

EXCLUSIVO CLIENTES

Web: www.llz.com.ar
Mail: clientes@llz.com.ar
Redes: @LLZmyf

INFORME SEMANAL

25/05/2026



EL M2 NO EXISTE: EL TIPO DE CAMBIO DETERMINA LA BMA

Luego del acuerdo con el FMI en abril de 2025, la política monetaria mutó hacia un esquema más flexible en el frente cambiario, pero más ambiguo en lo monetario. El BCRA ya no “controla” la Base Monetaria Amplia (BMA) de manera fija, sino que ahora “monitorea” el M2 transaccional en base a una trayectoria proyectada con sesgo restrictivo. En los papeles, el régimen de BMA fija quedaría sin efecto. Sin embargo, en la práctica, **la herramienta usada por el BCRA para alcanzar un M2 consistente sigue siendo la BMA. Lo único que cambió es que la misma ya no es fija y su trayectoria depende del M2 (y del fx).**

El mercado de dinero sigue funcionando con una base monetaria definida entre la oferta de pesos que pone el BCRA y la demanda de pesos que requiere el sistema (para circular y para cumplimentar la normativa de encajes). Los excedentes o faltantes de liquidez que se producen en esta interacción se depositan o salen de los dos “pulmones de liquidez” que tiene el esquema en el BCRA: la cuenta 2020 del Tesoro y la ventana de simultáneas. En dicho pulmón encontramos la clave de la política monetaria: cuando el fx está estable, la BMA puede crecer y todo exceso de pesos va a los pulmones (situación actual), pero cuando el fx se mueve el BCRA elimina los pulmones y destruye pesos hasta estabilizar (2025). **Lo que ordena la política monetaria es el tipo de cambio: mientras este esté estable la BMA puede crecer, pero si hay volatilidad el BCRA elimina el pulmón de liquidez (ya sea vendiendo títulos, reservas o subiendo encajes).**

Desde marzo, la estabilidad del fx combinada con la menor demanda estacional de circulante generó que los pulmones de liquidez vuelvan a tomar un valor relevante sin que esto genere grandes inconvenientes. **La emisión del BCRA para comprar reservas y la transferencia de utilidades al Tesoro harán que el pulmón de liquidez alcance los ARS 16 billones.** Como mencionábamos, mientras esta política monetaria expansiva no genere reacciones en el fx, la BMA se seguirá expandiendo por las compras del BCRA. Parte del pulmón irá desapareciendo a medida que avance la estacionalidad de la demanda de circulante (crece en torno a 18% real entre mayo y agosto). La pregunta que subyace es qué sucedería si en algún momento el tipo de cambio abandona la zona de 1400 y comienza a presionar al alza.

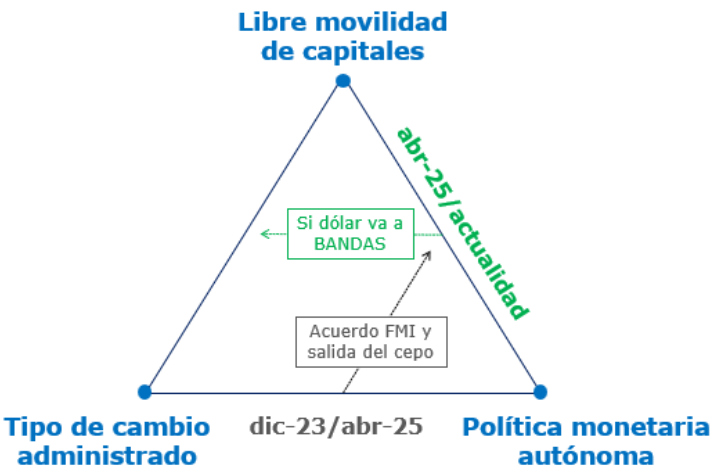
Según la experiencia de 2025 notamos que la política monetaria tiende a endurecerse cuando la diferencia entre el tipo de cambio y el techo de la banda es aproximadamente del 10%, lo que ubicaría un tipo de cambio que activaría la política monetaria en 1570. Siguiendo este parámetro observamos la trayectoria de tipo de cambio implícita en el mercado y, si bien se *pricea* una depreciación real del 6% hasta abril de 2027, no se alcanzaría el valor de estrés. Acorde a esa depreciación real se observa sí una curva CER forward que reaccionará desplazándose para arriba con rendimientos de entre 9% y 14%. Es decir, **la lógica en el pricing de mercado está: un mayor fx dispara una política monetaria un poco más rígida. Sin embargo, creemos que los niveles de TCR de indiferencia están subestimados y el “apretón monetario” puede ser mayor al esperado.**

