

¿Qué nos trató de decir el Presidente y el equipo económico ayer en Neura?

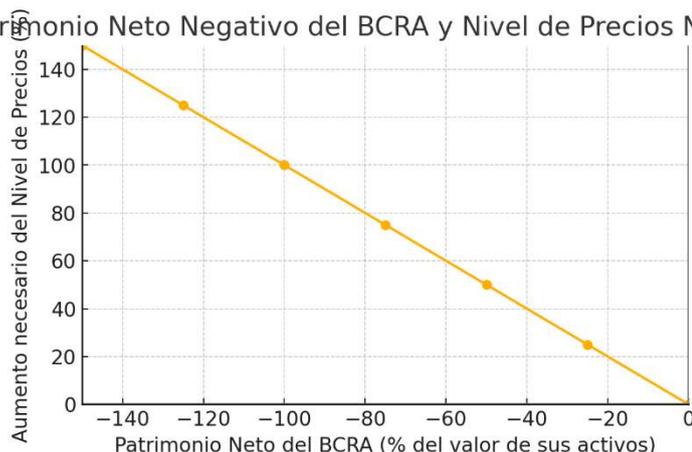


01/08/2025

El Presidente Javier Milei y su equipo económico aprovecharon su aparición en el canal **Neura** para explicar la lógica detrás de su plan económico. A continuación, desglosamos los principales mensajes económicos expuestos, con lenguaje accesible pero técnicamente riguroso, apoyándonos en gráficos y cifras relevantes.

Balance del BCRA e inflación: el rol del patrimonio neto negativo

Patrimonio Neto Negativo del BCRA y Nivel de Precios Necesario



Relación conceptual entre el patrimonio neto negativo del BCRA y el nivel de precios necesario para restablecer el equilibrio patrimonial.

Uno de los ejes fue la relación entre el balance del Banco Central (BCRA) y la inflación. Milei enfatizó que no basta con equilibrar los flujos (déficit fiscal y emisión corriente) sino también los stocks: el patrimonio neto (PN) del BCRA. El patrimonio neto surge de la diferencia entre activos (reservas internacionales y bonos del Tesoro que posee el BCRA) y pasivos (base monetaria en circulación + encajes bancarios, y pasivos remunerados como Leliqs o Pases). Actualmente ese patrimonio es negativo, lo que significa que el BCRA tiene más pasivos que activos. ¿Por qué esto importa? Porque si el BCRA tuviera $PN=0$ (activos igual a pasivos), podría rescatar todo el dinero emitido sin alterar los precios. En cambio, con PN negativo, para reestablecer el equilibrio los precios deben subir lo suficiente como para “licuar” (reducir en términos reales) esos pasivos excedentes. En otras palabras, cuanto mayor es el deterioro patrimonial del BCRA, mayor es el nivel de precios necesario para sanear su balance. A ese nivel de precios de largo plazo (versus el actual) Milei lo ha llamado la “tasa de inflación subyacente” de la economía.

DISCLAIMER: Este documento ha sido creado por Five. Es información privada para aquellos a los cuales se les ha remitido. Las estimaciones contenidas en él están realizadas en base a información conocida a su fecha de emisión, y podrían variar si se modifican las circunstancias que han sido tenidas en cuenta para su elaboración. Los contenidos de este documento se basan en información disponible al público y que ha sido obtenida de fuentes consideradas confiables. No obstante, tal información no ha sido verificada en forma independiente por Five y, en consecuencia, no puede proveerse una garantía ni expresa, ni implícita, respecto de su precisión o integridad. Este reporte no tiene el carácter de asesoramiento o recomendación para seguir alguna acción específica. Las personas involucradas en la elaboración de este reporte pueden invertir o negociar los títulos aquí referidos. Ningún destinatario de este documento podrá distribuir o reproducir el presente material o alguna de sus partes sin el previo consentimiento escrito de Five. Todos los términos aquí utilizados deben ser considerados de acuerdo a las leyes argentinas. Five Corporation S.A. es ALyC integral N° 635 bajo la CNV.

¿Qué nos trató de decir el Presidente y el equipo económico ayer en Neura?



01/08/2025

El gráfico conceptual anterior ilustra esta relación: a medida que el patrimonio neto del BCRA es más negativo (eje horizontal hacia la izquierda), el aumento requerido en el nivel general de precios es mayor (eje vertical hacia arriba). Un PN levemente negativo implicaría quizás necesitar, por ejemplo, un 10–20% de inflación adicional para equilibrar; pero un agujero patrimonial enorme demandaría inflaciones mucho más altas para rellenarlo. Este marco teórico explicado por el equipo económico se basa en que la inflación argentina tiene una componente monetaria ligada no solo a la emisión presente sino al desequilibrio acumulado en el balance del BCRA.

¿Qué están haciendo al respecto? La clave del plan es restaurar el patrimonio del BCRA sin recurrir a más emisión. ¿Cómo? Principalmente traspasando deuda del BCRA al Tesoro. El ministro Caputo y el presidente del BCRA, Bausili, implementaron un canje en 2024 para que el Tesoro asumiera la deuda que antes tenía el Banco Central con los bancos por Leliqs y Pases. En concreto, el BCRA reemplazó sus pasivos remunerados (Leliqs/Pases) por Letras Fiscales de Liquidez (LeFi) emitidas por el Tesoro. Esas LeFi, atadas a la tasa de política monetaria, pasaron a manos de los bancos en lugar de los instrumentos del BCRA, eliminando el déficit cuasifiscal (los intereses que el Central venía pagando). El trasfondo es que los pasivos remunerados del BCRA se originaban en necesidades del fisco; por lo tanto, llevar esa deuda al Tesoro “quita una causa de emisión de dinero”, ya que para pagar las LeFi el Tesoro deberá conseguir superávit fiscal, no imprimir pesos. Esta operación redujo el pasivo del BCRA y mejoró su posición patrimonial, lo cual debería disminuir la inflación futura necesaria para equilibrar los stocks. De hecho, se estima que la deuda bruta consolidada del Estado bajó en USD 20.000 millones gracias a este traspaso, sin aumentar la emisión.

