

Econométrica S.A

economic research and forecasts

www.econometrica.com.ar

Conozca nuestro blog:



36

1970 - 2006

*años dedicados al Análisis
Macroeconómico*

*Argentina
Macroeconomic
Outlook*

Diciembre 2006

**“Bono PBI: ¿Por qué se
Convirtió en una Inversión
Financiera tan Atractiva?”**

Por Ramiro Castiñeira

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

(Clave de acceso I Trim 2007: 0303)

Copyright © 2003

“BONO PBI: ¿POR QUÉ SE CONVIRTIÓ EN UNA INVERSIÓN FINANCIERA TAN ATRACTIVA?”

Por Ramiro Castiñeira¹

Desde el inicio oficial de las negociaciones de la deuda en default (Dubai, sep. 2003) el Gobierno anunció que la oferta de reestructuración incluiría un bono que estaría ligado al crecimiento de la economía. Desde la visión oficial, la inclusión de las “Unidades Vinculadas al PBI” cumplirían el doble propósito de hacer más “tentadora” la oferta de reestructuración de la deuda permitiendo elevar el porcentaje de aceptación, y a la vez, otorgar una clara señal al mercado de que si a la Argentina le iba bien tras la reestructuración, también beneficiaría a los acreedores dado que la mayor capacidad de pago se traduciría inmediatamente en un pago “adicional” mediante este instrumento.

Pero quizás debido a la dificultad que encontraba el mercado en asignarle un valor a este derivado financiero en momentos de marcada incertidumbre por como marcharía la economía post canje y si es que éste resultaba exitoso, lo cierto es que los acreedores en ningún momento de las negociaciones llegaron a asignarle un valor significativo a los bonos ligados al crecimiento.

De hecho, casi todos los análisis privados que giraban por aquel entonces en el mercado buscando estimar el valor actual de la oferta del Gobierno, aún con sus

diferentes matices y observaciones, técnicamente parecían “calcados”. La gran mayoría hablaba de un valor actual de la oferta oficial en torno a los u\$s28 cada u\$s100 nominal en default (con una tasa de descuento del 12%) y luego asignaban como mucho 1 dólar más por el Bono PBI. Es decir, en el mejor de los casos llegaban a asignarle un valor total de u\$s29 a la oferta de reestructuración del Gobierno en las primeras instancias de negociación. En otras palabras, estimaban una quita real cercana al 70%.

El evidente poco valor que le asignaba el mercado a los bonos PBI fue enfatizado tanto por los analistas privados como por algunos funcionarios del propio Gobierno, que al mismo tiempo proponían quitar el Bono PBI de la oferta oficial e incluir un pago en efectivo para su reemplazo.

Finalmente, a mediados de 2004 el Gobierno anuncia la última versión de la oferta de reestructuración de la deuda en default, manteniendo el Bono PBI, pero a su vez, incorporando un pago en efectivo de u\$s700 millones (de menor magnitud a lo que “proponía” el mercado), hábilmente “camuflado” en los intereses de los nuevos bonos al ponerle fecha de emisión 31/12/2003, en lugar de la fecha

¹ rcastineira@econometrica.com.ar

en que efectivamente se concretara el canje.

El pago en efectivo sumado a la continua baja en la tasa de descuento, llevó al mercado a valorar la oferta oficial en torno a los u\$s35 en las instancias finales (versus los u\$s28 iniciales), más una revaluación del mencionado cupón PBI por arriba del dólar (principalmente desde los bancos internacionales), magnitud que reducía la quita real en torno al 63%, y que permitían comenzar a descontar una “considerable” participación.

En efecto, en marzo de 2005 se anuncia oficialmente que la propuesta de reestructuración del Gobierno tuvo una aceptación equivalente al 76,2% del total de la deuda en default. Ahora, en rigor, el Bono PBI no parece que hubiese modificado la “suerte” del canje, aunque ello es sólo una hipótesis imposible de corroborar.

Ahora bien, aún considerando lo antedicho, vale advertir que el Bono PBI tiene un costo fiscal no menor que se va cristalizando en el tiempo con la creciente revaluación que está teniendo el activo en el mercado. En efecto, si bien era de esperar una revaluación de todos los títulos incluidos en el canje, vale destacar que el cupón PBI se revaluó de manera sorprendente en virtud de los elevados pagos que efectivamente realizará sólo en los próximos años, más los que potencialmente se estima podría pagar en los años venideros.

A modo de ejemplo, el bono Par en dólares desde el canje a la actualidad mejoró su cotización en cerca de un 57%, pasando de las últimas valuaciones en pleno proceso del canje de u\$s35 a los

actuales u\$s55 que cotiza en el mercado. Este repunte fue en gran medida por la continua baja de la tasa de descuento durante el periodo en virtud del buen contexto económico que vive la Argentina en materia de crecimiento con superávit externo y fiscal.