La presentación del Informe de Política Monetaria (IPOM) del BCRA y la subsiguiente conferencia de prensa de Bausili revivieron el debate acerca del tipo de régimen monetario que tenemos actualmente. Desde nuestra perspectiva entender la diferencia entre el planteo conceptual del BCRA y cómo el esquema funciona en la práctica es clave para ver donde están los resortes de la política monetaria y cambiaria. Por ello, esta semana nos proponemos analizar un poco más en detalle el planteo conceptual del esquema, su divergencia práctica y qué deberíamos esperar de la política monetaria en un futuro.

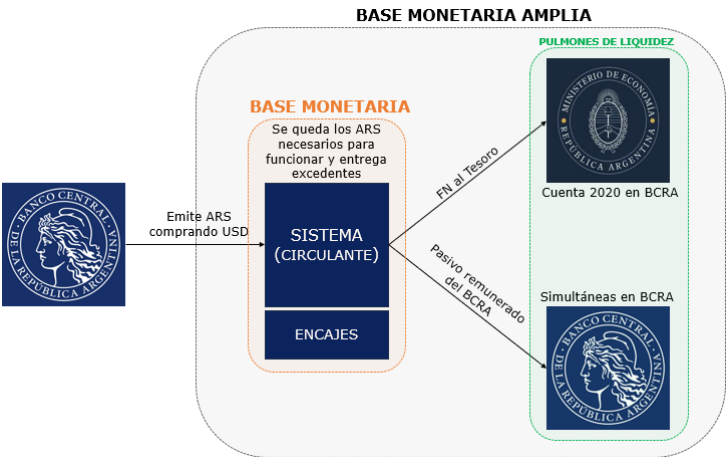
Desde mediados de abril de 2025, de la mano de un nuevo acuerdo con el FMI, el Gobierno optó por eliminar buena parte de las restricciones cambiarias e ir a un esquema de tipo de cambio flotante entre bandas. Lo relevante de este esquema reside en su flexibilidad: es un esquema de flotación siempre que el fx esté dentro de ciertos parámetros. Si el tipo de cambio busca los extremos, el esquema pasa automáticamente a ser uno de tipo de cambio administrado y la política monetaria (determinar la cantidad de dinero) pasa a ser endógena a ese valor del tipo de cambio. Esto último sería equivalente en el Esquema 1 a un “salto de lado” en el trilema.

Hasta ahí la propuesta era clara e, incluso, iba en la dirección correcta: un fx más flexible y menos regulaciones cambiarias. Sin embargo, a la hora de decidir qué tipo de responsabilidad tendría el BCRA en el mercado de dinero, la autoridad monetaria metió un cambio relevante: **dejó de fijar la base monetaria amplia (BMA) y comenzó a “monitorear” la trayectoria del M2 transaccional**. Este cambio, que parece trivial, nos resulta muy relevante porque está mostrando ciertas complicaciones a la hora de operativizarse y comunicarse. Lo que nosotros vemos que sucede en la práctica es que el BCRA sigue controlando la BMA, solo que ahora la