Adicionalmente, el nuevo acuerdo con el FMI proveerá fondos para que el Tesoro cancele parte de su deuda con el BCRA. Es decir, usar los desembolsos del FMI para pagarle al Central los títulos intransferibles que el Tesoro le había endosado (y que hoy valen muy poco). Esto equivale a recapitalizar el BCRA: se reemplazan activos de dudoso valor por liquidez real, mejorando el patrimonio neto sin crear pesos. En resumen, Milei señaló que el acuerdo con el FMI busca restaurar el patrimonio del BCRA, para que la inflación pase a ser solo un mal recuerdo del pasado. Es una estrategia de “una vez y para siempre”: saneando el balance del Banco Central se removería la causa subyacente de la inflación crónica de las últimas décadas.

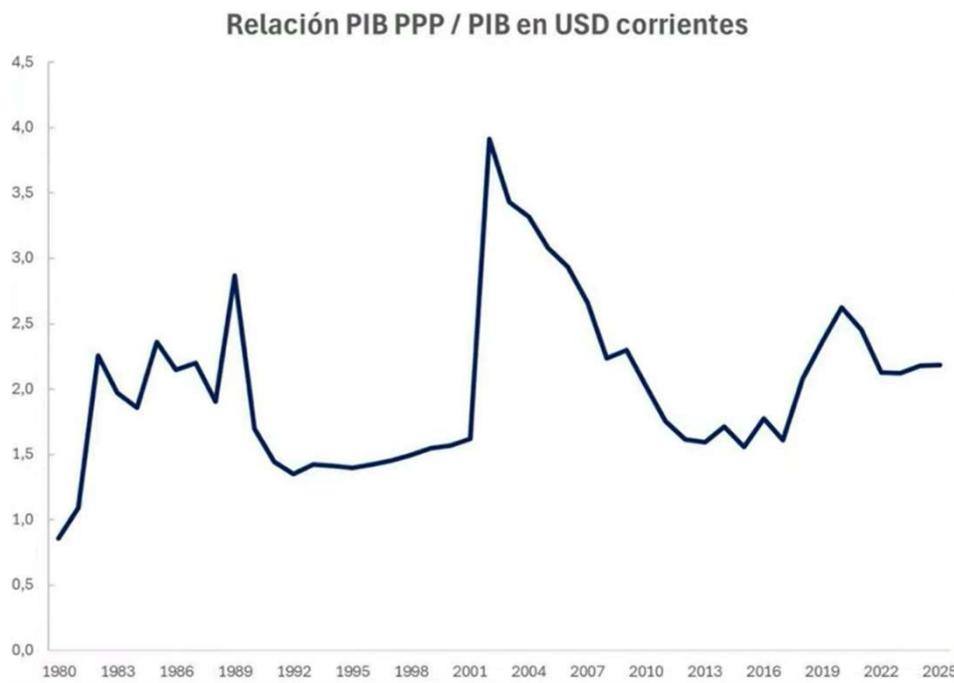
DISCLAIMER: Este documento ha sido creado por Five. Es información privada para aquellos a los cuales se les ha remitido. Las estimaciones contenidas en él están realizadas en base a información conocida a su fecha de emisión, y podrían variar si se modifican las circunstancias que han sido tenidas en cuenta para su elaboración. Los contenidos de este documento se basan en información disponible al público y que ha sido obtenida de fuentes consideradas confiables. No obstante, tal información no ha sido verificada en forma independiente por Five y, en consecuencia, no puede proveerse una garantía ni expresa, ni implícita, respecto de su precisión o integridad. Este reporte no tiene el carácter de asesoramiento o recomendación para seguir alguna acción específica. Las personas involucradas en la elaboración de este reporte pueden invertir o negociar los títulos aquí referidos. Ningún destinatario de este documento podrá distribuir o reproducir el presente material o alguna de sus partes sin el previo consentimiento escrito de Five. Todos los términos aquí utilizados deben ser considerados de acuerdo a las leyes argentinas. Five Corporation S.A. es ALyC integral N° 635 bajo la CNV.

¿Qué nos trató de decir el Presidente y el equipo económico ayer en Neura?



01/08/2025

¿Economía subvaluada? PIB en PPA vs PIB nominal en dólares



Relación histórica entre el PIB medido en Paridad de Poder Adquisitivo (PPA) y el PIB medido en dólares corrientes para Argentina (eje vertical = razón PIB PPA / PIB USD). Valores mayores a 1 indican que el tamaño de la economía en términos de PPA supera al medido al tipo de cambio de mercado, sugiriendo un peso devaluado o economía “subvaluada”.

Otro gráfico presentado compara el Producto Interno Bruto de Argentina en términos de PPA vs en dólares de mercado, para evaluar si la economía está subvaluada o sobrevaluada en distintas épocas. En condiciones de equilibrio, el PIB valuado a precios internacionales (PPA) debería ser similar al PIB convertido al dólar según el tipo de cambio vigente. Pero en Argentina esto ha oscilado dramáticamente:

- En la década de 1980, con alta inflación y devaluaciones, el PIB PPA superaba en ~1,5 a 2 veces al PIB nominal en dólares, reflejando un peso débil (la economía medida en dólares de mercado lucía más chica que su poder de compra interno).

DISCLAIMER: Este documento ha sido creado por Five. Es información privada para aquellos a los cuales se les ha remitido. Las estimaciones contenidas en él están realizadas en base a información conocida a su fecha de emisión, y podrían variar si se modifican las circunstancias que han sido tenidas en cuenta para su elaboración. Los contenidos de este documento se basan en información disponible al público y que ha sido obtenida de fuentes consideradas confiables. No obstante, tal información no ha sido verificada en forma independiente por Five y, en consecuencia, no puede proveerse una garantía ni expresa, ni implícita, respecto de su precisión o integridad. Este reporte no tiene el carácter de asesoramiento o recomendación para seguir alguna acción específica. Las personas involucradas en la elaboración de este reporte pueden invertir o negociar los títulos aquí referidos. Ningún destinatario de este documento podrá distribuir o reproducir el presente material o alguna de sus partes sin el previo consentimiento escrito de Five. Todos los términos aquí utilizados deben ser considerados de acuerdo a las leyes argentinas. Five Corporation S.A. es ALyC integral N° 635 bajo la CNV.

¿Qué nos trató de decir el Presidente y el equipo económico ayer en Neura?



