

[www.econometrica.com.ar](http://www.econometrica.com.ar)



Conozca  
nuestro blog!



**Econométrica S.A**  
*economic research and forecasts*

**INFORME  
ECONÓMICO  
ESPECIAL**

**“El Banco Central Frena la  
Operatoria de Títulos  
Públicos “*Contado con  
Liqui*” y Hace Atractiva la  
Compra de Bonos  
Crecimiento en dólares”**

por Mario Brodersohn

**37**

1970 - 2007

*años dedicados al Análisis  
Macroeconómico*

**Informe Especial N° 375  
Julio de 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](mailto:info@econometrica.com.ar)

Sitio Web: [www.econometrica.com.ar](http://www.econometrica.com.ar)

Blog: [www.econometrica.com.ar/blog](http://www.econometrica.com.ar/blog)

(Clave de acceso III Trim 2007: 0303 )

---

Copyright © 2003

## **El Banco Central Frena la Operatoria de Títulos Públicos “Contado con Liqui” y hace Atractiva la Compra de Bonos Crecimiento en Dólares**

Por Mario Brodersohn<sup>1</sup>

### **Breve “raconto” de la reciente caída en el precio de los títulos públicos argentinos**

En dos trabajos anteriores<sup>2</sup> sosteníamos que los bonos crecimiento en dólares (ley extranjera) constituían una excelente inversión por dos motivos:

- Primero, la economía viene creciendo a un ritmo muy superior al originalmente previsto cuando se creó este bono. Ello se ve reflejado en los cupones anuales que paga este bono. El 15 de diciembre del 2006 pagó un cupón de 380 millones de dólares por el crecimiento del 9,2% en el PBI del 2005. En el 2007 se pagará un cupón de 810 millones de dólares por el crecimiento del PBI en el 2006 del 8,5%. En el 2008 corresponde pagar el cupón de 1.314 millones de dólares por el crecimiento estimado para el 2007 del 7,8 %.
- Segundo, este bono al estar en dólares está fuera del alcance de las manipulaciones del Secretario Moreno sobre el Índice de Costo de Vida.

El persistente aumento en los precios de mercado de este bono nos fue dando la razón. Pero en el pasado mes de junio esta tendencia tan favorable se revirtió. El bono de crecimiento en dólares disminuyó su cotización pico de 16 dólares observada el 1 de junio al último precio registrado el 13 de julio de 14.50 dólares. Esta caída puede ser atribuida a las siguientes razones:

### **Evolución del Bono Crecimiento en u\$s**

Serie Diaria del tpyy - legislación Americana en dólares



Fuente: Econométrica S.A en base a Bolsar

<sup>1</sup> [mbrodersohn@econometrica.com.ar](mailto:mbrodersohn@econometrica.com.ar)

<sup>2</sup> Ver “El Bono Crecimiento es a Prueba de Moreno, no hay con que darle” por Mario Brodersohn, Informe Especial N°369 Econométrica S.A, Abril 2007

Ver “u\$s29,9 es el Precio del Bono Crecimiento bajo los supuestos del crecimiento del PBI de las consultoras vinculadas a latin american consensus” por Mario Brodersohn, en el Blog de Econométrica, Abril 2007.

