

www.econometrica.com.ar

Econométrica S.A
economic research and forecasts

**INFORME
ECONÓMICO
ESPECIAL**

**“El Bono
Crecimiento es a
Prueba de
Moreno, No hay
con que Darle”**

por Mario Brodersohn

**Informe Especial N° 369
Abril de 2007**

37

1970 - 2007

*años dedicados al Análisis
Macroeconómico*



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 II Trim 2007: 0303)

Copyright © 2003

“EL BONO CRECIMIENTO ES A PRUEBA DE MORENO, NO HAY CON QUE DARLE”

Por Mario Brodersohn

Las características del Bono Crecimiento

El pasado jueves 14 el Ministerio de Economía aceptó una tasa de corte de 8,46% anual para la licitación por 750 millones de dólares del Bonar X (a 10 años) que fue superior a la tasa de corte de la licitación anterior del 15 de febrero (7,71%), como resultado que en la última semana aumentó el riesgo país. Esta elevada tasa de corte más la también elevada tasa de corte aceptada el pasado martes por el Gobierno de la Provincia de Buenos Aires de 9,625% anual por 400 millones de dólares es atribuida por los operadores financieros al manoseo que hace el Gobierno en el Índice de Costo de Vida del INDEC.

Esta última realidad indudablemente afecta a los títulos públicos del Gobierno Nacional emitidos en pesos y ajustables por CER, es decir, por el Índice de Costo de Vida (representan el 41% del total de la deuda pública).

Pero este manoseo no tiene porque afectar el comportamiento de los Bonos de Crecimiento. Estos bonos formaron parte del canje de deuda que realizó el Gobierno Nacional en 2005 para salir del default y se entregaron como un premio adicional a los que aceptaban la quita en la deuda que se canjeaba.

El monto emitido se hizo en distintas monedas, en la misma proporción de cada una de las monedas que entraban en el

canje. De esta forma el 44% de los bonos de crecimiento está en pesos argentinos, el 29% está en dólares y el resto en euros y yenes.

En el análisis que sigue vamos a centrarlo en torno a los Bonos de Crecimiento emitidos en dólares por ser los que cotizan en los mercados internacionales y porque están sujetos en caso de disputas legales a la ley extranjera. Estos bonos tienen la siguiente sigla en Nueva York: GDP WRNT.

A su vez, a los Bonos Crecimiento emitidos en pesos se les aplica la ley argentina. Por esta razón tienen una cotización inferior entre un 7 y 9 % a los bonos de crecimiento en dólares.

Los Bonos Crecimiento tienen las siguientes características:

Primero. Estos bonos fueron entregados en forma gratuita, como un estímulo adicional para los que aceptaban la quita de la deuda y entrar en el canje de deuda. La tesis del gobierno para enfatizar su optimismo futuro fue que estaba dispuesto a pagar una suma adicional si la economía argentina crecía a una tasa más elevada que la que proyectaba el Gobierno para todos los años de vigencia de los bonos par, descuento y cuasi par que entregaba como canje de la deuda.

Para cuantificar ese premio adicional el Gobierno tuvo que establecer una tabla de crecimiento del PBI real para cada uno de

los años futuros hasta el vencimiento de los bonos entregados en canje, esto es, hasta el año 2035 (ver Cuadro N1).

Si la Argentina crecía a una tasa superior a la que figuraba en esa tabla el gobierno pagaba una suma adicional que se determina por el monto en que el PBI excedía la proyección inicial del Gobierno. Por ejemplo, en las proyecciones del Gobierno al emitir el bono en 2004 supuso un crecimiento del PBI en el 2005 del 4,26%. Sin embargo, el crecimiento observado fue superior dado que alcanzo al 9,18%. Por lo tanto, la diferencia entre el PBI proyectado inicialmente por el Gobierno y el observado en el 2005 fue del 6,2%. Para el 2006 el Gobierno supuso un crecimiento inicial del 3,55% y el crecimiento observado fue del 8,5%, lo cual implica una brecha del 5%.

La gran ventaja de este bono para sus tenedores es que se acumulan las diferencias anuales cuando los crecimientos superan a los proyectados por el Gobierno, esto es, paga no sólo por el mayor crecimiento del 2006 sino que acumula el del 2005. En este caso, en el 2006 paga lo acumulado en los dos años, es decir, 11,2%.