01/08/2025

- Pico de 1989-1990: durante la hiperinflación, el colapso del PIB en dólares fue tal que esta relación trepó por encima de 3. Es decir, la economía argentina medida en PPA era más de tres veces mayor que lo que indicaba el deprimido PIB en dólares de aquel entonces.
- Convertibilidad (años 1990s): con el 1 a 1, el peso se sobrevaluó. El gráfico muestra cómo la ratio PIB PPA/PIB\$ cayó hacia 1 e incluso por debajo. Llegó a ~1.2–1,5 en los 90, implicando que el PIB en dólares oficiales superaba al PIB en PPA, señal de un tipo de cambio acorde en términos de poder adquisitivo
- Crisis 2002: tras la devaluación post-Convertibilidad, la relación salta abruptamente por encima de 3 (máximo ~3,5 hacia 2003). El peso quedó fuertemente subvaluado, haciendo que el PIB en dólares se desplomara mientras en términos de PPA la economía cambiaba menos. Esta fue una de las épocas donde Argentina apareció como “muy barata” en dólares.
- Revaluación y atraso cambiario 2010s: a medida que la inflación doméstica avanzó más rápido que las devaluaciones entre 2003–2015, el tipo de cambio real se apreció. La ratio descendió a mínimos históricos cercanos a ~1 o incluso por debajo hacia 2011–2015, indicando atraso cambiario (de nuevo el PIB en dólares resultaba artificialmente elevado respecto al PPA, porque el dólar oficial estaba barato frente a costos internos crecientes).
- Crisis cambiarias recientes: tras las devaluaciones de 2018-2019 (fin de la era Macri) y la de 2023, la relación volvió a subir. El gráfico muestra un repunte por encima de 2 hacia 2019, y actualmente (2025) la relación se ubica alrededor de 1,7–2,0. Esto sugiere que la economía argentina nuevamente está subvaluada: su PIB medido a paridad de poder adquisitivo casi duplica al PIB medido al tipo de cambio corriente. En otras palabras, el peso sigue débil en términos internacionales, aunque no tan extremo como en el pico de 2002.

¿Por qué es importante? Porque esta brecha PPA vs nominal indica potencial de recuperación si la confianza retorna: con un tipo de cambio de equilibrio (ni tan atrasado como en 2015 ni tan sobredimensionado como tras una devaluación), ese ratio tendería a acercarse a 1. Un valor muy por encima de 1 implica que, o bien el mercado está anticipando un crecimiento futuro del PIB en dólares, o que el peso

DISCLAIMER: Este documento ha sido creado por Five. Es información privada para aquellos a los cuales se les ha remitido. Las estimaciones contenidas en él están realizadas en base a información conocida a su fecha de emisión, y podrían variar si se modifican las circunstancias que han sido tenidas en cuenta para su elaboración. Los contenidos de este documento se basan en información disponible al público y que ha sido obtenida de fuentes consideradas confiables. No obstante, tal información no ha sido verificada en forma independiente por Five y, en consecuencia, no puede proveerse una garantía ni expresa, ni implícita, respecto de su precisión o integridad. Este reporte no tiene el carácter de asesoramiento o recomendación para seguir alguna acción específica. Las personas involucradas en la elaboración de este reporte pueden invertir o negociar los títulos aquí referidos. Ningún destinatario de este documento podrá distribuir o reproducir el presente material o alguna de sus partes sin el previo consentimiento escrito de Five. Todos los términos aquí utilizados deben ser considerados de acuerdo a las leyes argentinas. Five Corporation S.A. es ALyC integral N° 635 bajo la CNV.

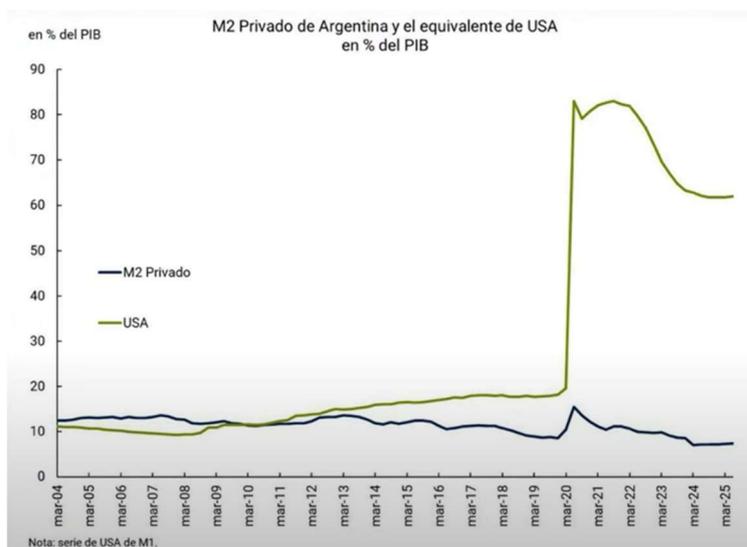
¿Qué nos trató de decir el Presidente y el equipo económico ayer en Neura?



01/08/2025

está infravalorado en exceso. Milei y equipo dieron a entender que hoy la Argentina está barata en dólares (salarios, bienes y activos locales lo reflejan) tras años de depreciación real. Esta subvaluación podría revertirse si se consolida la estabilización: a medida que baje la inflación y retorne la inversión, el PIB nominal en dólares debería crecer más rápido que el PIB en PPA, corrigiendo parcialmente esa brecha. De hecho, con las medidas anunciadas esperan un rebote del PIB en dólares (pasó de USD 480 mil millones en 2023 a estimados USD ~712 mil millones en 2025, recuperando tamaño) y una convergencia gradual con el PPA. En síntesis, comunicaron optimismo de que la economía ya no estará “regalada” por mucho tiempo si el plan logra afianzar un tipo de cambio estable y competitivo.

Desmonetización vs. emisión: M2 privado en Argentina vs EE.UU.



