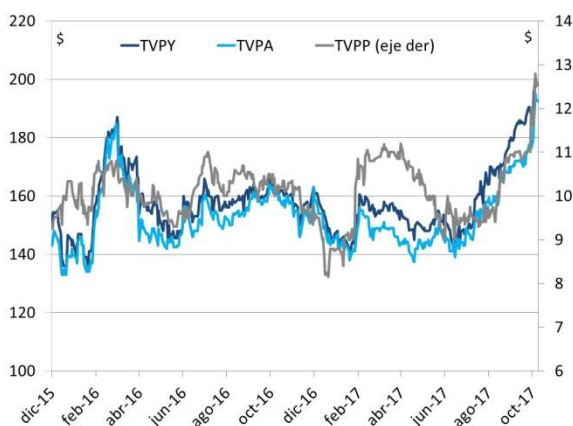


13 de Octubre de 2017

Cupones PBI

A medida que florecen los famosos “brotes verdes” los Cupones PBI ganan terreno. Desde mediados de año treparon (en promedio) un 28%. En el primer semestre del 2017, el PBI mostró un crecimiento del 1,62% interanual según las cuentas nacionales del INDEC. Como la tasa que gatilla el pago es el 3%, en el segundo semestre el PBI debería crecer el 4,5% para llegar al ansiado disparador que establecen las cláusulas de emisión. Los datos de mayor frecuencia muestran buenos números, alimentando el precio de los Cupones. El EMAE de julio reveló un crecimiento interanual del 4,9% mientras que el IGA (Ferrerres) exhibió una suba del 5,7% interanual para el bimestre julio/agosto.

Los datos que se van publicando nos aproximan al umbral del 3%, una de las condiciones de pago. Sin embargo, el prospecto del título establece otras condiciones, hoy una de ellas más importante que la tasa de crecimiento, que es el nivel del PBI. Para analizar esto, repasemos el funcionamiento del instrumento y las consideraciones a tener en cuenta debido a la modificación del año base del INDEC. **Aquellos inversores familiarizados con el instrumento, ir directamente al segundo apartado.**



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bolsar.

El instrumento

Los cupones nacieron junto con la oferta del canje de la deuda en el 2005, inicialmente se adicionaron a los bonos emitidos (Par, Discount y Cuasipar). Fueron creados para darle un atractivo extra al canje y, dado el carácter procíclico de la recaudación fiscal, otorgar cierta flexibilidad al

Tesoro ya que los desembolsos se limitan a los años de crecimiento. A partir del año 2005, estos instrumentos comienzan a negociarse de forma independiente. Los inversores no lo recibieron con mucho entusiasmo al momento del canje y su costo fiscal resultó enorme.

A mi entender, tiene una evidente falencia en su diseño, ya que no se contempló el efecto rebote de la economía luego de la caída del 2002 en la tasa de crecimiento base (en teoría debería reflejar la tasa de crecimiento potencial). En segundo lugar, fue un error no haberlos rescatado antes del 2009, cuando el gobierno tenía capacidad de pago y el crecimiento del PBI era elevado. En términos de manejo eficiente de deuda, hubiera sido mucho más conveniente su recompra en lugar de cancelar la deuda con el FMI.

Lo más importante a la hora de analizar el instrumento es el escenario base del prospecto, efectuado, que es el punto de referencia de pago. La proyección inicial es la siguiente:

AÑO	PBI BASE	TASA DE CRECIMIENTO BASE	AÑO	PBI BASE	TASA DE CRECIMIENTO BASE
2005	287.013	4,26%	2020	458.439	3,00%
2006	297.212	3,55%	2021	472.193	3,00%
2007	307.369	3,42%	2022	486.358	3,00%
2008	317.520	3,30%	2023	500.949	3,00%
2009	327.969	3,29%	2024	515.978	3,00%
2010	338.676	3,26%	2025	531.457	3,00%
2011	349.720	3,26%	2026	547.401	3,00%
2012	361.125	3,26%	2027	563.823	3,00%
2013	372.753	3,22%	2028	580.737	3,00%
2014	383.936	3,00%	2029	598.160	3,00%
2015	395.454	3,00%	2030	616.104	3,00%
2016	407.318	3,00%	2031	634.587	3,00%
2017	419.537	3,00%	2032	653.625	3,00%
2018	432.123	3,00%	2033	673.234	3,00%
2019	445.087	3,00%	2034	693.431	3,00%