Esto explica porque con crecimientos observados muy parecidos en el 2005 y en el 2006 este bono pago en el 2005 la suma de 380 millones de dólares y en el 2006 subió a 800 millones de dólares. Mas aún, para el 2007 el Gobierno supuso al emitir el bono un crecimiento del 3,42% y nosotros proyectamos un crecimiento del 8%. En este caso, la brecha en el 2007 es del 5%. Para el pago del cupón esta brecha del 2007 se acumula a la de los dos años anteriores,

2005/06, lo cual da una brecha acumulada del 16,1%. De esta forma, el cupón que pagaría a fin del 2007, si se cumple nuestra proyección de crecimiento del 8%, asciende a 1.314 millones de dólares. (ver cuadro N 2y3).

¿Qué pasa si, por ejemplo, en el 2008 el crecimiento es inferior al establecido cuando el gobierno emitió el bono? Siguiendo con el ejemplo, para el 2008 el Gobierno proyectó inicialmente un crecimiento del PBI del 3,3%. Supongamos, que por una u otra razón, en el 2008 la economía crece un 3,2%. En este caso, como estamos debajo de la proyección inicial del Gobierno, en el 2008 no paga ningún cupón.

Pero, continuando con el ejemplo, si en el 2009 vuelve a crecer a un ritmo levemente superior al establecido en la proyección inicial del Gobierno (3.3%), esto es, crece un 3.32%. En este caso corresponde que el Gobierno vuelva a pagar en el 2009 lo acumulado en los años anteriores, esto es, el 16,1% lo cual suma u\$s 1.550 millones de dólares.

En síntesis, la gran ventaja de este bono no es sólo que acumula las brechas anteriores sino que ese acumulado no se pierde si la economía crece levemente por debajo de la proyección inicial del Gobierno.

Segundo. Estos bonos están lejos del alcance de Moreno dado que no están afectados por el Índice de Costo de Vida sino por el Índice de Precios Implícitos, que es el que se utiliza en el cálculo del PBI a precios corrientes.

Este Índice aumenta a un ritmo anual superior al de Costo de Vida. Por ejemplo

en el último trimestre del 2006 el Índice de Costo de Vida aumentó un 10,1% con respecto al mismo trimestre del año anterior mientras que el Índice de Precios Implícitos aumentó un 12,8%. Para el 2007 esperamos un manipuleo creciente en el Índice de Costo de Vida pero ello no se va a reflejar en el Índice de Precios Implícitos¹.

Ello se debe a que la canasta de bienes y servicios en el Índice de Precios Implícitos es más amplia que la incluida en el Índice de Costo de Vida. Además, la forma de cálculo de ambos índices es distinta. El Índice de Precios Implícitos es un índice Paasche (ponderaciones móviles) y el de Costo de Vida es Laspeyres (ponderaciones fijas). Finalmente, el Índice de Precios Implícitos es trimestral (se publica junto con las cifras de crecimiento del PBI), lo cual reduce la conflictividad política de este indicador. Este conjunto de razones nos muestra que el Bono de Crecimiento está aislado y protegido de las manipulaciones que se pueden hacer en el Índice de Costo de Vida.

Tercero. Las condiciones de emisión del Bono de Crecimiento no hacen ninguna predicción sobre inflación ni sobre tipo de cambio. Sin embargo, estos temas entran en forma indirecta en los cálculos para determinar cuanto es cupón anual que paga este bono, En efecto, la ya mencionada tabla de crecimiento del PBI que fijo el Gobierno al lanzar este bono se hace en términos de crecimiento real, es decir, tomando como base los precios de 1993 para determinar el PBI del año base

¹ Ver “La Recaudación del IVA es un Buen Indicador de la Verdadera Inflación” por Carlos Bonvecchi. Blog de Econométrica, 23/03/07

y a partir de allí estima los PBI futuros suponiendo que no hay inflación.

