

---

## Lanzamiento de los futuros sobre TVPP en Rofex

**Leandro Fisanotti**

[lfisanotti@bcr.com.ar](mailto:lfisanotti@bcr.com.ar)

Analista Investigador

Dirección de Informaciones & Estudios Económicos, Bolsa de Comercio de Rosario

---

El pasado miércoles 25 de julio comenzaron a operarse los futuros sobre los cupones vinculados al Producto Bruto Interno argentino emitidos en pesos. Más allá de las características del contrato, las cuales serán presentadas en el presente artículo, se expone una resumida descripción de este instrumento que se ha convertido en uno de los más importantes en términos de volumen en el mercado local.

Los cupones relacionados al crecimiento de la economía argentina constituyen un activo de características particulares. Estos instrumentos nacieron en la propuesta de canje de bonos argentinos en default que tuvo lugar en 2005, y fueron diseñados con el objetivo de atraer una mayor cantidad de tenedores de bonos a aceptar una propuesta que incluía una significativa quita en términos nominales. La reestructuración significó también una notoria simplificación en los términos generales del endeudamiento del país. En esta transacción se remplazaron 152 títulos, emitidos en seis monedas diferentes y bajo ocho legislaciones, por once nuevos bonos, regidos por cuatro legislaciones y denominados en cuatro monedas. Adicionalmente, la reapertura del canje en 2010 dio lugar a la aparición de una nueva edición de bonos y su correspondiente cupón.

A cada uno de estos bonos se agregó, como una mejora de la propuesta para los tenedores de deuda incumplida, una unidad o cupón adicional que otorgaba a su titular el derecho a recibir pagos adicionales, contingentes, conforme evolucionara la economía del país. El argumento subyacente a esta decisión pasó principalmente por la necesidad de las economías más pequeñas y volátiles de adecuar los recursos a afectar para el repago de sus obligaciones a la realidad imperante en cada momento futuro.

Cada uno de los nuevos bonos fue acompañado entonces de una unidad vinculada al producto, con vencimiento en 2035, emitida en igual moneda y bajo idéntica legislación que el bono que la originaba. De esta manera, el tenedor de estos cupones recibiría, independientemente de los pagos de renta y amortización previstos para los nuevos títulos, un pago adicional que surge de la diferencia entre el producto interno bruto observado para cada año y un caso base previsto. El monto que sería desembolsado a los titulares de estos cupones fue definido como el 5% del excedente del producto interno bruto respecto al caso base, el cual sería distribuido entre el total emitido según los lineamientos definidos en el prospecto.

**Tabla 1. Caso base del PBI aplicable al cálculo de pago de los cupones vinculados al producto.**

Año	Caso Base PBI (en millones de pesos de 1993)	Año	Caso Base PBI (en millones de pesos de 1993)
2004	275.276,01	2020	458.555,87
2005	287.012,52	2021	472.312,55
2006	297.211,54	2022	486.481,92
2007	307.369,47	2023	501.076,38
2008	317.520,47	2024	516.108,67
2009	327.968,83	2025	531.591,93
2010	338.675,94	2026	547.539,69
2011	349.720,39	2027	563.965,88
2012	361.124,97	2028	580.884,86
2013	372.753,73	2029	598.311,40
2014	384.033,32	2030	616.260,74
2015	395.554,32	2031	634.748,57
2016	407.420,95	2032	653.791,02
2017	419.643,58	2033	673.404,75
2018	432.232,88	2034	693.606,90
2019	445.199,87		

Fuente: prospecto de emisión, canje de deuda 2005.

Las condiciones de emisión de estos títulos determinan que las condiciones que deben cumplirse para disparar un pago son las siguientes:

1. El nivel de PBI realizado en la Argentina en un año determinado debe superar el nivel definido en las condiciones de emisión (véase Tabla 1).
2. La tasa de variación del PBI en un año determinado debe ser superior a la tasa de crecimiento prevista en el caso base. Esta tasa de crecimiento comenzó siendo del 4,26% para 2005 y se ve paulatinamente reducida hasta un nivel de 3%. A modo de ejemplo, en 2012 los cupones dispararán un pago (a realizarse en 2013) si el producto bruto interno de la República Argentina varía en forma positiva más de un 3,26% respecto al año anterior.
3. Que el monto pagado no supere el 48% de la deuda elegible. Dicho en otras palabras, cada 100 V/N en cada una de las monedas en que se expresan los cupones, el máximo a pagar es de 48. En caso que este monto sea alcanzado en forma previa al vencimiento del instrumento, definido para el 31 de diciembre de 2035, el mismo no genera flujos de fondos adicionales. Caso contrario, de no alcanzarse el pago total antes de esa fecha, el título expira sin abonar el remanente.

