
Argentina y su Deuda

Daniel Marx

Octubre, 2004

Agenda

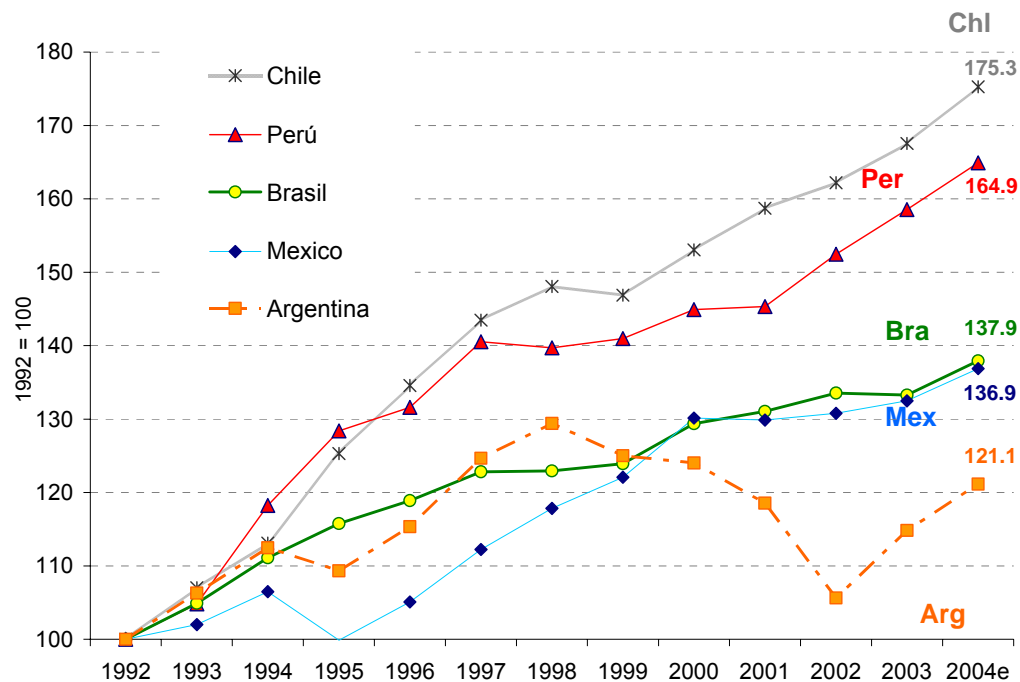


- **Perspectiva**

- Consideraciones
- Restructuración deuda soberana argentina

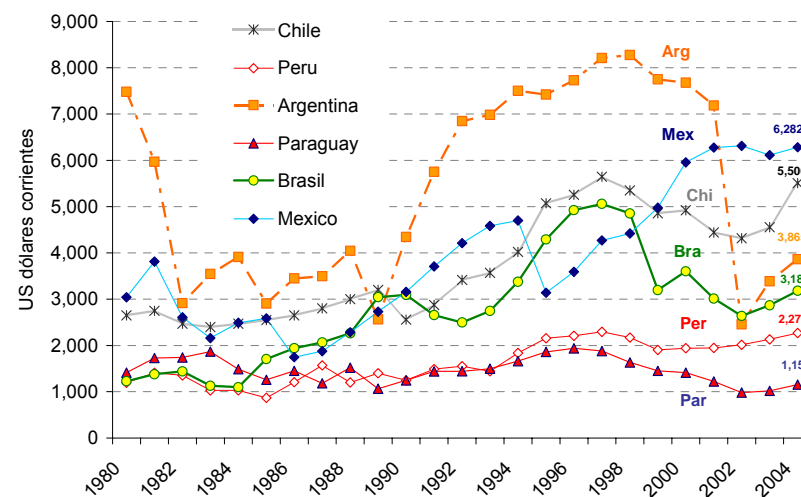
Diferenciales de crecimiento -ingresos-

LATAM: Crecimiento Real del PBI (1992 = 100)



Fuente: FMI

Evolución del PBI *per cápita* (En USD)



