

www.econometrica.com.ar



*Conozca
nuestro blog!*



38

1970 - 2008

*años dedicados al Análisis
Macroeconómico*

Econométrica S.A
economic research and forecasts

**INFORME
ECONÓMICO
ESPECIAL**

**“Bono Crecimiento
PBI: Proyecciones
De Bearn Stearns,
Deutsche Bank Y
Econometrica”**

por Mario Brodersohn

**Informe Especial N° 385
Enero 2008**

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 I Trim 2008: 0303)

Copyright © 2003

Econométrica S.A
economic research and forecasts

“Bono Crecimiento PBI: Proyecciones De Bearn Stearns, Deutsche Bank Y Econometrica”

Por Mario Brodersohn¹

EL BONO PBI FUE MUY CASTIGADO EN EL 2007

El 2007 fue un año muy negativo para los títulos públicos argentinos. Los bonos PBI no escaparon a ese comportamiento negativo. A comienzos del 2007 el riesgo país de Argentina y Brasil eran similares en torno a los 200 puntos básicos. A fin de año el riesgo país de Argentina duplicaba el de Brasil.

En gran medida ello fue explicado por la pérdida de credibilidad que provocó la decisión de manipular y mentir sobre el Índice de Costo de Vida. Posteriormente, cuando los mercados financieros internacionales comenzaron a ser afectados por la crisis de los préstamos hipotecarios sub-prime, los títulos públicos argentinos fueron más castigados que los de los otros países de América Latina.

La explicación basada en el manipuleo del Índice de Costo de Vida no es extensible a los bonos PBI en pesos que no están indexados por el mencionado índice de precios. La determinación de los cupones de pagos anuales se basa en el Índice de Precios Implícitos, que en el peor de los casos si tiene una relación con el de Costo de Vida, ella es muy tenue. En efecto, mientras que los precios implícitos aumentaron en el tercer trimestre del 2007 un 13,6% con respecto al mismo periodo del 2006, el Índice de Costo de Vida para el mismo periodo aumentó un 8,6%.

Más aun, el bono crecimiento es muy sensible al ritmo de crecimiento del PBI y si existe alguna influencia del manipuleo del Índice de Costo de Vida sobre el bono PBI ello se manifestaría en una sobreestimación del crecimiento real de la economía. Tomemos como ejemplo las ventas de los supermercados. El INDEC mensualmente estima las ventas de los supermercados. A esos efectos solicita información sobre el monto vendido y su composición. Luego le aplica a sus componentes la variación que surge del manipulado Índice de Costo de Vida. De esta forma, el INDEC corrige las ventas de los supermercados a precios corrientes por el Índice mentiroso de precios, lo cual conduce a sobrestimar las ventas de los supermercados a precios constantes. Y es, precisamente, ésta metodología la que influye en la medición del crecimiento del PBI a precios constantes.

Podríamos en cierta forma justificar el castigo de los bonos crecimiento en pesos simplemente por simpatía con la pérdida de credibilidad de los títulos públicos indexados por el Índice de Costo de Vida.

Pero entonces, cómo explicamos el castigo de los bonos PBI en dólares, cuando los indicadores económicos y todas las señales que envía el gobierno demuestran que privilegia como objetivo sostener el fuerte crecimiento de la demanda interna de consumo.

¹ mbrodersohn@econometrica.com.ar

El aumento en la cotización de los bonos PBI debería ser inducido por los aumentos explosivos de los precios internacionales de nuestros productos de exportación, los aumentos salariales en términos reales, la reforma provisional del 2007 que en un sólo año aumento en un 50% el número de jubilados y la política de subsidios asociada con los precios de los servicios públicos privatizados. Estos factores explican que el crecimiento del PBI en el 2007 sea del 8,7% y que ese crecimiento tenga un arrastre para el 2008 del 3,5%.

