



CUPÓN ATADO AL PBI (TVPP / TVPY)

Sin lugar a dudas, la “vedette” del mercado bursátil argentino durante el último año y medio ha sido el cupón atado al PBI. El cupón fue “descubierto” por los inversores durante la segunda mitad del año 2010. Este informe intenta dar luz sobre porque aún se puede redescubrir al cupón a pesar de que desde principios del año 2010 ya ganó un 240 por ciento en su versión en pesos y un 190 por ciento en su versión en dólares.

El cupón del PBI es un instrumento particular, ya que no posee un flujo de pagos cierto. Su estructura de pago genera flujos si:

- El PBI real de cada año es superior al PBI base de ese mismo año.
- La tasa de crecimiento real del PBI en un año particular es mayor a la tasa de crecimiento real del PBI base de ese año. Esta última comienza siendo de 4,26% anual en el 2005, para luego descender gradualmente hasta 3,0% anual, nivel que se alcanza en el año 2015 y se mantiene constante de ahí en adelante.
- El total de pagos efectuados por este instrumento no podrá superar el 48% del valor nominal de la deuda elegible (aproximadamente USD 40.000 millones).

A continuación analizamos tres distintos escenarios para el crecimiento del PIB argentino en 2011 y 2012 manteniendo en los tres casos el mismo escenario de inflación y tipo de cambio.

CUADRO 1 - Escenarios para el crecimiento del PIB, tipo de cambio y deflactor del PIB; 2010, 2011 y 2012.

ESCENARIO OPTIMISTA				ESCENARIO MODERADO				ESCENARIO PESIMISTA			
AÑO	Crecimiento Anual PIB	Inflación Anual Deflactor PIB	TC \$/US\$	AÑO	Crecimiento Anual PIB	Inflación Anual Deflactor PIB	TC \$/US\$	AÑO	Crecimiento Anual PIB	Inflación Anual Deflactor PIB	TC \$/US\$
2010	9,16	15,38	3,978	2010	9,16	15,38	3,978	2010	9,16	15,38	3,978
2011	9	17	4,3	2011	8	17	4,3	2011	7,5	17	4,3
2012	5,5	15	4,93	2012	4,7	15	4,93	2012	3,5	15	4,93

Para cada uno de estos escenarios tomamos el precio del cupón al 16/9/11 y calculamos el flujo para los próximos 3 años (los pagos siempre se hacen efectivos un año más tarde); y en los últimos dos renglones calculamos la tasa interna de retorno (tir) del período y lo que restaría pagar en un futuro sobre los 48 c/ 100 nominales que paga como máximo el cupón. Recordemos que la versión en pesos ya pagó \$ 8,20, mientras que la versión en dólares U\$S 7,39.

CUADRO 2 – Flujo de fondos estimado en base a los escenarios supuestos en el CUADRO 1.

ESCENARIO OPTIMISTA				ESCENARIO MODERADO				ESCENARIO PESIMISTA			
FECHA	TVPP	TVPY	TVPY (\$)	FECHA	TVPP	TVPY	TVPY (\$)	FECHA	TVPP	TVPY	TVPY (\$)
16/09/2011	-16	-17,48	-73,5	16/09/2011	-16	-17,48	-73,5	16/09/2011	-16	-17,48	-73,5
15/12/2011	5,975	4,383	18,85	15/12/2011	5,975	4,383	18,85	15/12/2011	5,975	4,383	18,85
15/12/2012	9,249	6,275	30,94	15/12/2012	8,895	6,035	29,75	15/12/2012	8,718	5,915	29,16
15/12/2013	11,975	7,087	40,40	15/12/2013	11,195	6,625	37,76	15/12/2013	10,457	6,189	35,28
TIR	48,38%	1,09%	15,21%	TIR	44,23%	-1,81%	11,91%	TIR	40,95%	-4,17%	9,21%
RESIDUAL	12,6	22,865	22,865	RESIDUAL	12,6	22,865	22,865	RESIDUAL	12,6	22,865	22,865

Resulta interesante que aún en el escenario menos favorable de los tres, la tir del cupón en pesos es del 40,95%, y en el escenario moderado del 44,23 por ciento. Mientras que para el de dólares, al tipo de cambio esperado, la tir en pesos llega al 9,21% en el escenario menos favorable.

