



Avanza la Ley Bases

Resumen y conclusiones

La media sanción de la Ley Bases fue un triunfo clave para anclar expectativas y deja en evidencia que el gobierno se tornó más pragmático.

Además de dotar al gobierno con recursos que favorecen al programa económico, el impacto central pasaría por la mejora cualitativa del ajuste.

Descontando su aprobación en el Congreso, el gobierno ganó aire para ampliar su margen de acción en otros frentes:

- 1) Profundiza y dosifica la estrategia de licuación, bajando la tasa de pasés al 50% de TNA en el marco de un desplome de las expectativas de inflación y cepo de por medio.
- 2) Desinflación a toda marcha: con lo fiscal “encaminado”, se posponen aumentos de regulados para asegurar una baja acelerada en mayo.

Frente al impacto inicial sobre la curva CER y con la perspectiva de cepo por un tiempo más, se renueva el atractivo de estos instrumentos.

José M. Echagüe
Estratega

Isaías Marini
Analista

Melina Costanzo
Analista

+54 11 2206 2206

Avda. Ortiz de
Ocampo 3302
WO Barrio Parque
Bureaux Módulo IV
3er Piso
C1425DFE

Avanza la Ley Bases

La media sanción de la Ley de Bases representó un triunfo clave para el gobierno en su estrategia de anclar expectativas. Y es que deja en evidencia que el gobierno se tornó más pragmático y logró consensos para aprobar el paquete en su totalidad. La instancia final se jugará en el Senado, donde el oficialismo tiene apenas 7 bancas propias de las 37 necesarias para lograr la aprobación.

Las implicancias de la ley son múltiples y pueden agruparse en dos categorías: de mediano plazo y, las más relevantes para tomar el pulso de la coyuntura, de corto plazo.

En relación a estas últimas hay una novedad central: la sanción del paquete fiscal implicaría un aumento de la recaudación fiscal de aproximadamente 0.6% del PBI para el Tesoro en lo que resta del año, aunque en buena medida depende de la disposición de los contribuyentes a ingresar al blanqueo y adelantar Bienes Personales. Lo central sin embargo es que aumenta de manera permanente los recursos por la reincorporación de la cuarta categoría de Ganancias y disminuye la dependencia de los tributos sobre el capital (BBPP). Además, la ley contempla la posibilidad de privatizar parcial o totalmente 11 empresas con participación estatal, un aporte de ingresos extraordinarios que, de concretarse, podría ser significativo.

Las herramientas que adquiere el gobierno a través de la Ley de Bases permiten mejorar la calidad del ajuste, tanto por mayores ingresos como por una mejora de eficiencia y equidad del recorte. La potestad de reestructurar organismos públicos disminuiría la dependencia de la licuación de salarios.

Impacto fiscal de la Ley Bases en 2024

Sobre el Sector Público Nacional y las provincias, mayo a diciembre

Tributo	Impacto SPN	Impacto Provincias
Ganancias (no retroactivo, con actualización)	0.15%	0.20%
Bienes personales (baja de alícuota)	-0.12%	-0.16%
Régimen simplificado	0.08%	-0.03%
Transferencia de inmuebles	-0.01%	-0.01%
Subtotal	0.10%	0.00%
Regularización de obligaciones tributarias, blanqueo y adelanto de BBPP	0.50%	Indeterminado
Total	0.60%	