Para determinar el pago del cupón que correspondió hacer en el 2005 fue necesario determinar el PBI a precios corrientes de ese año tanto para lo previsto inicialmente por el Gobierno como el observado en la realidad del 2005. Ambas mediciones se hacen en base del Índice de Precios Implícitos, que comentamos más arriba. La brecha entre ambos PBI a precios corrientes determina cuanto es el valor del cupón en pesos. Luego para determinar el pago en dólares en las condiciones de emisión del bono se establece que se toma el tipo de cambio promedio de los 30 días anteriores a la fecha de pago, que son los 15 de diciembre de cada año. Todo este análisis nos conduce a que el valor del cupón en dólares depende de las proyecciones futuras que se hacen de la evolución del Índice de Precios Implícitos y de la cotización del dólar. Si el bono original es en euros se toma la brecha entre el Índice de Precios Implícitos y la cotización del euro con relación al peso. Lo mismo para los yenes.

En síntesis, nuestros cálculos de proyección futura que se presenta en las secciones siguientes dependen de nuestros supuestos de si el peso con relación al dólar se va a devaluar o a apreciar. La Argentina pasó de la época de dólar bajo en la convertibilidad a la nueva teoría del dólar alto.

Actualmente el peso está pegado al dólar pero como la inflación argentina es superior a la de Estados Unidos en los últimos dos años el peso se apreció en relación con el dólar. Ello no fue así con el euro dado que esa moneda se apreció

en relación con el dólar, moneda a la que estamos pegados.

Para los próximos años suponemos que el peso se irá apreciando gradualmente en relación con el dólar para ubicarse en una posición intermedia entre el bajo valor de la época de la convertibilidad y el actual dólar alto. Ello es así en nuestras proyecciones hasta el 2010 y luego volvemos a devaluar gradualmente el peso con relación al dólar.

A partir de estas aclaraciones sobre las características centrales del Bono de Crecimiento corresponde que contestemos la siguiente pregunta: ¿es una buena decisión de inversión comprar estos bonos en el momento actual, en el que los títulos públicos que ajustan con el CER (Índice de Costo de Vida) están desprestigiados por el manoseo de dicho Índice?

Para contestar a esta pregunta tenemos que proyectar el crecimiento del PBI para los próximos años a fin de compararlos con las proyecciones del Gobierno que figuran en las condiciones de emisión de estos bonos. Hemos realizado estas proyecciones para dos alternativas extremas. La primera la denominamos optimista y la segunda pesimista. Veamos con más detalle los supuestos detrás de cada una de estas proyecciones.

Proyecciones del Bono de Crecimiento en un contexto futuro optimista

En este caso suponemos que en el 2007 la economía crece un 8%, que no es una cifra muy extrema dado que recientemente el FMI estimó un crecimiento para este año del 7,5%. Para

el 2008 reducimos la tasa de crecimiento al 5.5% que es superior al 3.3% que figura en la tabla de crecimiento que fijó el Gobierno cuando emitió el bono.

Como resultado de esta proyección se amplía la brecha acumulada con respecto a la tabla confeccionada por el Gobierno. Esta brecha llega al 18,6% y ello da lugar a que el monto que va a pagar el Gobierno por el crecimiento del 2008 sea de 1.677 millones de dólares.

Para el 2009 volvimos a bajar la tasa de crecimiento al 3.5% mientras la hipótesis del Gobierno en su tabla de crecimiento era del 3.29%. Como la diferencia en el crecimiento es muy poca la brecha acumulada pasa del 18,6% al 18,8% y el monto a pagar aumenta levemente a 1.866 millones de dólares.

En nuestro ejercicio suponemos que del 2010 al 2013 la economía argentina sólo crece al 3,3% anual y a partir de entonces va reduciendo paulatinamente su ritmo de crecimiento hasta estabilizarse en un crecimiento del 3.1%.

Llamamos a esta proyección optimista porque en todos estos años siempre crecemos levemente por encima de la proyección inicial del Gobierno. En efecto, la proyección gubernamental se estabiliza en el 3% anual en lugar del 3,1% de nuestros cálculos. De esta forma, al estar siempre por encima de la tabla de proyección de crecimiento del PBI que realizó el Gobierno cuando emitió el bono, se cobra todos los años un cupón que lentamente va aumentando su acumulado anual. Todas estas hipótesis están reflejadas en el Cuadro N 4 en donde se observa que la brecha acumulada llega en el 2019 al 20%.