## **Informe Económico Especial Nº 375**

16 de Julio de 2007



- Primero, en los Estados Unidos volvieron a florecer los fantasmas de un aumento en la tasa de interés por temor al resurgimiento de la inflación debido al alza del petróleo y de los commodities agropecuarios. En este comportamiento primó mucho más el temor inflacionario que el potencial impacto recesivo de un aumento en la tasa de interés sobre un mercado inmobiliario muy alicaído. De esta forma, la tasa de interés del Bono del Tesoro de USA a 10 años aumentó en pocos días del 4,90% (29 de mayo) al 5,26.% (12 de junio). Este aumento en la tasa de interés vino unido a la crisis de los préstamos hipotecarios sub-prime y los hedge funds vinculados con esa operatoria. La combinación del aumento en la tasa de interés y el descrédito de los préstamos hipotecarios dio lugar a un “flight to quality” tanto en los mercados financieros de los países avanzados como en los países emergentes. Ello, obviamente, detuvo el flujo de capital hacia los países emergentes, lo cual a su vez impactó negativamente sobre los precios de sus títulos públicos. Un claro ejemplo de las repercusiones de estas tensiones en los mercados financieros internacionales fue Brasil donde la cotización del real aumentó (devaluó) en los cuatro días siguientes al 1 de junio de 1,903 a 1,968 reales por dólar (3,4%).
- Segundo, las tensiones en el mercado de capitales de Estados Unidos perjudicó con mayor intensidad a la Argentina que a otros países emergentes. ¿Por qué?
  - En primer lugar, la crisis energética generó expectativas en los operadores económicos de un importante debilitamiento en la actividad productiva y ello naturalmente afectó a los bonos asociados con el crecimiento económico. Nuestra hipótesis es que la crisis energética si bien afecta negativamente la actividad productiva, ello se concentra básicamente en el sector industrial, que sólo representa el 16,6% del PBI. Por esta razón, estimamos que la crisis energética reduce la tasa de crecimiento del PBI en el 2007 del 8,0% al 7,8%.
  - En segundo lugar, el Banco Central preocupado por el impacto monetario que provoca la compra de dólares decidió, sin tener en cuenta un contexto financiero internacional desfavorable, penalizar la operatoria de compra de títulos públicos denominada “contado con liqui”. Esta mecánica permitía eludir la disposición legal de depositar el 30% de los dólares que ingresen al país. La circular del Banco Central agravó aun más la caída en el precio de los títulos públicos del gobierno argentino, que ya venía siendo afectada por las tensiones en los mercados financieros internacionales.

El comportamiento en la primer semana de julio del mercado de capitales en los Estados Unidos parece señalar que las tensiones mencionadas se están diluyendo y con ello sus efectos sobre los países emergentes. La tasa de interés del bono del Tesoro volvió a bajar del pico anterior del 5,26 % al 5,10% el 13 de julio. Ello favoreció a los mercados emergentes. Nuevamente la relación real/dólar en Brasil es un buen indicador, ya que como resultado de nuevas entradas de capitales volvió a apreciarse el real con relación al dólar. El 13 de julio su cotización llegó a 1,862 reales por dólar. Frente a esta nueva realidad internacional, ¿conviene volver a comprar títulos públicos argentinos?

## ¿Porque es una oportunidad la compra de los bonos de crecimiento en dólares?

A priori la circular del Banco Central restringiendo la operatoria de títulos públicos "contado con liqui" sólo debería impactar negativamente en el precio de los títulos argentinos denominados en pesos, sobre todo porque estos títulos ya venían golpeados por las manipulaciones del Gobierno sobre el Índice de Costo de Vida. En cambio, la circular del Banco Central no tiene porqué afectar la demanda de los títulos públicos en dólares dado que esta demanda depende de la diferencial entre el riesgo país argentino y el de otros países.

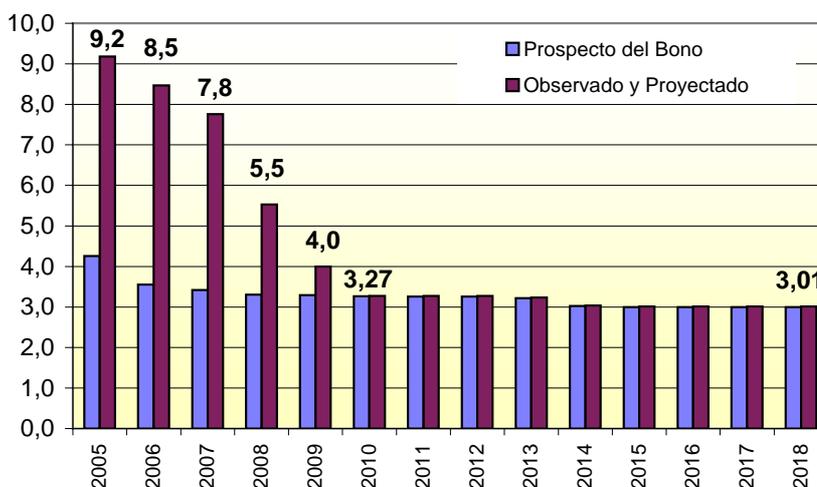
Si se consolidan las tendencias favorables en los mercados financieros internacionales surge de inmediato la pregunta que títulos públicos del gobierno argentino en dólares conviene comprar. En otros términos: ¿Conviene comprar los bonos de crecimiento en dólares o los bonos par o descuento en dólares?

