



Allanando el camino hacia la salida del cepo

Resumen y conclusiones

La desaceleración de la inflación de abril permitió al gobierno profundizar la estrategia oficial en el frente monetario. En la previa a la mega licitación: (i) bajó nuevamente la tasa de política monetaria, (ii) anunció que el Tesoro comenzará a licitar lecaps cortas con una tasa mínima superior a la de pases, y (iii) estableció que las lecaps emitidas de forma primaria no computarán para la exposición al sector público.

El propósito principal era acelerar el saneamiento de la hoja de balance del BCRA. La invitación fue difícil de rechazar, y el gobierno obtuvo un financiamiento neto por \$8.6 billones que destinará a la recompra de deuda al BCRA mientras que el remanente se dejará en una cuenta en pesos del Tesoro con el objetivo de constituir un colchón de liquidez.

Con esta jugada en conjunto, el gobierno logra avanzar en varios objetivos clave que le permiten sentar las bases para una eventual unificación cambiaria. Sin bids del BCRA y con vencimientos que en el futuro deberá renovar el Tesoro, las tasas se vuelven más de mercado. Con estos pasos el gobierno allana la salida del cepo, aunque su concreción todavía no sea inminente.

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

Allanando el camino hacia la salida del cepo

La semana termina con una serie de eventos que delimitan un nuevo capítulo de la estrategia económica oficial. Con un dato muy positivo de inflación sobre la mesa, el gobierno preparó el terreno para la mega licitación: (i) concretó un nuevo recorte de la tasa de política monetaria, (ii) anunció que el Tesoro comenzará a licitar letras en pesos (lecaps) cortas con una tasa mínima superior a la de los pasivos remunerados, y (iii) estableció que las lecaps adquiridas por suscripción primaria no computarán para la exposición al sector público. Este conjunto de decisiones implica una aceleración del traspaso de deuda en cabeza del BCRA al Tesoro Nacional para, en última instancia, poder levantar el cepo.

La inflación volvió a bajar en abril, y nunca fueron tan claros sus determinantes macro. Con un registro mensual en abril de 8.8%, finalmente regresó al terreno de un solo dígito. La caída aún más pronunciada de la inflación núcleo (6.5%) sorprendió al mercado no por su dirección sino por su velocidad: alcanzó su nivel más bajo desde 2023 y marcó la cuarta baja consecutiva, algo que no sucedía desde 2019.

La inflación de los regulados (18.3%) superó ampliamente a la inflación núcleo debido al ajuste de tarifas de servicios públicos. De hecho, la categoría que incluye vivienda, agua, electricidad y otros combustibles explicó más de 2 puntos porcentuales de la inflación general.

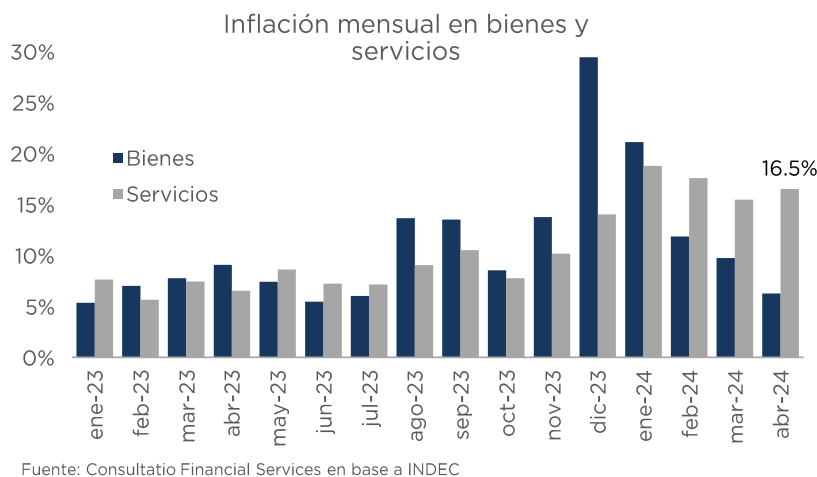
En vista del elevado impacto de los regulados, el gobierno decidió posponer los aumentos tarifarios pautados para el mes en curso. Así, traslada aproximadamente 1.5 puntos de inflación hacia adelante, a costa de un mayor peso de subsidios energéticos. La decisión refleja que la prioridad del gobierno es consolidar la baja de la inflación en el corto plazo.

