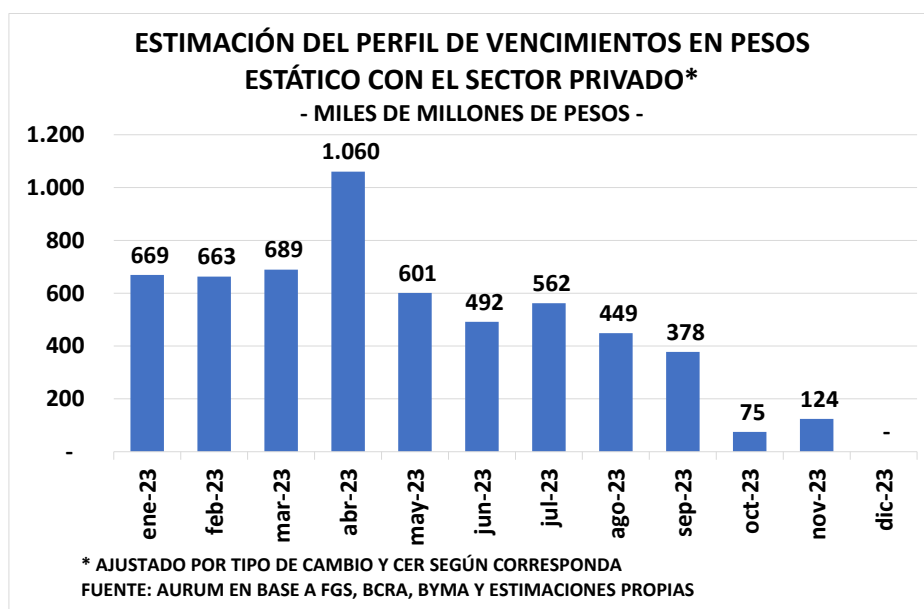


Deuda en pesos 2023: Vencimientos, roll over y stress

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 de diciembre, 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.



Al ser un perfil estático no brinda información de cómo iría quedando el perfil mensual a medida que se vayan rolleando los vencimientos.

Para poder proyectar como quedaría el perfil de vencimientos a medida que vayan venciendo las letras y bonos y transformar el perfil estático en un perfil dinámico tomamos en cuenta los siguientes 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 relativamente optimista asumimos que los vencimientos se rollearían a un plazo de entre 3 y 5 meses. Así por ejemplo los vencimientos de enero se rollearían a abril/mayo/junio en partes iguales

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

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



y así 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	33%	33%	34%
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 de marzo de 2023 (\$83 c / 100 VN), la de mayo de 2023 sería similar a la actual de abril de 2023 (\$78 c / 100 VN) y la de junio de 2023 seguiría la misma tendencia de costo y se colocaría a \$ 73 c / 100 VN.

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 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 \$1.003.000 millones (\$669.000 millones x 150%).

Si de ese monto el 33% se colocase a abril de 2023 a un costo de \$83 por cada 100 VNO (\$0,83 por cada 1 VN) el monto nominal que vencería en abril con el sector privado se incrementaría en \$399.000 millones (\$1.003.000 millones x 33% / 0,83).

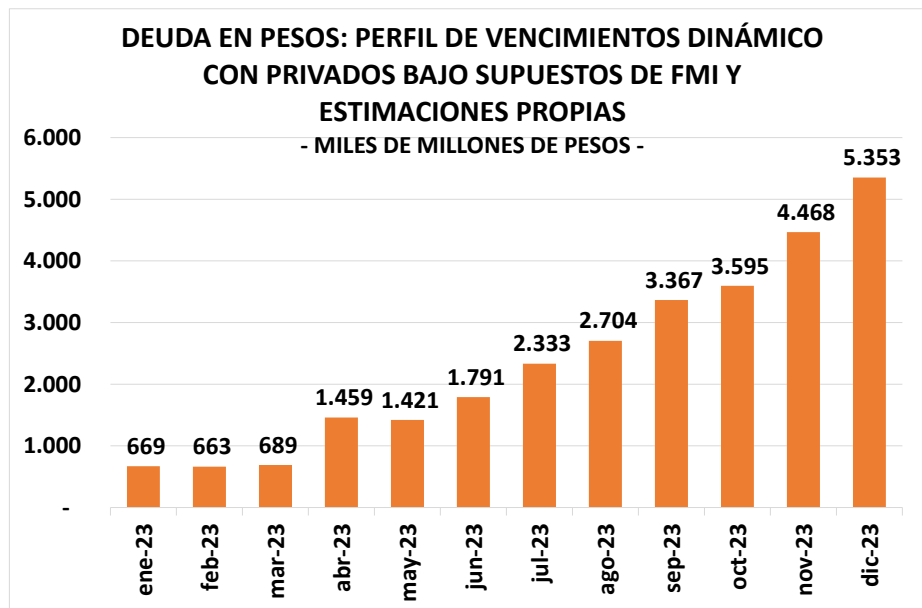
Y el vencimiento de abril ajustado por el roll over de enero treparía a \$1.459.000 millones en lugar de los \$1.060.000 millones que surgen del perfil estático.