*Evolución del **M2 privado** como porcentaje del PIB en Argentina (línea azul) versus el equivalente en EE.UU. (línea verde, serie de M1 redefinida para EE.UU. según la nota de la fuente). Periodo 2004–2025. Se observa la tendencia opuesta: Argentina con caída pronunciada de la monetización de su economía, mientras EE.UU. expandió fuertemente sus agregados monetarios con relación al PIB.*

Otro concepto destacado fue la “desmonetización” de la economía argentina en contraste con las economías desarrolladas. El gráfico anterior muestra el M2

DISCLAIMER: Este documento ha sido creado por Five. Es información privada para aquellos a los cuales se les ha remitido. Las estimaciones contenidas en él están realizadas en base a información conocida a su fecha de emisión, y podrían variar si se modifican las circunstancias que han sido tenidas en cuenta para su elaboración. Los contenidos de este documento se basan en información disponible al público y que ha sido obtenida de fuentes consideradas confiables. No obstante, tal información no ha sido verificada en forma independiente por Five y, en consecuencia, no puede proveerse una garantía ni expresa, ni implícita, respecto de su precisión o integridad. Este reporte no tiene el carácter de asesoramiento o recomendación para seguir alguna acción específica. Las personas involucradas en la elaboración de este reporte pueden invertir o negociar los títulos aquí referidos. Ningún destinatario de este documento podrá distribuir o reproducir el presente material o alguna de sus partes sin el previo consentimiento escrito de Five. Todos los términos aquí utilizados deben ser considerados de acuerdo a las leyes argentinas. Five Corporation S.A. es ALyC integral N° 635 bajo la CNV.

¿Qué nos trató de decir el Presidente y el equipo económico ayer en Neura?



01/08/2025

privado (es decir, la cantidad de dinero en manos del público, excluyendo depósitos del gobierno) como porcentaje del PIB.

En Argentina, la tendencia de las últimas décadas fue claramente a la baja (línea azul):

- A mediados de los 2000s el M2 privado rondaba el 10–15% del PIB. Incluso alcanzó picos cercanos al 16–17% hacia 2013, en tiempos de mayor confianza relativa en el peso.
- Sin embargo, con la aceleración inflacionaria y la pérdida de credibilidad en la moneda, este indicador cayó sustancialmente. En los últimos años se desplomó a niveles de entre 6% y 8% del PIB, los más bajos en la historia reciente. Esto significa que el público y las empresas mantienen cada vez menos pesos con relación al tamaño de la economía – ya sea en efectivo o depósitos – debido a la alta inflación y la preferencia por otras monedas o activos.

En cambio, Estados Unidos y otras economías avanzadas han visto lo opuesto: una expansión monetaria sin precedentes frente al PIB (línea verde). La serie muestra que el equivalente estadounidense subió gradualmente de ~10% en 2005 a ~20% hacia fines de la década de 2010, y luego dio un salto abrupto en 2020, superando el 70–80% del PIB. Este salto refleja en parte cambios metodológicos (la redefinición de M1 en 2020 que incorporó cuentas de ahorro en EE.UU.) pero sobre todo la respuesta monetaria masiva a la pandemia de COVID-19, con la Reserva Federal inyectando liquidez a gran escala. Aun tras cierta normalización, la proporción se mantiene alrededor del 60% del PIB, muy por encima de niveles pre-2020.

La lectura es contundente: Argentina se ha desmonetizado, es decir, el peso ha dejado de usarse como reserva de valor o unidad de cuenta estable. Mientras en países desarrollados la base monetaria y los agregados pueden crecer sin desanclar expectativas de inflación (de hecho, EE.UU. tuvo inflación anual de ~5-7% en 2021-22 tras ese estímulo, no cientos por ciento), en Argentina la emisión descontrolada del pasado erosionó la confianza en la moneda. La gente huye del peso – ya sea hacia el dólar, bienes o criptos – lo que lleva a que la relación M2/PIB argentina hoy sea apenas ~8%. Para dimensionar: en economías latinoamericanas más estables ese ratio es varias veces mayor, y en desarrolladas supera

DISCLAIMER: Este documento ha sido creado por Five. Es información privada para aquellos a los cuales se les ha remitido. Las estimaciones contenidas en él están realizadas en base a información conocida a su fecha de emisión, y podrían variar si se modifican las circunstancias que han sido tenidas en cuenta para su elaboración. Los contenidos de este documento se basan en información disponible al público y que ha sido obtenida de fuentes consideradas confiables. No obstante, tal información no ha sido verificada en forma independiente por Five y, en consecuencia, no puede proveerse una garantía ni expresa, ni implícita, respecto de su precisión o integridad. Este reporte no tiene el carácter de asesoramiento o recomendación para seguir alguna acción específica. Las personas involucradas en la elaboración de este reporte pueden invertir o negociar los títulos aquí referidos. Ningún destinatario de este documento podrá distribuir o reproducir el presente material o alguna de sus partes sin el previo consentimiento escrito de Five. Todos los términos aquí utilizados deben ser considerados de acuerdo a las leyes argentinas. Five Corporation S.A. es ALyC integral N° 635 bajo la CNV.

¿Qué nos trató de decir el Presidente y el equipo económico ayer en Neura?



01/08/2025

cómodamente el 50%. En la práctica, circulan muy pocos pesos con relación al tamaño de la economía, lo cual es síntoma y resultado de décadas de inflación.

Milei y su equipo destacaron este punto para subrayar lo radical de la situación de partida: recibieron una economía prácticamente “descristalizada” de su moneda. La contracara positiva es que, al haber tan baja cantidad de dinero real en circulación, controlar la inflación es viable si se evita recrear la emisión. En efecto, explicaron que desde mediados de 2024 la base monetaria ampliada (incluyendo pasivos remunerados) se mantuvo constante, cortando de raíz la expansión de pesos. De ahí en más, con una demanda de dinero estable, la inflación observada obedece a rezagos de política monetaria pasada y a la necesaria suba de precios relativos por la eliminación de controles y cepos. Es decir, argumentan que no se está emitiendo más, y que la rápida desaceleración de la inflación (de niveles mensuales del 12% a ~2-3% actualmente) es consistente con esta fuerte contracción real de la oferta de dinero.

En resumen, compararse con EE.UU. sirve para ver el contraste: acá hubo que achicar drásticamente la cantidad de pesos para estabilizar, mientras que en el mundo desarrollado pudieron aumentar la liquidez para sostener la economía sin desanclar expectativas de largo plazo. La credibilidad y la demanda de dinero marcan la diferencia – reconquistar ambas es parte central del plan Milei.

¿Qué nos trató de decir el Presidente y el equipo económico ayer en Neura?



