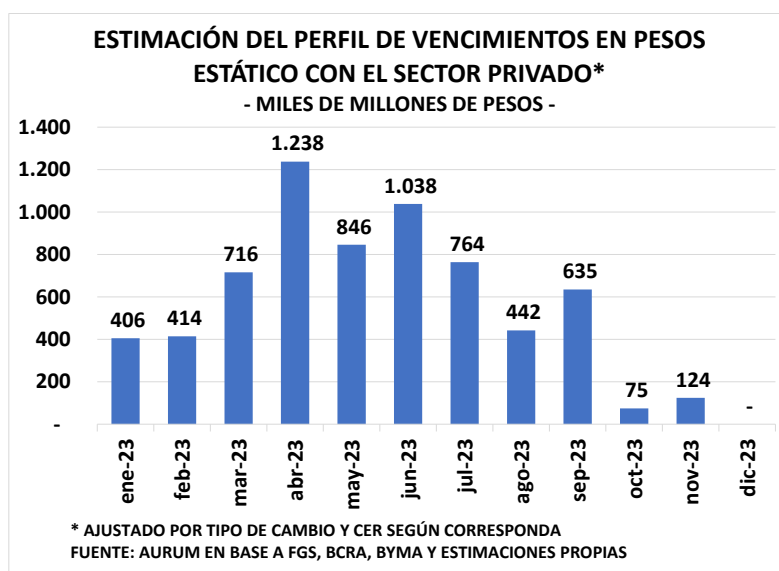


Deuda en pesos 2023: Roll over, dinámica y stress

Con la aprobación del FMI de la tercera revisión del acuerdo, se publicó el perfil de vencimientos de la deuda en pesos con el sector privado para 2023.

Los datos del FMI están en términos nominales y no tienen en cuenta lo ocurrido en diciembre. En base a esa información, ajustada por las colocaciones y canjes de diciembre/enero, y considerando las proyecciones de inflación y tipo de cambio que esperamos para 2023, estimamos que el perfil estático de vencimientos en pesos con el sector privado (sin considerar vencimientos intra SPN y BCRA) quedaría de esta manera.



Un perfil estático de vencimientos ofrece información incompleta respecto a lo que podría ser la sustentabilidad de la deuda en la medida que se vaya rolleando la misma.

Para poder medir esa dinámica se necesita ver cómo va quedando el perfil de vencimientos a medida que vayan venciendo las letras y bonos. Para eso se necesitan definir algunos supuestos:

- Nivel de roll over: Según el FMI en función de las proyecciones fiscales y para no requerir asistencia monetaria adicional el nivel de roll over debería alcanzar el 150%.
- Plazo: En las últimas licitaciones los vencimientos son bastante cortos. Con un criterio similar a lo que venimos viendo optamos por asumir que los vencimientos que importan (los de privados) se rollean a plazos de entre 3 y 5 meses. Así por ejemplo los vencimientos de enero se rollearían a abril/mayo/junio (con mayor participación del plazo más corto) y así

Pablo Repetto – Head of Research – research@aurum.com.ar

BOUCHARD 547 P 25, C.A.B.A, Argentina – TEL: +54 11 5219 1812 – ARGENTINA



sucesivamente para cada mes de 2023 (ver cuadro debajo con los supuestos de plazos de colocación para cada mes).

ROLL OVER SEGÚN MATRIZ VENCIMIENTO / MES DE COLOCACIÓN			
% DE ROLL OVER PARA CADA PLAZO	45%	35%	20%
VENCEN EN:	SE COLOCAN A:		
ene-23	abr-23	may-23	jun-23
feb-23	may-23	jun-23	jul-23
mar-23	jun-23	jul-23	ago-23
abr-23	jul-23	ago-23	sep-23
may-23	ago-23	sep-23	oct-23
jun-23	sep-23	oct-23	nov-23
jul-23	oct-23	nov-23	dic-23
ago-23	nov-23	dic-23	ene-24
sep-23	dic-23	ene-24	feb-24

- c) Costo de colocación: Asumimos que se mantiene la tasa de mercado actual. En términos de valores el costo de colocación para abril de 2023 cuando se rollee el vencimiento de enero de 2023 sería similar al valor que tiene hoy la LEDE (o LECER de abril ajustando la inflación esperada a una tasa del 5,5% promedio mensual). Las tasas implican precios de colocación de \$82,4 c / 100 VN (abril), \$77,8 c / 100 VN (mayo) y \$ 73,5 c / 100 VN (junio). En términos de TNA son tasas de 74,2%: 78,2% y 81,8% respectivamente.

