

**DATO**

- Base monetaria (BM): -\$4,2 Bn en abril; (-1,3% m/m prom; +42% a/a); - \$ 144 MM en 4M (+44% a/a, -6,7% a/a real)

**EN DETALLE**

**Factores de expansión de la base monetaria durante el mes**

- Aun cuando la base volvió a contraerse en abril, los factores explicativos difirieron respecto a lo ocurrido en el primer trimestre.
- En el último mes las operaciones con el Tesoro Nacional fueron la principal fuente de expansión de la base monetaria. Implicaron la inyección de \$ 376 MM: \$ 80 MM por un nuevo giro de Adelantos Transitorios (\$ 202 MM en el año) más \$ 311 MM a raíz del desarme de depósitos en cuentas del BCRA, valores que sobrepasaron ampliamente los \$ 15 MM destinados a comprar divisas para pago de obligaciones en moneda extranjeras.
- También el Sector Privado resultó un factor expansivo a través de la monetización de superávit comercial: implicó la inyección de \$ 18 MM en el mes.
- En este contexto, el Sector Financiero retomó su rol de ser la principal fuente de absorción de base vía esterilización de los excedentes: \$ 389 MM en abril. La inyección de \$ 124 MM asociados al pago de intereses remunerados volvieron al BCRA como contracara de la colocación de \$ 513 MM entre leliqs y pases. Así los pasivos remunerados, que venían mostrando una baja, volvieron a crecer.
- Vale recordar que, hasta el momento, el Sector Público venía siendo un factor contractivo de base a raíz principalmente del incremento de los saldos depositados en las cuentas del BCRA, en tanto que el Sector Financiero resultaba expansivo producto de que el pago de intereses quedaba en el mercado y no eran reabsorbidos vía esterilización.
- En total, corridos 4 meses la base monetaria se contrajo \$ 144 MM, siendo la posición “compradora” del BCRA en el MULC el único factor expansivo. El resto actuó de manera contractiva, donde se destaca incluso la retracción de base que implicó el manejo de los contratos futuros (aproximadamente \$ 80 MM).

**Agregados monetarios**

- El Circulante se mantuvo constante (-0,1% m/m), lo que redundó en una contracción real del 5,3% mensual, reflejo de la estabilidad estacional que suele derivarse luego del incremento en los meses de diciembre y enero.
- Luego de dos meses de mantenerse en un nivel prácticamente nulo, la demanda de dinero creció un 1,8% m/m (-3,5% m/m real). En los primeros cuatro meses del año los niveles de depósitos se encuentran, en promedio, un 2,8% a/a real por encima del primer cuatrimestre de 2021.
- Misma dinámica presentó el M3, donde la variación mensual fue del 3,8% m/m (-1,6% m/m real). En la comparación anual, los depósitos del agregado se ubican un 2,1% real por encima de lo que lo hacían en abr-21.

**PARA TENER EN CUENTA**

- En lo que va del año el Tesoro recibió ya \$ 202 MM en concepto de Adelantos Transitorios por parte del BCRA. Estimamos que el margen disponible para este año por carta orgánica asciende a \$ 990 MM. No obstante, el Gobierno se comprometió a limitar la emisión para financiar el Tesoro en el equivalente a 1% del PBI. Con esto, el margen de financiamiento disponible para lo que resta del año por esta vía suma \$ 503 MM para cumplir con el acuerdo con el organismo.
- El dato cobra importancia teniendo en cuenta que en el último mes, la Secretaría de Finanzas no logró refinanciar el total de los vencimientos, alcanzando una tasa de rollover de la deuda de 90% (129% en 4M).

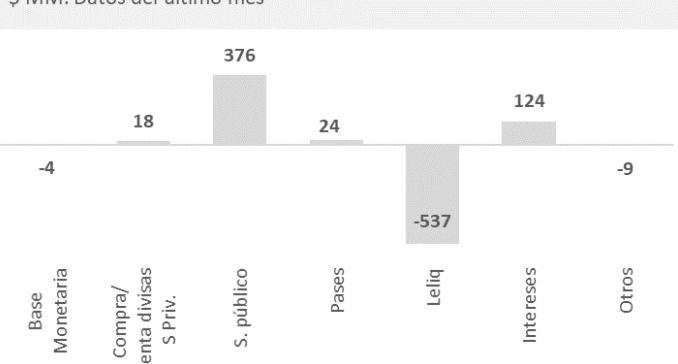
**EN PERSPECTIVA**

- Los pasivos remunerados volvieron a crecer, alcanzando una tasa del 6,3% m/m en abril, pudiendo ser abril el mes con el mayor crecimiento en términos reales de lo que va del año (+2,3% m/m real). Actualmente representan el 9,4% del PBI estimado.
- La demanda de dinero, medida en términos del circulante, parece estabilizada (más allá del efecto estacional que suele registrarse en julio y diciembre) en un nivel todavía bajo, asimilable con los de fines de 2018 que presentaban inflación mucho elevada que la actual y creciente inestabilidad cambiaria (véase gráfico adjunto), lo cual dificulta una eventual política de desarme de pasivos remunerados del BCRA.

