

### Cupones PBI (*GDP warrants*): afectados por la interpretación de los anuncios

Recientemente, las autoridades económicas del Gobierno se han movido con cierta imprecisión en la implementación de algunas medidas puntuales, que aunque no son tan relevantes en el diseño de política económica, encendieron luces amarillas en tenedores de cupones del PBI conocido como Unidades Ligadas al PBI (ULPBI) o *GDP warrants* por el manejo de algunas variables que afectan su precio de mercado. Si bien se le reconoce al Gobierno cierto poder discrecional para enfrentar situaciones complejas, se generan dudas sobre los objetivos de sus decisiones. Como ejemplo se mencionan el cambio de fuente para calcular el CER, para lo cual primero se utilizó el índice de CABA que luego es reemplazado por el de San Luis y las confusiones generadas respecto de la reconsideración (entendible) del tratamiento de las tenencias de títulos de la deuda prescriptos.

En ese marco, el anuncio por parte del INDEC, efectuado la semana pasada, respecto de la decisión de recalculer el PBI de la última década ha generado un fuerte ajuste en el precio de las ULPBI. El papel en USD bajo legislación de New York bajó de USD 11,5 a USD 9,75 (-15%) y recuperando a hoy casi USD 1,00.

La valuación de ULPBI es de por sí compleja porque depende de varios factores, sobre los que hay que hacer supuestos. Estos son:

1. Interpretación de cuál es la base de PBI sobre la cual se calcula el crecimiento. En este caso hacemos los cálculos tomando la base de cálculo del PBI real de 2004 usando la composición del mismo a precios de 1993 (vigente entonces). Alternativamente, se podría interpretar que ahora existe una nueva composición y cálculo desde el 2004 en adelante a precios de ese mismo año. Esta última da un PBI nominal en USD superior a la de la primera hipótesis mencionada en este párrafo.
2. Supuestos de tasa de crecimiento futura, real y medida en USD. En los casos analizados planteamos escenarios en que se gatillan o no los pagos en los años venideros hasta 2018 (siglas Y o N, respectivamente) y cuánto sería ese crecimiento. Para los años posteriores hacemos un supuesto de crecimiento promedio con distribución según modelos apropiados que surgen de la historia.
3. Supuestos de tasas de inflación y tipo de cambio. Si bien podría haber una revisión de la tasa pasada de variación de precios implícita en el PBI, no presentamos aquí esas hipótesis. Téngase en cuenta que, de subirse la tasa de inflación pasada, el PBI medido

Daniel Marx  
Ernesto Gaba - Consejero  
Virginia Fernández  
Fernando Baer

Quantum Finanzas

+54 11 4345 0003

Econométrica  
Mario Brodersohn  
Juan Sommer

en USD sería superior. El caso base presentado más adelante, contempla además una apreciación real del tipo de cambio ARS/USD durante 2016 que luego queda estabilizado (ajustado por precios) en los años posteriores.

4. Escenarios de tasa de descuento de pagos futuros. Dada la volatilidad e incertidumbres, los flujos derivados de pagos de la ULPBI se descuentan a tasas superiores a las del soberano aplicables. Basados en la historia, se presentan rangos que varían entre 500 y 1000 pbs anuales.
5. Recalculo o no del PBI correspondiente a los años pasados. Usamos una hipótesis inicial donde no se altera el PBI real publicado oportunamente por el INDEC (Caso 1). Analizamos, además otra hipótesis donde se recalcula retroactivamente el PBI (Caso 2). Este último sería presentado en atención al anuncio sobre revisión del pasado. El Caso 2 resulta en un crecimiento acumulado de un 10% menor en el PBI real respecto del conocido.

Como se observa en la presentación que se desarrolla más adelante, hay una muy amplia dispersión de precios según las hipótesis descriptas, que como es natural no cubren el universo de las posibles. En particular, los resultados de una revisión del PBI que arroje un mayor o menor PBI acumulado que el cálculo actual tiene consecuencias significativas en el valor de la ULPBI.

La publicación de la serie revisada del PBI demandará unos meses, lo que mantendrá la incertidumbre. De todas maneras, un factor prevaleciente esperable sería recomponer credibilidad sobre el sistema de decisiones de actos públicos.

#### Desarrollo:

Para nuestro modelo de valuación utilizados los supuestos que se resumen en la siguiente tabla:

Año	PBI Escenarios de crecimiento			Deflactor del PBI	FX cierre
	Trigger	Y	N		
2015				1,30	
2016	3,00	N/A	-1,00	1,35	18,00
2017	3,00	3,50	2,99	1,15	FX real
2018	3,00	3,00	2,99	1,10	constan
2019-2034	3,00	Simulación de Montecarlo		1,05	te

- Inflación relevante para deflactor PBI de 2015 en 30%
- Tasa de crecimiento 2016 en niveles de -1,00%
- Escenarios de tasa de crecimiento para 2017 y 2018 entre 3,00% y 2,99% para contemplar hipótesis de pago (Y) y no pago (N)
- A partir de 2019 se calcula el crecimiento con una simulación de Montecarlo
- Tendencia decreciente de la inflación y tipo de cambio real constante

El modelo arroja los siguientes valores presentes en función de la tasa utilizada para descontar los flujos futuros y de la hipótesis de crecimiento.

#### ULPBI: Valor Presente

En función de tasa de descuento y de hipótesis de crecimiento que determinan pago (Y) o no pago (N) para 2017 y 2018. y

Combinaciones de crecimiento	2017/2018	Spread sobre curva soberana (pbs.)			
		0	500	800	1000
N / N		13,6	8,4	6,6	5,6
N / Y		16,1	10,5	8,5	7,4
Y / N		16,4	10,8	8,8	7,7
Y / Y		18,9	13,0	10,8	9,6

Fuente: Qf en base a Ministerio de Hacienda y Finanzas, INDEC y Bloomberg

Como mencionamos anteriormente, a la batería de supuestos descripta, hoy debemos agregar

la hipótesis de recálculo del PBI pasado, cuya consecuencia relevante a los fines de la valuación es la modificación de la brecha entre el PBI Base, definido en el Prospecto de emisión, y el PBI registrado, alterando el monto y la probabilidad de los pagos futuros.

#### ULPBI: Valor Presente

Escenario de tasas de crecimiento de Y / Y para 2017 / 2018. En función de hipótesis de recálculo del PBI y tasa de descuento

Escenario Y / Y	Spread sobre curva soberana (pbs.)			
	0	500	800	1000
Serie PBI 2005- 2015	0	500	800	1000
INDEC	18,9	13,0	10,8	9,6
Promedio IGA - INDEC	10,4	7,1	5,8	5,1
IGA	1,2	0,7	0,5	0,5

Fuente: Qf en base a Ministerio de Hacienda y Finanzas, INDEC, Bloomberg y Consultora OJF.

Para simplificar el análisis consideramos el IGA (Índice General de Actividad) elaborado por la consultora de OJF, como la opción más pesimista y un promedio entre este índice y los datos publicados hasta ahora por el INDEC.

Si consideramos el IGA, el PBI registrado se ubica por debajo del Base y en consecuencia se anulan los pagos futuros; si consideramos el Promedio entre ambos índices, se reduce en 10 pp el PBI acumulado.