

**Paula Premrou**

DIRECTORA DE PORTFOLIO PERSONAL  
[ppremrou@portfoliopersonal.com](mailto:ppremrou@portfoliopersonal.com)

**Sabrina Corujo**

JEFA DE RESEARCH  
[scorujo@portfoliopersonal.com](mailto:scorujo@portfoliopersonal.com)

**Florencia Mosteirín**

ANALISTA  
[fmosteirin@portfoliopersonal.com](mailto:fmosteirin@portfoliopersonal.com)

### EL MAYOR ATRACTIVO DE LOS CUPONES, ESTARÁ EN QUE SE GARANTICE UN PAGO POR EL CRECIMIENTO 2012

10 DE ENERO 2011

*La unidad vinculada al PBI quedó demostrado que fue uno de los activos más atractivos del mercado local en los últimos años. De hecho, por el cupón el Gobierno ha realizado hasta el momento cuatro pagos -por el crecimiento del país en el 2005, 2006, 2007, y 2008- por un total de USD 4.000 millones. Ahora bien, la pregunta que nos debe ocupar a futuro es que debemos mirar hacia adelante para determinar cuál es su potencial a mediano-largo plazo.*

*En este sentido, lo primero será explicar las variables que más pesan al momento de determinar su valor teórico, aunque queda claro que la mayor sensibilidad lógicamente se observa con respecto a la tasa de expansión del producto. De hecho, debemos mencionar que el fuerte crecimiento acumulado en los últimos años ha llevado a que el PBI real supere a fines de 2010 en aproximadamente \$80.000 millones al PBI establecido por el caso base en el prospecto de emisión. Por ende, se entiende que de las tres condiciones que tienen que cumplirse para disparar un pago, solo es necesario que se cumpla la segunda: que la variación del PBI real supere a la variación estimada para el PBI del caso base en un año. Sin ir más lejos, y si miramos hacia adelante, es claro que por el crecimiento del 2010 ya se asegura un pago en diciembre de 2011. Por ejemplo, una variación del 8.5%, el pago del TVPP sería de aproximadamente \$ 5.77 y del TVPA-TVYPY de USD 4.2.*

*Entonces, lo relevante será lo que sucederá con el crecimiento este año (aunque acá existe una gran probabilidad a un nuevo pago) y el próximo. El mayor atractivo de este instrumento, de hecho, se disparará si se asegura al menos estos dos pagos más*

*En este marco, es que en vez de valuar el cupón como en informes previos, decidimos hacerlo como si fuera un título. Incluso el colchón acumulado de crecimiento y la mayor certeza respecto de los próximos dos pagos futuros lo asemejan más a un bono que a un derivado. De esta forma, si suponemos que la condición de variación del PBI se cumple de acuerdo al prospecto de ahora más, llegamos a un precio teórico de USD 28.3 y \$ 26.3 para las unidades denominadas en dólares y pesos, respectivamente. Con respecto a los precios actuales, en tanto, esto implicaría subas potenciales de entre el 69% y 78%. Y la TIR sería para el TVPY sería de 28.2% y la del TVPP de 39.5%. Incluso de darse este escenario los pagos del cupón en pesos se extinguirían en 2015, y los del cupón en dólares en el 2018, y en ambos casos los inversores estarían recuperando más del 250% de su inversión inicial.*

*Mientras que bajo una visión más conservadora, podemos castigar la estimación y suponer que el cupón no paga por dos años (2013-2014). Esto nos daría un precio teórico de USD 25.3 y \$ 24.15 para las unidades denominadas en dólares y pesos, respectivamente, lo que seguiría implicando subas potenciales de entre el 60% y 54% con respecto a los actuales niveles.*

*Bajo este análisis, seguimos creyendo que los cupones continúan siendo un activo atractivo a mediano plazo. Poseen un potencial de up-side interesante y se presentan como baratas con respecto a otros activos locales. Puntualmente, nos inclinamos por el de dólares que permite estar al inversor más cubierto ante una eventual devaluación, a la vez que presentan una TIR realmente elevada si la comparamos con un bono de similar vencimiento.*

## EL MAYOR ATRACTIVO DEL CUPON ESTARÁ EN GARANTIZAR UN PAGO EL 2012

La unidad vinculada al PBI quedó demostrado que fue uno de los activos más atractivos del mercado local en los últimos años superando, incluso, las ganancias promedio que han mostrado los títulos públicos en pesos o en dólares y hasta el Merval durante el período 2009-2010, tal como lo demuestra el cuadro adjunto.