En el mismo cuadro se observa que la suma total de los pagos de cupones anuales desde el 2005 al 2019 llega a 30.000 millones de dólares. En este caso aparece una cláusula adicional de emisión de los Bonos de Crecimiento que estable un tope máximo de lo que se puede pagar por este bono, que es de 30.000 millones de dólares, que es precisamente la quita que se obtuvo cuando se canjearon los bonos en default por los nuevos bonos descuento, par y cuasi par. Por lo tanto, en este ejemplo estos bonos terminan mucho antes de los 35 años inicialmente estimados, esto es, en el 2019 y tiene, en estas proyecciones optimistas, una vigencia efectiva de 15 años.

¿Cuál debería ser el precio de este bono si se cumplen nuestras proyecciones optimistas? Para ello debemos calcular el valor actual de los flujos anuales futuros de los cupones que llegan al 2019. A esos efectos tomamos una tasa de descuento del 7% anual. De esta forma, el valor presente de un flujo anual sin descontar cercano a 30.000 millones de dólares es de 17.797 millones al 15/12/2006 y el bono debería valer 28,6 dólares. Este precio es muy superior al precio actual de mercado que es de 14 dólares. Por lo tanto, si compramos este bono a 14 dólares y todos los años cobramos el cupón en dólares de ese bono en función de nuestras proyecciones optimistas, la compra de este bono tendría una tasa interna de retorno del 18,7% anual.

Proyecciones del Bono de Crecimiento en un contexto futuro pesimista

En las proyecciones anteriores el precio del bono es el doble del precio del mercado. Si ello es así, ¿por qué los

operadores no salen apurados a comprar este bono que tiene una tasa interna de retorno tan elevada?

Ello nos esta sugiriendo que algo anda mal con esas proyecciones de crecimiento, que son vistas como muy optimistas y no creíbles por los operadores financieros. Nadie cree que hasta el 2019 la economía pueda crecer ininterrumpidamente, sin sufrir ningún sofocón o para ser más directos sin que nuevamente caigamos en un poso recesivo.

Por esta razón, el Cuadro N 5 presenta nuevas proyecciones que hemos denominado pesimistas. En verdad, lo que nosotros llamamos como pesimista es muy posible que para los operadores financiero pueden sean vistas como realistas.

Las denominadas proyecciones pesimistas parten del supuesto que en el 2007 mantenemos un crecimiento del PBI del 8% y que en el 2008 se reduce al 5.5%. Pero a partir de ahí la historia futura empieza a cambiar en relación con las proyecciones denominadas optimistas.

En este caso, suponemos que el nuevo Gobierno electo a fines del 2007 se ve obligado no en forma inmediata pero si a partir del 2009 a introducir fuertes ajustes en la economía para frenar una creciente inflación y corregir la distorsión de precios relativos que se fueron acumulando desde el 2003.

Estos ajustes tienen las siguientes consecuencias: el PBI en el 2009 no crece, cae un 2% en el 2010, se estanca en el 2011. Recién con el nuevo Gobierno que surgirá luego de las elecciones de

fines del 2011 y luego de los ajustes realizados, vuelve la economía a crecer en el 2012 un 5%. Esta tasa desciende al 3.5% en el 2013 y a partir de allí va disminuyendo gradualmente su crecimiento para estabilizarse en el 3.1% anual.

Con estos supuestos pesimistas no corresponde que el bono pague ningún cupón del 2009 al 2011 porque el PBI de esos años está por debajo del nivel fijado en la tabla de crecimiento del PBI.

En el 2012 cuando crece un 5% estamos nuevamente por encima de la tabla de crecimiento fijada por el Gobierno. Por lo tanto, en el 2012 corresponde pagar un cupón que es de 739 millones de dólares. A partir de allí, como nuestras proyecciones están muy levemente por encima de la tabla de crecimiento vuelven a pagarse los cupones anuales y recién en el 2032 llegamos al tope máximo de 30.000 millones de dólares (en la versión optimista ese tope se alcanzaba en el 2019).

Para este caso dado que la economía no se comporta tan bien como en las proyecciones optimistas ello se ve reflejado en un mayor riesgo país y en la necesidad de tomar una tasa de descuento del 8% anual (en lugar del 7% del caso anterior).