Con todos esos supuestos podemos entonces simular cómo quedarían los vencimientos dinámicos de la deuda en pesos para cada mes de 2023.

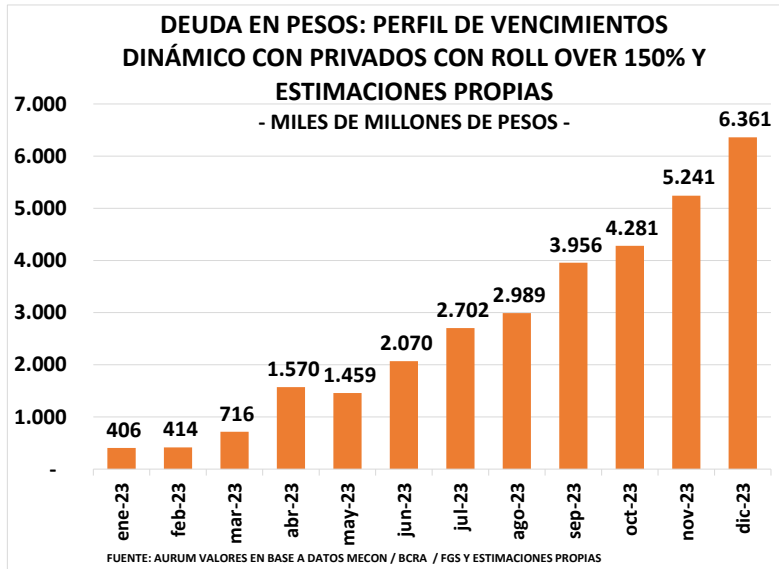
Como ejemplo podemos señalar que si, en las próximas licitaciones de enero de 2023, se lograra un roll over del 150% con el sector privado como el que pide el FMI, el monto que se colocaría sería de \$608.000 millones (\$406.000 millones x 150%).

Si de ese monto el 45% se colocase a abril de 2023 a un costo de \$82,4 por cada 100 VNO (\$0,824 por cada 1 VN) el monto nominal que vencería en abril con el sector privado se incrementaría en \$332.000 millones (\$608.000 millones x 45% / 0,824) .

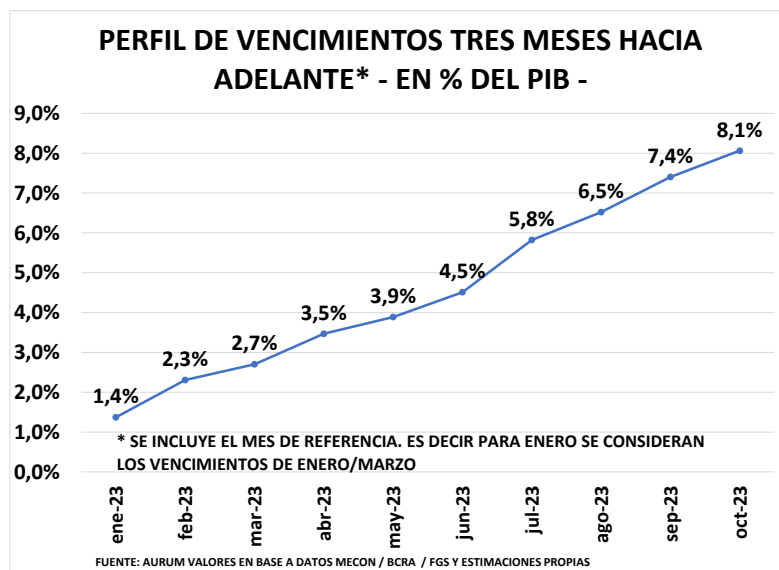
Y el vencimiento de abril ajustado por el roll over de enero treparía a \$1.570.000 millones en lugar de los \$1.238.000 millones que surgen del perfil estático.

Siguiendo la metodología aplicamos el ejemplo a cada vencimiento de cada mes simulando el roll over esperado a la misma tasa actual con los plazos señalados en la matriz anterior.

El gráfico siguiente muestra cómo quedarían los vencimientos en la medida que se cumplan los supuestos del FMI (en anexo agregamos cómo quedaría con roll over más bajos: 80% / 100% / 120%) a los plazos y costos estimados por nosotros.