En el comienzo del 2008 los mercados financieros internacionales se vieron muy afectados por las pérdidas enormes y los riesgos del crédito en los grandes bancos internacionales, por los temores a una recesión en los Estados Unidos luego de quince años de crecimiento sostenido, por el impacto inflacionario asociado con los aumentos de precios del petróleo y de las principales commodities agropecuarias.

En este contexto financiero de incertidumbre y deterioro, sorprendió el aumento en los precios de los bonos de crecimiento de la Argentina (los llamados GDP warrants); en particular, el aumento muy fuerte de los precios de éstos títulos en pesos que en los últimos siete días aumentó un 20 % y del 9% para los bonos en dólares.

Estos aumentos coincidieron con la publicación de informes de Bear Stearns y del Deutsche Bank que fundamentan las perspectivas favorables que se esperan de los bonos PBI.

ANÁLISIS COMPARATIVO DE LOS INFORMES DE BEAR STEARNS Y EL DEUTSCHE BANK CON EL DE ECONOMÉTRICA

El bono de crecimiento paga un cupón anual cuando el crecimiento del PBI supera el escenario base de crecimiento fijado en las condiciones de emisión de esos bonos (ver Cuadro No 1). Esta ha sido la realidad a partir del 2005. En el 2006 el escenario base proyectaba un crecimiento del 3.55% y la realidad fue un crecimiento del 8,6%. Para el 2007 se esperaba un crecimiento del 3.42% y el crecimiento real sería del 8,7%.

Estos bonos están denominados en pesos y en dólares. Los bonos PBI en dólares y sujetos a la ley de Estados Unidos son los que tienen un mayor mercado secundario. Estos bonos alcanzaron su precio más alto en junio del 2007 con una cotización de 16 dólares y con la crisis de los préstamos hipotecarios sub-prime cayeron levemente por debajo de 12 dólares. Parte de la caída se explica por el pago del cupón de 1.30 dólares el 15 de diciembre del 2007. El precio actual del mercado es 12.50 dólares.

Los bonos PBI en pesos también tuvieron el mismo comportamiento negativo. El precio mas alto de 13.30 pesos se alcanzó a fines de mayo del 2007. A mediados de agosto alcanzó su precio más bajo: 7.50 pesos. El precio actual del mercado es 9.60 pesos.

El Cuadro No 2 presenta las proyecciones de crecimiento de la economía argentina para Bear Stern, Deutsche Bank y Econométrica. Las conclusiones que se pueden extraer de dicho cuadro son las siguientes:

1. **Proyecciones de Bearn Stearns.** Este es un trabajo muy interesante dado que aplica un modelo de Montecarlo para estimar el precio del bono en función de una gran cantidad de proyecciones y variantes de crecimiento de la economía. Llega a la conclusión que el valor promedio de todas estas proyecciones define un valor para este bono de crecimiento de 15,94 dólares. Más aun, estima que ese precio se mueve entre un piso de 10 dólares con un 8% de probabilidad y un techo de 22 dólares con un poco más del 20% de probabilidad. Dentro de ese rango de variación, Bear Stearns sostiene que supera el 50% de probabilidad un escenario futuro de crecimiento del PBI que lleve el precio del bono entre 16 y 18 dólares.
2. **Proyecciones de Deutsche Bank.** Este trabajo es más optimista que el de Bearn Stern y proyecta un precio de 17.6 dólares. En este caso también estima un precio de 12.20 pesos para los bonos crecimiento en pesos.
3. **Econométrica.** Este es un ejercicio distinto a los anteriores. En efecto, Econométrica² limita sus estimaciones de crecimiento hasta el 2010, cuyo cupón se cobra el 15 de diciembre del 2011. Las proyecciones de Econométrica son moderadas dado que parte de un crecimiento del 8,7% en el 2007 (para Bearn Stearns y Deutsche el crecimiento sería del 8.4%), 7% en el 2008, 4% en el 2009 y 3.3% en el 2010. El valor actual de los cupones asociados con el bono crecimiento para estos cuatro años llegaría a ser de 10.25 dólares. El precio actual del bono en el mercado es de 12.50 dólares. Por lo tanto, en los próximos cuatro años se recuperaría el 82% del monto invertido y queda un amplio margen de tiempo para llegar a los 16/17 dólares que pronostican los bancos mencionados. Sólo se requiere que en algunos de los 23 años restantes la economía supere el crecimiento del escenario base que pasa del 3.26% en el 2011 al 3% anual a partir del 2015. En este sentido, debemos tener presente que este es "un bono con memoria". En efecto, el exceso de crecimiento sobre el escenario base se mantiene acumulado y si en uno o dos años se mantiene por debajo del escenario base, y luego vuelve a superarlo este bono resucita como el "Ave Fénix" porque vuelve a pagar un cupón en función del monto acumulado en el pasado.