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.

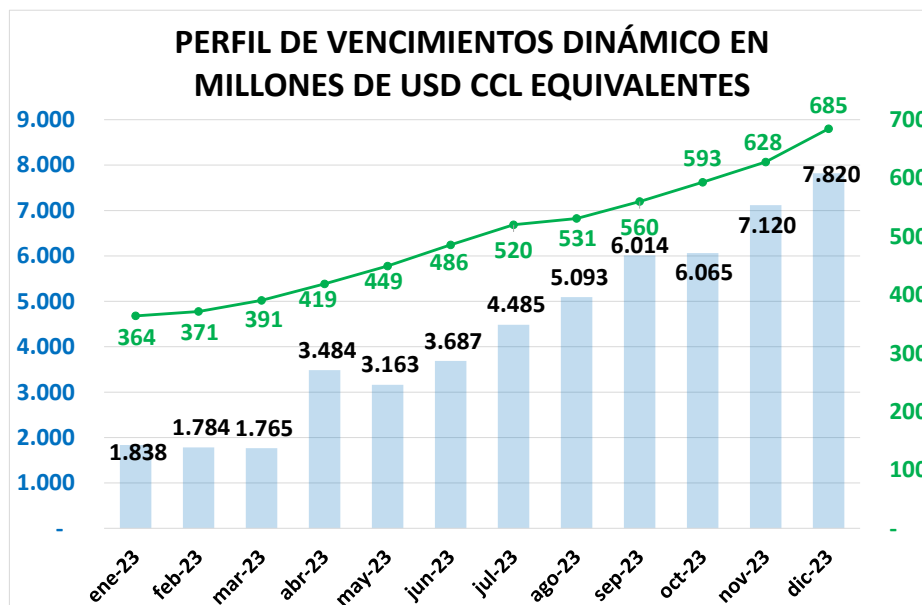
El perfil de vencimientos dinámico exhibe un crecimiento exponencial y muy difícil de considerarlo sostenible.



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.



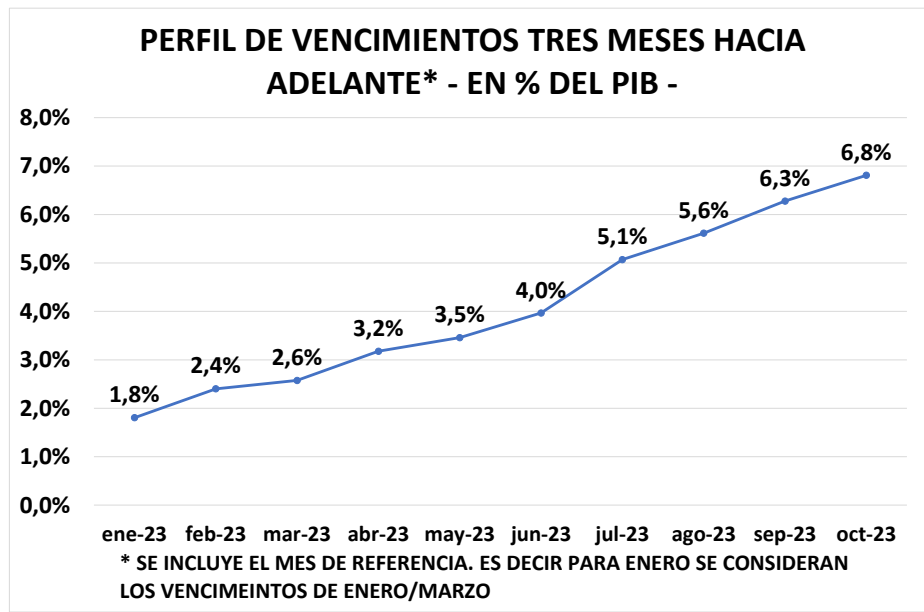
Para tener idea de la magnitud de las cifras involucradas, mostramos debajo el perfil de vencimientos dinámico en valores del CCL esperado (considerando regresión M3 y CCL según nuestra proyección de M3).