Esquema 1. El trilema monetario



Esquema 2. Base Monetaria Amplia



Cuadro 1. Cambio de esquema monetario

Variable	Esquema inicial	Esquema actual
Agergado objetivo	BMA	M2 transaccional
Target	Fijo 57,7b	Trayectoria restrictiva (2 desvios menos de proyección base)
Compromiso	Cumplir	Monitorear
Herramienta	Remonetización endógena hasta terminar pulmones de liquidez	BMA

misma no es fija y respondería a un objetivo de M2 (Cuadro 1). Para recordar: la BMA se compone de la base monetaria (circulante+encajes) y dos "pulmones de liquidez" en el BCRA que son la Cuenta 2020 del Tesoro y el stock de "simultáneas". Lo bueno del esquema es que los pulmones de liquidez funcionan como válvulas de los requerimientos del sistema: se llenan cuando sobran pesos y se vacían cuando el sistema necesita (rescate de simultáneas o "punto anker", Esquema 2).

Desde la implementación del nuevo régimen (abril de 2025), la BMA fue cambiando, pero su trayectoria no respondió tanto al M2, sino a la volatilidad del tipo de cambio. En el período electoral, el BCRA adoptó una política muy restrictiva: eliminó las LEFIs y el corredor de tasas, subió encajes y destruyó más de ARS 11 billones (Gráfico 1). Pasado ese período, el fx se estabilizó y las compras de RRII y la estacionalidad volvieron a recomponer lentamente la BMA. De hecho, con la próxima capitalización del Tesoro, por transferencia de utilidades del BCRA, la BMA volverá a su antiguo target en la zona de ARS 58b (¿volverán a anclar?). El punto intentamos hacer en el presente informe es el siguiente: **la política monetaria no abandonó el concepto de BMA, solo que ahora la misma es flexible y su determinación depende más del comportamiento del tipo de cambio que de la trayectoria del M2 transaccional. Es decir, mientras el fx esté tranquilo la BMA puede crecer, pero si la volatilidad cambiaria vuelve se intentará eliminar el pulmón de liquidez (Gráfico 2).**

A partir de febrero, la menor estacionalidad en la demanda de circulante (Gráfico 3) con un fx tranquilo generó un entorno monetario más flexible donde el BCRA pudo empezar a restituir la liquidez del sistema sin generar grandes sobresaltos. La BMA creció desde los 48 billones a los 52 billones actuales, a los cuales se

Gráfico 1. Composición y target de la BMA

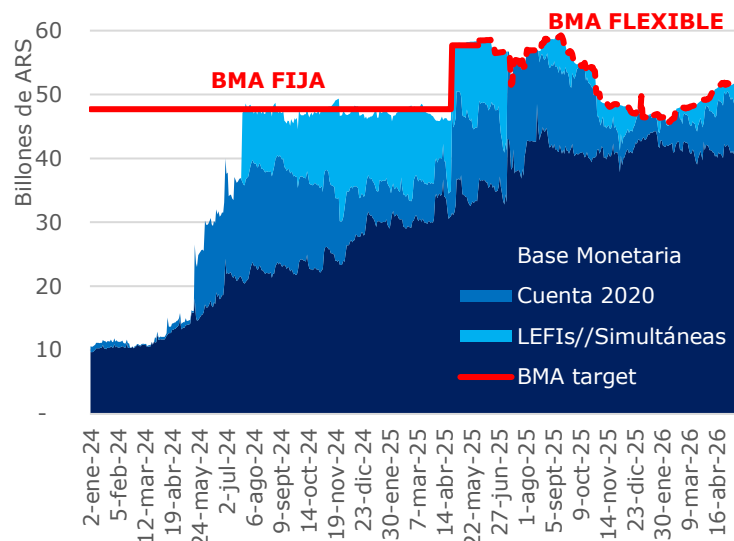


Gráfico 2. Retracción del "pulmón de liquidez" entre Julio/25 a Febrero/26.