Puntos a tener en cuenta:

- El viernes 16/9 el INDEC dió a conocer que el PBI creció 9,1 por ciento en el segundo trimestre con respecto al mismo período del año pasado, con lo que en el primer semestre del 2011 acumula un 9,5 por ciento. Por su parte el viceministro de Economía, Roberto Feletti señaló que el 2011 cerrará con un crecimiento del 8,3%; y varios economistas señalan que difícilmente el número sea inferior al 8 por ciento.



- Por otro lado, el presupuesto 2012 enviado al congreso la semana pasada prevé una expansión del 4,7%, mientras que los analistas hablan de un 5 por ciento.

Sobre el cupón en pesos:

- Entonces; hoy invertimos 16 pesos, y en menos de un año y medio nos devuelven algo más del 92% de la inversión (pagos del 2011 y 2012 correspondientes al PIB del 2010 y 2011 respectivamente). Todo lo que recibamos luego es ganancia, con la alta probabilidad de que en el 2013 volvamos a recibir pagos, ya que el crecimiento del PIB por encima del 3,3 % para el 2012 es casi un hecho. Esto es lo que refleja el cuadro anterior, donde solo con los tres próximos *payoffs* la tir alcanza un valor superior al 40 por ciento.
- Aún luego de recibir los próximos dos pagos, el cupón en pesos resta pagar cerca de 24 pesos de los 48 originales mencionados al principio del informe.
- El cupón no genera pagos para el año 2012 en caso de que el crecimiento sea menor al 3,3%, lo cual podría llegar a suceder en caso de que se agrave la situación en Europa y Estados Unidos y se genere una contracción económica global significativa. Este escenario es poco probable según la opinión de los analistas. Aún así los pagos del 15/12/11 y el 15/12/12 no están comprometidos por corresponder al crecimiento del 2010 y 2011 respectivamente.
- La curva de rendimientos de los bonos soberanos en pesos muestra que para instrumentos de una *modified duration* cercana a los 2 años la tir ronda el 20%.
- Existe negociación de opciones sobre el cupón en pesos, lo que permite además armar estrategias tales como *bulls spreads*, *bear spreads* y lanzamientos cubiertos.

Sobre el cupón en dólares:

- El precio de cierre del cupón el día viernes fue de \$73,5. A un tipo de cambio de 4,205, da un precio en dólares de 17,48, que es el utilizado para medir el flujo de los pagos futuros.
- Para los pagos del 15/12/11, 15/12/12 y el potencial pago del 15/12/13, calculamos la tir del cupón nominado en dólares en moneda estadounidense y también convertido a pesos al momento del pago (última columna de cada escenario). Para ello tomamos una depreciación del peso del 13% anual, en línea con lo que esperan los analistas y lo que marca la tasa de interés implícita en los futuros de dólar Rofex. De esta manera se puede comparar el flujo del cupón en pesos con el de dólares a un tipo de cambio esperado.
- Ahora bien, en caso de un aumento en las expectativas devaluatorias el cupón nominado en dólares comienza a ser más atractivo desde el punto de vista de que resguarda mejor el valor de la inversión. Además lleva pagados 7,39 de los 48 nominales sobre 100 originales (contra 8,2 del cupón en pesos).

Como se mencionó anteriormente, aún si el PIB de Argentina no alcanza el 3,3% en el 2012, para gatillar el pago del 15/12/2013, solo con los pagos de este año y el que viene el *dividend yield* (recupero) alcanza el 90% para el nominado en pesos (TVPP) y el 60% para el nominado en dólares (TVPY/TVPA). Esto lo asimila a un bono corto, con una *modified duration* (MD) cercana a 2 años; que al compararse con la tir y la MD de la curva en pesos y en dólares de los bonos soberanos de Argentina aumenta aún más el atractivo por el cupón¹.