Ahora bien, los Bonos PBI de valer como mucho u\$s2 en instancias finales del canje ahora supera los u\$s13 dólares y posiblemente continúe ascendiendo a medida que el mercado comience a descontar que este mayor crecimiento efectivamente se traduce en mayores pagos vinculados a las unidades del PBI.

Para tener una idea de la magnitud de los pagos venideros vale advertir que en el año 2007 sólo este instrumento va a pagar más intereses que el Discount, Par y Cuasi par juntos, y para el 2008 pagarían casi la misma suma de lo que pagan, más lo que capitalizan, los 3 bonos que nacieron en el canje.

Esta impronta realidad dispara por si sólo un conjunto de preguntas: ¿Por qué el bono PBI incrementa sensiblemente sus pagos cuando la economía crece a tasas altas pero levemente decrecientes?, ¿Cómo impacta estos pagos en las finanzas públicas y en la economía en general?, y por último ¿El bono PBI opaca los resultados del canje?. Estas preguntas son la que guiarán el análisis del presente informe.

1. RADIOGRAFÍA DEL BONO PBI

En el 2005 la economía creció un 9,2% respecto al 2004. Según las condiciones de emisión del Bono PBI ese crecimiento gatilló un compromiso de pago al

Gobierno cercano a los u\$s400 millones, equivalente al 0,22% de PBI de ese año.

En el 2006 la economía se presta a crecer un 8,7% respecto al año anterior. Este guarismo, que es marginalmente inferior al del 2005, no implica que los títulos PBI paguen algo menos que el año anterior. De hecho, el pago se duplica a cerca de u\$s830 millones, equivalente al 0,39% del PBI.

Este incremento en la cantidad de pago continúa el año entrante. Por el crecimiento del 2007, que nuestra proyección es 8%, el bono PBI pagaría u\$s1.350 millones, equivalente al 0,54% del PBI.

Es decir, pese a que la economía crece marginalmente menos (9,2; 8,7 y 8% en el trienio 2005/07, respectivamente) el Gobierno debe destinar cada vez más recursos para el pago de las unidades vinculadas al PBI, no sólo en términos nominales sino que son proporcionalmente mayores al propio crecimiento de economía (0,22%, 0,39% y 0,54% del PBI, respectivamente).

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.

Básicamente, son tres las condiciones para que los títulos ligados al PBI otorguen al portador un derecho de cobro en un año en particular:

1. El PBI real observado debe superar al PBI base estimado en el prospecto.

2. La tasa de crecimiento del PBI observado debe superar a la tasa de crecimiento del PBI Base.
3. Los pagos acumulados de estos títulos no puede superar la quita de capital nominal obtenida en la reestructuración de la deuda.

Centrando el análisis en las primeras dos condiciones, el prospecto de emisión de las unidades vinculas al PBI incluye un “PBI base” que es una proyección del PBI real establecido por el Gobierno para el periodo 2005-2034. A grandes rasgos, supone un crecimiento del 4,26% para el 2005, del 3,55% para el 2006 y del 3,42% para el 2007, convergiendo paulatinamente hasta un crecimiento del 3% para el 2015 en adelante. El mismo se detalla en el Cuadro N1.

En caso de cumplirse las tres cláusulas, el prospecto 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, actualizado a precios corrientes. Para ello sólo resta multiplicar dicha diferencia por el índice precios implícitos del PBI y se obtiene el monto a pagar. Vale advertir que como finalmente la aceptación de la oferta fue del 76,2%, no se destina el 5% sino el 3,81%, dado que se excluye los u\$s20.000 millones deuda en default que no ingresaron al canje.

1.1. Moderadamente Optimista

Descripta la metodología, en el Cuadro N2 **Econométrica** simula un ejercicio para estimar los pagos futuros de este instrumento. Para ello, a nuestras proyecciones para 2007 y 2008 (8 y 5,5% de crecimiento, respectivamente),

continuamos con un escenario “*moderadamente optimista*” para el 2009 en adelante donde la economía continúa desacelerando su ritmo de crecimiento aunque suponemos que crece muy levemente por arriba de la tasa pauta del PBI base, condición necesaria para que se cumplan con la primera y segunda cláusula.

El primer punto a destacar es que si bien la unidad vinculada al PBI es un derivado financiero que otorga un derecho de cobro al portador hasta el 2034 siempre y cuando se cumplan las 3 condiciones, no es necesario realizar un flujo hasta ese año dado que los elevados montos que pagarían en ese escenario el título se cancelarían dentro de 10 años.