En estas proyecciones el valor del bono se reduce a 17 dólares en lugar de los 28 dólares del ejercicio optimista. De todas formas, si compramos este bono al precio de mercado de 14 dólares en lugar del hipotético de 17 dólares, la tasa interna de retorno sería del 9,6% anual. Por lo tanto, aún con proyecciones más cercanas a las que tienen en mente los operadores

financieros invertir en este bono sigue siendo conveniente.

Conclusiones

- Una primera ventaja del Bono de Crecimiento es que está fuera del alcance de Moreno y de sus manipulaciones sobre el Índice de Costo de Vida.
- Una segunda ventaja es que este bono acumula anualmente la brecha entre el crecimiento observado y el proyectado por el Gobierno cuando emitió este bono en el 2004. En ese entonces nadie en el Gobierno ni en el sector privado suponía que tendríamos tres años con un crecimiento superior al 8% anual. Por esta razón, en la tabla de crecimiento que fijó el Gobierno al emitir el bono supuso que en el 2007 el crecimiento del PBI sería del 3.42%. El crecimiento del PBI del 2005 al 2007 tan superior al inicialmente esperado por el Gobierno permite contar en la actualidad con una brecha acumulada excedente a fines del 2007 del 16.1% del PBI de este año y que el cupón a pagar alcance a 1.314 millones de dólares. Esta realidad explica porque sigue aumentando el precio de este bono.
- A partir del 2007 el valor del bono depende de los desvíos de las proyecciones futuras en relación con la tabla de crecimiento del PBI fijada por el Gobierno cuando emitió este bono. Para ello hemos realizado dos proyecciones.

- La primera de ellas la denominamos optimista porque si bien no se repiten en el futuro los asombrosos ritmos de crecimiento de la economía china la Argentina sobrevuela a una altura más baja pero sin atravesar ninguno de los sofocones recesivos que fueron típicos de los “*stop and go*” de los últimos 50 años. Con estas proyecciones optimistas el precio del bono debería ser el doble del que fija en la actualidad el mercado de 14 dólares. Como no creemos que los operadores financieros no sepan apreciar esta realidad, ello nos está indicando que para los operadores estas proyecciones no son creíbles y que esperan que en algún momento no muy lejano se vuelve a repetir la historia de los “*stop and go*”.
- A partir de esta realidad, elaboramos nuevas proyecciones que denominamos pesimistas y que se acercan más al pensamiento de los operadores financieros. En estas proyecciones en el 2007 se mantiene el crecimiento del 8% y en el 2008 se reduce el crecimiento al 5.5%. A partir del 2009 las presiones inflacionarias crecientes y las distorsiones en los precios relativos requieren introducir ajustes en la economía que conducen a que el crecimiento sea nulo en el 2009, a una caída recesiva del 2% en el 2010 y a un crecimiento nulo en el 2011. El nuevo gobierno que surge a fines del 2011 vuelve a reactivar la economía al 5% y a partir de allí sigue un crecimiento gradual que comienza en el 3.5% y se estabiliza a partir del 2016 en el 3.1% anual. En este caso el valor del bono es de 17 dólares, un 20% superior al precio actual del mercado. En este caso, si compramos el bono a 14 dólares y lo mantenemos hasta que desaparece en el 2032, la tasa interna de retorno por todo ese periodo es del 9.6% anual, casi el doble que la tasa de interés de un Bono de la Tesorería de Estados Unidos a 30 años.
- En consecuencia, el precio del Bono de Crecimiento tiene un techo de 28 dólares para los optimistas y un piso de 17 dólares para los pesimistas. En ambos casos extremos se trata de una inversión ventajosa dado que el precio del mercado es levemente superior a 14 dólares.