Período	TVPA	TVPP	Bonos en \$	Bonos en USD	Merval
2006	177,1%	142,9%	13,0%	26,1%	35,4%
2007	-16,2%	-26,1%	-12,5%	-12,9%	2,9%
2008	-75,3%	-53,4%	-46,1%	-55,3%	-49,8%
2009	248,9%	104,1%	147,5%	135,4%	114,0%
2010	137,7%	219,8%	52,0%	12,8%	51,8%

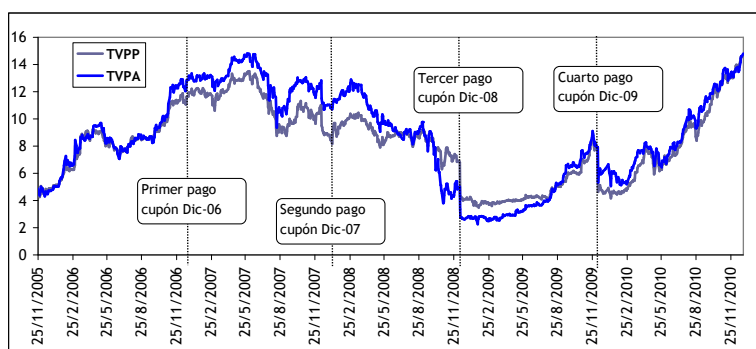
Uno de los fundamentos básicos para tal performance se encuentra no sólo en los drivers favorables para el país en los dos años pasados, lo que ha dado valor a esta opción - entre ellos, el fuerte crecimiento-, sino también en el hecho de haber sido incorporado en los informes de los mayores bancos extranjeros como una posibilidad más de inversión dentro de LATAM en general, y en Argentina en particular. De hecho, más de una vez estas entidades, han impulsado el apetito por este activo al resaltar su atractivo con recomendaciones prácticamente generalizadas de compra.

Recordemos que este instrumento fue entregado a todos los tenedores de deuda en default que aceptaron participar del canje realizado por el gobierno de Néstor Kirchner en febrero de 2005, y también en las reaperturas del mismo en junio pasado como en la actual (esta última, no obstante, proyectada como muy marginal considerando las emisiones anteriores). Funciona básicamente como una opción, ya que los pagos son contingentes a que se cumplan las siguientes tres condiciones:

- 1.- Que para el año de referencia, el PBI real exceda al PBI del caso base establecido por el gobierno.
- 2.- Que para el año de referencia, el crecimiento anual del PBI real exceda al ritmo de crecimiento indicado para ese año por el caso base.
- 3.- Que los pagos totales no excedan el capital ya establecido en las condiciones de emisión para la unidad. Específicamente, un techo de 0.48, según sea la moneda.

De hecho, sólo si estas tres condiciones se cumplen, quienes tengan los cupones tendrán derecho a recibir pagos por el 5% del excedente del PBI disponible hasta el 2035 (año en el que vence o expira la opción siempre y cuando, claro está, no se haya ya alcanzado los pagos totales establecidos -condición 3-).

### EVOLUCION DEL CUPON Y SUS PAGOS DESDE SU DESPRENDIMIENTO



Hasta el momento se han efectuado cuatro pagos: por el crecimiento del país en el 2005, 2006, 2007, y 2008. En sí, pagó todos los años desde su emisión (en 2005), menos lógicamente por el crecimiento del 2009, producto de que el PBI sólo mostró una tasa oficial de expansión menor al 1%.