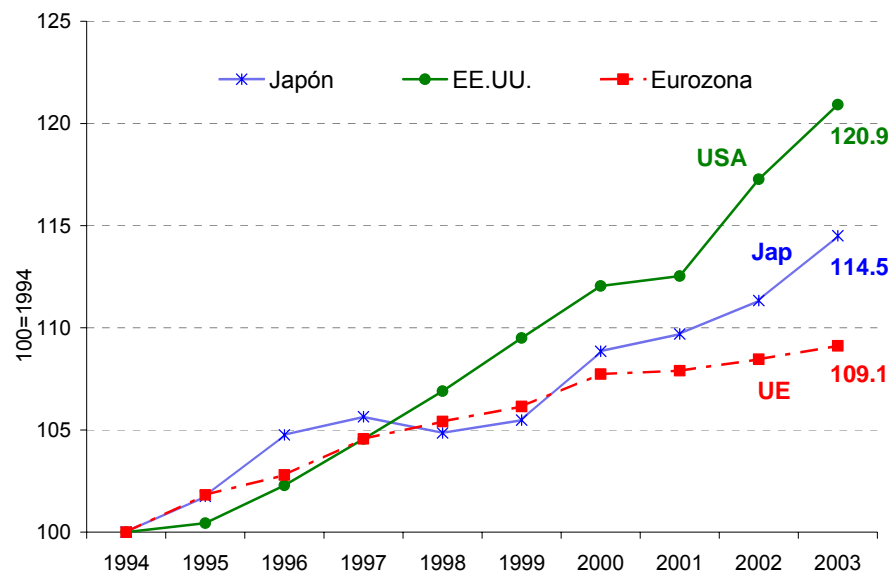
Fuente: FMI, Bloomberg

Las variaciones de productividad son parte de la explicación

Productividad

Productividad del trabajo en el sector privado(*)

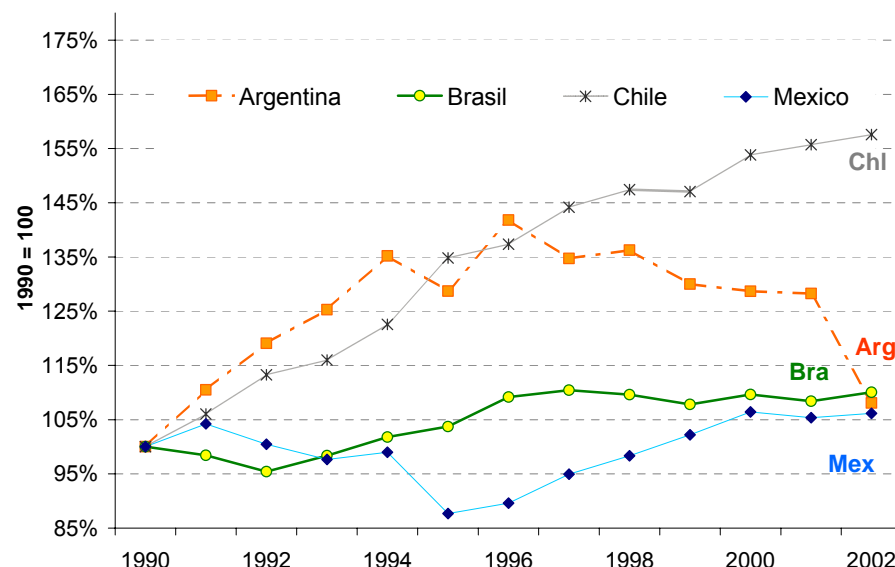
Países G-3 (Índice 1994 = 100)



Fuente: OECD

Productividad del trabajo (PBI/Horas Trabajadas)

LATAM (Índice 1990=100)



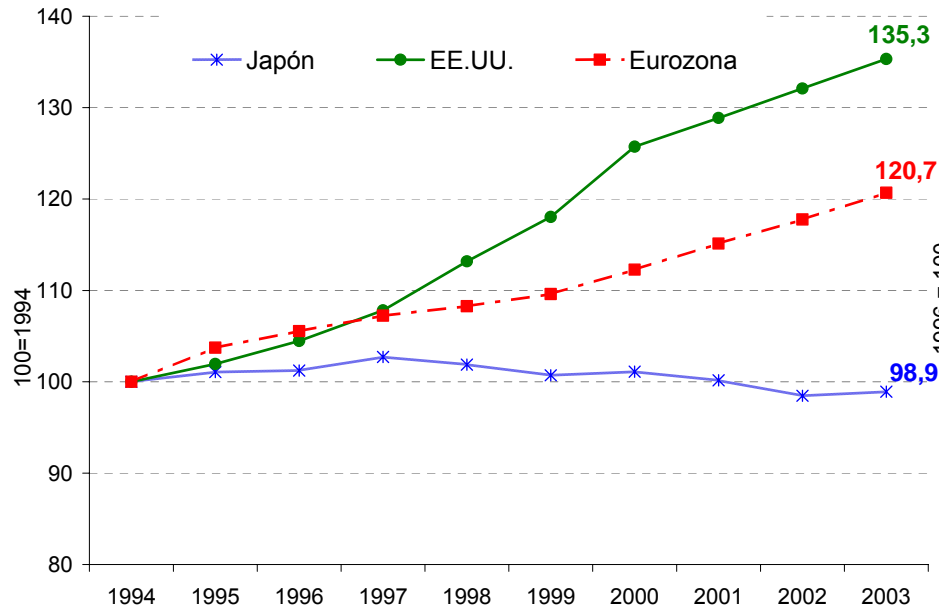
Fuente: OIT (Organización Internacional del Trabajo), Ministerio de Trabajo Argentina