En efecto, los pagos acumulados de este título hasta el 2017 alcanzarían la quita de capital nominal obtenida en la reestructuración de deuda en default, activando la cláusula 3 que limita los pagos acumulados a dicha magnitud, y por lo tanto, finalizando la vida de este derivado financiero en 10 años.

Vale recordar que el 76,2% de la deuda que ingresó a la reestructuración canjeó u\$s62.300 millones de títulos públicos en default, por nuevos títulos que sumaban u\$s32.300 millones entre par, descuento y cuasipar, lo que implica una quita de capital nominal cercano a los u\$s30.000 millones. O lo que es lo mismo, considerando que la emisión de unidades vinculadas al PBI fue equivalente al capital en default que ingresaba al canje, implica un pago máximo de 0,48 dólares cada unidad vinculada al PBI (30.000/62.300).

En ese escenario, el valor actual de estos u\$s30.000 millones utilizando una tasa de descuento del 7% (actual tir de bonos en dólares del Gobierno con duration en torno a 2017), serían de unos u\$s18.400 millones a razón de u\$s29,6 cada 100 unidades.

Ahora bien, vale advertir que a las actuales cotizaciones de mercado de las unidades vinculadas al PBI, levemente por arriba de los u\$s13 las 100 unidades, implica un valor actual cercano a los u\$s8.000 millones. Magnitud que contrasta significativamente con los u\$s18.400 millones de nuestro ejercicio.

De ello se desprenden dos observaciones, o bien el mercado estima un menor crecimiento al proyectado en este escenario “*moderadamente optimista*”, o bien el mercado sólo proyecta hasta el 2011 y todavía no le asigna valor al resto de los años (o lo que es lo mismo, que a partir del 2011 la Argentina no crece por arriba del pautado 3%).

En efecto, es que para alcanzar los u\$s13 que cotiza actualmente el Bono PBI en el mercado, sólo basta con tomar el valor actual del flujo de los próximos 6 años de nuestro escenario. Es decir, del cuadro N2, sólo considerar los pagos correspondientes al periodo 2006 al 2011 y no asignarle valor al resto de los años.

Por supuesto que existen otras metodologías² como escenarios para su evaluación, pero ciertamente, bajo el análisis precedente, las unidades

² Se suele utilizar el método de Monte Carlo para la valuación de este tipo de instrumento financiero, como también utilizar una mayor tasa de descuento que la de un bono tradicional por ser un warrant.

vinculadas al PBI todavía muestran un interesante recorrido alcista a medida que el mercado tenga mayor certeza sobre la evolución futura de la economía sólo de los próximos años.

En efecto, a modo de ejercicio, sólo considerando el valor actual de los próximos 7 pagos pero ahora para fines de 2007 (es decir, castigando dicho flujo con un periodo menos de tasa de descuento), permite proyectar un mayor precio del bono PBI al que actualmente cotiza en el mercado:

- En el año 2007 el Bono PBI pagará cerca de u\$s830 millones, duplicando el pago del 2006.
- En el 2008 pagaría cerca de u\$s1.350 millones, magnitud casi equivalente a lo suma de lo que pagan, más lo que capitalizan, los 3 bonos que nacieron en el canje.
- Sumado a los que potencialmente podría pagar sólo en los siguientes 4 años (2009/2012), suponiendo un crecimiento económico levemente superior al pautado en el prospecto.

Este escenario permite proyectar un precio objetivo en torno a los u\$s17 en el transcurso del 2007 (ver Cuadro N 2).

1.2) ¿Cuál de los distintos Bonos PBI emitidos expira primero?

Los Bonos PBI se emitieron en cuatro monedas: peso (44%), dólar (29%), euro (26%) y yen (1%), en igual proporción a la estructura de monedas de los nuevos bonos.

Sólo para simplificar el análisis, el ejercicio precedente se hizo tratando a todas las emisiones de los bonos PBI como el bono de PBI en dólares, dado que ello no altera las conclusiones ni los montos agregados de manera significativa, bajo los supuestos que hemos utilizado, principalmente en lo que respecta a inflación.

Por ello, vale advertir que el tope que impone la cláusula 3 es nominal. La misma, que impide que los pagos acumulados superen las 0,48 unidades monetarias, se mide en la misma moneda del Bono. A modo de ejemplo, el bono PBI en pesos tiene un tope nominal de 0,48 pesos, y el bono PBI nominado en dólares su tope es 0,48 dólares. Lo mismo para los Bonos PBI en Euro y Yen.

Dado que el tope es nominal, es de advertir que el bono PBI en pesos tiene altas chances de llegar primero a los 0,48 unidades monetarias que el resto de los bonos PBI emitidos en monedas duras.

Efectivamente, a medida que uno aumenta el sendero de inflación interna para el periodo, más rápido llega al tope el PBI en pesos, dado que el resto de los bonos emitidos en monedas duras, el impacto del incremento de precios en la economía se atenúa por la devaluación nominal de la moneda local que uno proyecte para el mismo periodo.

