



## Cupones del PBI: La Mejor Opción en Renta Fija

LA RECIENTE PUBLICACION DEL CRECIMIENTO DEL PBI AL 2Q11 CONFORME DATOS DEL INDEC PERMITEN SUPONER QUE EL ESTIMADO POR EL REM PARA TODO EL 2011 SERIA UN OBJETIVO DE MINIMA, AFIANZANDO LA CREENCIA QUE A LOS PRECIOS ACTUALES TODA LA INVERSION SERIA RECUPERADA CON LOS PAGOS ESPERADOS HASTA EL 15 DE DICIEMBRE DEL 2013, QUEDANDO UN REMANENTE MUY IMPORTANTE A DEVENGAR.

El 16 de Septiembre el INDEC publicó las estimaciones provisorias del PBI para el segundo trimestre del 2011, mostrando un crecimiento real del 9,1% respecto al 2Q10 y del 9,5% en el primer semestre del 2011 respecto a mismo período del 2010. Dichas variaciones a precios corrientes fueron del 31,02% y del 30% respectivamente. Si bien utilizaremos los datos publicados por el Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) del BCRA al mes de Septiembre para estimar los pagos a devengar por los cupones del PBI por el crecimiento para los años 2011 y 2012, debemos señalar que los mismos nos brindan un escenario muy conservador para el presente año ya que el PBI deberá desacelerarse fuertemente durante el segundo semestre del 2011 para alcanzar el crecimiento estimado del año 2011.

	I Tr 10	II Tr 10	III Tr 10	IV Tr 10	2010	I Tr 11	II Tr 11	ESTIMADO REM SEPT 2011	CRECIMIENTO PRIMER SEMESTRE	CRECIMIENTO NECESARIO 2DO SEMESTRE
<b>PIB A PRECIOS CONSTANTES</b>	381.222	439.767	425.323	442.209	422.130	419.023	479.964	453.790	9,50%	5,61%
<b>VARIACIÓN PORCENTUAL ANUAL</b>	6,8	11,8	8,6	9,2	9,2	9,9	9,1	7,5		
<b>PIB A PRECIOS CORRIENTES</b>	1.217.381	1.508.286	1.465.857	1.579.098	1.442.655	1.567.580	1.976.227	1.830.000	30,02%	24,01%
<b>VARIACIÓN PORCENTUAL ANUAL</b>						28,8	31,0	24,8		

Fuente: Bull Market Brokers Soc. de Bolsa en base a datos del Indec y BCRA

Incluso con estas estimaciones del REM para el 2011, el arrastre estadístico de crecimiento real para el 2012 sería de 3%, valor muy cercano a los 3,26% que deberá superar para habilitar el pago, siendo esta la única cláusula que pesa actualmente de las 3 condicionantes existentes.

En tabla adjunta figuran los valores macroeconómicos históricos junto con las estimaciones del REM para el 2011-12 conforme la última encuesta realizada a Septiembre.



Año	PIB Real (Millones \$ 1993)	Tasa de Crecimiento	PIB Nominal (Miles \$ Corrientes)	Deflactor del PIB	Inflación Anual según Deflactor PIB	Inflación Anual según IPC
2001	263.997	-4,4%	268.697	1,018	-1,1%	-1,5%
2002	235.236	-10,9%	312.580	1,329	30,6%	40,9%
2003	256.023	8,8%	375.909	1,468	10,5%	3,7%
2004	279.141	9,0%	447.643	1,604	9,2%	6,1%
2005	304.764	9,2%	531.939	1,745	8,8%	12,3%
2006	330.565	8,5%	654.439	1,980	13,4%	9,8%
2007	359.170	8,7%	812.456	2,262	14,3%	8,5%
2008	383.444	6,8%	1.032.758	2,693	19,1%	7,2%
2009	386.704	0,9%	1.145.458	2,962	10,0%	7,7%
2010	422.130	9,2%	1.442.655	3,418	15,4%	10,9%
2011 Est	453.790	7,5%	1.830.000	4,033	18,0%	10,2%
2012 Est	476.479	5,0%	2.265.458	4,755	17,9%	11,6%

Bajo estas premisas estimamos los pagos de los cupones del PBI (cada 100 de valor nominal) que serán abonados el 15 de Diciembre del 2012 y 2013, a los que se sumará el importe ya conocido del día 15 de Diciembre del 2011 por el crecimiento registrado en el 2010. Tal como podemos ver en tabla inferior, dichos pagos nos permitirán recuperar el monto a invertir de acuerdo a los actuales precios de mercado. A su vez se han contemplado un tipo de cambio nominal \$4,30 y \$4,90 para fines del 2011 y 2012 respectivamente (de acuerdo a datos del REM), y una paridad U\$S 1,40 = € 1.