Cuadro N1

PBI Proyectado por el Gobierno en las Condiciones de emisión en el 2004

2005 / 2034 - en millones de pesos de 1993

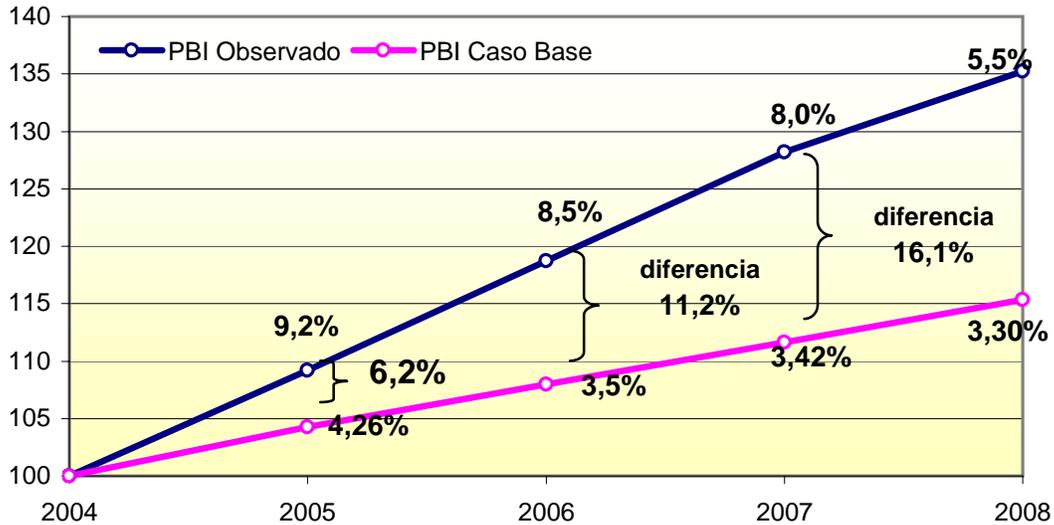
Año	PBI Base	Var. % anual	Año	PBI Base	Var. % anual
2005	287.012,52	4,26%	2020	458.555,87	3,00%
2006	297.211,54	3,55%	2021	472.312,54	3,00%
2007	307.369,47	3,42%	2022	486.481,92	3,00%
2008	317.520,47	3,30%	2023	501.076,38	3,00%
2009	327.968,83	3,29%	2024	516.108,67	3,00%
2010	338.675,94	3,26%	2025	531.591,93	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 2