La nominalidad de la economía impide ver si este crecimiento que luce exponencial se puede considerar sostenible. De acuerdo a estos supuestos y nuestra proyección de PIB mensual proyectamos entonces el nivel de deuda a vencer a tres meses vista en términos de PIB si el roll over, los plazos y las tasas se mantienen similares a lo que vemos actualmente. Recordamos que el roll over es el que pide el FMI y los plazos y tasas lo que el mercado convalida actualmente.

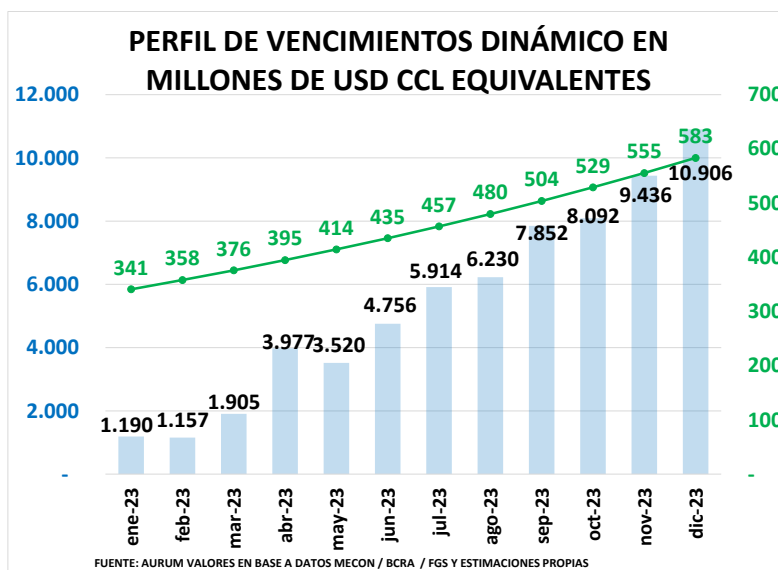


Pablo Repetto – Head of Research – research@aurum.com.ar

BOUCHARD 547 P 25, C.A.B.A, Argentina – TEL: +54 11 5219 1812 – ARGENTINA



Otra manera de verlo es transformar el perfil de vencimientos dinámico en valores del CCL asumiendo un ajuste del 5% mensual (estilizando las subas a pesar de que sabemos que los movimientos de este mercado son más disruptivos). Una aproximación de la suba mensual esperada en función de nuestra proyección de M3 para 2023 implicaría subas mensuales más altas en un promedio de entre el 5,5% y 6,0% mensual).



El incremento de la deuda en pesos a vencer a cortísimo plazo de 5 pp del PIB en 10 meses se explica por:

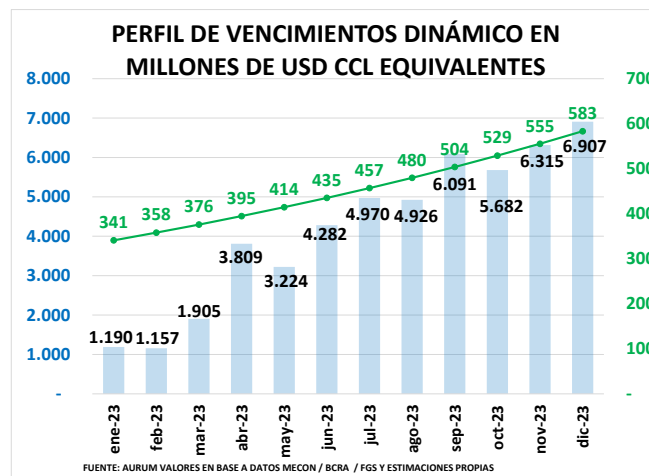
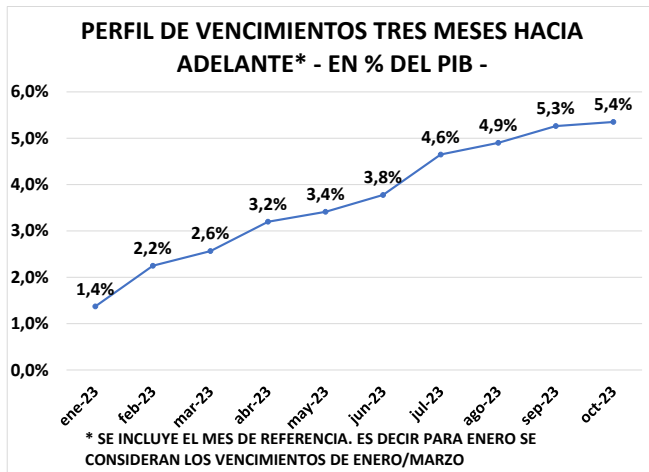
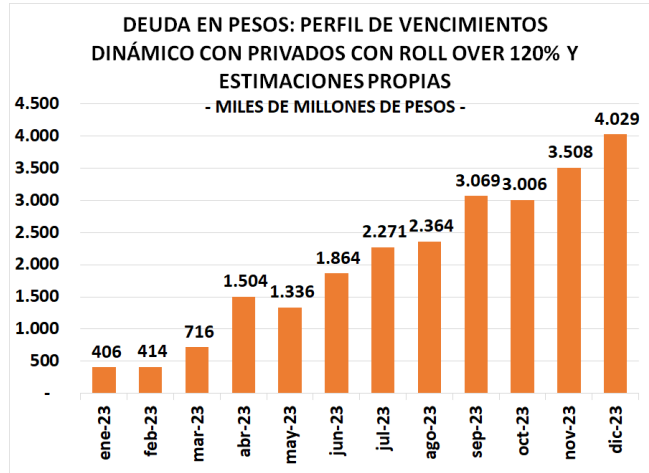
- 1) el aumento de la deuda por el roll over del 150% como el que pide el FMI y
- 2) por el acortamiento de plazos y las tasas (el monto a vencer actualmente a 12 meses de plazo equivale al 6,3% del PIB del IV-trim-22).