**QUÉ ESPERAMOS**

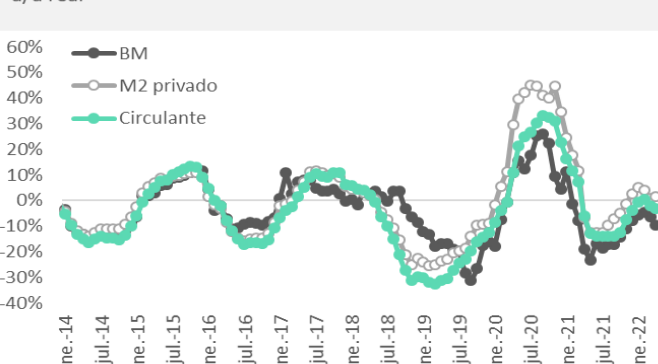
- El límite a la emisión del BCRA para financiar al Tesoro comprometido con el FMI suma presión a la necesidad del Gobierno de rolear los vencimientos y conseguir financiamiento extra por parte del mercado doméstico. Para lo que resta del año proyectamos que Finanzas deberá conseguir una tasa de roll over de la deuda del 118% promedio anual para cerrar el programa financiero en pesos.
- Parte de los fondos requeridos por Finanzas tendrá origen en el desarme de Leliqs y pases, lo que implicará más pesos en circulación. No obstante, sin una recuperación de la demanda de dinero estos pesos volverán nuevamente al BCRA en forma de pasivos remunerados, solo será cuestión de tiempo. Con una aceleración de la inflación de la magnitud actual y sin expectativas que encuentren un ancla, representa un desafío estabilizar la demanda de pesos.
- Sobre esto se agrega la presión adicional que genera el alza de la tasa de interés sobre el balance del BCRA, más aún a la espera de una nueva suba de tasas en las próximas semanas, y la emisión que genera el creciente pago de intereses sobre los pasivos remunerados.

**Factores de explicación de la BM**  
\$ MM. Datos del último mes



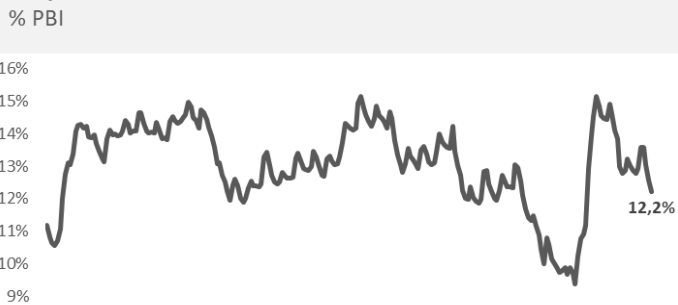
Fuente: LCG en base a BCRA

**Agregados monetarios**  
a/a real

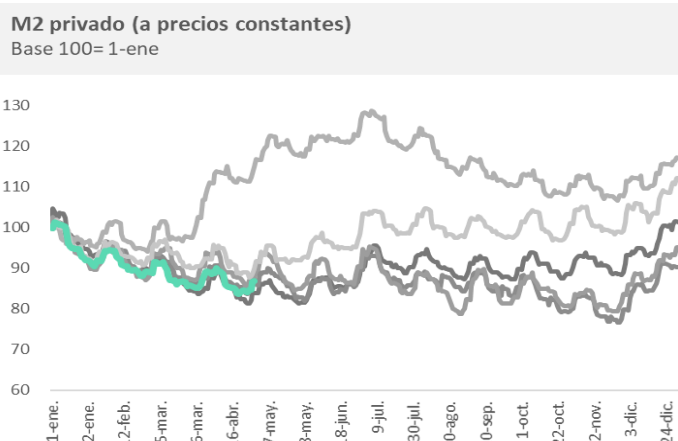


Fuente: LCG en base a BCRA

**M2 privado**

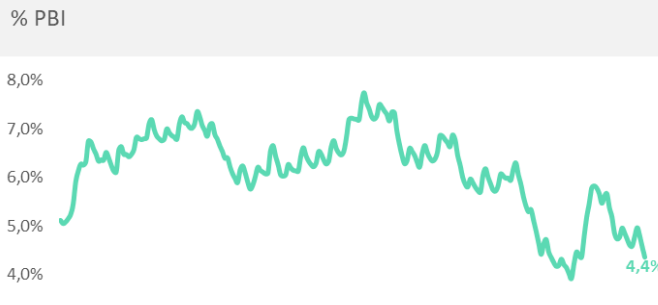


**M2 privado (a precios constantes)**  
Base 100= 1-ene

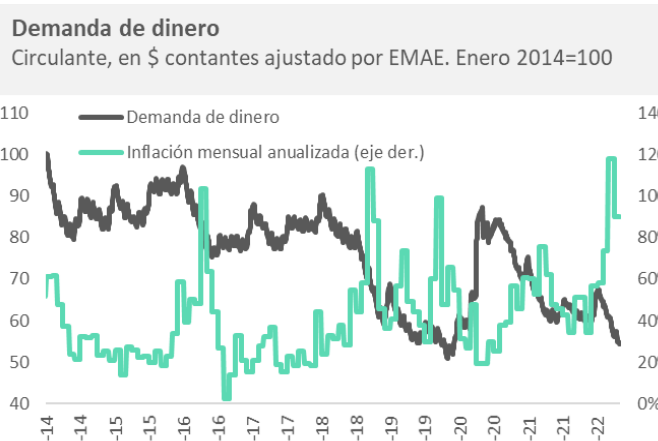


Fuente: LCG en base a BCRA

**Circulante**



**Demanda de dinero**  
Circulante, en \$ contantes ajustado por EMAE. Enero 2014=100



Fuente: LCG en base a BCRA e INDEC