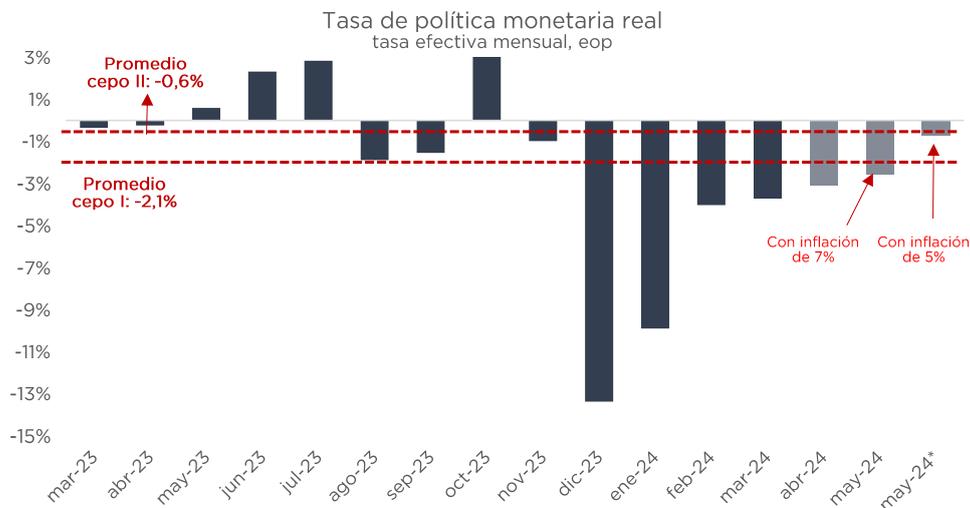
Fuente: Consultatio Financial Service en base a Mecon, OPC y estimaciones propias

Avanza la Ley Bases

Con la media aprobación en Diputados el gobierno ganó aire para ampliar su margen de acción de política económica. En otras palabras, con lo fiscal más “encaminado” el gobierno pudo extender su agenda hacia otros frentes. La batería de medidas conocidas en los últimos días lo deja en evidencia:

1. Profundizar y dosificar la estrategia de licuación (extender el cepo)

Por tercera vez en el último mes, el BCRA volvió a sorprender con un nuevo recorte de la tasa de interés de política monetaria desde 80% TNA a 50%, lo que implica que se torne menos negativa en términos reales (estimamos un nivel de -2.6% con una inflación de 7% para mayo) dado el desplome de las expectativas de inflación.



Fuente: Consultatio Financial Services en base a BCRA y estimaciones propias.

Por otro lado, se anunció que desde el 15-may el encaje sobre los saldos en las cuentas remuneradas de los fondos comunes de inversión pasará de 10% a 15%. Como resultado, los fondos Money Market sufrirán una baja adicional en su rendimiento, que se posicionará por debajo del 40% TNA.

Con estas medidas, y a pesar de la desaceleración de la inflación, el gobierno sigue avanzando en el saneamiento del estado patrimonial del BCRA en dos sentidos. En lo inmediato, reduce el costo de los pasivos remunerados del BCRA con las restricciones cambiarias aún vigentes. La emisión monetaria por el pago de intereses caerá a un ritmo promedio de aproximadamente \$280,000 M mensuales según fuentes oficiales.

Avanza la Ley Bases



Fuente: Consultatio Financial Services en base a BCRA y proyecciones

En paralelo, con la caída de las expectativas de inflación, el BCRA se asegura una compresión adicional de sus pasivos mediante un traspaso del stock de pesos desde pases a títulos del Tesoro. Con tasas de interés menos negativas en términos reales y acceso limitado a otras alternativas de inversión, los títulos del Tesoro se tornan más atractivos. Asumiendo que los resultados fiscales continuarán siendo positivos, esto implica que en última instancia el Tesoro pueda recomprar deuda al BCRA. En esencia, el mantenimiento del cepo le permite al BCRA sanear su hoja de balance a costa del Tesoro.

Esta dinámica confirma que el gobierno continúa aprovechando los desequilibrios de la coyuntura actual para seguir reduciendo el *overhang* monetario, en lugar de avanzar con la liberación de las múltiples restricciones cambiarias. Dicho de otra manera, el gobierno no tiene apuro por salir del cepo.

Y la medida en términos de BOPREAL lo refuerza: en los últimos días el BCRA confirmó que las empresas con giros pendientes de utilidades podrán suscribir BOPREAL para hacer frente a los pagos. Si bien en primera instancia se consideró como un avance en el camino de la eliminación del cepo cambiario, creemos que es más bien lo contrario.

Avanza la Ley Bases

2. Desinflación administrada

Los avances en términos fiscales dieron margen al gobierno para postergar algunos de los aumentos de precios regulados programados para mayo. El propio Caputo argumentó que estando “cómodos” en el frente fiscal, priorizarán bajar la inflación y “no cargar más con gastos de momento a la clase media”.

