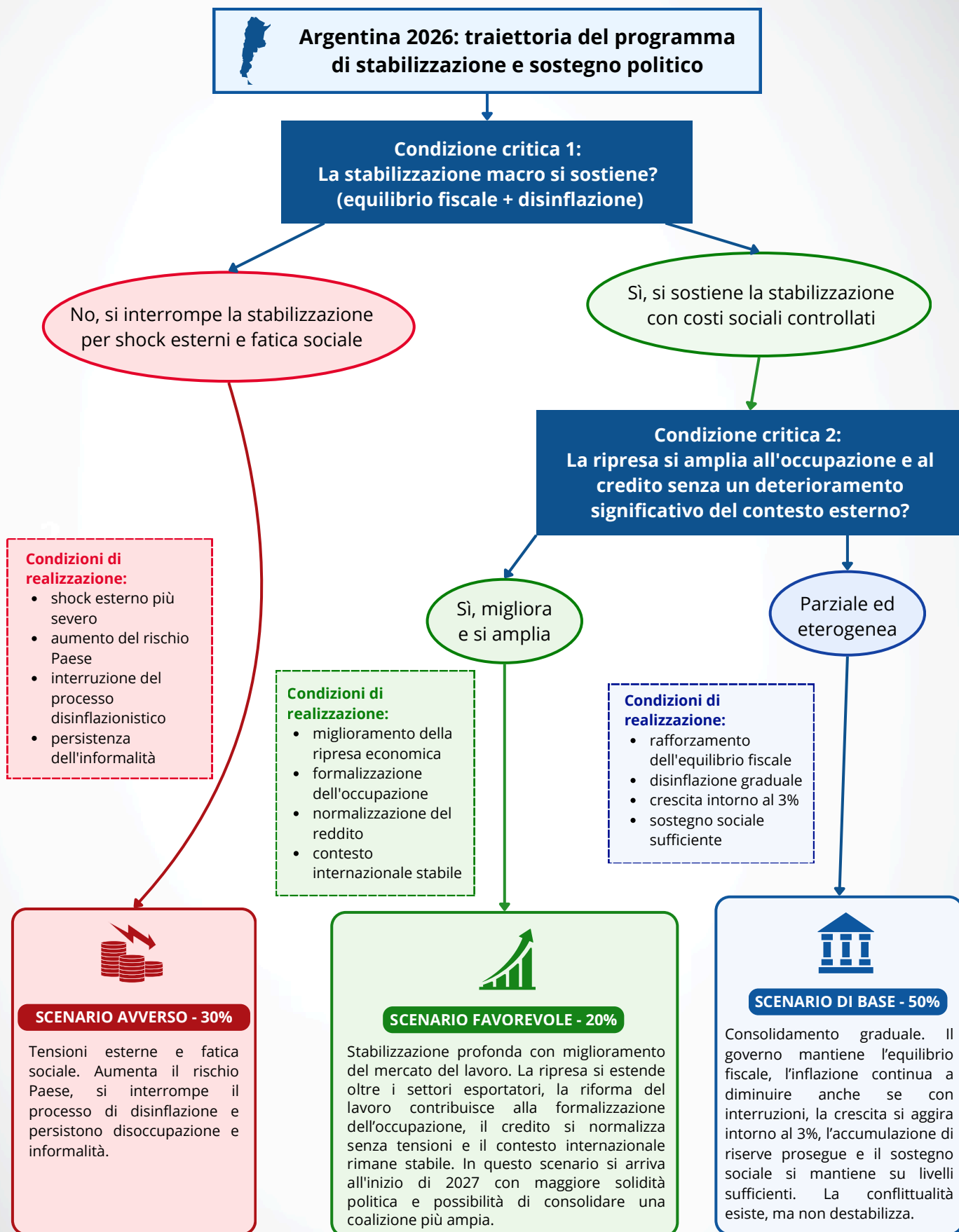
SCENARIO AVVERSO: TENSIONE ESTERNA E AFFATICAMENTO SOCIALE

Si produrrebbe qualora lo shock geopolitico si aggravasse, il rischio Paese aumentasse, la disinflazione si arrestasse e persistessero disoccupazione e informalità. Non implicherebbe necessariamente una crisi analoga a quelle del passato argentino, ma comporterebbe un deterioramento delle aspettative tale da erodere la capacità del governo di approfondire il percorso di riforma.



SCENARI DELL'ARGENTINA 2026-2027

Albero decisionale prospettico delle traiettorie politico-economiche e delle relative condizioni di realizzazione.



Lo scenario base rappresenta la traiettoria più probabile, ma l'evoluzione dell'occupazione, del credito e del contesto internazionale sarà decisiva per spostare la dinamica verso uno scenario favorevole o aumentare il rischio di uno avverso.

CONCLUSIONE STRATEGICA

L'Argentina del 2026 non deve più essere letta come un caso di crisi permanente, bensì come un Paese che ha raggiunto una stabilizzazione parziale credibile, sebbene non ancora pienamente assicurata. Il governo di Milei ha ottenuto un risultato politicamente significativo: trasformare un contesto di estrema fragilità in uno di relativo ordine macroeconomico. Questa trasformazione ha restituito allo Stato capacità di iniziativa e ha generato una narrativa di successo che, fino a questo momento, continua a risultare socialmente verosimile.

