

# Todavía con dudas, el mercado sigue digiriendo los anuncios

## Resumen y conclusiones

Concluido el traspaso de pasivos remunerados del BCRA al Tesoro, el BCRA finalmente dio precisiones sobre el nuevo marco de la política monetaria oficial: con el objetivo de eliminar la inflación, se fijará la cantidad de dinero “en relación a la base monetaria amplia”.

El documento es un paso hacia adelante para esclarecer el nuevo marco monetario. Sin embargo, además de las inquietudes sobre su consistencia, quedan pendientes varias precisiones que contribuirían a clarificar mejor su funcionamiento y definir a futuro el sendero del régimen cambiario.

De lo que no quedan dudas es que el principal objetivo del gobierno es bajar la inflación asumiendo el costo que deba asumirse en términos de actividad y acumulación de reservas. Pero aún si se materializara la expectativa de inflación nula, persiste la duda de si será suficiente para convencer a un mercado que sigue enfocado en los dólares si se convive con un riesgo país en niveles como el actual.

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

## Todavía con dudas, el mercado sigue digiriendo los anuncios

Concluido el traspaso de pasivos remunerados del BCRA al Tesoro, el BCRA finalmente dio precisiones sobre el nuevo marco de la política monetaria oficial. Es un saludable movimiento. Hasta ahora, los lineamientos habían sido presentados de manera más o menos informal por el ministerio de Economía a través de tweets y desde la autoridad monetaria sólo conocíamos detalles expuestos en privado a bancos en Nueva York.

El comunicado publicado el martes explicitó que, con el objetivo de eliminar la inflación, se fijará la cantidad de dinero “en relación a la base monetaria amplia”, un nuevo agregado monetario conformado por la base monetaria más el stock de pasivos remunerados al 30-abr, que desde entonces fueron transferidos al Tesoro en forma de Lecaps y LEFIs. Este tope de \$47.8 billones equivale al 9.1% del PBI, niveles de base monetaria tradicional entre 2016 y 2018, antes de la reinstauración del cepo.

El gobierno espera que el proceso de remonetización de la economía, derivado de un incremento en el crédito privado, absorba la “liquidez ociosa” en forma de Lecaps y LEFIs mediante el rescate de estos instrumentos. De esta forma, la expansión de la base monetaria tendría un tope nominal, aunque en el mismo documento se proyecta que en el largo plazo la base monetaria tradicional regrese, en términos reales, a los niveles previos al cepo.

El documento es un paso hacia adelante para esclarecer el nuevo marco monetario. Sin embargo, es claro que no será el último. Además de las inquietudes sobre su consistencia que desarrollamos en nuestro último reporte semanal (ver [link](#)), quedan pendientes varias precisiones que contribuirían a clarificar mejor su funcionamiento. Entre las principales, destacamos:

- ¿Como se define la base monetaria amplia? ¿Incluye total de LEFIs emitidas o solo aquellas en poder de los bancos (contrapartida de pases)?
- La meta cuantitativa de ese nuevo agregado monetario objetivo, ¿es nominal, real o debe medirse como porcentaje del PBI?

Los detalles son relevantes porque definen a futuro dos senderos muy distintos de régimen cambiario: si el compromiso es de congelamiento de base en términos nominales, eso se condice mucho con el esquema de dolarización que Milei promovió durante gran parte de su campaña en 2023 y, con menos énfasis, en 2024.

## Todavía con dudas, el mercado sigue digiriendo los anuncios

El segundo es un esquema ortodoxo, pero mucho más tradicional de control de agregados monetarios donde la remonetización tiene su lugar y aparece por el lado de la expansión del crédito doméstico.

Estas inquietudes no son meramente intelectuales. Si las dudas sobre el nuevo marco no se aclaran, su efectividad en el corto plazo se verá menguada. Y su impacto en el mediano estará condicionada por la credibilidad que genere su consistencia.

Vemos estas inquietudes bien reflejadas en la reacción de mercado hasta aquí. Si el mercado le hubiese dado credibilidad plena a los anuncios, lo que deberíamos ver es a la brecha cambiaria colapsando y a los *breakevens* (diferencial de tasas entre tasa fija y deuda CER) bajando muy fuertemente. Eso todavía no ocurrió, o sucedió de una manera muy tímida. Atribuimos esto a que el mercado todavía no terminó de entender el planteo del gobierno, o tiene un entendimiento distinto respecto a los resultados que habría que esperar.

De lo que no quedan dudas es que el principal objetivo del gobierno es bajar la inflación asumiendo el costo que deba asumirse en términos de nivel de actividad y relegando a un segundo plano la meta de acumulación de reservas.

Por ello la reacción de los globales parece razonable, sobre todo considerando que su foco de atención sigue puesto en la acumulación de los dólares necesarios para hacer frente a los vencimientos de interés y capital a partir de ene-25. Tras la publicación del documento, los bonos soberanos en dólares extendieron la mala racha con caídas promedio que alcanzaron el 1,2% al cierre de ayer.

Tal como argumentamos en nuestro informe de la semana pasada, mientras el gobierno se focaliza en los pesos la atención del mercado sigue en los dólares. Aún si se materializara la expectativa de inflación nula hacia fin de año, persiste la duda de si será suficiente para convencer al mercado si se convive con un riesgo país en niveles como el actual.

**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 descritos, 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.