CONCLUSIONES

El precio actual del bono crecimiento en dólares es de 12.50, Bearn Stearns valúa ese bono en 15,94 dólares, lo cual supone un aumento del 28%. Deutsche Bank lo valúa en 17,6 dólares, lo cual supone un aumento del 40%. Para los bonos en pesos, partiendo de un precio actual de 9.60, las proyecciones del Deutsche suponen un aumento del 27%.

Econométrica sostiene que en los próximos cuatro años cobraríamos cupones en dólares que representan el 82% del precio actual del mercado, por lo que queda un amplio margen en los años siguientes para alcanzar los valores que mencionan Bearn Stearns y Deutsche Bank.

² Ver Informe Especial N°381: "Los próximos cinco pagos del Bono PBI equivalen a su precio de Mercado", por Ramiro Castiñeira, Econométrica S.A., Noviembre 2007.

Cuadro N1

Unidades Vinculadas al Crecimiento

PBI Base

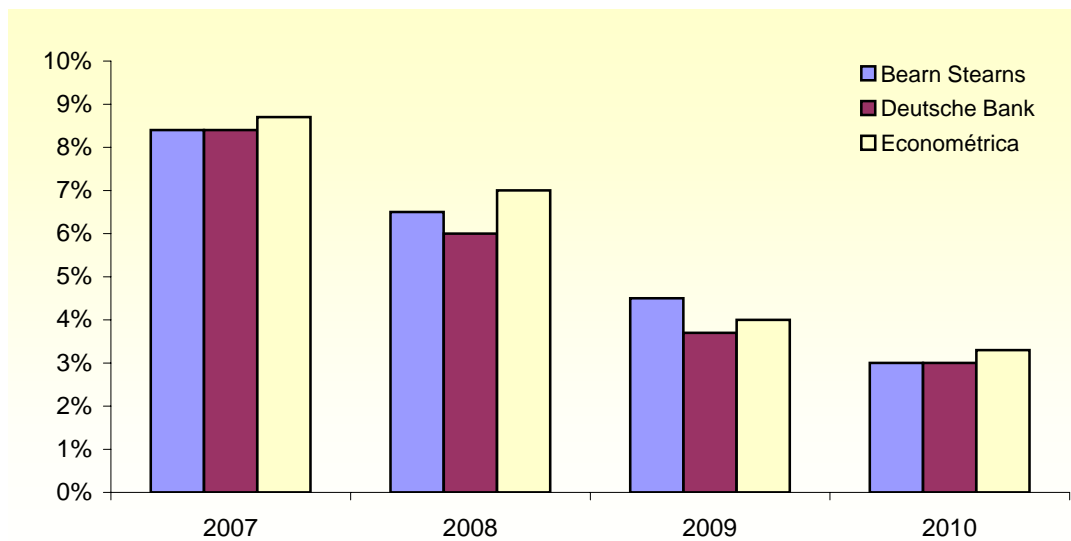
2005 / 2034 - en millones de pesos de 1993

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

Cuadro N2

Tasas de Crecimiento del PBI Estimado 2007-2010 *en porcentaje*



Fuente: Econométrica en base a Bearn Stearns, Deutsche Bank y proyecciones propias.