Nuestro escenario base (creemos más realista) con el que proyectamos las variables macro de 2023 es que habrá un roll over del 80% (ver al final del ANEXO) que exigirá bastante más emisión que la prevista en el informe del FMI.



ANEXO

Roll over de 120%

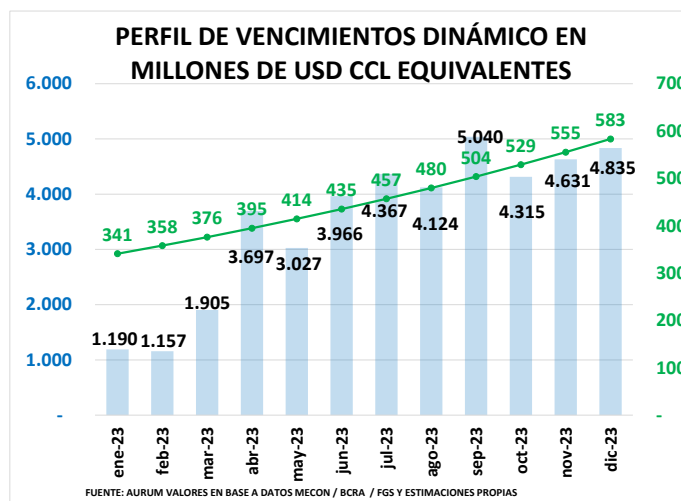
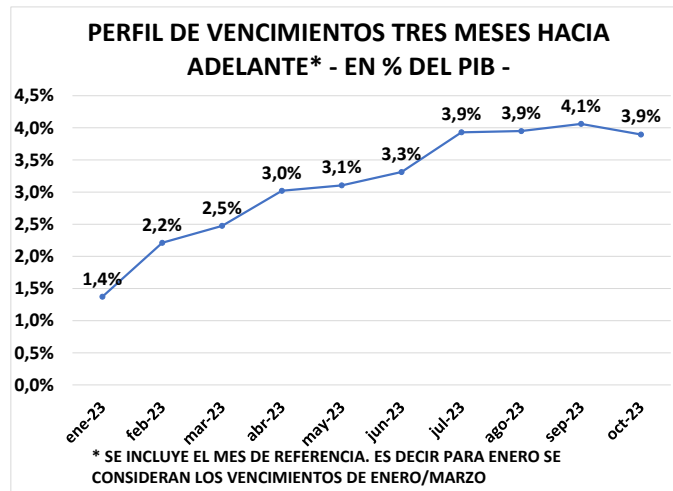
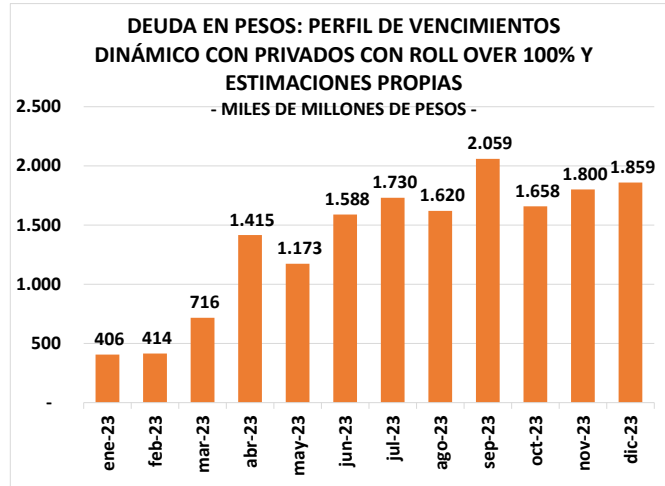