PBI Base vs. PBI Proyectado

índice base 2004 = 100

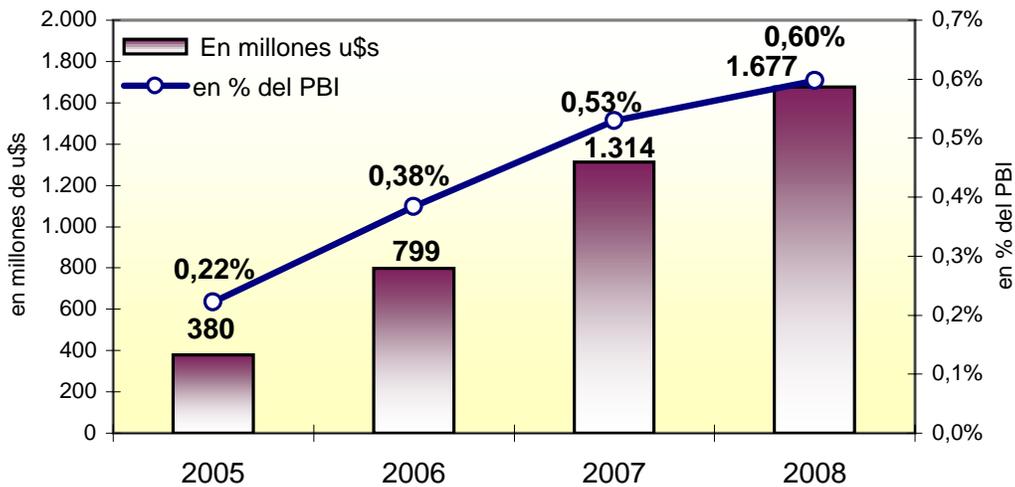


Fuente: Econométrica S.A

Cuadro N 3

Pago Bono PBI 2005-2008

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



Fuente: Econométrica S.A

Econométrica S.A

economic research and forecasts

Cuadro N 4

Bono Crecimiento - *Escenario Optimista*

Escenario		PBI Real				Dif		IPI		Dif. A p/ corrient.		TC t+1		Pago		Pago % PBI	Clausula 3 Pago acum.
		base (1)	%	Obs (2)	%	(3)=2-1	en %	ind. (4)	%	(5)=3*4	el 3,81%	Nom.	%	u\$SM	c/100		
Observado	2005	287,0	4,26	304,8	9,18	17,8	6,2%	174,3	8,8	30,9	1,2	3,10		380	0,6	0,22%	0,6
	2006	297,2	3,55	330,5	8,46	33,3	11,2%	197,7	13,5	65,9	2,5	3,14	1,3	799	1,3	0,38%	1,9
Proyección	2007	307,4	3,42	357,0	8,00	49,6	16,1%	222,5	12,5	110,3	4,2	3,20	1,9	1.314	2,1	0,53%	4,0
	2008	317,5	3,30	376,6	5,50	59,1	18,6%	245,9	10,5	145,2	5,5	3,30	3,1	1.677	2,7	0,60%	6,7
Escenario optimista	2009	328,0	3,29	389,8	3,50	61,8	18,8%	268,0	9,0	165,6	6,3	3,38	2,5	1.866	3,0	0,60%	9,7
	2010	338,7	3,26	402,6	3,30	64,0	18,9%	289,4	8,0	185,1	7,1	3,47	2,5	2.034	3,3	0,61%	13,0
	2011	349,7	3,26	415,9	3,30	66,2	18,9%	306,8	6,0	203,1	7,7	3,55	2,5	2.177	3,5	0,61%	16,4
	2012	361,1	3,26	429,6	3,30	68,5	19,0%	323,7	5,5	221,8	8,5	3,64	2,5	2.320	3,7	0,61%	20,2
	2013	372,8	3,22	443,8	3,30	71,1	19,1%	339,8	5,0	241,5	9,2	3,82	5,0	2.406	3,9	0,61%	24,0
	2014	384,0	3,03	458,3	3,25	74,2	19,3%	355,1	4,5	263,6	10,0	4,00	4,5	2.513	4,0	0,62%	28,1
	2015	395,6	3,00	472,9	3,20	77,4	19,6%	371,1	4,5	287,1	10,9	4,18	4,5	2.619	4,2	0,62%	32,3
	2016	407,4	3,00	487,6	3,10	80,2	19,7%	387,8	4,5	310,9	11,8	4,36	4,5	2.714	4,4	0,63%	36,6
	2017	419,6	3,00	502,7	3,10	83,0	19,8%	405,3	4,5	336,6	12,8	4,56	4,5	2.811	4,5	0,63%	41,1
	2018	432,2	3,00	518,3	3,10	86,0	19,9%	423,5	4,5	364,4	13,9	4,77	4,5	2.913	4,7	0,63%	45,8
2019	445,2	3,00	534,3	3,10	89,1	20,0%	442,6	4,5	394,5	15,0	4,98	4,5	1.390	2,2	0,64%	48,0 Max	

Fuente: Econométrica S.A

Suma Nominal	29.933	48,0
Valor Actual todo el Flujo al 15/12/06	17.797	28,6
tasa descuento	7,00%	7,00%