Entre los aumentos que se esperaban para el mes corriente, se posterga el de tarifas de gas y electricidad, de transporte y del impuesto a los combustibles para moderar la suba del precio de la nafta. El objetivo sería consolidar la baja de la inflación, aprovechando que el arrastre de abril será decididamente bajo. De hecho, algunas estimaciones privadas apuntan a que la inflación núcleo sería de apenas 5% mensual en abril, lo que implica que en mayo podría seguir la tendencia bajista.

Implicancias de mercado: se renueva el atractivo de la curva CER

La rápida desinflación tuvo un impacto innegable sobre los precios de mercado: los bonos en pesos tuvieron varias jornadas negativas en el segmento CER, devolviendo parte de las subas de lo que va del año con pérdidas que alcanzaron el -5.5% promedio en la última semana. La contracara de esta reacción se vio en las lecaps, que evidenciaron una performance extraordinaria y ya rinden entre 3.5% y 4.0% tasa efectiva mensual (por debajo de la tasa de corte).

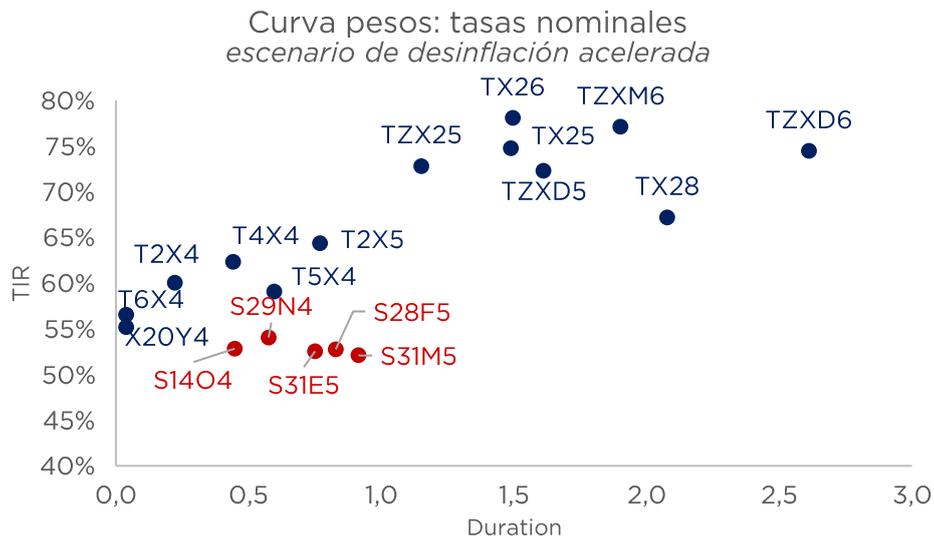
Frente a este impacto inicial, evaluamos el atractivo de la curva CER. La respuesta está en parte relacionada al timing de la liberalización del cepo. En lo inmediato, el gobierno sigue aprovechando los desequilibrios de la coyuntura actual para atender otros frentes, en lugar de avanzar con la eliminación de las restricciones cambiarias. Esta decisión confirma que la salida del cepo no será en el corto plazo.

Si además tenemos en cuenta que el ajuste de precios relativos tendrá un impacto fuerte sobre los precios regulados, la velocidad que vimos en la caída de la inflación podría volverse más lenta. En ese caso, la inflación implícita en los precios de mercado hoy luce muy optimista y los rendimientos de la curva CER (que en algunos casos volvieron a ser positivos) tienen espacio para comprimir.

Con acceso limitado a otras alternativas de inversión y a estos precios, seguimos viendo valor en la pendiente de la curva CER. El rápido desplome de las expectativas de inflación desafía esta visión, pero aun asumiendo un escenario más optimista los títulos ajustables por CER le ganan a las lecaps.

Avanza la Ley Bases

Estos resultados pueden verse en el siguiente gráfico, donde están estimados los retornos de cada instrumento al vencimiento en un escenario donde la inflación de 2024 termina en 132.6% anual, un valor bastante inferior al que hoy proyecta el REM. En este escenario, la inflación de diciembre sería del 3% mensual.