Pablo Repetto – Head of Research – research@aurum.com.ar

BOUCHARD 547 P 25, C.A.B.A, Argentina – TEL: +54 11 5219 1812 – ARGENTINA



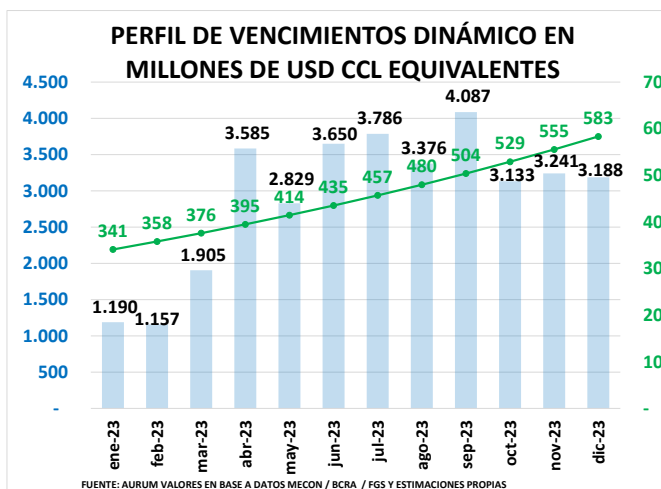
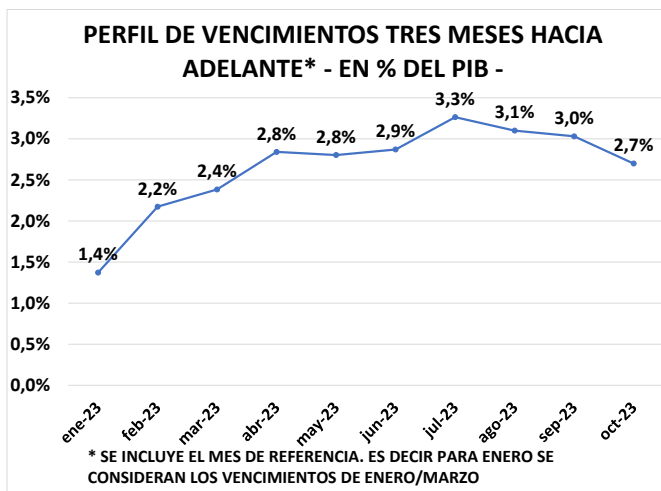
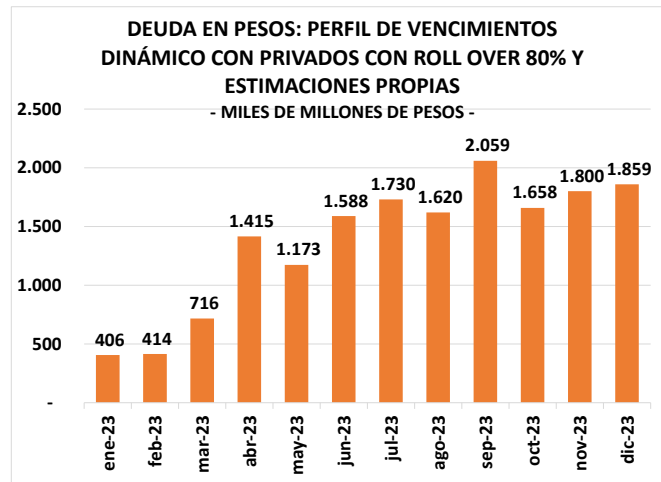
Roll over del 100%



Pablo Repetto – Head of Research – research@aurum.com.ar

BOUCHARD 547 P 25, C.A.B.A, Argentina – TEL: +54 11 5219 1812 – ARGENTINA

Roll over 80%



Pablo Repetto – Head of Research – research@aurum.com.ar

BOUCHARD 547 P 25, C.A.B.A, Argentina – TEL: +54 11 5219 1812 – ARGENTINA