01/08/2025

Indicadores macro: 2017 vs 2025 según J.P. Morgan

Table 1: Relevant Metrics for Mauricio Macri and Javier Milei 2nd Year as President

2025E are our expectations as J.P. Morgan team and already existing data.

Macro	2017	2025E
GDP (US\$) bn	644.0	711.9
GDP (%y/y)	2.8%	5.3%
CPI (%oya)	23.4%	27.6%
Current Account Balance (% GDP)	-4.8%	-1.8%
General government budget balance (% of GDP)	-6.1%	0.3%
External Debt (% GDP)	32.6%	52.7%
Real Total Investment (%y/y)	15.5%	31.2%
International Reserves (US\$) bn	56.2	49.4
Per Capita GDP (US\$)	14,657	14,987
Political		
Presidential Approval	41%	44%
Market		
Part of MSCI LatAm	No	No
MSCI Performance Year Before (2016 and 2024)	3.9%	109.5%
MSCI Performance until July of That Year	19.3%	-17.3%
Valuations		
Merval Index Blended P/E	11.2	7.7
Number of OW of JPM Coverage	0	3
Number of UW of JPM Coverage	0	0
Not Rated of N Rated	4	4

Source: J.P. Morgan, Bloomberg Finance LP, News on Polls

Tabla comparativa de métricas macroeconómicas y de mercado: Argentina 2017 (2º año de Macri) vs 2025E (2º año de Milei), según proyecciones del equipo J.P. Morgan. Se destacan mejoras en crecimiento, inversión y cuentas fiscales, frente a vulnerabilidades en deuda externa y reservas, entre otros datos.

El equipo económico también comparó la situación macro actual con la de un gobierno anterior, para poner en perspectiva los avances y desafíos. Según un informe de J.P. Morgan, las diferencias entre el segundo año de Mauricio Macri (2017) y el segundo año proyectado de Javier Milei (2025) son las siguientes:

- Crecimiento económico: En 2017 el PIB creció 2,8%, mientras que para 2025 se estima un +5,3%, señal de una recuperación más vigorosa bajo Milei. Esto

DISCLAIMER: Este documento ha sido creado por Five. Es información privada para aquellos a los cuales se les ha remitido. Las estimaciones contenidas en él están realizadas en base a información conocida a su fecha de emisión, y podrían variar si se modifican las circunstancias que han sido tenidas en cuenta para su elaboración. Los contenidos de este documento se basan en información disponible al público y que ha sido obtenida de fuentes consideradas confiables. No obstante, tal información no ha sido verificada en forma independiente por Five y, en consecuencia, no puede proveerse una garantía ni expresa, ni implícita, respecto de su precisión o integridad. Este reporte no tiene el carácter de asesoramiento o recomendación para seguir alguna acción específica. Las personas involucradas en la elaboración de este reporte pueden invertir o negociar los títulos aquí referidos. Ningún destinatario de este documento podrá distribuir o reproducir el presente material o alguna de sus partes sin el previo consentimiento escrito de Five. Todos los términos aquí utilizados deben ser considerados de acuerdo a las leyes argentinas. Five Corporation S.A. es ALyC integral N° 635 bajo la CNV.

¿Qué nos trató de decir el Presidente y el equipo económico ayer en Neura?



01/08/2025

se atribuye en parte al rebote luego de la recesión 2023 y al shock de confianza por las reformas.

- **Inflación:** Si bien sigue alta en términos absolutos, la inflación anual esperada 2025 (~27,6%) es comparable a la de 2017 (23,4%). La diferencia es que para llegar a “solo” 27% interanual, la administración Milei habrá hecho caer la inflación desde más de 160% en 2023 a niveles de 2–3% mensual a fines de 2024, un logro importante. La inflación núcleo se sigue desacelerando hacia un dígito mensual con la estricta política monetaria, aunque todavía refleja inercia.
- **Sector externo:** En 2017 Argentina tenía un fuerte déficit de cuenta corriente (-4,8% del PIB). Para 2025, J.P. Morgan proyecta un desequilibrio externo mucho menor (-1,8% del PIB), gracias al ajuste fiscal y la recuperación exportadora tras la normalización del tipo de cambio. Sin embargo, la deuda externa aumentó del 32,6% al 52,7% del PIB entre 2017 y 2025, en gran medida por los préstamos con el FMI y otros pasivos en moneda extranjera asumidos para estabilizar la economía. Esto refleja una vulnerabilidad: si bien se cerró la brecha fiscal interna, el país quedó más apalancado externamente. Reservas internacionales también disminuyeron levemente (USD 49,4 mm en 2025 vs USD 56,2 mm en 2017), evidenciando que todavía la posición de reservas es débil y requiere fortalecerse (de ahí las negociaciones de financiamiento externo, REPOs, etc., en curso).
- **Cuentas fiscales:** Este es un punto destacado. En 2017 el déficit fiscal del gobierno general era -6,1% del PIB, mientras que para 2025 J.P. Morgan espera prácticamente equilibrio fiscal (+0,3% del PIB). Esto implica un ajuste fiscal de más de 6 puntos del producto, logrado mediante la fuerte reducción del gasto público y eliminación de subsidios, junto con la recuperación de ingresos por crecimiento. Es la primera vez en más de una década que Argentina alcanzaría superávit primario y casi fiscal pleno. Esta mejora reduce la necesidad de monetización y sienta base para la desinflación sostenida.
- **Inversión y actividad interna:** La inversión total muestra un boom: +31,2% real en 2025 vs +15,5% en 2017. La inversión privada está motorizada por la apertura de sectores (energía, infraestructura) y la expectativa de estabilidad

DISCLAIMER: Este documento ha sido creado por Five. Es información privada para aquellos a los cuales se les ha remitido. Las estimaciones contenidas en él están realizadas en base a información conocida a su fecha de emisión, y podrían variar si se modifican las circunstancias que han sido tenidas en cuenta para su elaboración. Los contenidos de este documento se basan en información disponible al público y que ha sido obtenida de fuentes consideradas confiables. No obstante, tal información no ha sido verificada en forma independiente por Five y, en consecuencia, no puede proveerse una garantía ni expresa, ni implícita, respecto de su precisión o integridad. Este reporte no tiene el carácter de asesoramiento o recomendación para seguir alguna acción específica. Las personas involucradas en la elaboración de este reporte pueden invertir o negociar los títulos aquí referidos. Ningún destinatario de este documento podrá distribuir o reproducir el presente material o alguna de sus partes sin el previo consentimiento escrito de Five. Todos los términos aquí utilizados deben ser considerados de acuerdo a las leyes argentinas. Five Corporation S.A. es ALyC integral N° 635 bajo la CNV.