En el ejercicio precedente supusimos una inflación de mayor magnitud a la devaluación (es decir, una tenue apreciación real del peso), bajo ese escenario el bono PBI en pesos expiraría en el 2015 y el resto en 2017.

2. COSTO FISCAL E IMPACTO ECONÓMICO DEL BONO PBI

Retomando el análisis macroeconómico, el creciente costo fiscal de este instrumento para los próximos años no es menor principalmente porque el bono PBI paga por el crecimiento acumulado y no por la evolución puntual de la economía en un año en particular. En términos fiscales ello implica que a medida que el PBI observado se aleja del sendero pautado por el PBI base, mayor será el pago de intereses en % del PBI.

En números, en virtud fuerte crecimiento que viene mostrando la economía, en el 2005 el PBI observado terminó siendo un 6,2% mayor al PBI base y en el 2006 cerraría un 11,4% por arriba del estimado para ese año. Ello implica que el costo fiscal del bono crecimiento pase del 0,22% al 0,39% del PBI en dicho periodo.

Para el 2007 y 2008 **Econométrica** proyecta un crecimiento mayor al establecido en el prospecto del bono PBI o “*warrant*”, lo que implica que continuaría aumentando la diferencia entre el PBI observado y el PBI base y por lo tanto, el costo fiscal del pago de las unidades vinculadas al crecimiento en porcentaje del PBI, llegando a representar el 0,54 y el 0,60% del PBI para dichos años, respectivamente. Ver cuadros 3 y 4.

Vale advertir que para este último año, el Cupón PBI estaría pagando casi la misma magnitud que la suma de los intereses que devengan los tres títulos que nacieron en el canje.

Finalmente, como dentro del escenario “*moderadamente optimista*” que trabajamos en este informe suponemos

que a partir del 2009 el PBI crece pero a tasas muy similares a las establecidas en el prospecto, la diferencia entre el PBI observado y el PBI base se mantendría prácticamente constante y por lo tanto también los pagos en % del PBI, que (en este ejercicio) se estabilizarían en torno al 0,7% del PBI, magnitud que representaría el 35% del total de intereses pagados por el Gobierno Nacional en 2009, y que haría finalizar el derecho de cobro que otorga el título en el 2017.

2.1. El Bono PBI y el Programa Financiero el 2006/2008

El Gobierno Nacional cierra el 2006 con un superávit primario del 3,6% del PBI, esto es 0,1 punto porcentual menor al del año pasado. Con estos recursos tuvo que hacer frente a pagos de intereses de deuda equivalente al 1,8% del PBI, de los cuales 0,22 puntos porcentuales son los u\$s400 millones de bono PBI por el crecimiento 2005.

La diferencia entre el superávit primario y el pago de intereses arroja como resultado un superávit financiero del 1,9% del PBI en 2006. Como advertimos siempre en nuestros informes, este resultado positivo en las cuentas públicas es uno de los pilares del modelo post convertibilidad.

En efecto, un resultado fiscal positivo tras el pago de intereses permite al Gobierno no sólo cancelar deuda pública (o por lo menos no aumentarla), sino más importante aún, la poca necesidad del Gobierno de salir al mercado (en rigor, sólo coloca deuda para refinanciar parte de los vencimientos), permite que en

términos netos el Gobierno no necesite dinero del mercado³.

Esta posición financiera del Gobierno Nacional (que vale recordar no se dio en décadas en la historia argentina, y menos después de 4 años crecimiento consecutivos en torno al 9%) otorga al BCRA un amplio margen de maniobra para establecer la tasa de interés de la economía, aspecto fundamental para administrar el costo de esterilizar la emisión resultante que conlleva sostener el tipo de cambio en niveles competitivos (en un contexto de amplio superávit externo), sin deteriorar significativamente por ello la posición financiera del BCRA.

Para el 2007 y 2008 si bien suponemos que el Gobierno todavía mantiene un superávit financiero positivo, el mismo se reduciría del 1,9% del PBI observado en 2006 a 1,3% en 2007 y 1,1% en 2008. Esta reducción en el superávit financiero responde tanto por una leve reducción del superávit primario, como un leve aumento del pago de intereses.

Respecto al superávit primario, proyectamos una reducción desde el 3,6% del PBI del 2006 al 3,3% el año entrante y 3% en el 2008. Esta reducción es principalmente como consecuencia del incremento en las erogaciones en materia de seguridad social, inversión pública y mayores transferencias discrecionales a las provincias tanto para financiar obras públicas como gasto corriente dado que

algunas provincias ya comenzaron a mostrar sus balances en rojo⁴.