## LOS CUATRO PAGOS EFECTUADOS

	2006 (Crecimiento 2005)		2007 (Crecimiento 2006)			
	Monto total Primer Cupón (en mon. orig.- mill)	Monto por c/ 100 VN	Monto total Primer Cupón (en USD- mill)	Monto total Primer Cupón (en mon. orig.- mill)	Monto por c/ 100 VN	Monto total Primer Cupón (en USD- mill)
En pesos	559,22	0,64909	183,35	1.141,93	1,38336	364,25
En USD Ley Arg.	18,27	0,62449	18,27	38,29	1,31822	38,29
En USD Ley NY	89,84	0,62449	89,84	189,64	1,31822	189,64
En Euros Ley UK	78,15	0,66182	102,37	149,03	1,26213	213,83
En yenes Ley J	261,20	0,68076	2,21	558,67	1,45607	4,95
<b>Total</b>			<b>396,04</b>			<b>810,98</b>

PBI (en mill USD)	104.263,7	107.525,4
Como %	0,4%	0,8%

	2008 (crecimiento 2007)		2009 (crecimiento 2008)			
	Monto total Primer Cupón (en mon. orig.- mill)	Monto por c/ 100 VN	Monto total Primer Cupón (en USD- mill)	Monto total Primer Cupón (en mon. orig.- mill)	Monto por c/ 100 VN	Monto total Primer Cupón (en USD- mill)
En pesos	2.026,38	2,4548	592,16	1.440,45	3,72	384,12
En USD Ley Arg.	66,23	2,2798	66,23	83,79	3,17	83,79
En USD Ley NY	327,98	2,2798	327,98	455,88	3,17	455,88
En Euros Ley UK	234,41	1,9852	315,61	335,31	2,88	486,20
En yenes Ley J	926,65	2,41512	10,20	1.019,29	2,7	11,40
<b>Total</b>			<b>1.312,18</b>			<b>1.421,39</b>

PBI (en mill USD)	118.484,4	106.130,8
Como %	1,1%	1,3%

En total, el Gobierno ya ha desembolsado -en las cuatro series de cupones emitidos: en pesos, en dólares (Ley Argentina y Ley Nueva York), en euros (Ley Inglesa) y en Yenes- unos casi USD 4.000 millones. Los pagos totales por año han sido crecientes, aún cuando el Gobierno ha recomprado o canjeado montos importantes de cupones -en especial, los de pesos-. Por ejemplo, las AFJP habían transferido una fuerte cartera de los warrants al ANSES cuando fueron estatizadas (septiembre 2008), que luego fueron recompradas por el Gobierno. Hoy, prácticamente, el Fondo de Garantía de Sustentabilidad no cuenta con cupones en su cartera.

Incluso el peso sobre el PBI de los pagos efectuados por el Gobierno en los últimos cuatro años, ha sido creciente pasando del 0.4% en el 2006 hasta arriba del aprox. 1.3% en el 2009.

## EVOLUCION DE LA CANTIDAD DE CUPONES

CUPONES EN CIRCULACION	31/12/2005	31/12/2006	31/12/2007	31/12/2008	31/12/2009	Var. % (1)	30/6/2010	Var. % (2)
GDP UNITS - U\$S - LEY NY	14.476.382	14.386.423	14.386.423	14.386.423	14.386.489	-0,6%	16.755.017	16%
GDP UNITS - U\$S - LEY ARG	2.924.835	2.924.835	2.905.015	2.896.785	2.644.330	-9,6%	2.855.329	8%
GDP UNITS - ARP - LEY ARG	86.445.909	86.153.880	82.547.737	81.913.091	38.723.719	-55,2%	38.488.409	-1%
GDP UNITS - EUR - LEY INGLESA	11.864.445	11.807.860	11.807.860	11.807.860	11.807.860	-0,5%	15.970.835	35%
GDP UNITS - YEN - LEY JAPONESA	38.368.642	38.368.642	38.368.642	38.368.642	38.368.642	0,0%	43.091.816	12%

Fuente: Valor nominal - En miles

(1) Variación en la cantidad nominal de cupones desde la emisión hasta el 31-12-09. Refleja la caída producto de las recompras del Gobierno.

(2) Variación en la cantidad nominal de cupones desde el 31-12-09 al 30-06-10, según las cifras del MECON. Refleja el efecto de la primera parte del canje.