¿Qué nos trató de decir el Presidente y el equipo económico ayer en Neura?



01/08/2025

macro. Además, el consumo empieza a repuntar con la caída de la inflación. En términos de PIB per cápita en dólares, ambas fechas son similares (~USD 14.7k), pero cabe notar que entre medio hubo una caída fuerte: esto habla de un proceso de recuperación del terreno perdido.

- **Clima político y de mercados:** La popularidad presidencial es parecida (Milei ~44% vs Macri ~41% aprobación). Argentina sigue fuera del índice MSCI de mercados emergentes (continúa como Standalone), tanto en 2017 como en 2025. Sin embargo, la Bolsa porteña tuvo un comportamiento muy distinto: antes de asumir Macri, en diciembre del 2015, el mercado subió solo ~24,80%; en cambio, antes de Milei (2023) el Merval en dólares explotó +120,5% anticipando las reformas. Luego, en lo que va de 2025 el rendimiento fue negativo (-27% hasta julio) tras tomar ganancias y cierta cautela. Las valuaciones del mercado local están bajas (ratio P/E ~7,7 en 2025 vs 11,2 en 2017), lo que sugiere que, a pesar de la suba de acciones en 2024 producto de la baja del 2025, están baratas en términos históricos. De hecho, J.P. Morgan destaca que ahora hay 3 recomendaciones de “Overweight” para acciones argentinas donde en 2017 no había ninguna, reflejando un mayor interés de inversores, aunque condicionado a que el programa económico se consolide.

En síntesis, Milei comparó su “segundo año” con el de Macri para transmitir que hay signos alentadores de mejora estructural: orden fiscal, rebote de crecimiento y confianza de mercado (aun moderada), inversión en fuerte alza, y una corrección de desequilibrios externos (menos déficit de cuenta corriente). Pero al mismo tiempo reconocen que persisten vulnerabilidades, sobre todo la dependencia de financiamiento externo (deuda/mercados) y la fragilidad de reservas internacionales. El mensaje fue realista: se avanzó mucho en corregir desequilibrios internos, pero ahora hay que sostenerlo en el frente externo y continuar ganando credibilidad para que la estabilización sea duradera.

¿Qué nos trató de decir el Presidente y el equipo económico ayer en Neura?



01/08/2025

Pasivos del BCRA en dólares: caída real y suba de encajes



Evolución de los pasivos monetarios del BCRA (suma de base monetaria + pasivos remunerados + LeFi) expresados en millones de USD al tipo de cambio CCL (contado con liquidación), de 2018 a 2024. Se observa una drástica caída en el stock total en dólares desde máximos de ~USD 60.000 M en 2019 a mínimos por debajo de USD 25.000 M en 2024, reflejando la fuerte licuación y reducción de pesos en términos reales.

Un gráfico sumamente ilustrativo mostrado en Neura fue el de los pasivos monetarios totales del BCRA medidos en dólares (CCL). Aquí se ve el resultado de las políticas monetarias recientes: una caída abrupta de la cantidad de pesos (ampliada) en términos de dólares. Entre 2019 y 2024, el conjunto de la base monetaria + Leliqs/Pases/Lefis se redujo de unos USD 60 mil millones equivalentes a unos USD ~22–30 mil millones. Este nivel de pasivos en dólares es históricamente bajo, confirmando la gran contracción real de la oferta de dinero comentada antes.

DISCLAIMER: Este documento ha sido creado por Five. Es información privada para aquellos a los cuales se les ha remitido. Las estimaciones contenidas en él están realizadas en base a información conocida a su fecha de emisión, y podrían variar si se modifican las circunstancias que han sido tenidas en cuenta para su elaboración. Los contenidos de este documento se basan en información disponible al público y que ha sido obtenida de fuentes consideradas confiables. No obstante, tal información no ha sido verificada en forma independiente por Five y, en consecuencia, no puede proveerse una garantía ni expresa, ni implícita, respecto de su precisión o integridad. Este reporte no tiene el carácter de asesoramiento o recomendación para seguir alguna acción específica. Las personas involucradas en la elaboración de este reporte pueden invertir o negociar los títulos aquí referidos. Ningún destinatario de este documento podrá distribuir o reproducir el presente material o alguna de sus partes sin el previo consentimiento escrito de Five. Todos los términos aquí utilizados deben ser considerados de acuerdo a las leyes argentinas. Five Corporation S.A. es ALyC integral N° 635 bajo la CNV.

¿Qué nos trató de decir el Presidente y el equipo económico ayer en Neura?



01/08/2025

En otras palabras, el gobierno logró licuar y absorber una enorme masa de pesos que se había acumulado (la famosa “bomba de Leliqs”) – al punto que hoy el dinero que circula, medido en una moneda dura, es menos de la mitad de lo que era hace 4 años.

Sin embargo, esta misma dinámica presentó desafíos de corto plazo. ¿Qué pasa cuando se desarma la deuda cuasifiscal? Cuando el BCRA dejó de renovar Leliqs y Pases, y el Tesoro emitió LeFi en su lugar, muchos pesos que antes estaban “inmovilizados” en esos instrumentos quedaron liberados en la economía. De hecho, a mediados de 2025 el Tesoro hizo un canje de las LeFi que tenía el BCRA por nuevos bonos del Tesoro (Lecap), liberando alrededor de 10 billones de pesos al mercado según operadores. Esa liquidez excedente empezó a buscar refugio (dólar, bienes) generando presión cambiaria.

El BCRA reaccionó con medidas prudenciales: aumentó significativamente los encajes bancarios. Los encajes son la fracción de los depósitos que los bancos deben mantener “encajados” (inmovilizados) en el BCRA, sin poder prestarlos ni usarlos. Subiendo el porcentaje de encaje, se “secan” pesos del mercado, reduciendo la oferta monetaria efectivamente circulante. En julio-agosto 2025 el BCRA anunció dos subas de encajes: primero llevó del 20% al 30% el encaje sobre cuentas remuneradas de fintechs y fondos money market, y luego al 40%, equiparándolo con las cuentas bancarias tradicionales. Esto retira un volumen importante de pesos de la plaza. El objetivo explícito fue quitar pesos que pudieran presionar al dólar. Cada peso menos en la calle es un peso menos demandando dólares o bienes, contribuyendo a estabilizar el tipo de cambio.