En los resultados de abril vemos 4 factores macro operando en la misma dirección que permiten ser optimistas con la evolución de la inflación de los próximos meses:

1. **La economía tiene hoy un ancla nominal:** el ritmo de crawling se mantiene al 2% desde la devaluación de diciembre y el gobierno ha afirmado que no pretende modificar el esquema hasta fin de año. La dinámica del tipo de cambio se refleja claramente en la evolución de la inflación en bienes y servicios: el shock de la devaluación se traspasó fuertemente a bienes en diciembre y enero, mientras que en los últimos tres meses los servicios aumentaron más que los bienes.

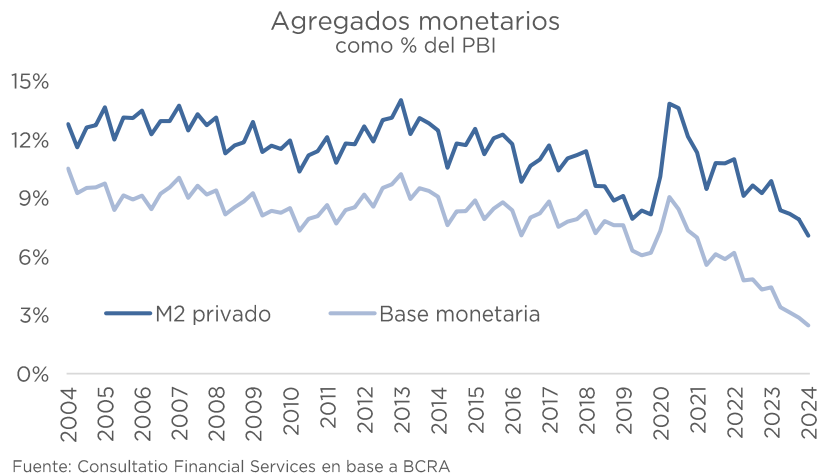
Allanando el camino hacia la salida del cepo

Es de esperar que esta tendencia se mantenga, dado que los servicios incorporan en mayor medida la “inercia” inflacionaria y tienen un componente transable muy bajo.