Ahora bien, resaltado cuándo pagó, cómo y por qué, la pregunta que nos debe ocupar a futuro es que debemos mirar hacia delante para determinar cuál es el potencial de este instrumento en el mediano-largo plazo.

En este sentido, lo primero será explicar las variables que más pesan al momento de determinar su valor teórico y, en consecuencia, las que hay que monitorear. Y estas son, en principio, tres: 1) el crecimiento del PBI; 2) la tasa de descuento de los flujos futuros de pago; y 3) la evolución del tipo de cambio real.

La mayor sensibilidad, lógicamente, se observa con respecto a la tasa de expansión del producto. De hecho, el fuerte crecimiento acumulado en los últimos años ha llevado a que el PBI real supere a fines de 2010 en aproximadamente \$80.000 millones al PBI establecido por el caso base en el prospecto de emisión. Así el PBI tendría que caer un 16% en 2011, por ejemplo, para que la primera condición para el pago no se efectivice. Por ende, se entiende que de las tres condiciones que tienen que cumplirse para disparar un pago, solo es necesario que se cumpla la segunda: que la variación del PBI real supere a la variación estimada para el PBI del caso base en un año.

Si miramos hacia adelante, es claro que el crecimiento del 2010 ya asegura un pago en diciembre de 2011. Con una variación del 8.5%, el pago del cupón del TVPP sería de aproximadamente \$ 5.77 y del TVPA-TVPA de USD 4.2. Entonces, lo relevante será lo que sucederá con el crecimiento este año y el próximo. De hecho, el mayor atractivo de este instrumento se disparará si se asegura al menos estos dos pagos más.

#### LA VISION DE LOS PRINCIPALES BANCOS EXTRANJEROS

Las estimaciones para el año en curso apuntan a un crecimiento promedio del PBI del 5.1%, lo que implicaría un nuevo pago en diciembre de 2012. Y de ser así, este sería para el TVPP de aproximadamente \$ 7.7 y para el cupón en dólares de USD 5.1, por lo que los inversores estarían recuperando el 87% y 59% de lo invertido hoy respectivamente. Pero dado que el 2011 es un año electoral, las estimaciones para el 2012, son mucho más inciertas -tanto para el crecimiento, como para el tipo de cambio y el deflactor de precios-. No obstante, en principio y según las estimaciones de los principales bancos y consultoras, apuntan a un crecimiento promedio de 3.8% en el año próximo, lo que habilitaría nuevamente un pago.

Proyecciones PBI			
Banco	2010	2011	2012
UBS	7,5%	4,0%	4,4%
HSBC	9,0%	5,8%	5,0%
CITI	8,7%	5,8%	3,3%
G. SACHS	9,0%	5,5%	3,2%
S. CHARTERED	8,2%	5,0%	3,5%
BANK OF AMERICA	8,3%	4,3%	3,5%
<b>PROM.</b>	<b>8,5%</b>	<b>5,1%</b>	<b>3,8%</b>

Con respecto a la evolución de las unidades, claramente, el mercado fue reaccionando durante el 2010 en primer lugar a las revisiones al alza para el crecimiento del año y en segundo a la mayor certeza de un contexto positivo en 2011. Mientras que la baja en las tasas de descuento también ayudó a la evolución positiva del derivado. Lo mismo debería ocurrir este año. Los precios ya están descontando el número de 5% para el 2011, por lo que estará sensible -sobre todo en los primeros meses- a las revisiones que se hagan a esta estimación. A la vez que hacia mediados de año, en cambio, comenzarán a pesar más sobre el precio del cupón las estimaciones para el crecimiento de 2012.

¿Cuáles serían los factores que jugarán sobre el crecimiento en el 2011/2012? ¿Y cómo juegan?

👍 Contexto internacional: Han desaparecido los temores de una doble recesión, y se consolida la probabilidad de un escenario de recuperación, aunque moderada y con aún ciertas tensiones en el horizontes (por ejemplo, en Europa). Esto garantizaría en los próximos meses el mantenimiento de un escenario de tasas bajas en mercados desarrollados, que favorece lógicamente la visión para el país.