El presidente del BCRA, Santiago Bausili, explicó que tras evaluar los datos post-desarme de las LeFi, detectaron “excedentes en el sistema” y que para “tener menos pesos dando vueltas” y reducir la volatilidad era necesario aumentar encajes. En términos sencillos, si bien se eliminó la emisión espuria por intereses (lo cual es positivo a mediano plazo), en el cortísimo plazo sobraba liquidez y había que esterilizarla de otro modo, ahora sin remuneración. La vía elegida fueron los encajes obligatorios (encaje remunerado parcial en algunos casos, pero a tasa muy baja).

Cabe señalar que esta suba de encajes afectó especialmente a las billeteras virtuales y los fondos comunes de dinero que ofrecían rendimientos por saldos en

DISCLAIMER: Este documento ha sido creado por Five. Es información privada para aquellos a los cuales se les ha remitido. Las estimaciones contenidas en él están realizadas en base a información conocida a su fecha de emisión, y podrían variar si se modifican las circunstancias que han sido tenidas en cuenta para su elaboración. Los contenidos de este documento se basan en información disponible al público y que ha sido obtenida de fuentes consideradas confiables. No obstante, tal información no ha sido verificada en forma independiente por Five y, en consecuencia, no puede proveerse una garantía ni expresa, ni implícita, respecto de su precisión o integridad. Este reporte no tiene el carácter de asesoramiento o recomendación para seguir alguna acción específica. Las personas involucradas en la elaboración de este reporte pueden invertir o negociar los títulos aquí referidos. Ningún destinatario de este documento podrá distribuir o reproducir el presente material o alguna de sus partes sin el previo consentimiento escrito de Five. Todos los términos aquí utilizados deben ser considerados de acuerdo a las leyes argentinas. Five Corporation S.A. es ALyC integral N° 635 bajo la CNV.

¿Qué nos trató de decir el Presidente y el equipo económico ayer en Neura?



01/08/2025

cuentas (tipo Mercado Pago, Ualá, etc.). Al duplicarles el encaje de 20% a 40%, se les redujo la porción invertible de los depósitos, bajando el rendimiento que pueden ofrecer. Esto fue deliberado: se busca frenar la intermediación financiera “paralela” que había crecido con encajes bajos, la cual inyectaba pesos al mercado de dinero. Ahora, bancos y fintechs tendrán el mismo encaje (40%), nivel alto que obliga a mantener más pesos ociosos en el BCRA. El mensaje del BCRA es de prudencia extrema: prefiere sacrificar algo de rentabilidad del sistema financiero antes que arriesgar una nueva espiral de pesos excedentes. En palabras de Bausili, es un incentivo a que los bancos mantengan un saldo de pesos alto y parejo a lo largo del mes en su cuenta corriente en el Central, evitando descalces.

Como resultado de estas acciones, se reforzó la estabilidad cambiaria en el corto plazo a costa de restringir el crédito y la liquidez. ¿Y el crédito al sector privado? Paradójicamente, los datos muestran un fuerte crecimiento del crédito bancario al sector privado una vez que el BCRA dejó de absorber tanto con Leliqs. En el último año, los préstamos en pesos al sector privado crecieron +103% en términos reales (descontada la inflación), más que duplicándose. Este aumento del crédito – tras años de caída – fue posible porque los bancos ya no tienen la opción fácil de colocar sus fondos en Leliqs al 70% anual; tuvieron que volver a prestar a familias y empresas. Si bien tasas altas y encajes frenan un poco esa expansión, el stock de crédito hoy es mayor y más sano, financiando consumo e inversión. El Gobierno señala esto como un éxito: se eliminó la “bola de nieve” de deuda del BCRA sin ahogar la economía, redirigiendo parte de esa liquidez al sector productivo (préstamos personales +353% nominal interanual, hipotecarios +299% etc. según informes a mayo). Por supuesto, el desafío es calibrar finamente: mantener a raya la liquidez para que no se vuelque al dólar, pero a la vez no estrangular la incipiente recuperación del crédito productivo. La suba de encajes vino a asegurar lo primero, en un contexto donde el propio BCRA admite que a fines de julio “había pesos excedentes dando vueltas” tras la cancelación de LeFi.

¿Qué nos trató de decir el Presidente y el equipo económico ayer en Neura?



01/08/2025

Coordinación con el Tesoro e importantes cambios con el FMI

Un tema transversal a todo lo anterior es la estrecha coordinación entre el equipo económico (Tesoro) y el BCRA, junto con la negociación activa con el Fondo Monetario Internacional para ajustar metas. El Presidente y sus funcionarios enfatizaron que todas las piezas del plan tienen coherencia conjunta: el Tesoro ordena sus cuentas para no requerir financiamiento inflacionario, el BCRA absorbe el sobrante de pesos y sana su balance, y el FMI acompaña brindando financiamiento puente y flexibilidad en los objetivos.

En particular, Luis Caputo (Ministro de Economía) reveló en la charla que lograron renegociar con el FMI la meta de acumulación de reservas internacionales para 2025, haciéndola más realista. Originalmente Argentina se había comprometido a acumular USD 8.900 M de reservas netas entre marzo y diciembre de 2025, un objetivo muy exigente. Según Caputo, ahora se acordó reducir en USD 5.000 M la meta de reservas para este año. Esto significa que el BCRA tendrá que comprar (o acumular) menos dólares de lo previsto inicialmente, aliviando la presión sobre el mercado cambiario. “Es algo mucho más lógico”, dijo Caputo, explicando que no se puede fijar con exactitud cuándo comprar reservas – depende del éxito del programa económico y las circunstancias del mercado. De hecho, ilustró que para la revisión de junio tenían una meta para el 13/6 y quizás esas reservas se terminaron de comprar el 18/6; exigir una fecha precisa podía llevar a distorsiones. Por eso, ahora el calendario de acumulación será más flexible.