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

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

Por último, en base a nuestra proyección de crecimiento del PIB nominal (real + inflación esperada), mostramos a continuación cómo quedaría el nivel de vencimientos a 3 meses vista para cada mes de 2023 en términos del PIB.



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

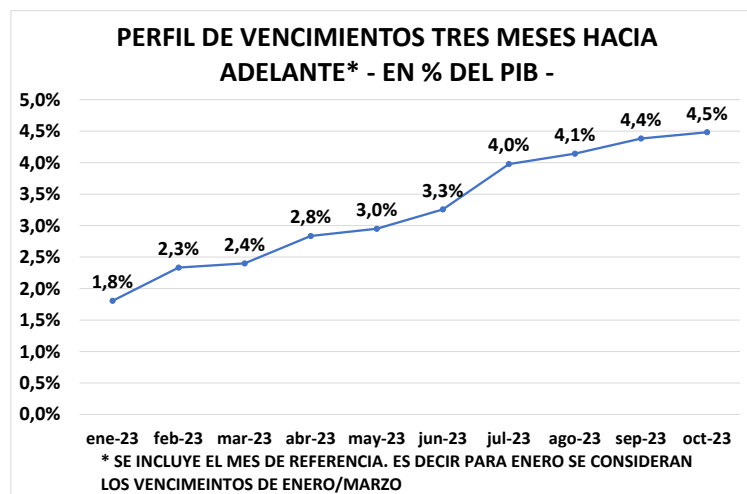
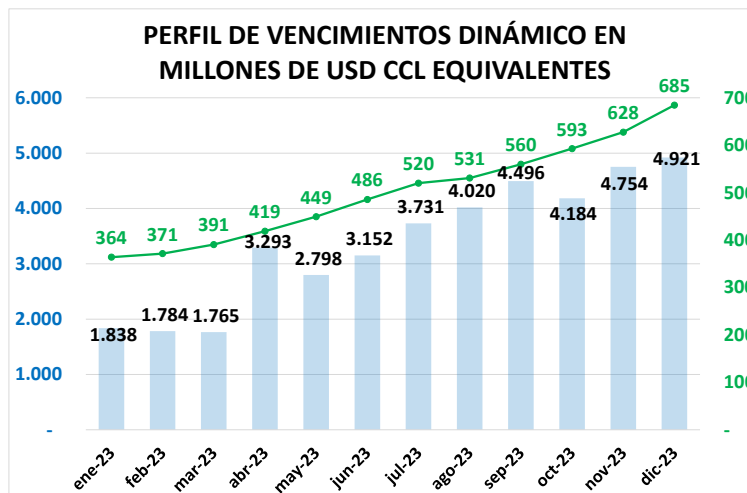
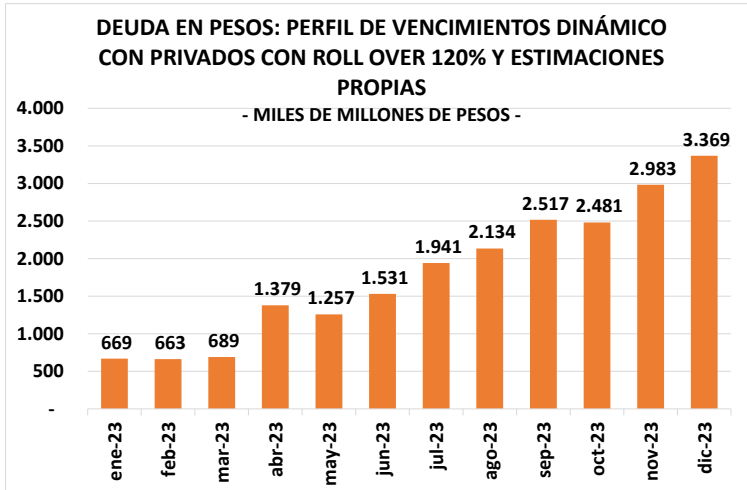
- 1) el aumento de la deuda por el roll over del 150% como el que pide el FMI y
- 2) por el acortamiento de plazos y las tasas (el monto a vencer actualmente a 12 meses de plazo equivale al 5,5% del PIB del IV-trim-22).