Fuente: Consultatio Financial Services en base a precios de mercado y estimaciones propias.

INSTITUCIONALES & PARTNERS
Ingrid Epp
iepp@consultatioinvestments.com

INSTITUCIONALES
Martín Deluca
mdeluca@consultatioinvestments.com

ATENCIÓN BANCA PRIVADA
Hernan Rodríguez
hrodriguez@consultatioinvestments.com

ATENCIÓN MINORISTA
Adriana Caceres
asesores@consultatioinvestments.com

ESTRATEGIA
José Echagüe
jechague@consultatioinvestments.com

APERTURA DE CUENTA
apertura@consultatioinvestments.com

Nota de responsabilidad

El presente documento es propiedad de Consultatio Investment S.A. y Consultatio Asset Management Gerente de Fondos Comunes de Inversión S.A. (ambas en conjunto, "Consultatio"), no pudiendo su contenido ser modificado, transmitido, copiado, y/o distribuido sin el consentimiento expreso de Consultatio. El presente tiene un fin exclusivamente informativo y se ha basado en información proveniente de fuentes públicas, siendo que Consultatio no ha verificado su veracidad, integridad y/o exactitud, ni ha sometido la misma a un proceso de auditoría. Consecuentemente, Consultatio no efectúa declaración alguna, ni otorga garantía alguna, sobre la veracidad, integridad y/o exactitud de la información sobre la cual se basa este informe. Todas las opiniones y estimaciones aquí expresadas están sujetas a cambio sin previo aviso.

El presente no constituye asesoramiento en inversiones ni una invitación a operar con valores negociables a través de Consultatio. Cualquier persona interesada en analizar y, en su caso, operar los valores negociables aquí descriptos, deberá consultar la información contenida en sus documentos de emisión. La información aquí inserta ha sido confeccionada exclusivamente para la República Argentina, no debiendo interpretarse destinado a cualquier otra jurisdicción o territorio. Se advierte que parte de la información del presente documento está constituida por estimaciones futuras. Debido a riesgos e incertidumbres, los resultados reales o el desempeño de los valores negociables podrían diferir significativamente de lo expresado en las estimaciones futuras. La información aquí contenida está sujeta a cambios y modificaciones y no puede ser considerada definitiva por aquellas personas que tomen conocimiento de ella. El receptor deberá basarse exclusivamente en su propia investigación, evaluación y juicio independiente para tomar una decisión relativa a la inversión en valores negociables.

Consultatio Investments S.A es Agente de Colocación y Distribución de Fondos Comunes de Inversión Matrícula N° 18 Disposición N° 3190 de fecha 23-12-2016 , Agente de Liquidación y Compensación Integral Matrícula N° 351 Resolución N° 19996 de fecha 23-01-2019 y Agente de Colocación y Distribución Integral de Fondos Comunes de Inversión Matrícula N° 47 Disposición N° 3321 de fecha 29-05-2017 , en todos los casos de la CNV. Los rendimientos pasados manifestados por valores negociables son un indicador y no implican, bajo ningún concepto, promesas de rendimientos futuros.

Los rendimientos pasados manifestados por valores negociables son un indicador y no implican, bajo ningún concepto, promesas de rendimientos futuros. En particular ha de tenerse presente que las inversiones en cuotas partes de fondos comunes de inversión no constituyen depósitos en el agente de custodia de tales fondos a los fines de la Ley de Entidades Financieras ni cuentan con ninguna de las garantías que tales depósitos a la vista o a plazo puedan gozar de acuerdo a la legislación y reglamentación aplicables en materia de depósitos en entidades financieras. Asimismo el agente de custodia los fondos comunes de inversión se encuentra impedido por normas del Banco Central de la República Argentina de asumir, tácita o expresamente, compromiso alguno en cuanto al mantenimiento, en cualquier momento, del valor del capital invertido, al rendimiento, al valor de rescate de las cuotas partes o al otorgamiento de liquidez a tal fin.