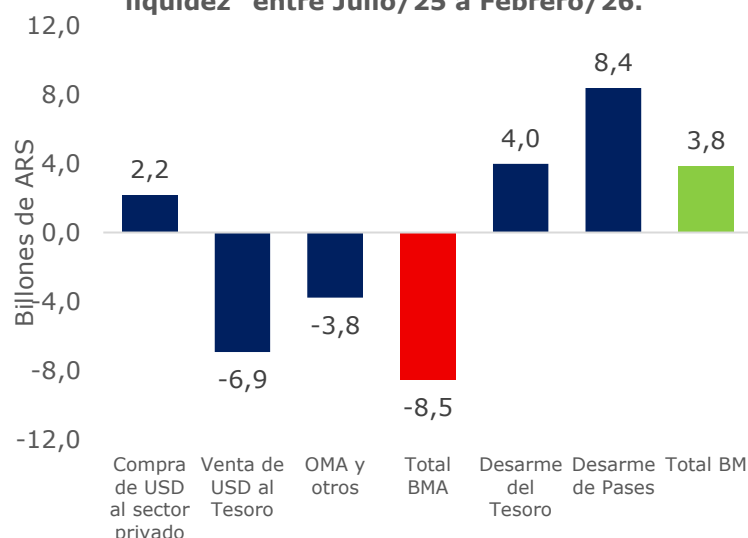
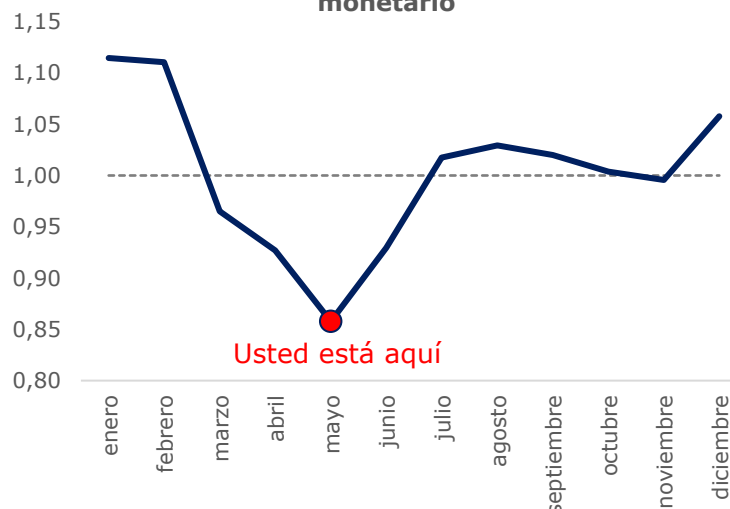


Gráfico 3. Factor estacional del circulante monetario



sumarán 6 billones adicionales en concepto de transferencia de utilidades. Este sesgo expansivo se expresa tanto en un mayor volumen de emisión por compra de Reservas (70 millones diarios en promedio en enero-febrero contra 108 millones diarios en promedio entre marzo y mayo) como en el desarme de medidas monetarias contractivas: se redujo los requisitos de encaje diario al 65% del promedio mensual, se bajó los requisitos de encajes integrables en títulos y se reestableció el corredor de tasas. El saldo neto de esta dinámica incrementó en ARS 3,5 billones los pulmones de liquidez y el resto (0,7b) fue absorbido por la demanda de base del sistema (Gráfico 4).

Es claro que esta dinámica de la política monetaria funciona siempre que la liquidez excedente no presione el mercado de cambios. De hecho, un parámetro para medir este margen es -justamente- la distancia entre la banda superior y el tipo de cambio. Entre los meses de julio 2025 y febrero 2026, el dólar mayorista estuvo en promedio a sólo 8% del techo de la banda, lo que es coincidente (y consistente) con el proceso de mayor endurecimiento monetario. Desde marzo de este año esa diferencia más que se duplicó y permitió flexibilizar las condiciones de liquidez sin mayores sobresaltos (Gráfico 5). Si sumamos los ARS 6 billones que monetizará el BCRA en concepto de utilidades, los pulmones de liquidez llegarían al valor de ARS 16 billones (11,5 en la 2020 y 4,5 en simultáneas). Al respecto, hay varios comentarios para hacer: en primer lugar, esta transferencia genera un leve alivio al programa financiero del Tesoro que ahora pasa a requerir un *rollover* promedio con privados hasta fin de año del 93% (antes era cercano al 100%). En segundo lugar, el pulmón de liquidez actual no es tan relevante como parece. Sin considerar remonetización, es decir, tomando solo nominalidad y estacionalidad: la demanda de circulante en los próximos 3 meses podría absorber buena parte de esos pesos.

