



# Informe sobre las Unidades vinculadas al Crecimiento del PBI

21/12/2011

### Resumen Ejecutivo

El presente informe tiene como objetivo analizar los retornos asociados a los cupones atados al crecimiento del producto bruto interno (PBI) nominados tanto en pesos (TVPP), como en dólares (TVPY). El principal objetivo del informe es poder comparar bajo que circunstancias del tipo de cambio, cual instrumento resulta más conveniente en términos comparativos de dólares invertidos hoy versus la suma de los dólares a cobrar en diciembre del 2012 más diciembre del 2013 (si es que Argentina crece al 3,5% real durante el 2012).

Para esto se establecieron los siguientes supuestos:

- Crecimiento del PBI para el año calendario actual (2011): 9%.
- Crecimiento del PBI para el año 2012: 3,5%.
- Deflactor del PBI (diferencia en el crecimiento del PBI nominal y el PBI real: 20% (2011) y 15% (2012)).
- Dólar oficial actual: \$4,3
- Tipo de cambio oficial para diciembre 2012: \$4.95 (si se supone que la devaluación oficial será mayor, este valor se puede fijar comprando dólares futuros en el mercado de Rofex).
- Tipo de cambio oficial para diciembre 2013: \$5,7 (supone una devaluación del 15%).
- Dólar blue actual: \$4,65 (lo que significa una brecha entre el dólar paralelo y el oficial de casi un 9%).

Con estos supuestos los pagos estimados para el 2012 y el 2013 respectivamente son los siguientes:

	Dic. 2012	Dic. 2013	Total	Precio		
				Pesos	Dólar oficial	Dólar blue
TVPP	\$ 9,49	\$ 11,37	\$ 20,86	\$ 11,06	USD 2,57	USD 2,38
TVPY	USD 6,44	USD 6,70	USD 13,14	\$ 57,00	USD 13,26	USD 12,26

El análisis que vamos a realizar consta en ver cuál será la tasa de recupero sobre el monto invertido hoy en cada instrumento, bajo distintos escenarios del tipo de cambio paralelo (el tipo de cambio al que pueda acceder los inversores en TVPP para transformar los pesos recibidos en dólares, en el caso que no tengan acceso al tipo de cambio oficial por cualquier tipo de restricciones). Obviamente en el caso en el que el comprador de TVPP pudiera acceder a los tipos de cambio oficiales, la ventaja de comprar este bono sobre TVPY se potenciaría sensiblemente.

TVPP valuado en dólares paralelos						
Precio	Brecha del blue al oficial	Pago Diciembre 2012	Dólar Diciembre 2013	Pago Diciembre 2013	Total	% recupero
USD 2,38	+15%	USD 1,67	\$ 6,55	USD 1,74	USD 3,40	143,10%
	+30%	USD 1,47	\$ 7,40	USD 1,54	USD 3,01	126,59%
	+30%	USD 1,47	\$ 10,60	USD 1,07	USD 2,55	107,09%
TVPY valuada la compra actual en dólares paralelos						
USD 12,26		USD 6,44		USD 6,70	USD 13,14	107,19%

Del anterior cuadro podemos leer que, el precio en dólares (blue de \$4,65) de TVPP; si se toma una devaluación oficial del 15% anual para el 2012 y el 2013; y se supone una brecha de un 15% en el mercado cambiario. El porcentaje de recupero es del 143% en tan solo 2 años, comparado con un 107% para TVPY.

Otra conclusión que podemos ver es que para que el porcentaje de recupero en términos de dólares sea similar en ambos instrumentos tenemos que suponer un dólar paralelo para diciembre del año 2013 de \$10,6. Esto es suponiendo una brecha del 30% para el dólar en el 2012, es decir, un dólar paralelo de \$6,44. Dado que estimamos a este escenario como muy poco probable, podemos concluir que, dados los precios que se presentan en el mercado, TVPP sigue presentándose como una mejor alternativa en términos de retorno en dólares.

Por último, podemos mencionar que si bien el supuesto más importante del presente informe es el crecimiento para el 2012 de un 3,5% (un crecimiento inferior a 3,27% real, supone que no se paga cupón en el 2013). En nuestra opinión, salvo maquillaje del Indec, ese nivel de crecimiento es hoy un escenario optimista. Los riesgos asociados a la situación internacional son altos. Si no se creciera por sobre el nivel necesario durante el 2012, el recupero de TVPP en dólares, en el peor de los escenarios plantados, ronda el 62%. Mientras que TVPY tendría un recupero del 52%.

Por lo que podemos concluir que en todos los escenarios planteados, TVPP posee mejores rendimientos que TVPY. Esto significa que aún vemos a TVPP como la mejor opción, si se desea especular con que durante el 2012 se devengará cupón para el 2013. Caso contrario, los precios actuales del TVPP estarían cercanos a su techo.