Cuadro N 5

Bono Crecimiento - *Escenario Pesimista*

Escenario		PBI Real				Dif		IPI		Dif. A p/ corrient.		TC t+1		Pago		Pago % PBI	Clausula 3 Pago acum.
		base (1)	%	Obs (2)	%	(3)=2-1	en %	ind. (4)	%	(5)=3*4	el 3.81%	Nom.	%	u\$SM	c/100		
Observado	2005	287,0	4,26	304,8	9,18	17,8	6,2%	174,3	8,8	30,9	1,2	3,10		380	0,6	0,22%	0,6
	2006	297,2	3,55	330,5	8,46	33,3	11,2%	197,7	13,5	65,9	2,5	3,14	1,3	799	1,3	0,38%	1,9
Proyección	2007	307,4	3,42	357,0	8,00	49,6	16,1%	227,4	15,0	112,8	4,3	3,20	1,9	1.343	2,2	0,53%	4,0
	2008	317,5	3,30	376,6	5,50	59,1	18,6%	272,9	20,0	161,2	6,1	3,30	3,1	1.861	3,0	0,60%	7,0
Escenario pesimista	2009	328,0	3,29	376,6	0,00	48,6	14,8%	327,4	20,0	159,2	6,1	4,29	30,0	0	0,0	0,49%	7,0
	2010	338,7	3,26	369,1	-2,00	30,4	9,0%	425,7	30,0	129,3	4,9	5,79	35,0	0	0,0	0,31%	7,0
	2011	349,7	3,26	369,1	0,00	19,3	5,5%	510,8	20,0	98,8	3,8	6,95	20,0	0	0,0	0,20%	7,0
	2012	361,1	3,26	387,5	5,00	26,4	7,3%	561,9	10,0	148,3	5,6	7,64	10,0	739	1,2	0,26%	8,2
	2013	372,8	3,22	401,1	3,50	28,3	7,6%	618,1	10,0	175,1	6,7	8,41	10,0	793	1,3	0,27%	9,5
	2014	384,0	3,03	414,1	3,25	30,1	7,8%	679,9	10,0	204,5	7,8	9,25	10,0	842	1,4	0,28%	10,8
	2015	395,6	3,00	427,4	3,20	31,8	8,0%	747,9	10,0	237,9	9,1	10,18	10,0	891	1,4	0,28%	12,3
	2016	407,4	3,00	440,6	3,10	33,2	8,1%	822,7	10,0	273,1	10,4	11,19	10,0	929	1,5	0,29%	13,8
	2017	419,6	3,00	454,3	3,10	34,6	8,3%	904,9	10,0	313,4	11,9	12,31	10,0	970	1,6	0,29%	15,3
	2018	432,2	3,00	468,4	3,10	36,1	8,4%	995,4	10,0	359,6	13,7	13,54	10,0	1.012	1,6	0,29%	16,9
	2019	445,2	3,00	482,9	3,10	37,7	8,5%	1095,0	10,0	412,5	15,7	14,90	10,0	1.055	1,7	0,30%	18,6
	2020	458,6	3,00	497,8	3,10	39,3	8,6%	1204,4	10,0	473,2	18,0	16,39	10,0	1.100	1,8	0,30%	20,4
	2021	472,3	3,00	513,3	3,10	41,0	8,7%	1324,9	10,0	542,7	20,7	18,03	10,0	1.147	1,8	0,30%	22,2
	2022	486,5	3,00	529,2	3,10	42,7	8,8%	1457,4	10,0	622,4	23,7	19,83	10,0	1.196	1,9	0,31%	24,2
	2023	501,1	3,00	545,6	3,10	44,5	8,9%	1603,1	10,0	713,6	27,2	21,81	10,0	1.247	2,0	0,31%	26,2
	2024	516,1	3,00	562,5	3,10	46,4	9,0%	1763,4	10,0	818,2	31,2	23,99	10,0	1.299	2,1	0,31%	28,3
	2025	531,6	3,00	579,9	3,10	48,4	9,1%	1939,8	10,0	937,9	35,7	26,39	10,0	1.354	2,2	0,32%	30,4
	2026	547,5	3,00	597,9	3,10	50,4	9,2%	2133,7	10,0	1.075,0	41,0	29,03	10,0	1.411	2,3	0,32%	32,7
	2027	564,0	3,00	616,5	3,10	52,5	9,3%	2347,1	10,0	1.232,0	46,9	31,93	10,0	1.470	2,4	0,32%	35,1
	2028	580,9	3,00	635,6	3,10	54,7	9,4%	2581,8	10,0	1.411,8	53,8	35,13	10,0	1.531	2,5	0,33%	37,5
2029	598,3	3,00	655,3	3,10	57,0	9,5%	2840,0	10,0	1.617,6	61,6	38,64	10,0	1.595	2,6	0,33%	40,1	
2030	616,3	3,00	675,6	3,10	59,3	9,6%	3124,0	10,0	1.853,2	70,6	42,50	10,0	1.661	2,7	0,33%	42,7	
2031	634,7	3,00	696,5	3,10	61,8	9,7%	3436,4	10,0	2.122,9	80,9	46,75	10,0	1.730	2,8	0,34%	45,5	
2032	653,8	3,00	718,1	3,10	64,3	9,8%	3780,1	10,0	2.431,6	92,6	51,43	10,0	1.575	2,5	0,34%	48,0 Máx	

Fuente: Econométrica S.A

Suma Nominal	29.930	48,0
---------------------	---------------	-------------

Valor Actual todo el Flujo al 15/12/06	10.602	17,0
tasa descuento	8,00%	8,00%