Nuestro escenario base 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%

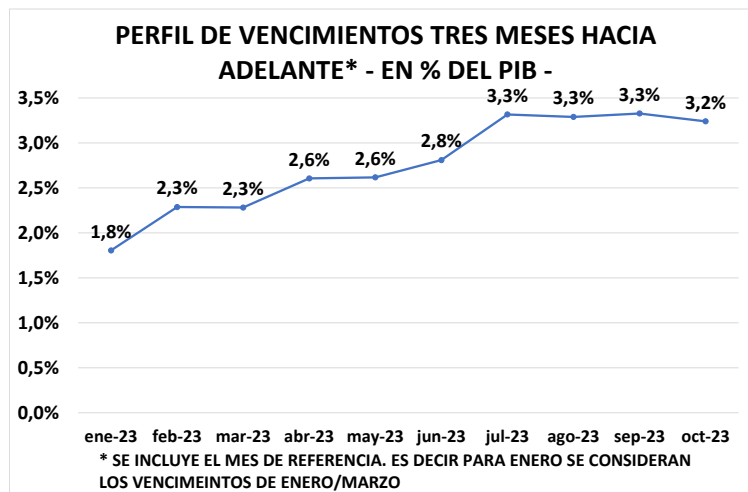
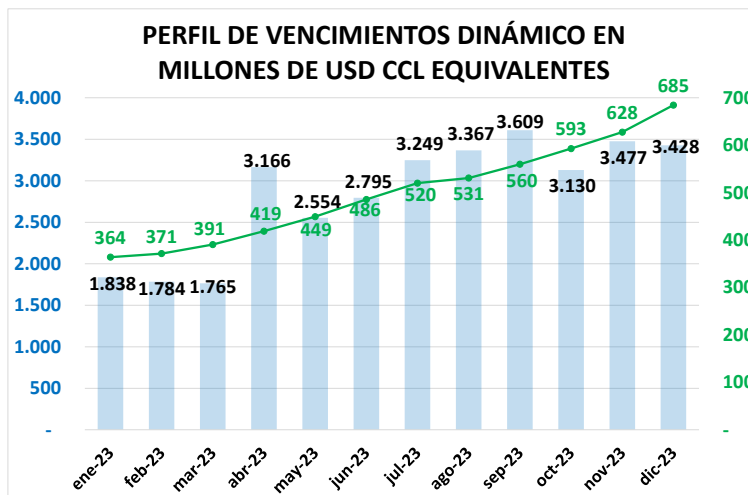
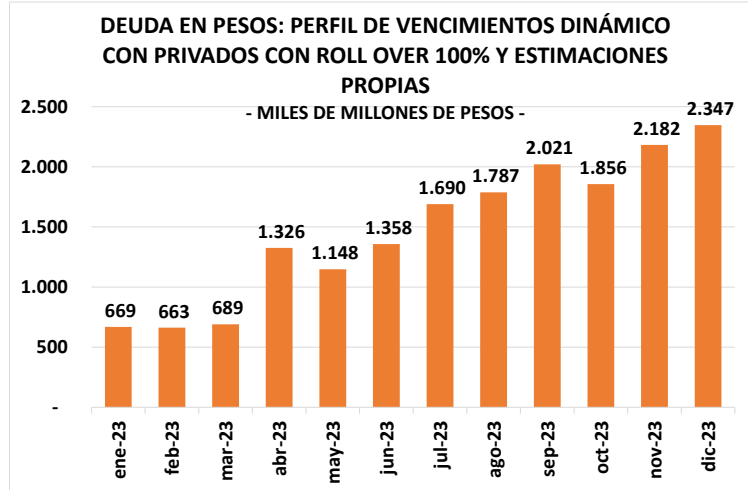