Gráfico 4. Reconstrucción del pulmón de liquidez entre Marzo/26 a Mayo/26.

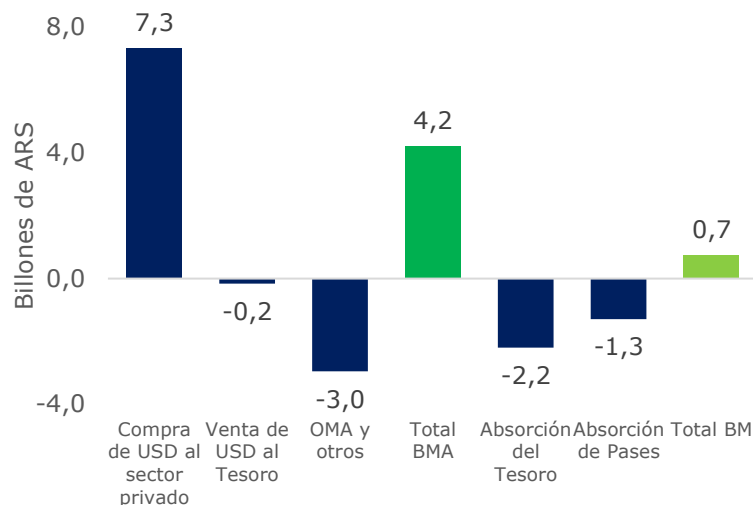
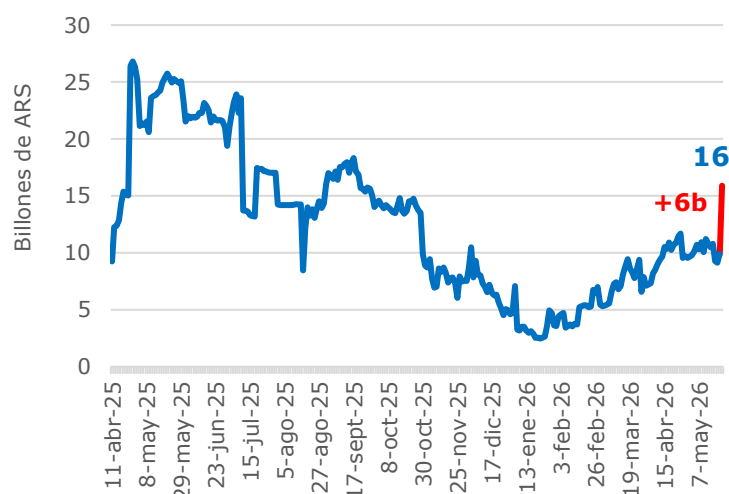


Gráfico 5. Diferencia entre TC y techo de banda



Gráfico 6. Evolución del "pulmón de liquidez"



Como se observa en los Gráficos 3 y 7, estamos entrando en la parte del año donde más crece la estacionalidad del circulante. En tercer lugar, el BCRA seguirá expandiendo la BMA con compra de RRII a ritmo elevado al menos un mes más. Si el fx mantiene su estabilidad actual es posible que dicha emisión no se esterilice con operaciones de mercado abierta (venta de títulos en el mercado secundario). De hecho, todo el esquema se sostiene mientras el tipo de cambio siga lejos del techo de la banda. Si el mismo se vuelve a aproximar hasta un 10% creemos que el Gobierno volverá a endurecer la política monetaria. Como hoy ese valor de tipo de cambio se ubica en la zona de \$1.570 consideramos que estamos lejos de un apretón monetario, pero indagamos sobre la trayectoria del tipo de cambio puesta en precios en el mercado para ver si existe la posibilidad de un evento de ese tipo en los próximos meses.

