

www.econometrica.com.ar



*Conozca
nuestro blog!*



Econométrica S.A
economic research and forecasts

**INFORME
ECONÓMICO
ESPECIAL**

**“Los Próximos cinco
pagos del Bono PBI
equivalen a su precio
de Mercado”**

por Ramiro Castiñeira

37

1970 - 2007

*años dedicados al Análisis
Macroeconómico*

**Informe Especial N° 381
Noviembre 2007**

Econométrica S.A

economic research and forecasts

Lavalle 465, piso 2° - (C1047AAI) Buenos Aires, Argentina

Tel.: (54-011) 4325 – 9443 o 4322 – 4668

Fax: (54-011) 4322 - 6927

E-mail: info@econometrica.com.ar

Sitio Web: www.econometrica.com.ar

Blog: www.econometrica.com.ar/blog

(Clave de acceso III Trim 2007: 0303)

Copyright © 2003

“Los próximos cinco pagos del Bono PBI equivalen a su precio de Mercado”

Por Ramiro Castiñeira¹

La semana pasada la Secretaría de Finanzas del Ministerio de Economía informó los montos a pagar por el segundo cupón correspondiente a las Unidades Ligadas al PBI. En línea con nuestras estimaciones, el 15 de diciembre próximo el pago de las cinco series del warrant (según moneda de emisión y legislación), le demandará al Gobierno un desembolso cercano a los **u\$s810 millones**, equivalente al 0,3% del PBI 2007.

Este segundo cupón corresponde al crecimiento económico del año 2006, que recordamos fue del 8,5%. Este vigoroso crecimiento estuvo bien por encima del 3,55% que establecía el prospecto como condición necesaria para que otorgue al portador el derecho a cobro.

Respecto a la magnitud del pago, vale advertir que si bien el crecimiento económico del año 2006 fue levemente inferior al registrado en el año 2005 (8,5% vs 9,2%), igualmente el Bono PBI pagará más del doble que el año pasado.

Bono PBI - Pago 2007

en millones de dólares

Moneda de Emisión	Valor Nocial	Monto a Pagar	
		Total	c/100 u
u\$s	17.291	228	1,31822
Ley NY	14.386	190	1,31822
Ley Arg	2.905	38	1,31822
Euro	17.121	216	1,26213
Peso	26.206	363	1,38336
Yen	354	5	1,45607
Total (en u\$s)	60.973	812	

Fuente: Econométrica S.A en base a Mecon

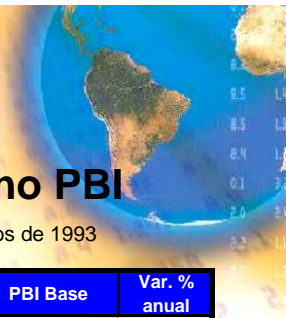
En números, por el crecimiento económico del 2005 (9,2%) el Gobierno desembolsó un total de u\$s381 millones, equivalente al 0,2% del PBI 2006. Mientras que por el crecimiento económico observado en el 2006 (8,5%), el Gobierno enfrentará el 15 de diciembre próximo un pago cercano a los u\$s810 millones, magnitud que representa el 0,3% del PBI de este año.

Medido cada 100 unidades del bono PBI, implica un pago cercano a 1,3 unidades monetarias (es decir, para el nominado en pesos son 1,3 pesos cada 100 unidades de Bono PBI, mientras que para el nominado en dólares implica 1,3 dólares cada 100 unidades de Bono PBI). El año pasado, el primer cupón pagó cerca de 0,6 unidades monetarias cada 100.

Los números advierten que pese a que el crecimiento económico fue decreciente entre 2005 y 2006, igualmente el Gobierno debe destinar más recursos para el pago de las unidades vinculadas al PBI, no sólo en términos nominales, sino que son proporcionalmente mayores al propio crecimiento económico.

El aspecto saliente de las condiciones de emisión de los bonos atados al PBI que permite entender el por qué de esta "peculiar" forma de pago, es que **el bono PBI paga por el crecimiento acumulado y no por la evolución puntual de la economía en un año en particular.**

¹ rcastineira@econometrica.com.ar



1) El Crecimiento Acumulado a 2006.