#### Flujo de Fondos Cupones del PBI

Año de devengamiento	Fecha de Pago	UVP en Dólares (TVPY - TVPA - TVYO)		UVP en Pesos (TVPP)		UVP en Euros (TVPE)		Escenario	Crecimiento Real del PBI
		Pago Anual	Acumulado	Pago Anual	Acumulado	Pago Anual	Acumulado		
2005	15-dic-06	0,6245	0,6245	0,6491	0,6491	0,6618	0,6618		
2006	15-dic-07	1,3182	1,9427	1,3834	2,0325	1,2621	1,924		
2007	15-dic-08	2,2798	4,2225	2,4548	4,4873	1,9852	3,9092		
2008	15-dic-09	3,1688	7,3913	3,1798	8,2071	2,8397	6,7489		
2009	15-dic-10	0	7,3913	0	8,2071	0	6,7489		
2010	15-dic-11	4,3828	11,7741	5,9754	14,1825	4,1908	10,9396	cierto	9,16%
2011	15-dic-12	5,9658	17,7399	8,7928	22,9753	5,3635	16,3031	esperado	7,50%
2012	15-dic-13	6,8417	24,5816	11,4908	34,4662	6,3788	22,6819	esperado	5,00%
2013	15-dic-14	7,1411	31,7228	13,5338	48	6,6579	29,3399	incierto	3,50%
2014	15-dic-15	7,4959	39,2186			6,9887	36,3285	incierto	3,50%
2015	15-dic-16	7,7964	47,0151			7,2689	43,5974	incierto	3,25%
2016	15-dic-17	0,9849	48			4,4026	48	incierto	3,25%

Fuente: BullMarketBrokers Soc de Bolsa

Para los escenarios inciertos, que son los posibles flujos a devengarse a partir del 2013, se han considerados incrementos del PBI real del 3,5% (2013 y 2014) y 3,25% (2015 y 2016) tal que permitan superar el crecimiento mínimo exigido para efectuar pagos, que es de 3,22% en el 2013, 3,02% en el 2014 y de 3% en los años subsiguientes. A su vez hemos considerado una inflación anual según el

**BULL MARKET BROKERS S. A. - SOCIEDAD DE BOLSA**

25 de Mayo 350 9° - (C1002ABH) Cap. Fed.

Tel.: (+54-11) 5353-4420 | Fax.: (+54-11) 5276-9358

info@bullmarketbrokers.com - www.bullmarketbrokers.com



deflactor del PBI del 15% a partir del 2013, similar a la tasa de variación del tipo de cambio nominal esperada tanto en euros como en dólares.

Las conclusiones a las que podemos llegar de acuerdo a dicho flujo de fondos son las siguientes:

**Cupones del PBI en U\$S (TVPY- TVYO – TVPA) :** De los U\$S 16,9 (cada 100 VN) que cuesta el cupón en el mercado local, U\$S 17,19 serán cobrados de aquí hasta el 15 de Diciembre del 2013 con un grado de certeza alto, quedando un remanente de U\$S 23,4184 que podrá cobrarse hasta el año 2034. Ya los próximos 3 pagos lo transforman en un instrumento con una *duration* muy baja. De darse el escenario incierto señalado en el flujo de fondos a partir del 2013, la TIR en dólares sería del 39,86%. Si bien el grado de incertidumbre es muy alto (de ahí su volatilidad), son necesarios escenarios muy negativos para que el instrumento devengue una TIR similar a bonos en dólares como el AA17 o el RO15.

**Cupones del PBI en \$ (TVPP) :** De los \$ 15,9 (cada 100 VN) que cuesta el cupón en el mercado local, \$ 14,7682 serán cobrados en los próximos 15 meses, quedando un remanente de \$ 25,0247 con un alto grado de probabilidad que sean pagados hasta el 15 de Diciembre del 2014. En caso que se den las condiciones mencionadas en el año 2013, dicho instrumento estaría devengando una tasa de rendimiento del 68,8%.

**LIC. JUAN JOSÉ VÁZQUEZ**

**DEPARTAMENTO DE RESEARCH  
BULLMARKETBROKERS SOC. DE BOLSA**

*Para recibir este informe y otros realizados por el Departamento de Research en su casilla de e-mail, envíe un correo electrónico a la casilla [suscripción@bullmarketbrokers.com](mailto:suscripción@bullmarketbrokers.com). El presente informe es publicado por Bull Market Brokers Sociedad de Bolsa S. A. (BMB) y ha sido preparado por el Departamento de Research de BMB. El objetivo del presente informe es brindar a su destinatario información general, y no constituye, de ningún modo, oferta, invitación o recomendación de BMB para la compra o venta de los títulos valores y/o de los instrumentos financieros mencionados en él. El presente informe no debe ser considerado un prospecto de emisión u oferta pública. Aunque la información contenida en el presente informe ha sido obtenida de fuentes que BMB considera confiables, tal información puede ser incompleta o parcial y BMB no ha verificado en forma independiente la información contenida en este informe, ni garantiza la exactitud de la información, o que no se hayan producido cambios adversos en la situación relativa a los emisores descripta en este informe. BMB no asume responsabilidad alguna, explícita o implícita, en cuanto a la veracidad o suficiencia de la misma para efectuar la toma de decisión de su inversión. Todas las opiniones o estimaciones vertidas en el presente informe constituyen nuestro juicio y pueden ser modificadas sin previo aviso.*