(*) Por hora trabajada

Los salarios reflejan esas diferencias

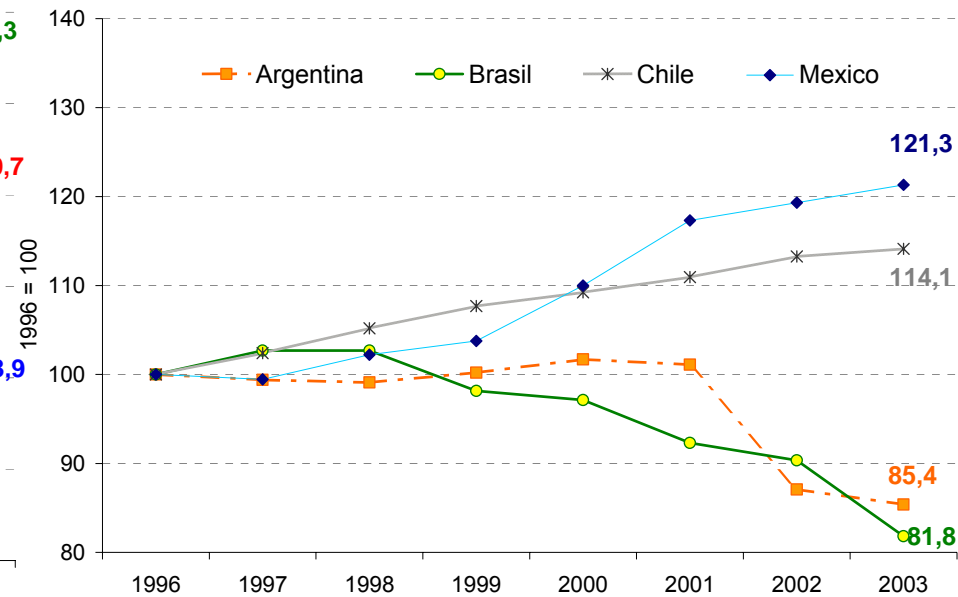
Poder de compra del salario -moneda local-

Países G-3
(Índice 1994 = 100)



Fuente: OECD

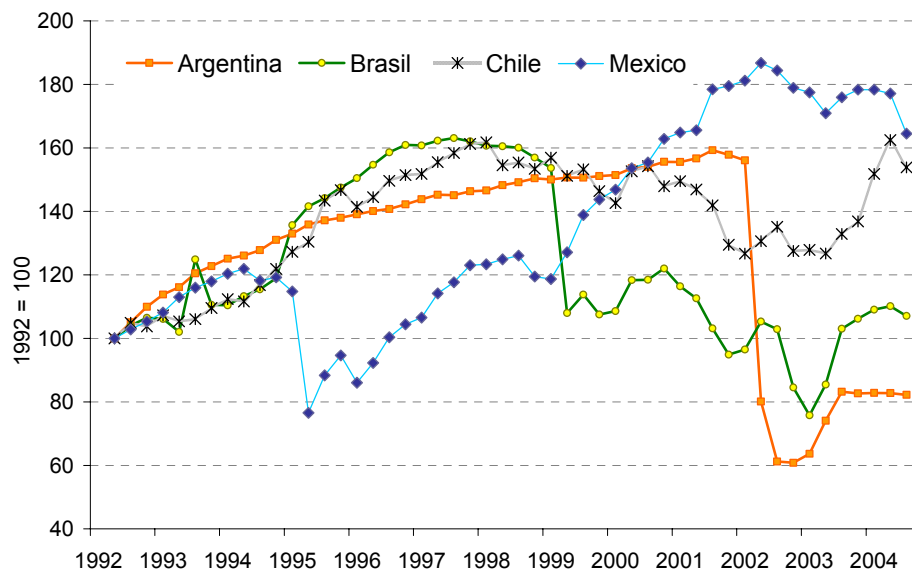
LATAM
(Índice 1996=100)