El prospecto del Bono indica que el Gobierno deberá destinar para el pago de las unidades vinculadas al PBI, el 5% de la diferencia entre el PBI observado y el **PBI base**. Este último es una proyección del PBI desde el año 2005 hasta el año 2034, a una tasa de crecimiento que converge al 3%.

Dicha diferencia se multiplica por el índice precios implícitos del PBI y se obtiene el monto total a pagar. Vale advertir que como finalmente la aceptación de la oferta del canje de la deuda en 2005 fue del 76,2%, no se destina el 5% sino el 3,81%, dado que se excluye los u\$s20.000 millones de deuda en default que no ingresaron al canje.

PBI Base del Bono PBI

2005 / 2034 - en millones de pesos de 1993

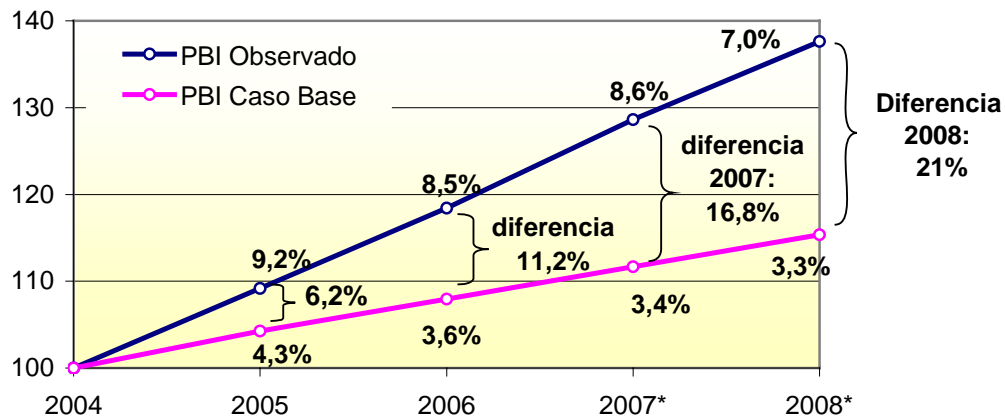
Año	PBI Base	Var. % anual	Año	PBI Base	Var. % anual
2005	287.012,52	4,26%	2020	458.555,87	3,00%
2006	297.211,54	3,55%	2021	472.312,54	3,00%
2007	307.369,47	3,42%	2022	486.481,92	3,00%
2008	317.520,47	3,30%	2023	501.076,38	3,00%
2009	327.968,83	3,29%	2024	516.108,67	3,00%
2010	338.675,94	3,26%	2025	531.591,93	3,00%
2011	349.720,39	3,26%	2026	547.539,69	3,00%
2012	361.124,97	3,26%	2027	563.965,88	3,00%
2013	372.753,73	3,22%	2028	580.884,85	3,00%
2014	384.033,32	3,03%	2029	598.311,40	3,00%
2015	395.554,32	3,00%	2030	616.260,74	3,00%
2016	407.420,95	3,00%	2031	634.748,56	3,00%
2017	419.643,58	3,00%	2032	653.791,02	3,00%
2018	432.232,88	3,00%	2033	673.404,75	3,00%
2019	445.199,87	3,00%	2034	693.606,89	3,00%

Fuente: Econométrica en base al Ministerio de Economía

Como se observa en el cuadro, el PBI base para el 2006 se estableció en 297,2 mil millones de pesos a precios constantes. En virtud del fuerte crecimiento económico de 2005 y 2006, el observado para dicho año alcanzó los 330,6 mil millones. El gráfico refleja como aumentó la diferencia entre el PBI base y el observado de 6,2% en 2005 a 11,2% en 2006.