Tuttavia, la fase successiva sarà più esigente della precedente. Non si tratta più soltanto di correggere i prezzi relativi, chiudere il deficit o frenare l'emissione monetaria. Si tratta di dimostrare che la stabilizzazione può tradursi in sviluppo, che la disinflazione può convivere con un miglioramento sociale e che la disciplina fiscale può risultare compatibile con infrastrutture, occupazione e una legittimità durevole.

Per questo motivo, la congiuntura argentina deve essere oggi definita nei seguenti termini: un governo politicamente resiliente e un'economia più ordinata, ma ancora sottoposti alla prova di trasformare la stabilizzazione in sostenibilità.

Il caso argentino merita un monitoraggio prioritario per quattro ragioni: il suo impatto sull'equilibrio regionale sudamericano; il suo valore come laboratorio di riforma economica radicale; il suo potenziale energetico e minerario nel quadro della sicurezza economica occidentale; e l'incertezza circa il fatto che questo ciclo possa sfociare in una nuova stabilità di lungo periodo oppure in un'altra stabilizzazione transitoria.





ANALISTA COORDINATORE

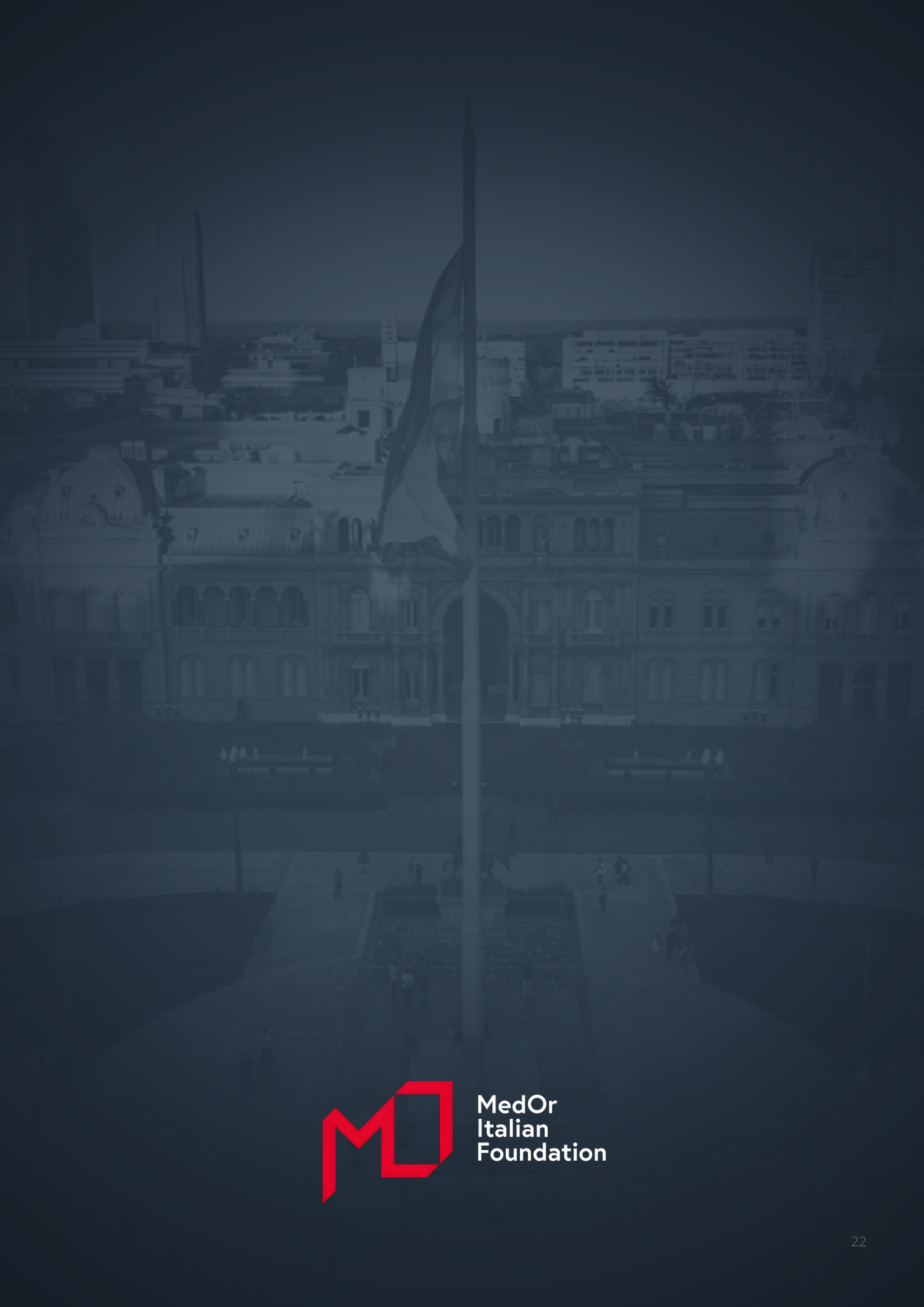
Hugo San Martin Arzabe

ANALISTI COLLABORATORI

Jaime Bravo
Armando Vargas

DESIGN E IMPAGINAZIONE

Mayra Peñaloza Juarez



MedOr
Italian
Foundation