Por su parte, los pagos de intereses también mostrarían en 2007 y 2008 un leve incremento respecto al 1,8% del PBI que alcanzó en el 2006. Este aumento responde principalmente a dos efectos: por un lado, el ya analizado incremento en el pago del bono PBI, y por el otro, en virtud de la inminente reestructuración de la deuda con el Club de París (el Gobierno está por anunciar la renegociación de la deuda con el Club de París que seguramente incluirá la refinanciación del capital sin quita y total reconocimiento de intereses atrasados por u\$s6.300 millones a una tasa levemente superior al 4,5% anual). Ambos efectos, elevarían la suma de pago de intereses del Gobierno Nacional a un total de 2% del PBI para el 2007 y 2008, respectivamente. Ver Cuadro N 5.

En suma, si bien el bono PBI eleva las erogaciones correspondientes al servicio de la deuda pública, aún en % del PBI, el mismo está lejos de generar una situación de “*estrés financiero*” sobre las cuentas del Gobierno Nacional, dado que el superávit primario lo estimamos en más de 1 punto porcentual por arriba del pago total de intereses, incluso para el año 2008.

No obstante, vale advertir que por ahora nuestras proyecciones de superávit primario reflejan un leve descenso en dicho periodo. El modelo post convertibilidad depende en gran medida en no ceder en este guarismo para no perder los grados de libertad que otorga a

³Ver “¿Continúa la política de desendeudamiento?” por Ramiro Castiñeira, blog de **Econométrica**, 04/12/06

⁴ Ver “En el 2007 se agrava el Panorama Fiscal en las Provincias” por Mario Brodersohn, Blog de **Econométrica**, 18/12/06

la política monetaria/cambiaria del BCRA.

2.2 El Bono PBI y el Impacto económico.

El análisis precedente nos permitió advertir que el pago de las unidades vinculadas al PBI crece a medida que el PBI observado se aleja del sendero pautado por el PBI base. A mayor distancia entre uno y otro, mayor es el pago en porcentaje del PBI que se destina a estos *warrant*.

A modo de ejemplo, si la diferencia acumulada es del 10% el Gobierno debe destinar para el pago del derivado financiero cerca del 0,3% del PBI. Si la diferencia acumulada es del 20% el pago aumenta a poco más de 0,6% del PBI, situación que posiblemente se observe en el 2008.

En nuestro escenario “*moderadamente optimista*” mantenemos casi constante dicha diferencia y por lo tanto se mantiene constante el pago en % del PBI hasta el 2017. Ahora, si suponemos un escenario donde continua creciendo la economía a tasas aceleradas y la diferencia se amplía en un 30% con el PBI base, el pago de los cupones ascendería casi al 0,9% del PBI acercándose más rápido al tope de la cláusula 3 y por lo tanto el derivado financiero caducaría más rápido. (Ver nuevamente cuadros 3 y 4).

Diferente sería la historia si se premiase el crecimiento de un año en particular y no el acumulado. A modo de ejemplo, para el trienio 2005/2007 en vez de pagar 0,22%, 0,39% y 0,54% del PBI,

respectivamente tal como se desprende de las condiciones de emisión, con los mismos supuestos de crecimiento se pagaría 0,22%, 0,18% y 0,16% del PBI, respectivamente, dado que a menor tasa de crecimiento, menor sería el pago sin importar como fue la evolución en el pasado, que de hecho ya se habría pagado en su momento.

En ese caso el bono PBI sí llegaría al 2034 dado que es casi imposible que se active la cláusula 3, pero más importante aún respeta la idea de “*menor crecimiento, menor pago*” y mantendría vigente la idea original de “*pago adicional*” conque supuestamente nació el bono. De hecho, el valor actual de los próximos 6 pagos de este hipotético bono no llegaría a u\$s2 cada 100 unidades, magnitud que contrasta con los poco más de u\$s13 dólares con las actuales condiciones de emisión para el mismo periodo.

En suma, en el punto anterior advertimos que la Argentina paga más porque crece y que ello permite hacerse de los recursos para pagarlos sin generar por ello una situación de “*estrés financiero*”. Ahora bien, es válido admitir que la Argentina le sería más fácil crecer si el bono PBI no pagara el crecimiento acumulado y si la performance del año en particular.

3. EL BONO PBI Y EL RESULTADO DEL CANJE

Ahora sólo falta intentar responder una última pregunta: ¿el Bono PBI opaca los resultados del Canje?

Permítame ser contundente al respecto: No. El Canje de la deuda pública en

default del 2005 puede categorizarse como exitoso, aún con la inclusión del bono PBI.