Fuente: CEPAL

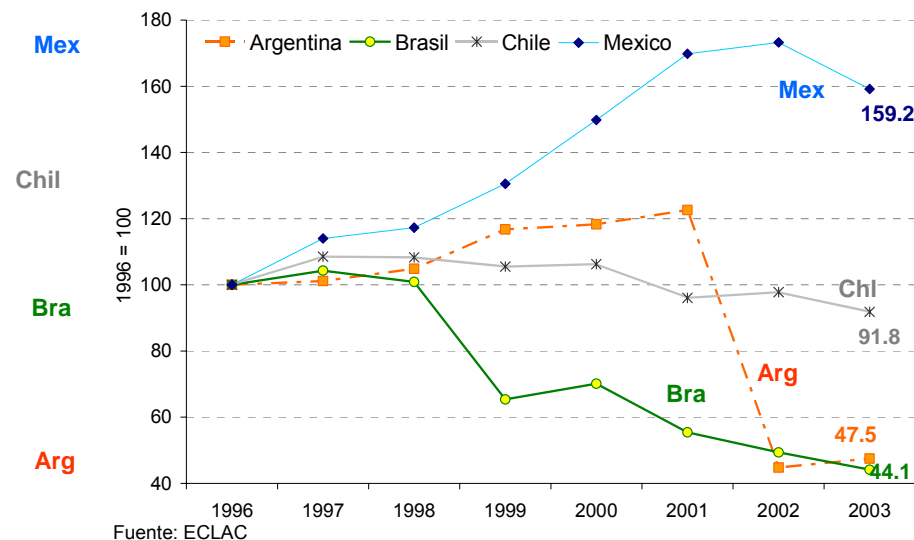
Los tipos de cambio corrigen brechas

Tipo de Cambio real (*)
(Índice 1992 = 100)



Fuente: MECON

LATAM – Salarios en USD
(Índice 1996 = 100)