Este cambio con el FMI implica que en vez de forzar compras aceleradas de dólares (que a veces significaban apretar importaciones o endeudarse para cumplir la meta), el BCRA podrá manejarse con más holgura en 2025. Menor presión a la compra de USD implica menos riesgo de desabastecer sectores productivos de insumos importados o de recalentar el dólar si se salía a comprar a cualquier precio. Caputo enfatizó que esta relajación “al mercado le va a gustar”, porque quita un factor de incertidumbre y muestra que el programa es adaptable. Eso sí, aclaró que lo que no acumule ahora, deberá acumularlo más adelante: la meta se baja para 2025 pero se compensará con una exigencia mayor en 2026, evidenciando que el compromiso de fortalecer las reservas se mantiene en el mediano plazo. En otras palabras, el FMI dio un “waiver” temporal en pos de la estabilidad inmediata, confiando en que las reformas estructurales (apertura comercial, baja del gasto, privatizaciones) van a generar dólares más adelante.

DISCLAIMER: Este documento ha sido creado por Five. Es información privada para aquellos a los cuales se les ha remitido. Las estimaciones contenidas en él están realizadas en base a información conocida a su fecha de emisión, y podrían variar si se modifican las circunstancias que han sido tenidas en cuenta para su elaboración. Los contenidos de este documento se basan en información disponible al público y que ha sido obtenida de fuentes consideradas confiables. No obstante, tal información no ha sido verificada en forma independiente por Five y, en consecuencia, no puede proveerse una garantía ni expresa, ni implícita, respecto de su precisión o integridad. Este reporte no tiene el carácter de asesoramiento o recomendación para seguir alguna acción específica. Las personas involucradas en la elaboración de este reporte pueden invertir o negociar los títulos aquí referidos. Ningún destinatario de este documento podrá distribuir o reproducir el presente material o alguna de sus partes sin el previo consentimiento escrito de Five. Todos los términos aquí utilizados deben ser considerados de acuerdo a las leyes argentinas. Five Corporation S.A. es ALyC integral N° 635 bajo la CNV.

¿Qué nos trató de decir el Presidente y el equipo económico ayer en Neura?



01/08/2025

Asimismo, mencionaron logros en coordinación local: por ejemplo, la colocación exitosa de títulos del Tesoro absorbiendo pesos del mercado. Solo esta semana el Gobierno colocó 4,7 billones de pesos en bonos a corto plazo, con tasas efectivas mensuales de ~3%, quitando pesos de la plaza que de otro modo podían ir al dólar. Esto muestra una estrategia conjunta BCRA–Tesoro para esterilizar: el Tesoro emite deuda en pesos atractiva para que los inversores se queden en moneda local, complementando la política monetaria. También destacaron la mejora en la calificación de riesgo país: por primera vez en mucho tiempo, una calificadora (Moody's) subió la nota soberana de Argentina dos escalones (de Caa3 a Caa1), citando las reformas económicas y el nuevo programa del FMI que “fortalecen la liquidez y alivian presiones financieras externas”. Es un espaldarazo internacional a la consistencia del plan.

Finalmente, Milei hizo alusión a ciertos eventos recientes – “la de el jueves corrida” – para tranquilizar al público. Se refería a turbulencias cambiarias puntuales (la suba del dólar libre un jueves atrás) que motivaron la aceleración de algunas medidas. Explicó que con el Programa de LeFi, los bancos dejaron de tener dónde “atesorar” sus excedentes de pesos en el BCRA y buscaron liquidez, lo que generó movimientos bruscos temporales. También señaló que el crédito, que prácticamente no existía, volvió a fluir – “ahora hay el doble de crédito” dijo en referencia al crecimiento interanual arriba del 100% real de los préstamos. Reconoció que las tasas altas aún son un obstáculo, pero confía en que con la inflación a la baja también podrán ir reduciéndose las tasas de interés, dando más respiro a familias y empresas.

En conclusión, el Presidente y su equipo transmitieron en Neura un mensaje integral: la inflación se combate de raíz, saneando el Banco Central y coordinando política fiscal, monetaria y cambiaria. Mostraron que ya se está cumpliendo con la promesa de no financiar más al fisco con emisión, que la economía argentina muestra signos de estar infra-valuada pero recuperándose, que la confianza comienza a reflejarse en mayores inversiones y crédito, y que cuentan con el apoyo del FMI (flexibilizando metas) para transitar ordenadamente el camino a la estabilidad. A pesar de los riesgos latentes – que no ocultaron, como la escasez de reservas o la sensibilidad del dólar – el tono fue de optimismo cauto. “La inflación será solo un mal recuerdo” repitió Milei citando el objetivo final, dejando en claro que el rumbo está marcado: disciplina monetaria y fiscal, saneamiento de

DISCLAIMER: Este documento ha sido creado por Five. Es información privada para aquellos a los cuales se les ha remitido. Las estimaciones contenidas en él están realizadas en base a información conocida a su fecha de emisión, y podrían variar si se modifican las circunstancias que han sido tenidas en cuenta para su elaboración. Los contenidos de este documento se basan en información disponible al público y que ha sido obtenida de fuentes consideradas confiables. No obstante, tal información no ha sido verificada en forma independiente por Five y, en consecuencia, no puede proveerse una garantía ni expresa, ni implícita, respecto de su precisión o integridad. Este reporte no tiene el carácter de asesoramiento o recomendación para seguir alguna acción específica. Las personas involucradas en la elaboración de este reporte pueden invertir o negociar los títulos aquí referidos. Ningún destinatario de este documento podrá distribuir o reproducir el presente material o alguna de sus partes sin el previo consentimiento escrito de Five. Todos los términos aquí utilizados deben ser considerados de acuerdo a las leyes argentinas. Five Corporation S.A. es ALyC integral N° 635 bajo la CNV.

¿Qué nos trató de decir el Presidente y el equipo económico ayer en Neura?



01/08/2025

balances, y reformas pro-crecimiento para que Argentina deje atrás décadas de desbalances crónicos.

Fuentes: Milei y equipo económico en Neura (resumen de declaraciones) – Datos y gráficos de Infobae, La Nación, Reuters, J.P. Morgan, BCRA, Ámbito Financiero.

Rafael Andant

Lic. en finanzas

ra@fivesa.com.ar