PBI Base vs. PBI Proyectado

índice base 2004 = 100



Fuente: Econométrica S.A

* Estimación de Econométrica

Como se destina el 3,81% de la diferencia para el pago de la Bono PBI, se desprende que el monto total a pagar crece a medida que el PBI observado se aleja del sendero pautado por el PBI base que el Gobierno estimó en el prospecto. **A mayor distancia entre uno y otro, mayor es el pago en porcentaje del PBI que se destina a estos warrant.**

*“Los Próximos 5 pagos del Bono PBI equivalen a su precio de Mercado”
Por Ramiro Castiñeira*

Si la diferencia entre ambos (base y observado) se mantiene constante, entonces la magnitud de los pagos también se mantienen constante en porcentaje del PBI. Ahora, si la diferencia aumenta (disminuye), entonces aumenta (disminuye) los pagos en porcentaje del PBI.

2) Los próximos 5 pagos del Bono PBI

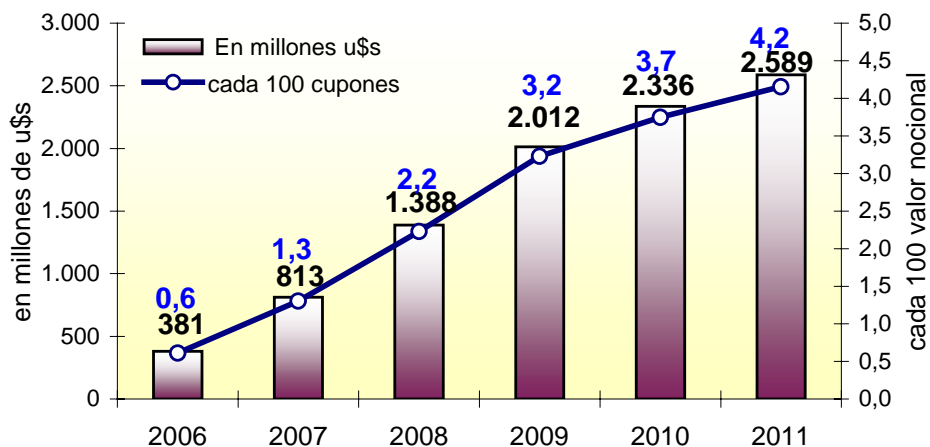
Mirando a Futuro, considerando que el 2007 cerraría con un sorprendente crecimiento económico del 8,6%, y que para el 2008 estimamos un crecimiento del 7% (de los cuales 3,6 puntos porcentuales son arrastre estadístico), implica no sólo que se mantendría el vigoroso crecimiento económico por sexto año consecutivo (2003-2008), sino también que se incrementaría la diferencia entre el PBI observado y el PBI base marcado en el prospecto, elevando los pagos futuros.

En efecto, en el último gráfico se puede advertir que sólo considerando el crecimiento económico de este año y el entrante, la brecha entre el PBI base y el PBI observado aumentaría sensiblemente a un total de 16,8% en 2007 y a 21% en 2008.

De hecho, en términos del Bono PBI, por el crecimiento de este año y el entrante, nuestra estimación arroja un pago de u\$s2,2 el año entrante, y de u\$s3,2 en 2009. Sólo suponiendo que la economía crezca levemente arriba del 3% en 2009 y 2010, los pagos aumentarían a u\$s3,7 y u\$s4,2, en 2010 y 2011, respectivamente.

Pagos del Bono PBI entre 2006-2011

en Millones de u\$s y cada 100 cupones



Fuente: Estimación de Econométrica S.A

Ahora bien, sólo considerando este escenario, vale advertir que **el valor actual de los cinco próximos pagos del Bono PBI equivale a su actual precio de mercado.**

*“Los Próximos 5 pagos del Bono PBI equivalen a su precio de Mercado”
Por Ramiro Castiñeira*

En efecto, el flujo de los próximos 5 pagos (1,3+2,2+3,2+3,7+4,2) descontado a la actual tir del boden 2012 (10,5%), arroja un valor actual de u\$s12, equivalente a su actual cotización en el mercado.