Fuente: Mecon

Su particular diseño hace que el cupón no pueda ser considerado un instrumento de renta fija, ya que el flujo de fondos no es conocido de antemano sino que depende de 3 condiciones (en simultáneo):

- 1) Que el nivel del PBI realizado por Argentina en un año determinado supere al nivel del PBI base.
- 2) Que la tasa de crecimiento del PBI sea superior a la tasa de crecimiento base.
- 3) Que el monto agregado pagado a los tenedores no supere el 48% de la deuda elegible o que los pagos cada 100 VN no

superen los 48 (pesos, dólares, euros o yenes, dependiendo la especie).

La fecha de cálculo se realiza en noviembre de cada año con referencia al año anterior. La fecha de pago es el 15 de diciembre, también en base al crecimiento del año previo. La fórmula de pagos es la siguiente:

$$5\% \times (\text{PIBReal}_t - \text{PIBBase}_t) \times \text{Deflactor}_t \times \text{CUM} \div \text{TC}_t$$

Donde TC es el tipo de cambio promedio de los últimos 15 días previos al 31 de diciembre del año de referencia. El CUM (Coeficiente por Unidad de Moneda) es un coeficiente fijo que transforma el PBI en una unidad de pago. El deflactor del PBI no es otra cosa que el cociente entre el PIB nominal y el PIB real.

Dichos pagos han evolucionado de forma creciente en el tiempo, ya que la diferencia entre el PBI real y el escenario base del prospecto se fue ampliando (como indica la fórmula, los pagos se calculan según esta diferencia). Los cupones en dólares pagaron U\$18, con lo cual le restan pagar U\$30 cada 100 nominales (precio \$12,70). Los denominados en euros liquidaron €17, quedan €31 (precio €11,20). Los emitidos en pesos ya pagaron \$23,4, restándoles \$24,6 (precio U\$11,50). El vencimiento de todos los warrants es el 2035. Este es el principal atractivo del instrumento, la relación de los flujos futuros contra el precio actual de mercado.

Año de Cálculo	Fecha de Pago	TVPY/TVPA		TVPP		TVPE	
		Anual	Acum	Anual	Acum	Anual	Acum
2005	15-Dec-06	0,6	0,6	0,6	0,6	0,7	0,7
2006	15-Dec-07	1,3	1,9	1,4	2,0	1,3	1,9
2007	15-Dec-08	2,3	4,2	2,5	4,5	2,0	3,9
2008	15-Dec-09	3,2	7,4	3,7	8,2	2,8	6,7
2009	15-Dec-10	No Pagó	7,4	No Pagó	8,2	No Pagó	6,7
2010	15-Dec-11	4,4	11,8	6,0	14,2	4,2	10,9
2011	15-Dec-12	6,3	18,0	9,2	23,4	6,1	17,0
2012	15-Dec-13	No Pagó	18,0	No Pagó	23,4	No Pagó	17,0
2013	15-Dec-14	No Pagó	18,0	No Pagó	23,4	No Pagó	17,0
2014	15-Dec-15	No Pagó	18,0	No Pagó	23,4	No Pagó	17,0
Remanente			30,0		24,6		31,0

Fuente: IAMC.

