

Test de stress para la deuda en pesos en 2022-2023

La estrategia financiera del Tesoro para evitar mayor emisión plantea como objetivo conseguir niveles elevados de roll over con el sector privado.

Esta estrategia mostró limitaciones marcadas en el mes de junio cuando una salida masiva de inversores en posiciones en pesos derivó en una crisis de proporciones que todavía hoy sigue teniendo sus remezones.

Pensando hacia adelante, y mirando la transición entre fines de 2022 y principios de 2023; realizamos un ejercicio de "stress test" para estimar si una situación similar podría repetirse.

La tasa forward 2023/2024 sigue siendo extremadamente alta (lo que dificulta saltar la "pared" de vencimientos antes de agosto de 2023 para pasarlos a 2024), lo que sumado a las condiciones en las que podría llegar la economía argentina al primer trimestre del año próximo, ameritan tomar conciencia de este riesgo.

Para ejecutar este ejercicio de "stress test" usamos los siguientes supuestos:

1. Tomamos como referencia la deuda que irá venciendo en poder del sector privado en cada uno de los próximos meses
2. Proyectamos que para cada mes próximo se logra un roll over del 100% de la deuda con privados (aunque en realidad el Tesoro necesita un rolleo más alto) colocando nueva deuda a 6 meses de plazo a una tasa nominal semestral del 45% (una tasa conservadora en este contexto de suba de tasas)
3. Sumamos los vencimientos a 6 meses de plazo que se van acumulando en cada momento (lo que ya existe más el rolleo)
4. Medimos el stock de vencimientos en los siguiente 6 meses en términos del PIB nominal de cada mes

En el cuadro que mostramos debajo exhibimos el resultado del ejercicio donde para el mes de febrero de 2023, por ejemplo, tenemos los \$346.400 millones que vencen actualmente más \$58.000 millones adicionales que es el monto que surge del roll over del 100% del vencimiento de \$40.000 millones de agosto de 2022 ajustado por una tasa nominal del período del 45% lo que determina que el nuevo stock a vencer es de \$404.400 millones.

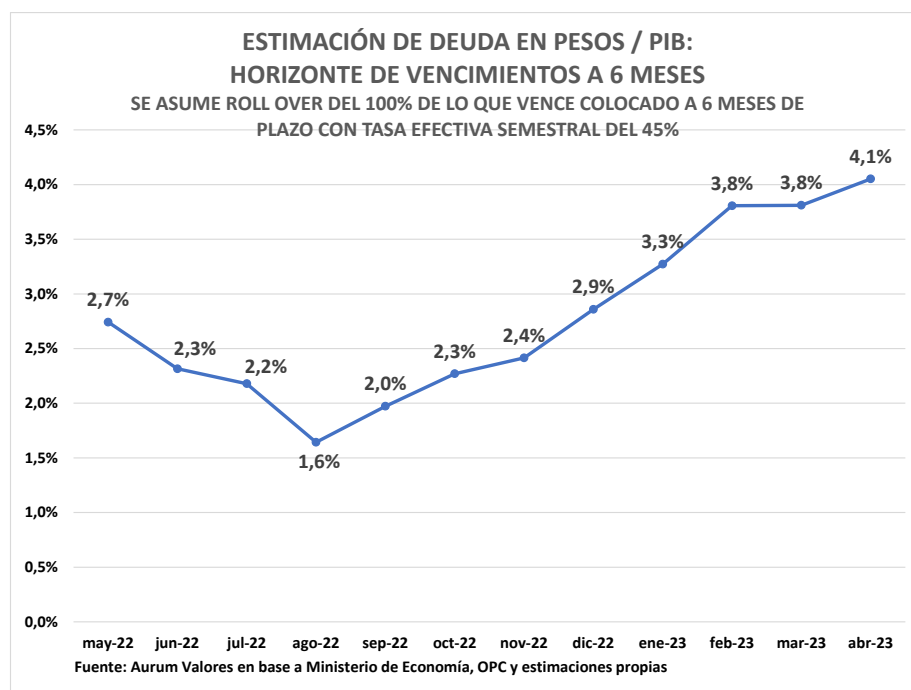
**TEST DE STRESS PARA LA DEUDA EN PESOS BAJO SUPUESTOS DE ROLL OVER Y TASAS
MILLONES DE PESOS**

	VENCIMIENTOS CON PRIVADOS ACTUAL (a)	NUEVA EMISIÓN POR ROLL OVER DE 100% A 6 MESES CON TASA EFECTIVA DEL 45% SEMESTRAL (b)	VENCIMIENTOS BAJO SUPUESTOS DE ROLL OVER (c = a + b)	STOCK DEUDA EN PESOS A VENCER A 6 MESES (d = sumatoria 6 periodos*)
ago-22	40.000		40.000	1.372.223
sep-22	209.337		209.337	1.736.623
oct-22	155.336		155.336	2.130.825
nov-22	283.150		283.150	2.510.726
dic-22	234.400		234.400	3.108.143
ene-23	450.000		450.000	3.560.123
feb-23	346.400	58.000	404.400	4.361.123
mar-23	300.000	303.539	603.539	5.263.103
abr-23	310.000	225.237	535.237	5.985.496
may-23	470.000	410.568	880.568	
jun-23	346.500	339.880	686.380	
jul-23	598.500	652.500	1.251.000	
ago-23	720.000	586.380	1.306.380	
sep-23	450.800	875.131	1.325.931	

* Se incluye el vencimiento del mes de referencia. En ago-22 es el período ago-22/ene-23

Fuente: Aurum Valores en base a Ministerio de Economía, OPC y estimaciones propias

Tomando como referencia la estimación del stock de deuda que vencerá 6 meses hacia adelante y en base a nuestras estimaciones de PIB nominal mensual, construimos una serie de deuda en pesos sobre PIB a vencer en los siguientes 6 meses. La comparación con los niveles del pasado nos ayuda a estimar si el grado de stress que podría verificarse es alto dado el nivel de vencimientos que el Tesoro debería afrontar. La respuesta es que el desafío será mayúsculo.



Departamento de Research – research@aurum.com.ar

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

Buenos Aires, 23 de agosto de 2022



En la comparación se puede ver que el nivel de deuda en pesos / PIB que vencerá a 6 meses vista para abril de 2023 en adelante (es decir los vencimientos acumulados desde abril de 2023 a septiembre de 2023; antes del fin del mandato de Alberto Fernández) sería del orden del 4% del PIB. Este porcentaje compara contra el 2,7% de vencimientos a 6 meses vista que había en mayo de este año antes de que se desencadenara la crisis de la deuda en pesos.

Si, además consideramos que este ejercicio se hizo con un nivel de roll over de 100% (cuando las necesidades son mayores) y una tasa semestral nominal del 45% (cuando buena parte de la deuda está indexada por CER y esa estimación podría quedarse corta), el panorama luce aún más estresante.

Como referencia además cabe señalar que el nivel del crédito en pesos al sector privado no financiero es del orden del 6,7% del PIB.

Por último, una estimación de nivel de roll over del 130% con tasas nominales semestrales del 55%; implicaría que el nivel de deuda en pesos / PIB a vencer en los siguientes 6 meses en abril de 2023 treparía al 5,1%; casi el doble del nivel de mayo de 2022.

Departamento de Research – research@aurum.com.ar

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

Agente de Liquidación y Compensación y Agente de Negociación Propia. ALyC y AN Propio. Inscripto en CNV bajo Registro N°565
Agente de Colocación y Distribución Integral de Fondos Comunes de Inversión. ACyDI. Inscripto en CNV bajo Registro N°60