Pablo Repetto – Head of Research – research@aurum.com.ar

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



Roll over del 100%

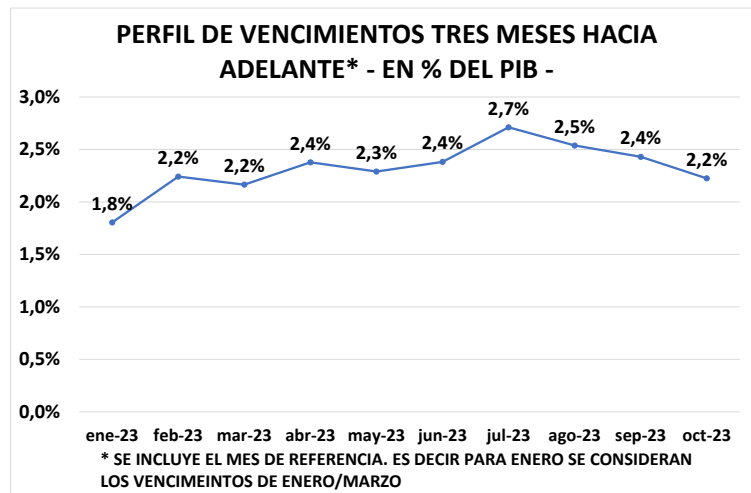
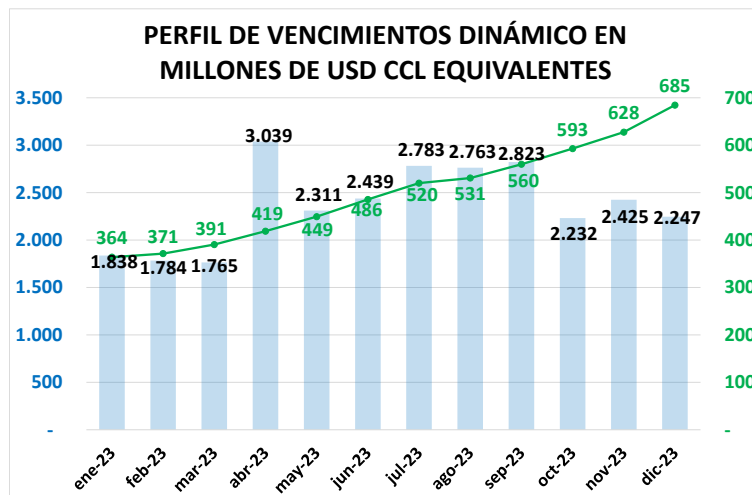
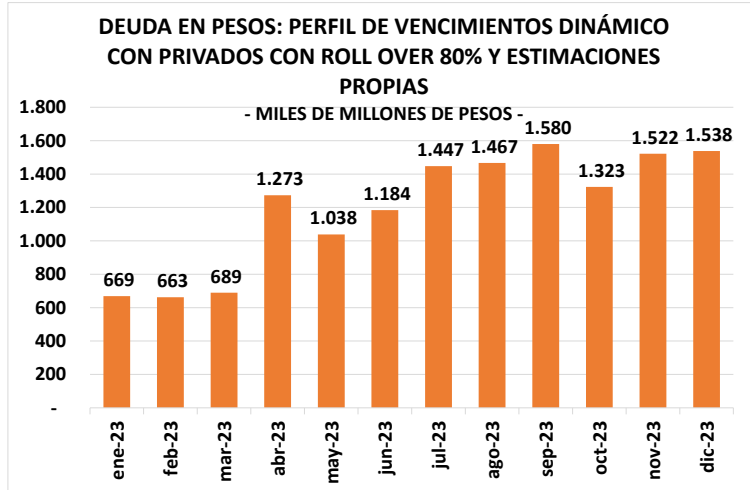


Pablo Repetto – Head of Research – research@aurum.com.ar

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