Desde la perspectiva del mercado, usando las curvas log suavizadas para limpiar ruido, no se alcanzaría un nivel de tipo de cambio que genere estrés o requiera un endurecimiento significativo de la política monetaria en ningún momento (Gráfico 8). Sin embargo, el mercado sí considera que el tipo de cambio real tomará una senda de leve depreciación pasada la estacionalidad favorable del primer semestre. Consistente con esto vemos también una curva CER forward que indica que, dentro de un año, los instrumentos ajustados por inflación cotizarían entre 9% y 14% (TEA) real para títulos con hasta 3 años de plazo para su vencimiento (Gráfico 9). En resumen, el arbitraje de curvas es consistente con el régimen monetario: como se prevé un fx más tomador en la segunda parte del año, la curva de tasas reales se desplazará hacia arriba. Sin embargo, **desde nuestra perspectiva, el mercado puede estar subestimando el movimiento de tipo de cambio al que nos enfrentaremos de cara al cierre de 2026 y la previa electoral en 2027.**

Gráfico 7. Variación real histórica del Circulante entre los meses de mayo y agosto

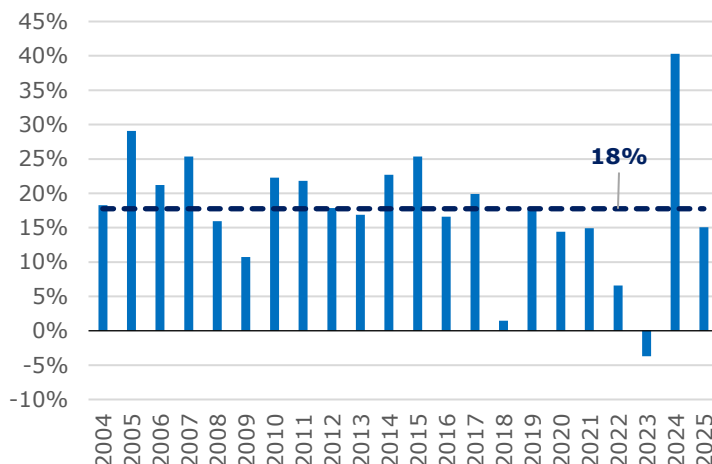


Gráfico 8. Tipo de Cambio Real Bilateral de Indiferencia (Rofex)

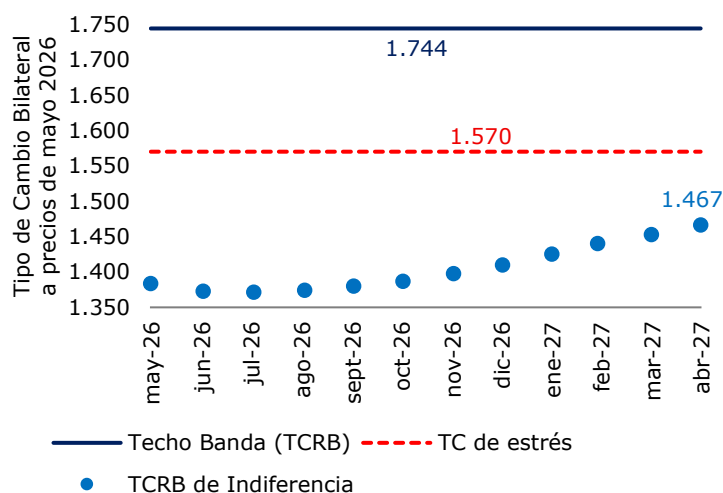
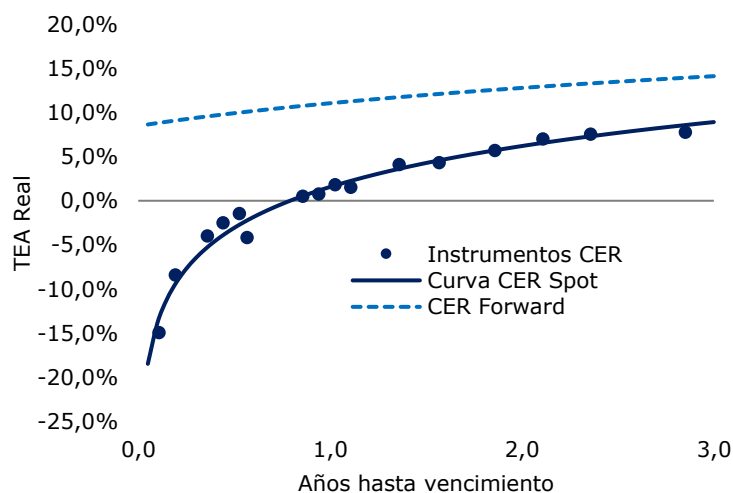


