

ACTUALIZACIÓN DEL ANÁLISIS DE LOS CUPONES DEL PBI

FEBRERO, 2009

1. INTRODUCCIÓN	2
2. ANÁLISIS DEL CUPÓN DEL PBI	2
a. ESTIMACIÓN DE INPUTS	2
b. ESTUDIO DE REPAGOS Y COMPARACIÓN DE INSTRUMENTOS	3
3. CONCLUSIONES	4

Analista: Alejandro Vinitzky
avinitzky@maxinver.com

1. Introducción

En los últimos dos meses los títulos públicos argentinos han recuperado el interés de gran parte de los inversores. Esto se debe a que –en principio- existe un mayor consenso que el sector público logrará afrontar los vencimientos de 2009, y también algunas mejores previsiones para el 2010 en adelante. Por ejemplo, en los últimos días, el canje de préstamos garantizados para el tramo local redujo las necesidades de recursos por un monto importante para este año y transmitió al mercado una señal positiva.

Si bien la situación internacional plantea tensiones recesivas a nivel global, es interesante analizar los cupones atados al producto bruto argentino puesto que –en base a los precios de cierre del 25/02/2009- estarían repagando en 2009 más de la totalidad del capital invertido.

El presente informe evalúa dichos instrumentos, realiza comparaciones entre los denominados en dólares y el emitido en pesos, y estima el nivel de repago de los mismos.

2. Análisis del cupón del PIB

a. Estimación de inputs

Para valorar el cupón atado a la evolución del producto local es necesario contar con los siguientes inputs:

- *Tasa de crecimiento real:* de acuerdo a la última información suministrada por el INDEC, el crecimiento real de la economía para el año 2008 fue del 6,97%. Este dato surge del cociente de los PBI reales de 2008 y 2007 respectivamente, sobre la base de los datos que se presentan a continuación.

Cuadro I. PBI real

Año	PBI real (en millones de USD)
2007	359.170
2008	384.201

Fuente: INDEC, 2009.

- *Deflactor del PIB:* considerando los datos publicados por la Secretaría de Política Económica, durante los cuatro trimestres de 2008 se verificó un índice promedio de precios implícitos del PIB del orden del 19,5%. El siguiente cuadro expone los valores considerados para la obtención de dicha media.

Cuadro II. Índice de precios implícitos en el PIB corriente

Período	Índice de Precios Implícitos en el PIB	Variación (1) (%)	Variación (2) (%)
I-08	253,7	6,2	20,1
II-08	279,6	10,2	23,0
III-08	269,1	-3,8	19,5
IV-08	276,6	2,8	15,7

(1) Variaciones con respecto al período anterior.

(2) Variaciones con respecto al mismo período del año anterior.

Fuente: Secretaría de Política Económica, 2009.

b. Determinación de cupones

La valuación del cupón atado al PIB se puede efectuar una vez que, en base a los inputs señalados, se realicen los siguientes cálculos:

- ✓ *Deflactor acumulado:* para el año “n” se calcula como el producto del deflactor acumulado al año anterior por (1 + deflactor proyectado).
- ✓ *PBI real:* se determina como el producto del PBI real del año anterior, por (1 + tasa real de crecimiento esperada).
- ✓ *PBI nominal:* para el año “n” se obtiene como el PBI real para dicho año por el deflactor acumulado a igual fecha.
- ✓ *PBI base en moneda constante:* surge del prospecto de emisión del instrumento analizado y sirve como parámetro para determinar si se procede o no al pago del cupón.
- ✓ *Variación del PBI en moneda constante:* surge de dividir el PBI en moneda constante para el año “n” por el correspondiente a “n-1”.
- ✓ *PBI base nominal:* es igual al PBI base en moneda constante para el año “n” por el deflactor acumulado a igual fecha.
- ✓ *Exceso del PBI real:* es el resultado de la diferencia entre el PBI nominal y el PBI base nominal, ambos correspondientes al año “n”.

En base a dichos datos puede estimarse el próximo pago del cupón. Para ello, primero se debe calcular el 5% del exceso del PBI real del año “n” de acuerdo a lo estipulado en el prospecto de emisión del instrumento de deuda. Luego, se procede a dividir el resultado obtenido por la cantidad de valores nominales de cupones de PIB emitidos (este divisor asciende a los \$238.694 millones), para así identificar el pago a realizarse por cada 100 nominales.

A continuación puede observarse el cupón proyectado a pagarse en diciembre de este año.

Cuadro III. Proyección del cupón

Año	PIB a precios de mercado	PIB real	Deflactor acumulado (nominal / real)	Deflactor año vs. Año	PIB base moneda constante	Variación PIB moneda constante	PIB base nominal	Exceso del real	5%	Cupón por cada 100 nominales
2005	531.939	304.764	1,7454	1,0884	287.012	4,26%	500.955	30.984	1.549	0,6490
2006	654.439	330.565	1,9798	1,1343	297.211	3,55%	588.406	66.033	3.302	1,3832
2007	812.072	359.189	2,2608	1,1420	307.369	3,42%	694.914	117.158	5.858	2,4541
2008	1.038.000	384.201	2,7017	1,1950	317.520	3,30%	857.848	180.152	9.008	3,7737

Fuente: Elaboración propia.