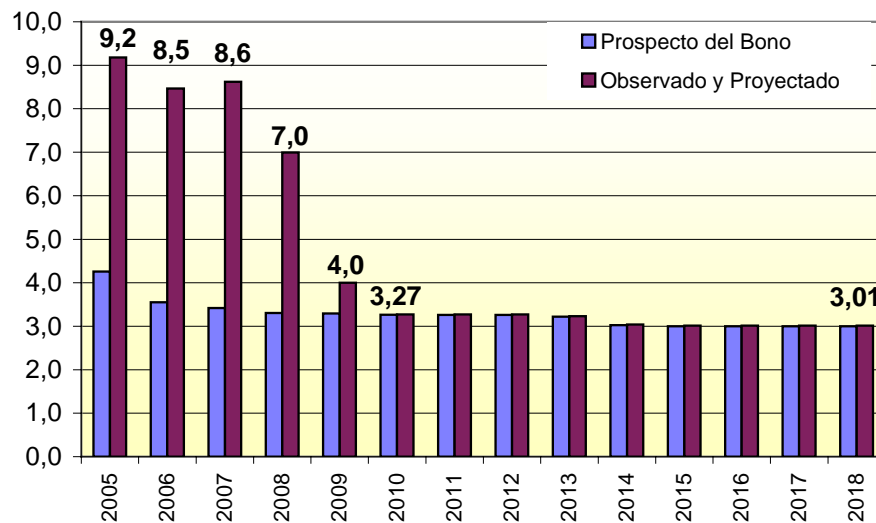
Es importante remarcar que de estos 5 pagos, tres están asegurados: el primero es dentro de 15 días, el segundo y tercero están asegurados por crecimiento de este año y el entrante. Sólo se arma un escenario de los siguientes dos pagos.

Por supuesto, si bien existen otras metodologías como escenarios para su evaluación, el presente ejercicio permite obtener dos conjeturas:

- La primera, **el mercado le otorga un valor sólo a los pagos que se tiene alguna certidumbre**. Que en nuestro ejercicio es hasta el 2011. Al resto no le otorgaría valor alguno, por lo menos no desde que nació el bono PBI hasta el presente. Vale recordar que el bono PBI se valuaba en un dólar días antes de cerrar el canje en 2005, hoy supera los 12 dólares.
- La segunda conjetura, **la volatilidad del Bono PBI todavía no mostró su “peor cara”**. En efecto, a medida que el crecimiento económico converja a tasas más moderadas, el crecimiento económico estimado para los años futuros no estarán muy lejos del 3% necesario para que el bono PBI cumpla la condición necesaria para que otorgue al portador el derecho a cobro.

La diferencia no es menor, cuando las proyecciones de crecimiento inmediato para la Argentina se “posen” en torno al 3%, una leve noticia que empuje las expectativas levemente a la baja, por ejemplo de 3% de crecimiento a 2,9%, para el bono PBI implica que no pagará el monto estimado para ese año afectado, quitándolo inmediatamente del flujo proyectado, y consecuentemente descontándolo en el precio del Bono PBI en las pizarras.

Tasas de Crecimiento en un Escenario Optimista var. % anual



Fuente: Econométrica S.A en base a Mecon

“Los Próximos 5 pagos del Bono PBI equivalen a su precio de Mercado”
Por Ramiro Castiñeira

A modo de ejemplo, en nuestro ejercicio donde estimamos los 5 próximos pagos, si suponemos que la economía en 2010 crece el 2,9% y no al 3%, implica quitar del flujo 4,1 dólares.