👍 Bajo ratio deuda-PBI. El stock de deuda sobre el PBI cayó del 166% del 2002 a niveles de poco más del 47% a septiembre de 2010. Incluso si se excluye la deuda intra-sector público -Org, BCRA, Letras, FGS- la relación cae a debajo del 20% del PBI. También se debe destacar una sana diversificación del stock por moneda y una estructura de vencimientos adecuada (el 41% vence entre 2020 y 2089).

👍 Negociación con el Club de Paris. Dos cuestiones relevantes en este punto: llegar a un acuerdo de monto y condiciones. Oficialmente, el Gobierno reconoce una deuda de 6.209 millones de dólares, aunque cálculos privados apuntan a un monto (con punitivos incluidos) de entre 7.000 y 8.000 millones. Pero es claro que llegar a una solución será favorable para el mercado local permitiendo formalizar una salida del país del default del 2001.

👍 Dólares excedentes. La balanza comercial, como la cuenta corriente, podrían reflejar una mayor presión en el año en curso pero seguirían siendo superavitarios. Un escenario que aleja la posibilidad de una crisis por faltante de dólares, algo que históricamente complicado al país. También claramente suma el nivel de reservas del BCRA superiores a los 52.200 millones.

Proyecciones TCN					
	IT 2011	II T 2011	III T 2011	IV T 2011	2012
HSBC	4,15	4,2	4,25	-	-
BBVA	4,07	4,16	4,25	4,34	4,77
M STANLEY	4,1	4,15	4,2	4,3	-
BARCLAYS	4,09	4,18	4,25	-	-
BANK OF AMERICA	4,04	4,09	4,15	4,3	4,9
BNP PARIBAS	4,05	4,13	4,2	4,28	-
JP MORGAN	4,15	4,15	4,25	4,25	-
UBS				6	6,2
CITI				4,24	4,54
PROM. BLOOM.	4,09	4,15	4,22	4,29	4,84

👍 Tipo de cambio: Aunque será claramente uno de los temas claves de política económica-monetaria para la próxima administración (sea nueva o vieja) por el atraso o erosión, de la mano de la inflación, que viene presentando el tipo de cambio real, entendemos que en principio no habría hoy elementos para pensar en un movimiento brusco del tipo de cambio nominal en los próximos meses. Las proyecciones de los bancos externos coinciden en un dólar promedio del 4.3 para fines de 2011, y del 4.9 para el 2012.

👍 Inflación. Las paritarias servirán en lo inmediato para fijar un piso a las expectativas para el año. Estas parecen estar ubicándose en niveles del 25% como base. Si bien no estimamos una espiralización de la inflación durante este año, es real que el nuevo Gobierno deberá plantear una política hoy inexistente respecto con respecto al tema

Proyecciones Inflación			
Banco	2010	2011	2012
HSBC	26,5%	24,8%	20,2%
CITI	25,0%	30,0%	25,5%
UBS	11,5%	13,0%	24,0%
PROM.	21,0%	22,6%	23,2%

👍 Elecciones. Creemos que es uno de los factores de mayor incertidumbre para este año. La indefinición sobre el mismo no podrá evitar presionar al mercado entre el segundo y tercer trimestre del año generando, en principio, mayor volatilidad. Luego deberán venir sobre el cierre del año definiciones de políticas. El crecimiento con el que se termine será clave para saber el arrastre para el 2012.

## OTRA VISION PARA ESTIMAR EL PRECIO TEÓRICO DE LOS CUPONES

Con el transcurso del tiempo, el cupón del PBI si bien es una opción, se ha ido transformando de un activo de renta variable a uno de renta fija. De hecho, inicialmente el desconocimiento sobre el derivado y su forma de valuación llevó a subvalorar su precio, algo que se ha ido corrigiendo en la medida que el gobierno ha ido cumpliendo con los pagos en tiempo y forma; los inversores fueron descubriendo su potencial; y los bancos de inversión extranjeros iniciaron su

cobertura. Bajo este marco, el volumen ha ido aumentando considerablemente con el paso del tiempo, y ya también es muy activo localmente el mercado de opciones sobre cupones del PBI.