b. Estudio de repagos y comparación de instrumentos

Considerando el cupón proyectado a pagarse este año y los precios de cierre del TVPP, TVPA y TVPY al 25 de febrero de 2009, pueden observarse los niveles de recupero ofrecidos por el mercado para cada uno de ellos. Cabe mencionar que para estimar el importe en dólares a cobrarse este año, se procedió a multiplicar el cupón proyectado en pesos por el tipo de cambio base vigente al momento de emisión del activo estudiado, para luego dividir el resultado obtenido por el tipo de cambio promedio de la segunda quincena de diciembre de 2008 (esto emerge de las condiciones de emisión del instrumento analizado):

$$\text{Cupón en USD} = \frac{\text{Cupón en \$} \times \text{Tipo de cambio base}}{\text{Tipo de cambio promedio segunda quincena 2008}}$$

$$\text{Cupón en USD} = \frac{3,7737 \times 2,9175}{3,4281} = 3,2116$$

En base a las consideraciones planteadas, el siguiente cuadro resume los recuperos correspondientes a cada activo. Tal como puede apreciarse, los instrumentos denominados en dólares presentan repagos más elevados que el TVPP lo cual señala la conveniencia de privilegiar al TVPA y TVPY respecto del denominado en pesos.

Cuadro IV. Evaluación de repagos

Instrumento	Precio en moneda de denominación	Cupón en moneda de denominación	Repago
TVPP	3,70	3,7737	102%
TVPA	2,68	3,2116	120%
TVPY	2,68	3,2116	120%

Tipo de cambio al 25/02/2009 = 3,57 \$ / USD

Fuente: Elaboración propia.

3. Conclusión

El cupón del PIB es un instrumento que efectúa pagos en función de la evolución del producto bruto, siendo condición necesaria para ello que el crecimiento real alcanzado por la economía supere el 3% anual (3,30% para 2008, 3,29% para 2009 y 3,26% para 2010) y que el PBI real sea mayor al PBI base proyectado en las condiciones de emisión.

Si bien la recesión global no permitiría alcanzar la meta de crecimiento planteada durante 2009 para que el instrumento analizado realice un pago en diciembre de 2010, es interesante considerar que dicho activo repaga este año al menos el 100% del capital invertido. Asimismo, si no hubiera una fuerte recesión que consumiera el exceso del PBI nominal actual sobre el nivel de producto nominal base y durante los próximos 26 años existieran años de crecimiento real superior al 3% anual, se recibirían pagos adicionales.

Cabe mencionar que el cociente entre el nivel de producto proyectado para 2008 a valores de mercado respecto del PBI base, demuestra que el primero es aproximadamente un 21% superior al segundo lo cual señala que para cobrar cupones durante los próximos años lo importante es alcanzar un crecimiento real por encima del 3% anual, salvo que existiera un escenario –altamente improbable- de una recesión que absorbiera ese 21% acumulado.

Por otra parte, considerando los precios de los cupones del PIB al 25/02/2009, los instrumentos denominados en dólares repagan un porcentaje superior al TVPP: el TVPA y el TVPY permiten recuperar aproximadamente un 120% del capital invertido, frente al TVPP que brinda la posibilidad un repago del orden del 102%.

Respecto del producto estudiado, es válido aclarar que existen principalmente dos aspectos a tomar en cuenta: I) los pagos realizados por el activo estudiado se efectúan en términos nominales un año después desde que se calcula dicha suma, lo cual introduce un riesgo adicional ante futuros escenarios de inflación significativa, y II) el pago de los cupones correspondientes al TVPA y al TVPY son en dólares, con lo cual si bien actualmente el stock bruto de reservas internacionales -al cual habría que restarle estrictamente algunas partidas- es relevante y el BCRA ha demostrado su capacidad para administrar una flotación del tipo de cambio sin generar grandes preocupaciones en el público en general, el sector público debe disponer de cerca de USD 1750 millones para cumplir con los pagos de los tres instrumentos atados al PIB. Esta suma se obtiene al considerar que sólo cerca del 75% de los tenedores de títulos se adhieren al canje, que aproximadamente el 30% de la emisión fue en dólares, y que para el 70% restante denominado en pesos se espera el gasto en ésta moneda se licue para diciembre de este año dada una devaluación proyectada en el tipo de cambio que ubicaría a éste en los 4 \$ / USD hacia esa fecha.

Estimamos que la relación riesgo-beneficio resulta positiva para la compra del cupón atado al PIB, particularmente para el TVPA y TVPY. En nuestra opinión, cabe considerar que en cada año posterior que se crezca arriba del 3% (y recordamos que faltan 26 años), el inversor podría cobrar en términos nominales un importe similar al proyectado a cobrarse en diciembre de 2009.

Sobre esta base y tomando en cuenta que esos importes serían en valores futuros y no en valores presentes, podría estimarse que deberíamos computar que si este escenario se da solo

en tres de los próximos 26 años (es difícil estimar cuándo), el valor actual podría ser de solo un año de pagos adicionales al previsto en diciembre de 2009. De esta forma, un fair value de cotización en el mercado secundario debería ser del doble del actual. Sin embargo, para ser aún más conservador e incluyendo algún costo adicional por un eventual riesgo de default, estimamos que –de cualquier manera- un valor justo para el instrumento no debería ser inferior al 50% sobre el precio actual de mercado.

Por ahora el mercado está valuando los cupones solo sobre la proyección de lo que se pagará en diciembre de 2009, y olvidándose del resto de los años. Esto solo sería válido si la estimación de un potencial default en el 2009 tuviera cierta relevancia. Tal como explicáramos, debería interpretarse que la probabilidad de esto último es reducida.