No es nada fácil esta comparación porque para medir la tasa interna de retorno (TIR) del bono de crecimiento tenemos que proyectar hasta el 2032 la tasa de crecimiento de la economía. Ello es así porque este bono paga un cupón anual solo si la Argentina crece a una tasa superior al sendero de crecimiento que se fijo cuando se emitieron los bonos de crecimiento. Las proyecciones iniciales del Gobierno partían de crecimiento del PBI del 4,3 % en el 2005 y luego gradualmente reducía ese crecimiento hasta estabilizarse en el 3% anual a partir del 2015.

## En nuestras proyecciones tratamos de definir dos senderos de crecimiento:

El primer sendero lo podríamos definir como la **visión optimista**. Supone que el gobierno puede quebrar las crecientes expectativas inflacionarias sin tener que hacer frente en los próximos 10 años a un plan de ajuste recesivo. En este caso, el elevado crecimiento de los últimos años se reduce gradualmente pero siempre mantiene una tasa de crecimiento superior al sendero establecido cuando se emitieron los bonos de crecimiento. Bajo este sendero de crecimiento el bono de crecimiento comprado al precio actual de 14,50 dólares tiene una tasa interna de retorno del 19,5%. No hay ningún otro título en la Argentina o en el exterior que se acerque o pueda competir con esta TIR derivada de una proyección de crecimiento tan optimista.

**Tasas de Crecimiento en Escenario Optimista**  
var. % anual



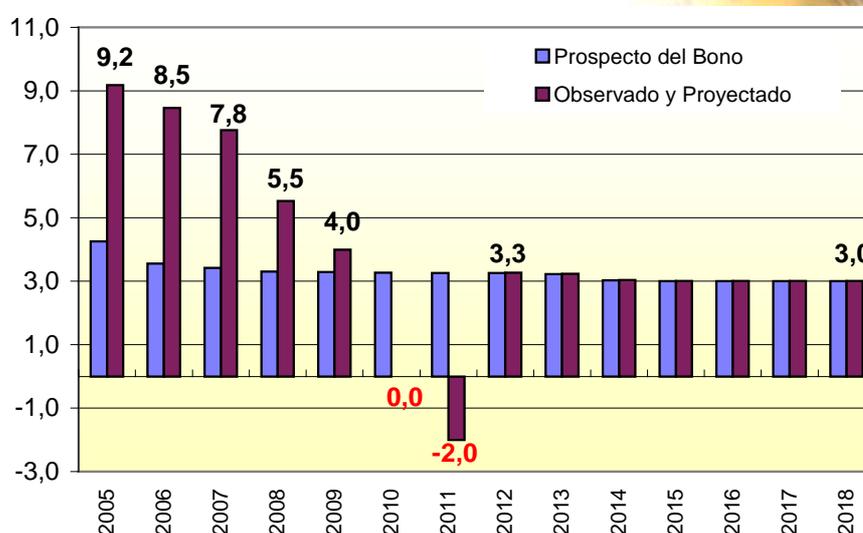
Fuente: Econométrica S.A en base a Mecon