Incluso el colchón acumulado de crecimiento y la mayor certeza respecto de los próximos dos pagos, que ya hablamos, lo asemejan más a un bono que a un derivado. Es por ello que, en lugar de valuarlo a través de una simulación de Montecarlo como en nuestros informes anteriores, ahora hemos decidido analizarlo como un título público: armar su flujo de fondos y calcular su Tasa Interna de Retorno.

Claro que a diferencia de un bono, no tenemos certeza sobre los pagos futuros, que como dijimos previamente dependen fundamentalmente de que la variación del PBI de Argentina supere la variación del caso base año tras año. De hecho, el mayor supuesto que nosotros consideramos es justamente que esta condición se da.

De esta forma, si suponemos que la condición de variación del PBI se cumple de acuerdo al prospecto de ahora más y utilizamos para descontar el flujo las tasas implícitas en la curva de bonos tanto de pesos como de dólares, llegamos a un precio teórico de USD 28.3 y \$ 26.3 para las unidades denominadas en dólares y pesos, respectivamente. Con respecto a los precios actuales, en tanto, esto implicaría subas potenciales de entre el 69% y 78%.

	Precio	Valor Estimado x Flujo Fondos	Paridad	Potencial Upside	TIR
TVPP \$	15,63	26,332	59,4%	68,5%	39,59%
TVPY US\$	15,77	28,263	55,8%	79,2%	28,22%

La TIR del TVPA -TVPY sería de 28.2% y la del TVPP de 39.5% bajo estas condiciones. Incluso de darse este escenario los pagos del cupón en pesos se extinguirían en 2015, y los del cupón en dólares en el 2018, y en ambos casos los inversores estarían recuperando más del 250% de su inversión inicial -sin tener en cuenta la reinversión de los pagos recibidos-.

Es más, si consideramos el pago que se haría a fines del 2011 y el que posiblemente se realice en 2012 (si este año se crece en promedio un 5%), el inversor debe tener presente que prácticamente ya tendría asegurado en promedio un 90% de lo que hoy está invirtiendo, por lo que se quedaría con una opción prácticamente “gratis” por los pagos de los crecimientos restantes.

TVPP					
Lo que paga por año			Lo que acumula		
TVPP	15,63		Ya pago	Queda pagar	
2011	5,77353	37%	2011	13,98078	34,01922
2012	7,77902	87%	2012	21,75979	26,24021
2013	8,59902	142%	2013	30,35881	17,64119
2014	9,50170	203%	2014	39,86051	8,13949
2015	8,13949	255%	2015	48,00000	-

TVPY/TVPA					
Lo que paga por año			Lo que acumula		
TVPA	15,77		Ya pago	Queda pagar	
2011	4,20056	27%	2011	11,59207	36,40793
2012	5,10428	59%	2012	16,69635	31,30365
2013	5,55054	94%	2013	22,24690	25,75310
2014	5,81795	131%	2014	28,06484	19,93516
2015	5,86939	168%	2015	33,93423	14,06577
2016	5,98574	206%	2016	39,91997	8,08003
2017	6,11167	245%	2017	46,03165	1,96835
2018	1,96835	257%	2018	48,00000	-



No obstante, para tener otra una visión más conservadora, podemos castigar la estimación y suponer que el cupón no paga por dos años (2013-2014). Esto nos daría un precio teórico de USD 25.3 y \$ 24.15 para las unidades denominadas en dólares y pesos, respectivamente, lo que seguiría implicando subas potenciales de entre el 60% y 54% con respecto a los actuales niveles. De darse este escenario, en tanto, los pagos del cupón en pesos se extinguirían en 2017, y los del cupón en dólares en el 2020.

Bajo este análisis, seguimos entendiendo que los cupones y aún tras las ganancias ya presentadas, continúan siendo un activo atractivo con un horizonte de mediano plazo. Presentan un potencial de up-side interesante y se presentan baratas comparativamente con respecto a otros activos de riesgo local. Puntualmente, nos inclinamos por el de dólares que permite estar al inversor más cubierto ante una eventual devaluación o deslizamiento del tipo de cambio, como también debido a que presenta una TIR realmente elevada si la comparamos con un bono con vencimiento a igual plazo.