

Introducción

En los últimos meses se ha verificado un deterioro en la confianza de los inversores en los mercados local e internacional. Esta conducta respondió a una mayor percepción de riesgo que, para el caso argentino, puede identificarse a partir de la evolución del riesgo país (por ejemplo, mediante el indicador EMBI+ Argentina).

Dicho incremento en el riesgo percibido por los inversores se ha visto afectado –entre otros factores- por la potencial desaceleración del ritmo de actividad local. Como consecuencia, han caído las cotizaciones de los instrumentos atados al PIB, y el BCRA –según se ha comentado- debió intervenir en el mercado para frenar el descenso en dichos precios.

A continuación se expone un análisis, proyección y valuación de los próximos pagos que podrían ser devengados por el cupón del PBI emitido en pesos.

Proyección de cupones

a. Estimación de inputs

Para valuar el cupón atado a la evolución del producto local es necesario proyectar los siguientes inputs:

- *Tasa de crecimiento real esperada*: considerando un escenario de desaceleración económica pero con crecimiento en el nivel de actividad esperado, entendemos consistente una tasa real de crecimiento proyectada del 6% para 2008¹. Si bien econométricamente podrían desarrollarse cálculos más complejos para identificar dicha tasa, en la sección “análisis de sensibilidad” puede observarse la baja fluctuación relativa en los pagos esperados del cupón ante cambios de hasta un $\pm 20\%$ en dicha variable.
- *Deflactor esperado del PIB*: proyectamos que el mismo ascenderá al 15%, es decir, que existirá un leve incremento en este valor respecto del aproximadamente 14% correspondiente a 2007.

b. Determinación de cupones

La valuación del cupón atado al PIB se puede concretar una vez que, en base a las estimaciones realizadas, se realicen los siguientes cálculos:

- ✓ *Deflactor acumulado*: para el año “n” se calcula como el producto del deflactor acumulado al año anterior por $(1 + \text{deflactor proyectado})$.
- ✓ *PBI real*: se determina como el producto del PBI real del año anterior, por $(1 + \text{tasa real de crecimiento esperada})$.
- ✓ *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.

¹ Consideramos que un crecimiento real del orden del 6% anual para 2008 resulta consistente, a pesar de que el nivel de tasa que surge del consenso de economistas publicado por el BCRA informa una media estimada de aproximadamente un 7% (este último dato se encuentra disponible en: <http://www.bcra.gov.ar/estadis/es070100.mht>).

- ✓ *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 proyectado. 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 la implementación de los pasos y cálculos detallados. En dicho sentido, Maxinver ha determinado el cupón que debería pagarse este año (en base a los datos correspondientes a 2007) y ha proyectado el pago esperado para 2009 a partir de los supuestos inicialmente explicados:

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	989.916	380.741	2,6000	1,1500	317.520	3,30%	825.544	-164.372	-8,219	3,4432

Divisor	238.694
---------	---------

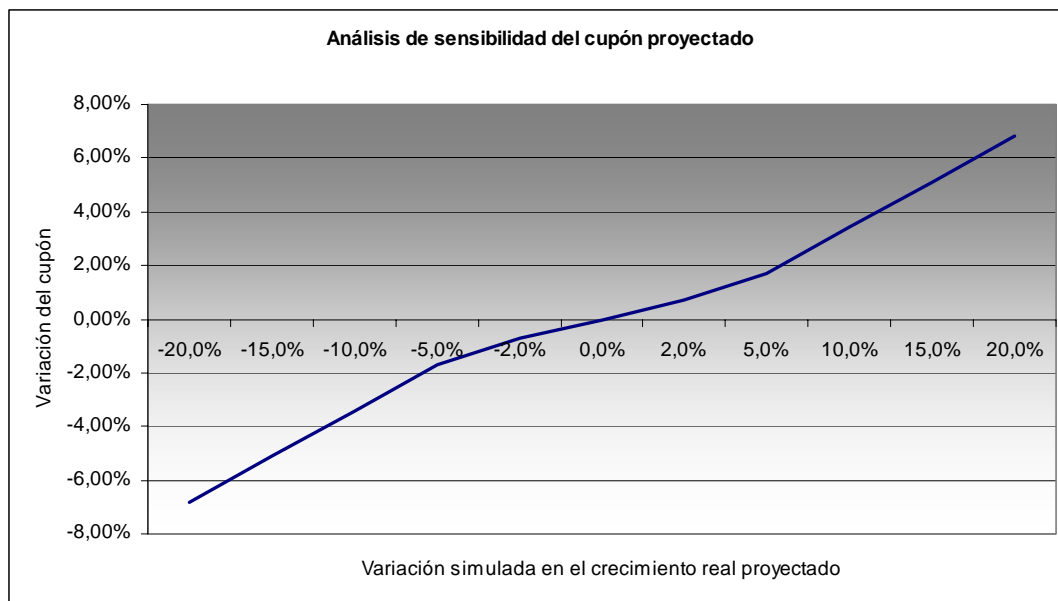
Fuente: Elaboración propia.