Es que el éxito o no del canje no se mide por la magnitud de la quita real o nominal, sino por que la negociación y sus resultados deben permitir conformar un perfil tanto de intereses como de vencimientos de capital congruente con la capacidad del pago del Gobierno. De esta manera, se evita que los servicios de la deuda sean de una magnitud tal que terminan limitando el propio crecimiento económico, y por lo tanto, la sustentabilidad en el tiempo del principal pasivo del sector público. El cumplimiento de esta condición es el principal éxito del proceso de reestructuración del 2005.

En efecto, mediante las condiciones de emisión de los nuevos títulos se consiguió no sólo alargar los plazos de vencimiento de capital, sino también reducir las tasas de interés y a su vez capitalizar parte de esos vencimientos de intereses, en especial los primeros años.

En números, el canje permitió postergar las primeras cuotas de amortización del capital adeudado recién para al año 2024, como también capitalizar una parte de los intereses que devenga (0,4 puntos porcentuales de los 0,7% del PBI que devengan, magnitud que se “diluye” en el tiempo si la economía continúa creciendo).

Además un aspecto no menor fue modificar la estructura de monedas con que estaba conformada la deuda pública. Mientras que antes del default sólo el 3% de la deuda pública estaba nominada en moneda nacional, en la actualidad cerca

del 47% de la misma se encuentra emitida en pesos, lo que en principio permite reducir la incertidumbre ligada a la capacidad de pago del deudor ante variaciones de tipo de cambio (uno de los principales “cepos” que impedía a la economía salir de la convertibilidad y de su círculo vicioso).

Más aún, si bien la deuda pública a fin de 2006 es levemente inferior al stock de deuda pública del 2001 (u\$s132.600 millones vs u\$s144.500 millones), no sólo hay que recordar que gran parte de la deuda pública provincial pasó a manos de la Nación, sino también que ahora incluye todas la emisiones de deuda del 2002/3 para hacer frente al costo fiscal del derrumbe de la convertibilidad. Aún así, el pago total de intereses pasó del 4% del PBI (y subiendo) a fin del 2001, al actual 2% del PBI (y proyectado) para el 2007. Ver cuadro N6.

A modo de ejercicio, esta magnitud de pagos de intereses se incrementaría marginalmente (en 0,3% del PBI) si los u\$s20.000 millones que no entraron al canje en algún momento aceptarían bonos descuento por u\$s6.000 millones (sin bonos PBI, claro). Es decir, bajo esa hipótesis, la deuda pública, ahora 100% renegociada, pagaría intereses por cerca de 2,3% del PBI los próximos años.

Esta nueva realidad, permite que la política de desendeudamiento sea una posibilidad cierta por primera vez en más de 30 años (con supuestamente varias renegociaciones de deuda pública en el medio).

Mientras que el superávit primario se mantenga por arriba de dicho guarismo como en la actualidad, el manejo de la

deuda pública se torna sustentable en el tiempo y ello se plasma en una baja del ratio deuda pública/PBI, que el 2006 finalizó en torno al 61,8% del PBI y a fin de 2007 estaría arañando el 54% del PBI.

La dinámica del modelo post convertibilidad y sus resultados no sólo descansan en la “*salud*” de los superávit gemelos (fiscal y externo), sino también sobre la exitosa renegociación de la deuda pública del 2005.



Cuadro N1

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

Cuadro N 2

Pago Unidades Vinculadas al PBI

Escenario		PBI Real				Dif (3)=2-1	IPI		Dif. A p/ corrient. (5)=3*4 el 3,81%		TC		Pago		Pago % PBI	Clausula 3 Pago acum.
		base (1)	%	Obs (2)	%		ind. (4)	%	el 3,81%	Norm.	%	u\$SM	c/100			
Observado	2005	287,0	4,26	304,8	9,18	17,8	174,3	8,8	30,9	1,2	3,04		387,7	0,62	0,22%	0,6
	2006	297,2	3,55	331,1	8,65	33,9	198,0	13,6	67,2	2,6	3,09	1,6	828,2	1,33	0,39%	2,0
Proyección	2007	307,4	3,42	357,7	8,02	50,3	221,3	11,8	111,3	4,2	3,14	1,6	1.351,7	2,17	0,54%	4,1
	2008	317,5	3,30	377,4	5,50	59,8	243,4	10,0	145,6	5,5	3,20	2,0	1.733,9	2,78	0,60%	6,9
Escenario Optimista	2009	328,0	3,29	394,3	4,50	66,4	265,3	9,0	176,1	6,7	3,31	3,5	2.025,5	3,25	0,64%	10,2
	2010	338,7	3,26	410,1	4,00	71,4	286,5	8,0	204,7	7,8	3,41	3,0	2.285,9	3,67	0,66%	13,8
	2011	349,7	3,26	424,5	3,50	74,7	303,7	6,0	227,0	8,6	3,50	2,5	2.473,5	3,97	0,67%	17,8
	2012	361,1	3,26	439,3	3,50	78,2	320,4	5,5	250,6	9,5	3,58	2,5	2.663,5	4,28	0,68%	22,1
	2013	372,8	3,22	454,7	3,50	81,9	336,5	5,0	275,7	10,5	3,67	2,5	2.859,2	4,59	0,69%	26,7
	2014	384,0	3,03	469,5	3,25	85,4	351,6	4,5	300,4	11,4	3,77	2,5	3.039,4	4,88	0,69%	31,5
	2015	395,6	3,00	484,5	3,20	88,9	367,4	4,5	326,8	12,5	3,86	2,5	3.225,7	5,18	0,70%	36,7
	2016	407,4	3,00	499,5	3,10	92,1	384,0	4,5	353,6	13,5	3,96	2,5	3.405,2	5,47	0,70%	42,2
	2017	419,6	3,00	515,0	3,10	95,4	401,2	4,5	382,6	14,6	4,06	2,5	3.594,7	5,77	0,71%	48,0 Max