Por esta última razón, decidimos definir un sendero futuro de crecimiento que podría ser calificarlo como **pesimista**, si se le pregunta al Gobierno, **y realista**, si el que contesta es un opositor al Gobierno. En efecto, proyectamos que el PBI aumenta un 7.8 % en el 2007, descendiendo al 5.5 % en el 2008 y al 4% en el 2009. Luego suponemos un programa de ajuste recesivo antiinflacionario en el 2010, luego de una derrota electoral en el 2009, que conduce a un crecimiento nulo en el 2010 y a una

### Tasas de Crecimiento en Escenario Pesimista

var. % anual



Fuente: Econométrica S.A en base a Mecon

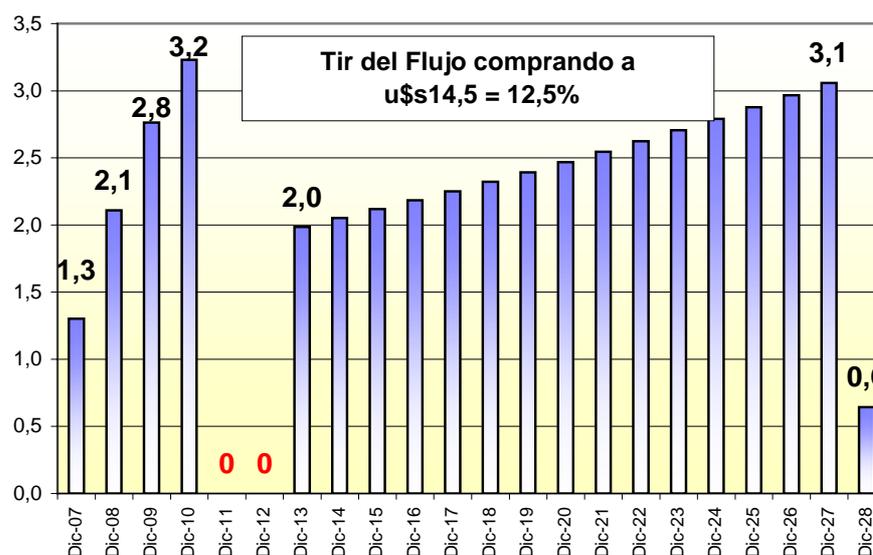
contracción del 2% en el 2011. A partir de allí suponemos que un nuevo gobierno restablece un crecimiento del 3,27 % en el 2012 y en los años siguientes la economía crece prácticamente al mismo ritmo que se había establecido cuando se emitió el bono de crecimiento, esto es, un crecimiento del 3,01% anual.

### Conclusiones

Nuestras conclusiones están basadas en el Cuadro que toma en cuenta las denominadas proyecciones **pesimistas o realistas**. En este caso el bono de crecimiento en dólares comprado al precio actual de 14,50 dólares tiene una TIR del 12.5% anual.

### Proyección del Cupón Anual del Bono Crecimiento en u\$s Bajo Supuesto de Escenario Pesimista

pagos anual cada 100 bonos PBI



Fuente: Econométrica S.A

## **Informe Económico Especial Nº 375**

16 de Julio de 2007

El Cuadro N2 compara la TIR del bono crecimiento en dólares con las TIR que ofrecen otros títulos públicos argentinos en dólares así como con las obligaciones negociables de empresas privadas de primera línea. Dicho cuadro pone de manifiesto que el bono de crecimiento constituye la alternativa más rentable, aun bajo el supuesto de un ajuste recesivo en los próximos años.

### **Títulos Públicos y ON Privados**

TIR %

	Tir
<b>Títulos Públicos</b>	
Discount NY u\$s	8,6
Par NY u\$s	8,3
Bono Crecimiento NY u\$s	12,5
<b>Obligaciones Negociables</b>	
Bco. Hipotecario 2016	9,1
Edenor 2014	9,8
Telefónica Arg. 2014	7,8

Fuente: Econométrica S.A

¿Cuál es el precio del Bono Crecimiento que permite igualar su TIR con el 8% de la TIR de los Bonos Par y Discount? Ese Precio es 20 dólares.