Gráfico 9. Curva CER Spot y Forward 12 meses



Si miramos el TCR de indiferencia en términos multilaterales vemos que el mercado trabaja con un nivel real estructuralmente apreciado (Gráfico 10). Si bien coincidimos en que eso puede sostenerse en el mediano plazo, creemos que en el corto la volatilidad preelectoral puede llevarnos temporalmente a un nivel bastante más cerca del techo de la banda del que está puesto en precios. Como venimos marcando, eso no sólo tiene implicancias para el tipo de cambio, sino también para la política monetaria y, por ende, las curvas de pesos.

De hecho, vemos también mucho optimismo en el *pricing* de tasas nominales producto de una inflación de indiferencia que baja muy rápido. Según el mercado podríamos tener una depreciación real del tipo de cambio, con tasas reales subiendo y tasas nominales (TAMAR) bajando. Esto último nos parece poco probable. Recapitulando, y a modo de conclusión, la política monetaria actual está funcionando de manera flexible. **Mientras el fx no reaccione la BMA seguirá creciendo y encontrará su nuevo nivel de equilibrio (¿será 58b nuevamente?) en el momento en que el tipo de cambio comience a moverse.**

El mercado pone en precios que esto puede suceder a partir de la segunda parte del año, pero lo hace hasta niveles manejables para el BCRA. Nuestra *view* es que ese *pricing* es levemente optimista y que en algún momento nos acercaremos al umbral de tensión cambiaria que obligaría a la autoridad monetaria a activar algunos de los mecanismos de endurecimiento que vimos en 2025.