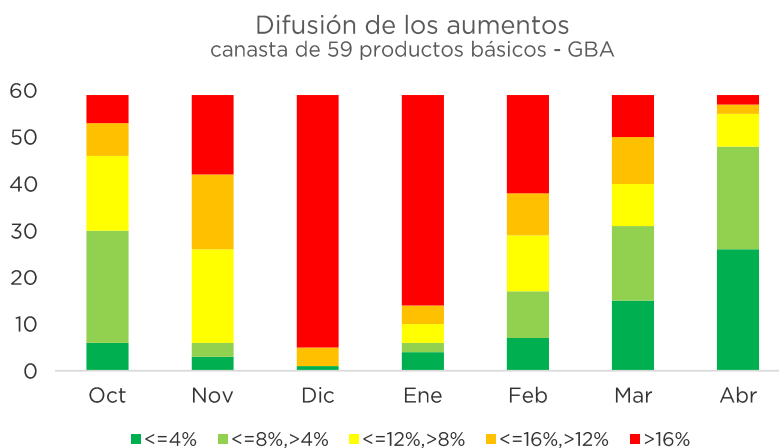


- La recesión disciplina los precios:** la actividad económica no primaria (excluyendo los sectores minero-petrolero, agro y pesca) cayó 4.2% interanual en febrero y se espera que en marzo la caída se haya profundizado alrededor del 8%. Además, los salarios reales formales en marzo estaban un 15% por debajo del nivel de noviembre y 21% por debajo de los máximos de 2023. La fuerte contracción en la producción y el consumo, producto de la devaluación y el ajuste fiscal, actúan como un freno a la inflación, limitando su aumento y favoreciendo la desinflación.
- El squeeze monetario se hace sentir:** la base monetaria y otros agregados como el M2 privado han experimentado una considerable contracción en términos reales: desde el 11 de diciembre, cayeron un 20% y un 7%, respectivamente (en las últimas semanas lograron crecer por encima de la inflación y recuperar algo de terreno perdido). En relación al PIB, estos agregados se encuentran en su nivel más bajo de las últimas décadas. Este cambio de régimen tiene un impacto directo: la remonetización desde niveles tan bajos de la economía limita la inercia inflacionaria. Por otro lado, la generación secundaria de pesos (intereses pagados por pasivos remunerados) se redujo fuertemente tanto por la licuación del stock de pases como por una política de tasa de interés real negativa muy agresiva.

Allanando el camino hacia la salida del cepo



4. **Expectativas siguen un rumbo:** el manejo de expectativas ha sido una de las principales fortalezas de esta gestión. El compromiso de sostener el superávit fiscal a toda costa y de eliminar el financiamiento monetario se refleja en las expectativas del mercado, capturadas por el REM, que impactan no solo en la inflación futura sino también en la actual. La mediana de los analistas consultados por el REM redujo su proyección de inflación anual del 189% en marzo al 161% en la última encuesta. A su vez, la convergencia del ritmo de variación de los precios entre distintos bienes es otro indicio de que las expectativas se están empezando a anclar. En abril el 45% de los precios de la canasta de productos básicos que publica INDEC aumentó por debajo del 4%, algo no visto desde principios de 2022.



Allanando el camino hacia la salida del cepo

Frente a este contexto, el BCRA dio el puntapié inicial con un nuevo recorte de la tasa de interés de política monetaria del 50% TNA al 40% (3.3% TEM). Por otro lado, informó que “retoma su discrecionalidad” y retira el bid de la curva de títulos del Tesoro en el mercado secundario en un momento en el que no resulta imprescindible, con el objetivo de acotar la emisión monetaria indirecta.

Con estas medidas, el gobierno profundiza el saneamiento del estado patrimonial del BCRA. El efecto más evidente es la reducción del costo de los pasivos monetarios, aun con la rápida desaceleración de la inflación. Dado el stock actual, los pagos de intereses mensuales se reducen en aproximadamente \$290,000 millones. Por otro lado, se limita la expansión monetaria indirecta derivada del ejercicio de puts y bids, que hasta ahora se había esterilizado con la emisión de BOPREAL y las recompras del Tesoro.

El recorte de tasas se oficializó algunos días antes de la última licitación del Tesoro, en una coordinación total con este. Así, las tasas de los instrumentos ofrecidos por el Tesoro quedaron en niveles muy atractivos. Las lecaps más cortas se licitaron a una tasa mínima de entre 4.0% y 4.2% TEM, casi 1 punto por encima de la tasa de política monetaria. Durante la operación, el BCRA redobló la apuesta con una readecuación del marco regulatorio que excluyó a las lecaps adquiridas por suscripción primaria del cómputo de exposición al sector público. El objetivo era claro: incentivar (y asegurar) el traspaso del stock de pesos del sistema bancario desde pases a títulos del Tesoro. O visto de otra manera, reforzar la compresión de los pasivos remunerados del BCRA.

Con acceso limitado a otras alternativas de inversión, la invitación fue difícil de rechazar: el gobierno colocó \$11.7 billones y tuvo un financiamiento neto por \$8.6 billones que serán utilizados para recomprar títulos del Tesoro al BCRA por el equivalente de \$1 billón mientras que el remanente se dejará en una cuenta en pesos con el objetivo de constituir un colchón de liquidez. En esencia, el mantenimiento del cepo le permite al Tesoro emitir deuda en pesos que utiliza para continuar con la reducción de los pasivos del BCRA.

Con esta jugada en conjunto, el gobierno profundizó el saneamiento de la hoja de balance del BCRA con el objetivo de sentar las bases para una eventual unificación cambiaria. Las declaraciones recientes de Milei y Caputo deben entenderse en este contexto. Más allá de los claros avances en materia fiscal y externa, aún queda camino por recorrer para que esto se cristalice en el levantamiento de las restricciones cambiarias vigentes.

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.