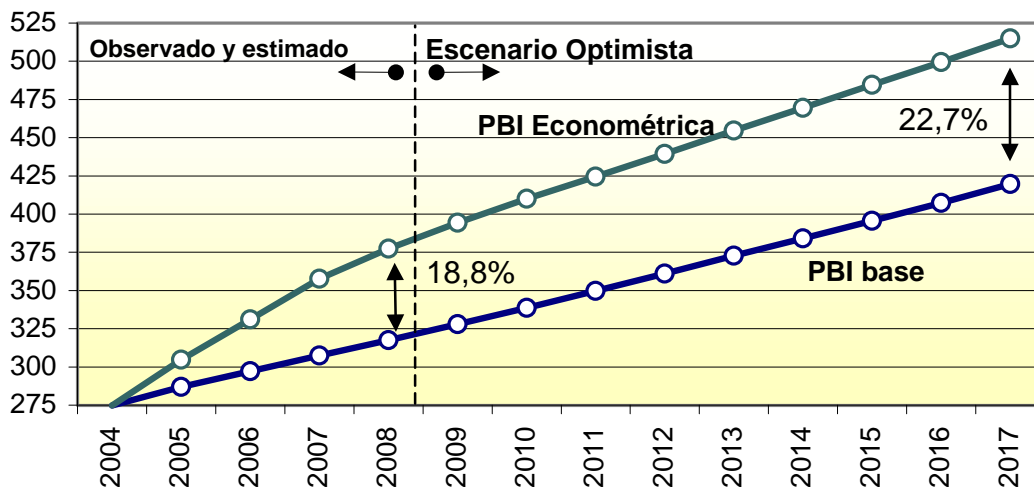
Fuente: Econométrica S.A

Suma Nominal	29.874	48,0	
Valor Actual todo el Flujo al 15/12/06	18.411	29,6	13 años
tasa descuento	7,00%	7,00%	
Valor Actual flujo 2006/2011 al 31/12/06	8.193	13,2	6 años
tasa descuento	7,00%	7,00%	
Valor Actual flujo 2006/2012 al 31/12/07	10.542	16,9	7 años
tasa descuento	7,00%	7,00%	