Tras 180 días de su emisión, cada uno de estos cupones fue escindido de su bono original, tal como preveía el prospecto de emisión, y comenzó a negociarse en forma. Si bien el volumen operado inicialmente resultó escaso, una combinación de mayor difusión de estos títulos sumado al crecimiento observado en la economía y una creciente brecha entre el producto observado y el caso base despertó el interés de los inversores. Desde el último trimestre de 2009, el volumen comenzó a incrementarse y rápidamente se constituyó en uno de los activos más operados de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires y del Mercado Abierto Electrónico.



El interés de los inversores en estos títulos está más que justificado. En 2010 y 2011 fueron los títulos públicos que mayor rendimiento ofrecieron a sus tenedores, variando según se tratara de los emitidos en pesos o dólares.

Teniendo en cuenta que el pago, de corresponder, se realiza el día 15 de diciembre de cada año en base a los resultados observados en el período de referencia (es decir, el año anterior), a fin de 2012 el TVPP pagará aproximadamente \$9,20 por cada 100 V/N, correspondiente a la evolución del PBI durante 2011. Esto dejará un potencial de pago remanente de unos \$ 24,59 por cada 100 V/N.

### **Los contratos de futuros**

Los futuros lanzados por Rofex tienen un tamaño de \$ 10.000 de valor nominal y su cotización se expresa, al igual que en las operaciones en bolsa y en el MAE, en pesos por cada 100 V/N. La liquidación se realiza por *cash settlement* y se listarán, en un principio, dos vencimientos: noviembre 2012 y mayo 2013. No obstante, se ha autorizado la apertura de todos los meses.

A su expiración, los contratos ajustarán contra un precio de referencia determinado por el precio promedio ponderado por volumen correspondiente a los últimos 60 minutos de la rueda del mercado de concurrencia de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires del último día de negociación del contrato.

Tratándose el activo subyacente de un instrumento que genera pagos semejantes a renta (a diferencia de activos como la soja, el petróleo o el dólar), deben realizarse algunas consideraciones especiales para ajustar el precio de los futuros a esta situación. De este modo, el proceso de clearing evita que el pago genere cualquier flujo financiero a los participantes del mercado de futuros. Para esto, se procederá a realizar un crédito a quien tenga una posición comprada, compensando la caída en la cotización ex-cupón, y un débito por igual monto a la posición vendida. Esta operación permite que ambos participantes mantengan la misma posición en contratos que el día anterior, con un precio diferente, pero sin que esto tenga un efecto financiero sobre las partes.

Inicialmente, el requerimiento de márgenes fue definido en \$150 por cada contrato, lo que arroja un apalancamiento del 860% aproximadamente. Además, Rofex ofrecerá la posibilidad de operar opciones sobre estos futuros, lo que amplía las posibilidades al momento de ejecutar estrategias especulativas.

### **Beneficios de la operatoria con futuros**

La incorporación de estos instrumentos al abanico de alternativas que los inversores y operadores disponen abre una nueva gama de posibilidades. En primer lugar, admite la posibilidad de tomar posiciones direccionales bajistas en forma directa y apalancada. Hasta la incorporación de los contratos de futuros, los inversores podían beneficiarse del comportamiento bajista del TVPP mediante la compra de puts - que presentan una liquidez limitada -, la venta de calls, o bien la venta de títulos tomados en préstamo.