Recordemos que aún si no se da dicho pago lo que nos queda es un instrumento por el que al 15/12/12 (luego de los pagos de este año y el que viene) hemos invertido 1,13 pesos por cada 24,93 pesos potenciales a cobrar hasta el año 2035. En el caso del nominado en dólares, esta relación es de 7 unidades pagadas contra 30 nominales por pagar. Esta información está reflejada en el sig. cuadro.

CUADRO 3 – Valor residual y paridades ex pago 15/12/12 al precio de hoy

INSTRUMENTO	VALOR EX 2012	RESIDUAL	PARIDAD
TVPP	1,13	24,93	4,5%
TVPY	7,06	30,192	23,4%

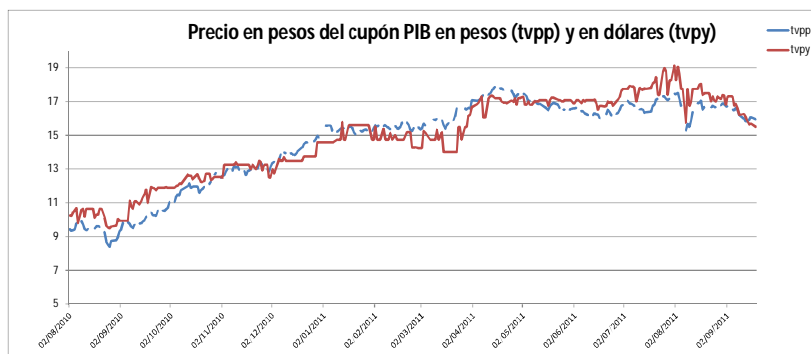
¹ La información referida a la curva de rendimientos de los bonos soberanos está disponible en forma gratuita en el Informe Diario que realiza el IAMC <http://www.iamc.sba.com.ar/>.



Global Agro Broker S.A.
Mercados Agrícolas y Financieros
Av. Córdoba 679 Piso 1 - CABA
+ (54.11) 4894.0243/7/8
www.GlobalAgro.com.ar



Por estas razones creemos que el cupón tanto en pesos como en dólares se encuentra subvaluado y el precio actual es atribuible a un mercado altamente volátil que está siendo castigado por el contexto de incertidumbre internacional con foco en la crisis de la zona euro y la capacidad que pueda tener Estados Unidos para impulsar su economía. A su vez, los próximos dos pagos que realizará el instrumento disminuyen considerablemente el riesgo de este, haciendo que la relación riesgo – beneficio sea una de las más atractivas no solo a nivel local, sino internacionalmente.



VENTAJAS

Alto rendimiento respecto de otros instrumentos de renta fija local y de la región en general.
Fuerte potencial de apreciación.
Rápido recupero del capital invertido.
Posibilidad de realizar estrategias con opciones en el caso del cupón nominado en pesos.

RIESGOS

Contexto internacional volátil que genere un *flight to quality*.
Los pagos se realizan con un año de atraso, por lo que el riesgo de tipo de cambio es una variable a considerar.

Este documento, y la información, opiniones, estimaciones y alternativas en él expresadas, han sido elaborados por GLOBAL AGRO BROKER S.A. para proveer a sus clientes información general correspondiente a la fecha de emisión del informe y están sujetas a cambios sin previo aviso. GLOBAL AGRO BROKER S.A. no se responsabiliza ni se encuentra obligado a notificar tales cambios o actualizar los contenidos del presente. Este documento y sus contenidos no constituyen una oferta, invitación o solicitud para la compra o suscripción de valores u otros instrumentos, ni para decidir o modificar inversiones. En forma alguna este documento o su contenido constituyen la base para un contrato, compromiso o decisión de cualquier tipo.