Gráfico 10. Tipo de Cambio Real Multilateral

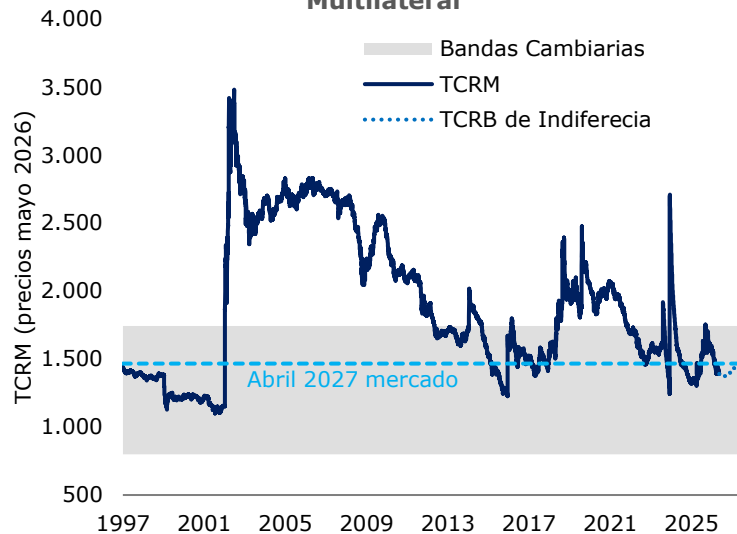


Gráfico 11. Tasa Tamar de Indiferencia vs Tasa Fija

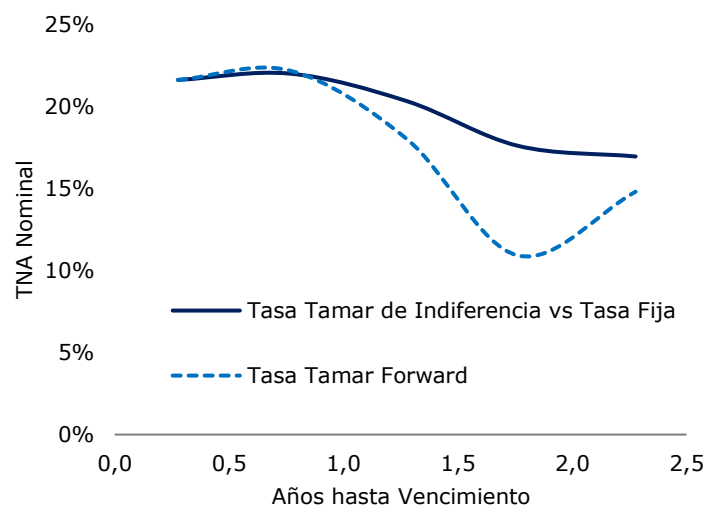
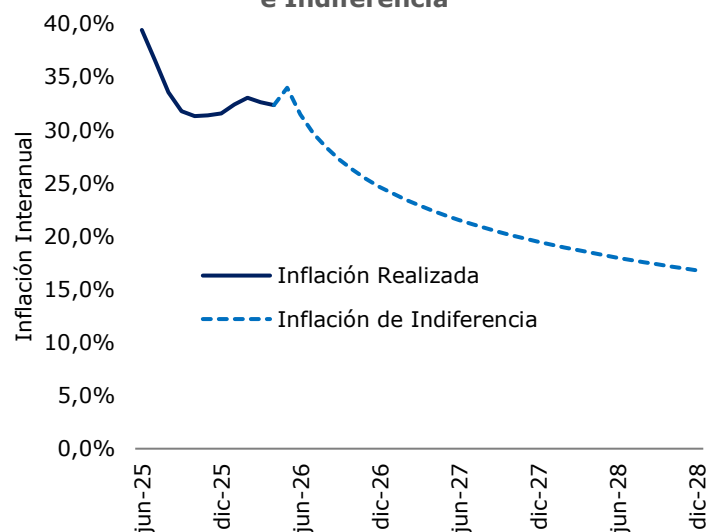


Gráfico 12. Inflación Interanual Realizada e Indiferencia



Aviso legal

El presente informe tiene fines exclusivamente informativos, educativos y de análisis general sobre temas económicos y financieros. El contenido aquí expuesto no constituye asesoramiento financiero, recomendación de inversión, oferta ni solicitud para comprar o vender activos financieros específicos.

Las opiniones, estimaciones y proyecciones reflejan únicamente el análisis del autor al momento de su elaboración y pueden modificarse sin previo aviso. La información utilizada proviene de fuentes consideradas confiables, pero no se garantiza su exactitud ni integridad.

Este material no ha sido elaborado teniendo en cuenta objetivos de inversión, situación financiera particular ni necesidades específicas de ninguna persona o entidad. Por lo tanto, no debe interpretarse como asesoramiento personalizado.

Cada lector debe realizar su propio análisis y, en caso necesario, consultar con un profesional debidamente registrado antes de tomar decisiones de inversión.

El uso de la información contenida en este informe es responsabilidad exclusiva del lector, no asumiendo el autor responsabilidad alguna por decisiones tomadas en base a su contenido.

Por cualquier consulta, comentario o sugerencia no dudes en contactarnos:



Web: www.llz.com.ar



Mail: clientes@llz.com.ar



Redes: @LLZmyf