
Informe sobre las Unidades Vinculadas al Crecimiento del PIB

Comparación Cupones
en Pesos y Dólares

Lic. Mariano Peretti
mperetti@maxinver.com

Análisis de los Cupones de PIB

El presente informe tiene como objetivo analizar los retornos asociados a los cupones atados al crecimiento del producto interno bruto (PIB) nominados tanto en pesos (TVPP) como en dólares (TVPY), para lograr establecer un análisis comparativo y obtener conclusiones sobre bajo que escenarios, resultaría o no, conveniente la compra de los bonos en pesos o en dólares.

Para esto, se establecieron los siguientes supuestos:

- Escenarios de Crecimiento para 2011
 - Optimista: 8%
 - Medio: 7%
 - Pesimista: 6%
- Deflactor del PIB: 16%
 - Tanto el escenario pesimista de crecimiento, como el % de deflactor, son muy improbables y se ponen al efecto de acercarse al peor escenario
- Tipo de Cambio oficial al día de la fecha (“spot billete vendedor”): \$ 4,24
- Tipo de Cambio para el cálculo de cupones en dólares: \$ 4,3
- Tipo de Cambio ROFEX a Diciembre 2011 (DODic11): \$ 4,285
- Tipo de Cambio Diciembre 2012 resulta del tipo de cambio ROFEX a Octubre (DOOct12 = \$ 4,88) más un previsible costo financiero (desde octubre a diciembre) del 4%, da como resultado un tipo de cambio de \$ 5,075
- Tipo de Cambio “Contado con liquidación” a la fecha: \$ 4,65
- Escenarios de brecha entre tipo de cambio oficial y “Contado con liquidación”
 - Optimista: 5%
 - Medio: 10%
 - Pesimista: 30%
 - Obviamente, existen otras diferencias potenciales a considerar tanto entre el dólar billete y el dólar transferencia como entre los tipos de cambio que considera el ROFEX y los tipos de cambio efectivos de compra/venta de divisas en el mercado oficial. Sin embargo, estimamos que esas diferencias no modifican el análisis de fondo.
- Precio Actual TVPP: \$ 14,15 // TVPY: \$65,75

Dados estos lineamientos, los pagos resultantes correspondientes a las unidades vinculadas al crecimiento serían los siguientes:

| Pagos | Dic. 2011 | Crecimiento 2011 | Dic. 2012 |
|-------|------------|------------------|------------|
| TVPP | \$ 5,9754 | Optimista 8% | \$ 8,8191 |
| | | Medio 7% | \$ 8,4685 |
| | | Pesimista 6% | \$ 8,1179 |
| Pagos | Dic. 2011 | Crecimiento 2011 | Dic. 2012 |
| TVPY | USD 4,3828 | Optimista 8% | USD 5,9836 |
| | | Medio 7% | USD 5,7458 |
| | | Pesimista 6% | USD 5,5079 |

Tomando como base los supuestos, y los pagos previamente establecidos, se elaboró la siguiente tabla que compara la tasa de recupero¹ tomando en cuenta los pagos del TVPY y los del TVPP expresados en dólares.

1. La columna %TVPY “Oficial” considera la tasa de recupero tomando como inversión inicial la cotización en pesos dividido por el tipo de cambio oficial actual. A su vez, para el cobro de diciembre de 2011 se toma lo oficialmente ya reconocido, y para diciembre de 2012 se toma el cobro esperado en pesos dividido por un tipo de cambio de \$ 4,3 (ver supuestos).
2. La columna %TVPY “C.L”: La diferencia que tiene respecto a la primera es que la inversión inicial se expresa en dólares al tipo de cambio “contado con liquidación” actual.
3. %TVPP Oficial: Considera como inversión inicial, el precio del TVPP expresado en dólares al tipo de cambio actual. Los pagos a diciembre 2011 se “dolarizan” al tipo de cambio ROFEX DODic11, y los correspondientes a 2012, al tipo de cambio ROFEX Octubre 2012 + 4% (Ver supuestos).
4. %TVPP CL: Para la inversión inicial toma el costo en pesos y lo divide por el “contado con liquidación” actual. Para estimar los pagos en pesos (expresados en dólares) de 2011 y 2012, se tomaron los tipo de cambio oficiales “proyectados” con un “plus” del 5%, 10% y 30% (“brecha”) (Ver supuestos).

| | %TVPY | %TVPY | %TVPP | %TVPP CL | | |
|-----------|---------|--------|---------|----------|--------|--------|
| | Oficial | C.L | Oficial | 5% | 10% | 30% |
| Optimista | 66,85% | 73,31% | 93,85% | 98,03% | 93,57% | 79,18% |
| Medio | 65,32% | 71,63% | 91,78% | 95,87% | 91,51% | 77,43% |
| Pesimista | 63,78% | 69,95% | 89,71% | 93,70% | 89,45% | 75,68% |

¹ % de Recupero = Pagos Acumulados 2011 – 2012 / Cotización Actual

Conclusiones:

Como podemos ver en la tabla, el mejor resultado esperado con TVPY (tipo de cambio a diciembre de 2011 de \$ 4,30 y crecimiento del 8% (2011)), es similar al escenario más pesimista con el TVPP (tipo de cambio de \$ 6,60 y crecimiento del 6% (2011)).

El análisis del TVPA, dadas las similitudes de cotización con el TVPY es análogo.

Como se puede observar, en todos los escenarios, el % de recupero en el cupón en pesos es igual o superior al 75%.

No se realizaron proyecciones para el año 2012, ya que, el determinante es un crecimiento inferior o superior al 3,27% real. Si fuera superior a esto, razón por la cual, se habilita el pago, el cupón resultante en diciembre de 2013, sería superior a los \$ 10.- (alrededor del 70% del precio actual).

En resumen, la inversión en TVPP resulta más que razonable. Esto no quita (ya lo vimos a fines de 2008, principios de 2009) que la cotización en el mercado secundario puede sufrir bajas adicionales, muy difíciles de mensurar.