Cuadro N 3

Proyecciones Crecimiento - Bono PBI

PBI Base Vs PBI Econométrica - a precios de 1993

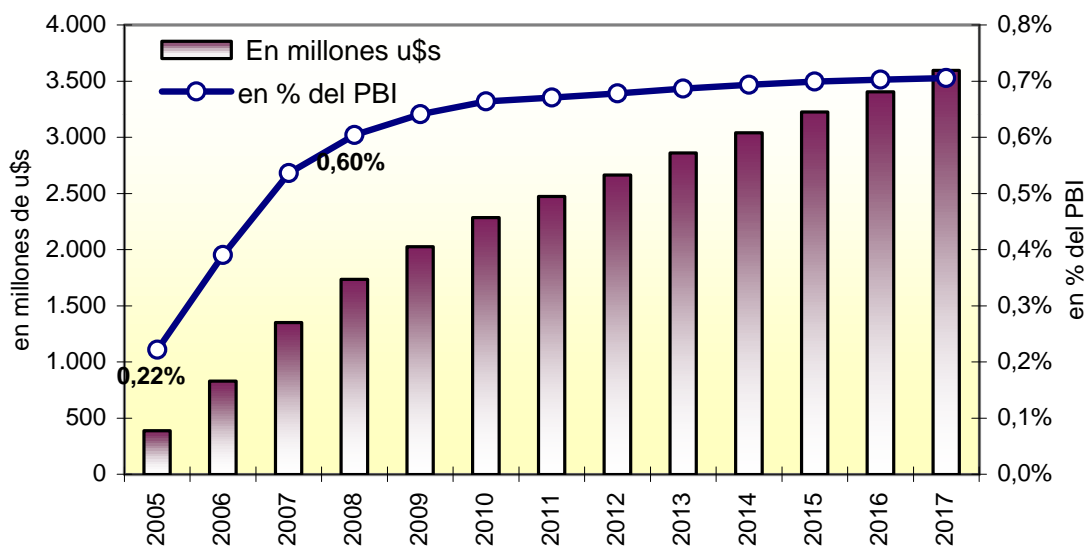


Fuente: Econométrica S.A

Cuadro N 4

Pago Bono PBI 2005-2017

en Millones de u\$s y en % del PBI



Fuente: Econométrica S.A

Cuadro N 5

Programa Financiero 2006 - 2008

en millones de dólares

en % del PBI

	2006*	2007	2008	2006	2007	2008
Superavit Primario	7.719	8.424	8.682	3,6	3,4	3,0
(-)						
Intereses	3.772	5.075	5.648	1,8	2,0	2,0
Org. Inter. + Club de París	906	1.078	984	0,4	0,4	0,3
Prest. Garant, Bogar y Boden	1.539	1.606	1.497	0,7	0,6	0,5
Par, Descuent, cuasi	636	724	799	0,3	0,3	0,3
Bono PBI	390	830	1.351	0,2	0,3	0,5
Otros (incluye nuevo financiamiento)	300	838	1.017	0,1	0,3	0,4
=						
Resultado Financiero	3.947	3.349	3.035	1,8	1,3	1,1
(-)						
Vtos. Capital	7.295	6.862	6.447	3,4	2,7	2,2
Org. Inter.	1.396	1.304	1.117	0,7	0,5	0,4
Prest. Garant, Bogar y Boden	5.184	4.849	4.649	2,4	1,9	1,6
Otros	715	709	680	0,3	0,3	0,2
=						
Necesidad de Financiamiento	-3.348	-3.513	-3.412	-1,6	-1,4	-1,2
Emisión de Nueva Deuda	4.675	2.185		2,2	0,9	
Venezuela	2.300			1,1		
Resto Emisión	2.375			1,1		
=						
Aumento/Disminución de act. finan.	1.327	-1.327		0,6		

* Excluye Pago al FMI

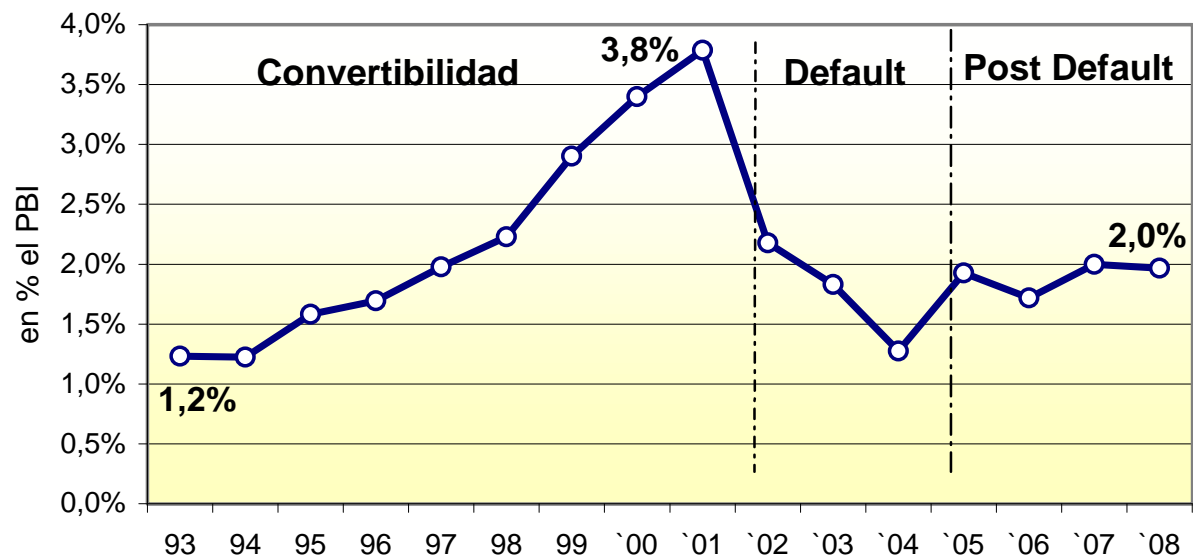
Fuente: Econométrica S.A en base a Mecon

Econométrica S.A

economic research and forecasts

Cuadro N 6

Intereses Pagados por el Gobierno Nacional en % del PBI



* 2007 y 2008 Proyección de Econométrica (no incluye la deuda que no aceptó el Canje)

Fuente: Econométrica S.A en base a Mecon