El cambio del año base

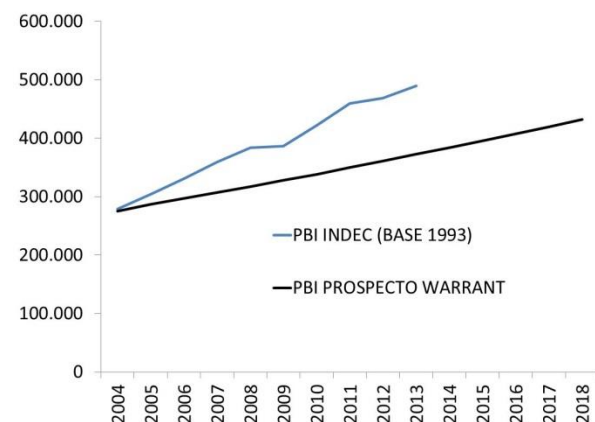
En el 2014 el INDEC cambió el año base sobre el cual se publican los datos de las cuentas nacionales, actualizando luego de mucho tiempo la base de 1993 a 2004. Si bien estas actualizaciones son un ejercicio común y necesario en todos los institutos de estadísticas, dado que en el 2014 el

INDEC todavía estaba intervenido, este cambio estuvo lleno de sospechas. Por un lado, presentó hechos muy curiosos a nivel estadístico, como que nuestro país en el año 2004 era un 20% más rico con la nueva base que con la base anterior. Por otro lado, redujo el crecimiento del año 2013 del 4.9% (base 1993) al 3% (base 2004), con lo cual se ahorró el pago del cupón en el 2014.

Dejada atrás la intervención del instituto, en junio del 2016 el INDEC publicó una revisión del PBI pero manteniendo la base 2004. Esta revisión, como era de esperar, mostró un crecimiento menor en relación a la medición manipulada. La revisión mostró que desde el 2004 al 2015 la Argentina creció un 49% (3,6% anual), mientras que con los datos anteriores la suba acumulada era del 67% (4,7% anual).

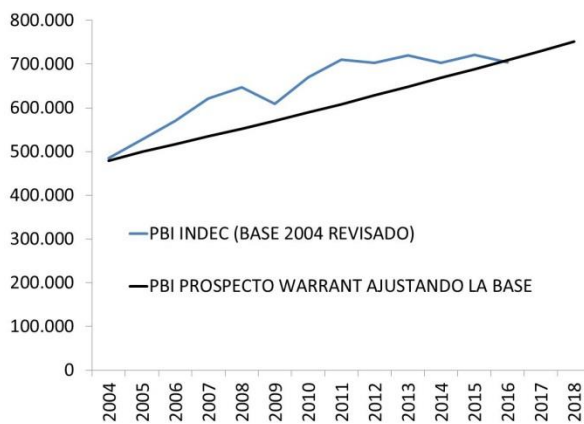
Como detallamos en la fórmula, la diferencia entre el PBI publicado por el INDEC y el escenario base determinado por el prospecto de emisión, es la clave para determinar tanto si se cumplen las condiciones como la magnitud de los pagos.

En el gráfico a continuación vemos el PBI publicado por el INDEC utilizando la vieja serie con base 1993, medición que llega hasta el 2013 y luego se interrumpe. La línea negra es el escenario base del prospecto. Como se puede observar, como el PBI INDEC (línea azul) superaba con holgura el establecido en el prospecto, la condición 1) se cumplía sin problemas y las miradas se centraban en la condición 2), que es la tasa de crecimiento que dispara el pago, el famoso 3% para este año. Pero como ya no se publica el PBI con base 1993, ahora deberíamos mirar la nueva serie.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC y el MECON.

El prospecto del título considera el recalcu del escenario base ante cambios del año base en las cuentas nacionales. Pero no indica explícitamente que año se utilizará como base para el nuevo escenario. Supongamos, utilizando simplemente el sentido común, que la elección del nuevo año para el escenario base es el 2004. En el gráfico a continuación, la línea negra sería el nuevo escenario base para determinar el umbral de pago. La línea azul es el PBI revisado (y a partir de ahora el único). Como se puede observar, el PBI se ubica levemente por debajo del escenario base, con lo cual no se cumpliría la condición 1) para el pago del instrumento.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC y el MECON.