c. Análisis de sensibilidad

Tal como se ha aclarado en la sección “estimación de inputs”, la sensibilidad de los pagos del cupón ante fluctuaciones menores en el nivel real de crecimiento esperado es baja.

Cabe mencionar que existe una acumulación de mayor crecimiento sobre el PBI base que resulta relevante para los últimos años. El cociente entre el nivel de producto proyectado para 2008 a valores de mercado respecto del PBI base nominal, demuestra que el primero es aproximadamente un 19% 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.

A continuación puede observarse, que –tomando como ejemplo un parámetro de tasa real de crecimiento proyectada del 5,5% para el año 2009-, frente a desvíos de hasta el ± 20% en dicha variable, los pagos devengados se modifican en menos de un ± 8%.



Fuente: Elaboración propia.

Valuación de los pagos devengados por el cupón

A los efectos de determinar el valor presente de los pagos a ser devengados por el cupón del PBI durante 2008 y 2009, es necesario descontar a los mismos a una tasa que resulte apropiada y consistente con el análisis realizado.

Para ello, Maxinver ha considerado las tasas que pagan los grandes bancos privados mayoristas en concepto de plazos fijos por imposiciones a 6 y 18 meses. Luego, ha calculado las tasas directas correspondientes a los plazos que tienen lugar entre la fecha de hoy y los días en que se efectúan los pagos. Finalmente, se adicionaron a éstos valores las primas de riesgo proporcionales en virtud de tratarse de títulos públicos argentinos.

Plazo	6 meses	18 meses
Tasa nominal anual (TNA)	13,00%	14,50%
Periodo de Capitalización (días)	360	360
Plazo de Imposición (días)	137	502
Días de año	360	360
Tasa de interés efectiva anual	13,00%	14,50%
Tasa directa	5%	21%
Prima de riesgo nominal anual - títulos públicos	5%	5%
Prima de riesgo proporcional - títulos públicos	2%	7%
Tasa de descuento	7%	28%

Fuente: Elaboración propia.

En función de la aplicación de ambas tasas de descuento, pueden obtenerse los siguientes resultados:

	Pago correspondiente a	
	2007	2008
Pago esperado	2,4541	3,4432
Valor presente	2,3008	2,6951

Fuente: Elaboración propia.

Conclusión

Si bien en los últimos meses se ha verificado una tendencia vendedora del cupón del PBI, el BCRA –según se ha comentado- intervino en el mercado para frenar dicha caída. En consecuencia, técnicamente el instrumento analizado ha experimentado un rebote.

Cabe adicionar que el activo en cuestión devenga pagos que ascenderían a \$2,30 por cada 100 nominales para 2008, y \$2,69 por cada 100 nominales para 2009, medidos en valor presente.

Al precio actual del cupón de \$8,70, en términos de valor actual entre fines de 2008 y de 2009 se cobraría la suma de \$5, es decir, un 57% del precio del instrumento analizado.

Si no hubiera una fuerte recesión que consumiera el exceso del PBI nominal actual sobre el nivel de producto nominal base, el resto del valor presente se podría recuperar si durante los

próximos 25 años existieran entre 3 y 6 años de crecimiento real superior al 3% anual. De todas formas, vale aclarar que dicha recuperación dependerá del momento en que ocurran tales eventos y de las tasas anuales de inflación que existan. Esto último responde a que los pagos se realizan en términos nominales un año después desde que se calcula dicha suma.

Dado que el cupón del PBI devenga pagos en función de las variaciones experimentadas en el nivel del producto local, resulta clave identificar la sensibilidad del mismo ante fluctuaciones en la tasa real de crecimiento proyectada. A partir de dicha evaluación, puede observarse la baja sensibilidad que presenta el instrumento en dicho sentido para el año 2008.

En función de lo expuesto y aún ante un escenario de desaceleración económica, la relación riesgo – beneficio resulta positiva al evaluar la potencial tenencia del cupón atado al PBI. Si bien existe el riesgo de que –frente a una situación de default- dicho instrumento no posea un valor nominal de canje, consideramos este escenario poco probable.