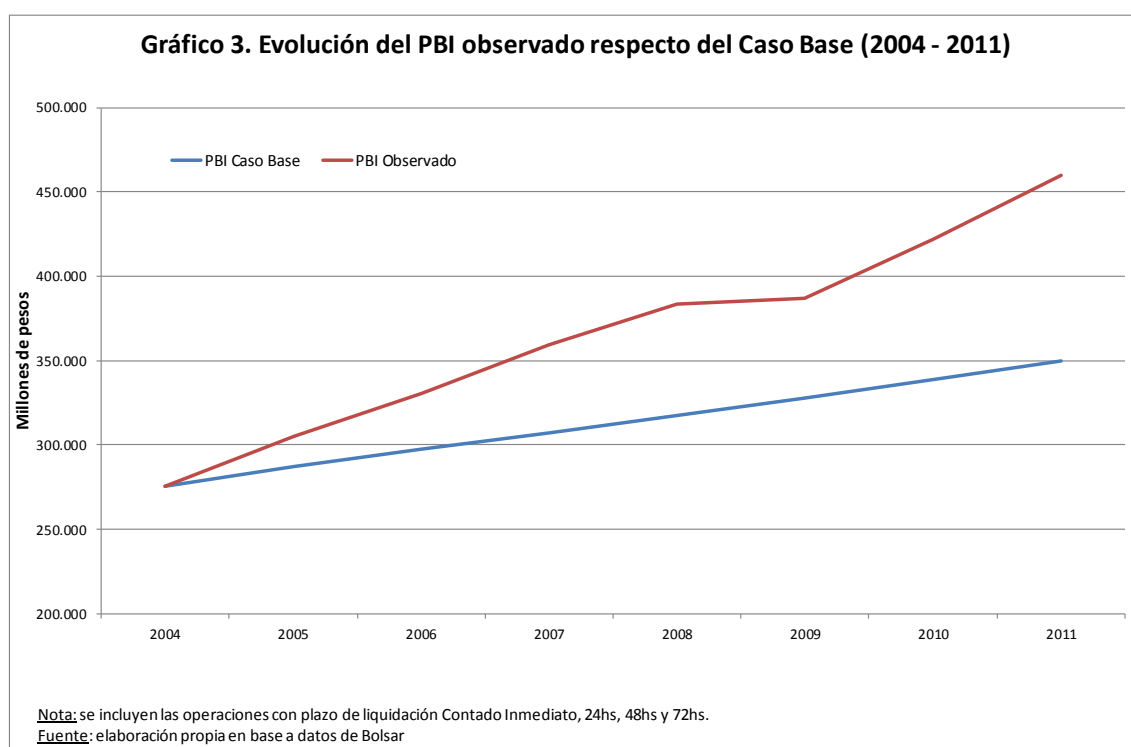
En el mercado de futuros, el inversor puede tomar la posición vendedora, con un nivel de apalancamiento igual a la compra de futuros.

Además, los inversores podrán realizar arbitrajes contra el mercado de contado y cubrir posiciones en el subyacente. Más aún, mediante la combinación de futuros sobre TVPP con futuros de dólar se podrán realizar coberturas de carteras de cupones emitidos en moneda extranjera y – considerando la correlación que se encuentre entre el TVPP y otros títulos de renta fija emitidos por la República Argentina – realizar coberturas cruzadas de carteras integradas por otros valores.

### Comentarios finales

En su debut, los futuros de TVPP con vencimiento en noviembre de 2012 se negociaron a \$ 12,50 cada 100 V/N, en tanto que en el spot los cupones pasaban de manos a \$11,99. Es esperable que conforme los operadores vayan familiarizándose con el producto es volumen se incremente considerablemente.

Las inversiones en cupones se encuentran en una situación de definiciones para lo que hace al pago de 2013. La gran brecha que se acumula entre el PBI observado y el caso base hace que los pagos resulten crecientes. De alcanzarse el umbral del 3,26% de crecimiento para 2012, la recompensa para los tenedores de los títulos a percibir en diciembre 2013 superará la de este año.



Aún en el caso que no fuera alcanzado el crecimiento mínimo en el año en curso pero se volviera a superarlo a partir de 2013, los analistas señalan que el TVPP finalizaría sus pagos (al alcanzar el cap de \$48 cada 100 nominales) hacia 2016. La posibilidad de incluir futuros y opciones sobre futuros para este activo resultará, sin dudas, provechosa para los inversores. A esto se suma la ventaja de que se trata de un contrato que, por su tamaño y sencilla operación, se encuentra al alcance tanto de los pequeños inversores como de los grandes operadores.

## **Agradecimientos**

Este artículo no podría haberse desarrollado sin la inestimable colaboración de:

Juan José Battaglia, ROFEX

Mario Digilio, MAE