Aun considerando un crecimiento del 3% para el 2017, el cupón no pagaría en el 2018, ya que se cumpliría la condición 2) pero no la 1). Para que se cumplan las dos condiciones, siempre suponiendo que el nuevo escenario base es el 2004, la economía debería crecer un 3,5% este año. Ahora bien, como el monto pagado se determina por la diferencia entre las dos líneas del gráfico, los pagos en el 2018 serían centavos (ver segundo cuadro del anexo).

En cambio, si el nuevo escenario base es por ejemplo el 2012, los desembolsos son completamente distintos, mucho más parecidos a los desembolsos de los años “dorados” (ver tercer cuadro del anexo). Con este supuesto, reaparece la motivación para tener en cartera unos cupones.

Resumiendo

El instrumento es otra víctima de la manipulación de las estadísticas públicas. Es imposible determinar los flujos futuros, porque no sabemos cómo se procederá a modificar el escenario base.

Sumemos a esto las contingencias legales que puede afrontar el Estado luego de reconocer que el PBI estuvo manipulado. La determinación del nuevo escenario base modifica rotundamente los flujos futuros.

Dos simples recomendaciones. Nunca considerar los cupones como un instrumento de renta fija, sino verlo como lo que realmente es, una opción ligada al crecimiento. En segundo lugar, recordar que los pagos tienen un techo nominal, con lo cual, el cupón en pesos (TVPP) tiene un riesgo adicional, a medida que pasan los años el flujo residual pierde valor real. En los denominados en dólares y euros puedo ser más paciente, ya que minimizó el riesgo que la inflación me licue los pagos futuros.

Anexo Calculadora (IAMC)

Conjeturemos que nuestro país crece lo necesario para que se alcancen las condiciones de pago. Siguiendo los siguientes supuestos:

Valores Observados y Supuestos sobre crecimiento, inflación y tipo de cambio				
Año	Crecimiento Anual del PIB (2)	Var. a/a. Deflactor PIB (3)	Tipos de Cambio	
			\$/U\$S (4)	\$/Euro (5)
			2016	-2,25%
2017	3,60%	24,00%	18,000	21,240
2018	3,50%	17,00%	21,060	23,364
2019	3,50%	13,00%	23,166	25,700
2020	3,50%	10,00%	25,483	28,270
2021	3,50%	10,00%	28,031	31,097
2022	3,50%	10,00%	30,834	34,207
2023	3,50%	10,00%	33,917	37,628
2024	3,50%	10,00%	37,309	41,391

Fuente: Calculadora IAMC.

Suponiendo que el nuevo año utilizado para el recalcu del escenario base es el 2004, estos serían los flujos del TVPY/TVPA para los próximos años:

Año de Cálculo	Fecha de Pago	Pagos UVP en dólares (TVPY - TVPA - TVY0)		
		Anual	Acumulado	Remanente
2015	15-Dec-16	No Pagó	18,040	29,960
2016	15-Dec-17	No Paga	18,040	29,960
2017	15-Dec-18	0,024	18,063	29,937
2018	15-Dec-19	0,199	18,262	29,738
2019	15-Dec-20	0,395	18,657	29,343
2020	15-Dec-21	0,599	19,256	28,744
2021	15-Dec-22	0,816	20,072	27,928

Fuente: Calculadora IAMC.

Suponiendo que el nuevo año utilizado para el recalcu­lo del escenario base es el 2012, estos serían los flujos del TVPY/TVPA para los próximos años:

Año de Cálculo	Fecha de Pago	Pagos UVP en dólares (TVPY - TVPA - TVY0)		
		Anual	Acumulado	Remanente
2015	15-Dec-16	No Pagó	18,040	29,960
2016	15-Dec-17	No Paga	18,040	29,960
2017	15-Dec-18	4,633	22,672	25,328
2018	15-Dec-19	4,946	27,618	20,382
2019	15-Dec-20	5,418	33,036	14,964
2020	15-Dec-21	5,773	38,809	9,191
2021	15-Dec-22	6,144	44,954	3,046

Fuente: Calculadora IAMC.

Buen fin de semana,

Juan Battaglia
Economista Jefe