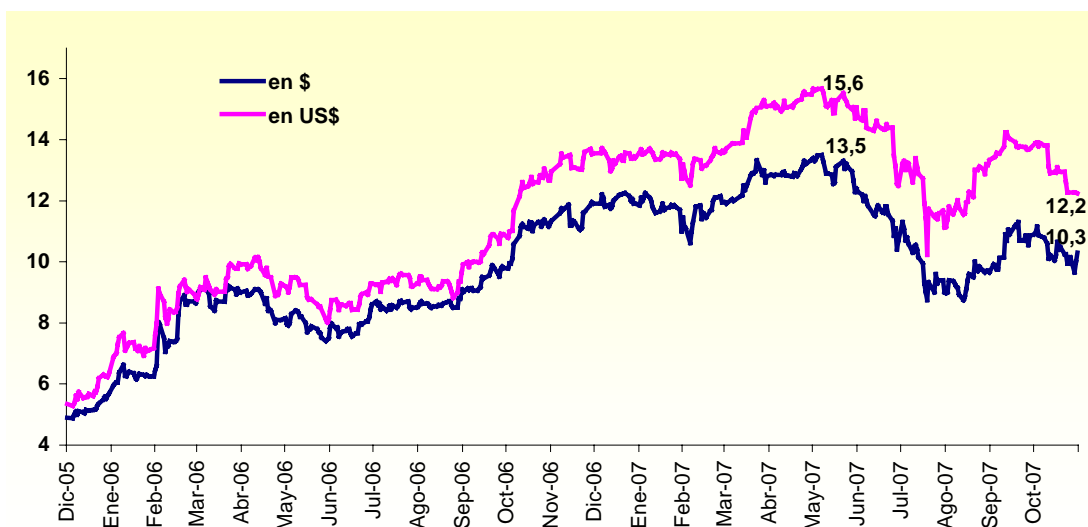
En suma, si bien el Bono PBI tiene una marcada volatilidad, muy posiblemente se acentúe a medida que la economía converja a tasas de crecimiento más moderadas.

3) Más allá del Bicentenario...

En el ejercicio del presente informe valuamos el Bono PBI considerando sólo el potencial flujo futuro de los próximos 5 pagos, es decir, hasta el crecimiento del año 2010, que se pagaría en el 2011. El valor actual de dicho flujo (descontado a la actual tir del Boden 2012) es de u\$s12 dólares, equivalente al actual precio de mercado. Ahora bien, ¿cuanto vale el resto del flujo?

Bono PBI en \$ y US\$

en Dólares legislación USA (TVPY) y en pesos legislación AR (TVPY) - en moneda de nominación



Fuente: Econométrica en base a Bolsa de Comercio de Buenos Aires

Antes que nada, vale recordar que los pagos tienen un tope nominal de 48 unidades monetarias cada cien. En efecto, según la tercera cláusula de las condiciones de emisión del Bono PBI, los pagos acumulados no pueden superar la quita de capital nominal resultante en la reestructuración de la deuda en 2005.

Recordando que la emisión de las unidades vinculadas al PBI fue equivalente al capital en default que ingresó al canje de 2005 (u\$s61.000 millones), y que la quita nominal resultante del canje alcanzó los u\$s29.300 millones, implica que **la suma de los pagos tienen un máximo nominal de 48 unidades monetarias** cada 100 unidades (29.300/62.300).

Es decir, los bonos PBI en pesos tienen un tope nominal de 48 pesos cada 100 unidades, mientras que el bono PBI nominado en dólares su tope es 48 dólares cada cien. Lo mismo para los Bonos PBI en Euro y Yen.

*“Los Próximos 5 pagos del Bono PBI equivalen a su precio de Mercado”
Por Ramiro Castiñeira*

Ahora bien, si al tope de 48 dólares le restamos 15,3 que proyectamos hasta el 2011 en nuestro ejercicio, nos quedan u\$s32,7 que potencialmente el bono PBI podría pagar entre 2012 y el 2034.

Por supuesto, la cantidad de escenarios para intentar valuar los 32,7 dólares restantes que potencialmente puede pagar el Bono PBI a partir del 2011, **son infinitos**. No obstante, podemos marcar un rango:

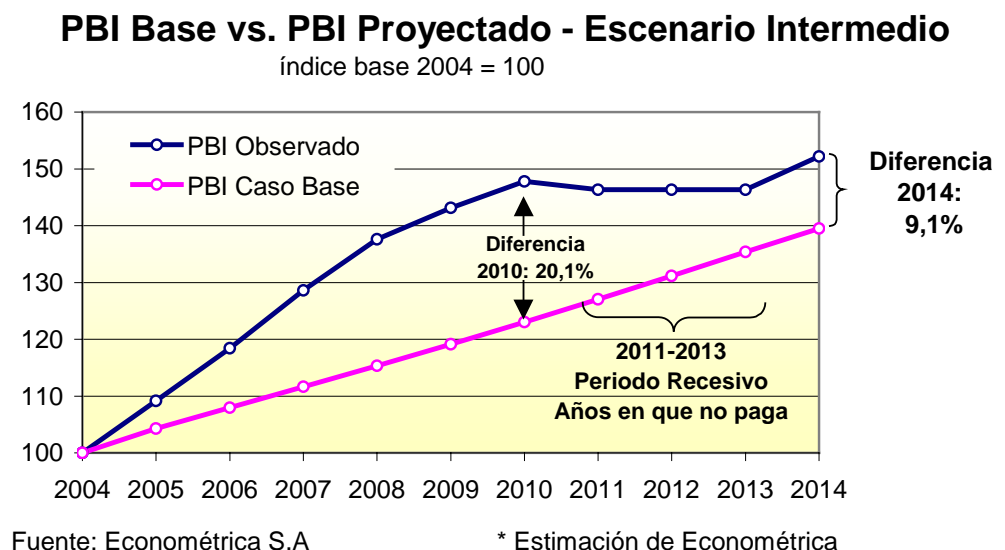
- **En una proyección pesimista**, donde se supone que a partir de 2011 el crecimiento siempre está por debajo del 3%, entonces **el valor actual de dicho flujo sería cero**, por no cumplir la condición necesaria de crecimiento superior igual o superior al 3%.
- Desde el otro lado, **en una proyección optimista**, si uno supone que el crecimiento es igual (o superior) a 3% a partir del 2011, entonces el valor actual de los 32,7 dólares, sería cercano a los 24 dólares (o superior). En este último escenario el bono alcanzaría el tope nominal de 48 dólares en el 2017, es decir dentro de 10 años finalizaría la vida del bono PBI por alcanzar el tope nominal.

En suma, **el valor actual del flujo futuro del bono PBI a partir del 2011 en adelante puede variar de cero a 24 dólares, dependiendo del escenario que uno confeccione**. A grandes rasgos, para el inversor que considere que los nuevos términos de intercambio vinieron para quedarse, posiblemente esté más cerca de los 24 dólares. Por el otro lado, para el inversor que observa en los precios de los cereales una posible “*burbuja*”, seguramente este más cerca de valuarlo en cero.

4) Un escenario Intermedio, con recesión y recuperación.

Ahora bien, recordando la volatilidad que reflejó la economía a partir de la posguerra, bien puede armar se un escenario intermedio, con años de crecimiento y años de recesión.

A modo de ejercicio, el siguiente gráfico refleja un escenario donde a partir del 2011 se inicia un periodo recesivo de 3 años de duración, donde cae un 1% en 2011 y no crece los dos años siguientes. Luego, en 2014 la economía rebota y crece un 4%.



*“Los Próximos 5 pagos del Bono PBI equivalen a su precio de Mercado”
Por Ramiro Castiñeira*

Bajo este hipotético escenario, por el periodo recesivo que va desde 2011 a 2013 el Bono PBI no pagaría nada, pero sí pagaría por el año entrante donde suponemos crece un 4% (2014). Para estimar el monto a pagar, vale advertir que aún contemplando un escenario recesivo de tres años, el crecimiento acumulado si bien se reduce desde 20% a 9%, no lo agota. Ese año pagaría u\$s2,4 cada 100.

En suma, el fuerte crecimiento económico que se observó los últimos años (incluyendo el 7% que proyectamos para 2008), deja una diferencia entre el PBI base y el PBI observado superior al 20%. Esta diferencia otorga **un piso alto** para los pagos futuros, que el mercado todavía parece no los estaría descontando.

Bajo el análisis precedente y en virtud del corto plazo que impera en la Argentina para las proyecciones macroeconómicas que impacta en las inversiones tanto reales como financieras, las unidades vinculadas al PBI todavía muestran: o bien un interesante recorrido alcista a medida que el mercado tenga mayor certeza sobre la evolución futura de la economía sólo de los próximos años, o bien que el precio no ceda conforme se van sucediendo los pagos.