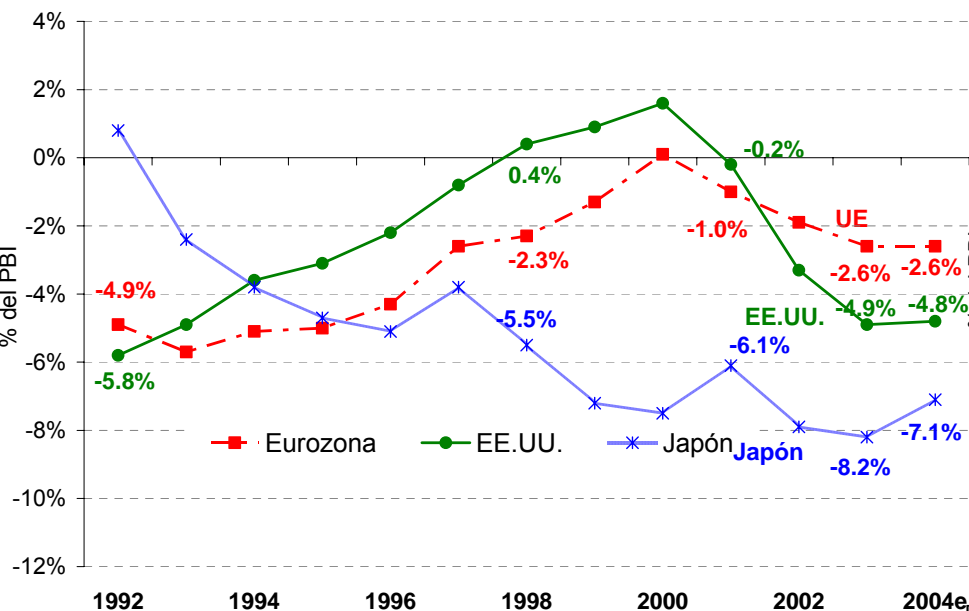
Fuente: ECLAC

(*) Contra USD. Deflactado por IPC

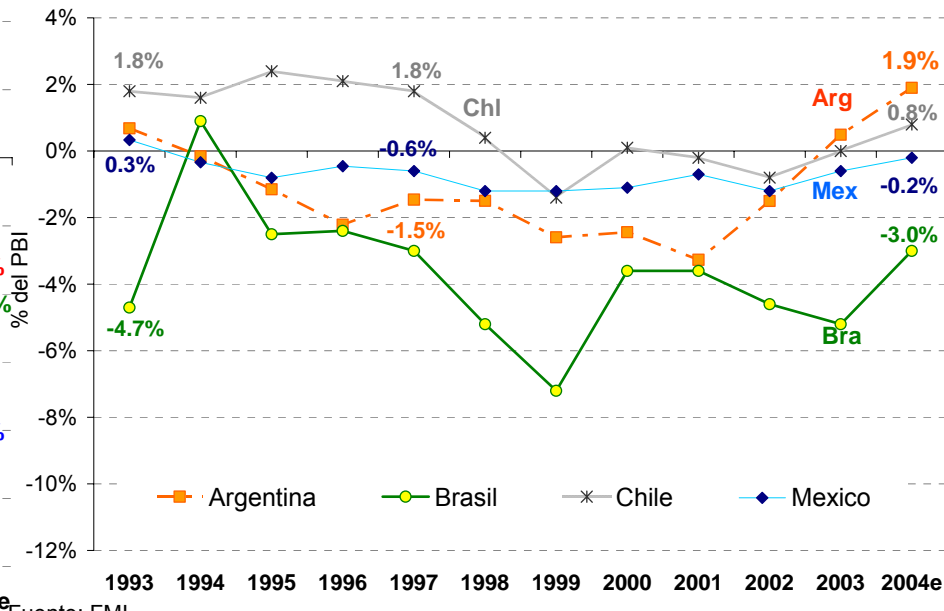
Implicancias en materia fiscal

Performance Fiscal : Resultado Fiscal / PBI

**Países G-3
(% del PBI)**

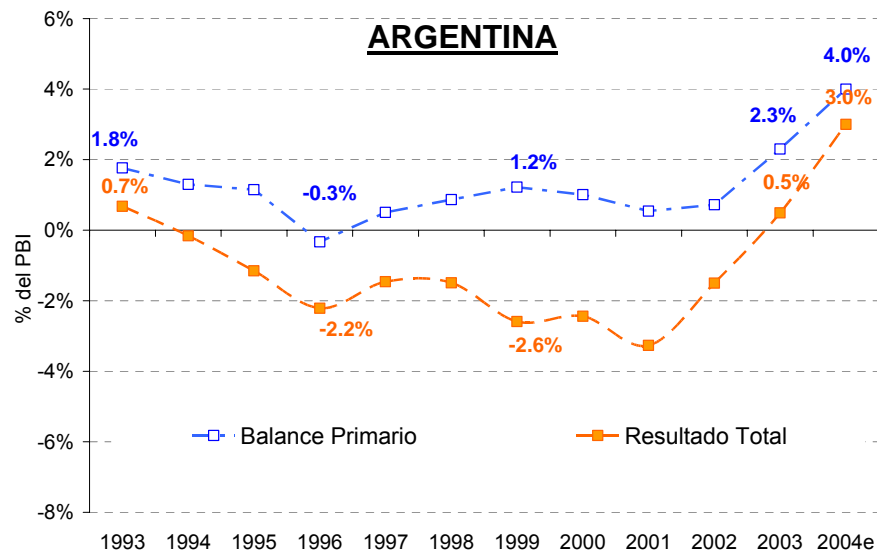


**Países LATAM
(% del PBI)**



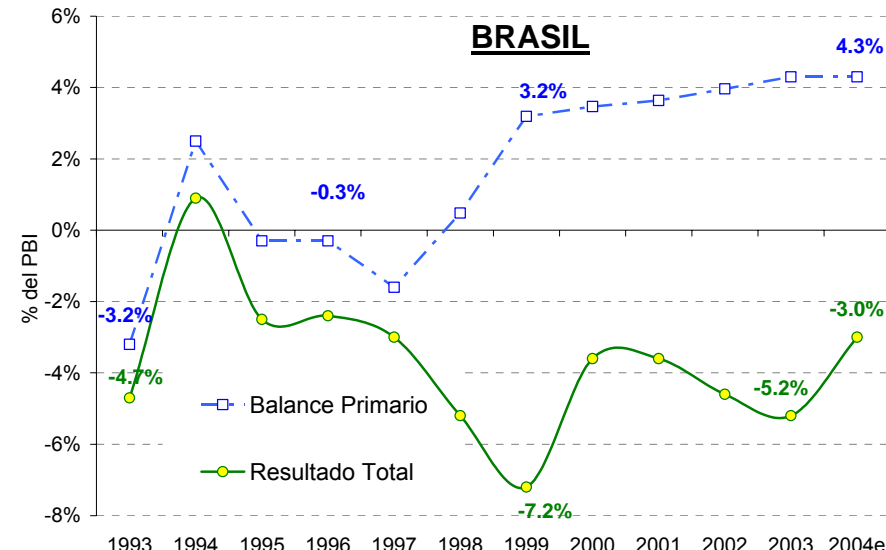
Performances diferenciadas entre países latinoamericanos

ARGENTINA



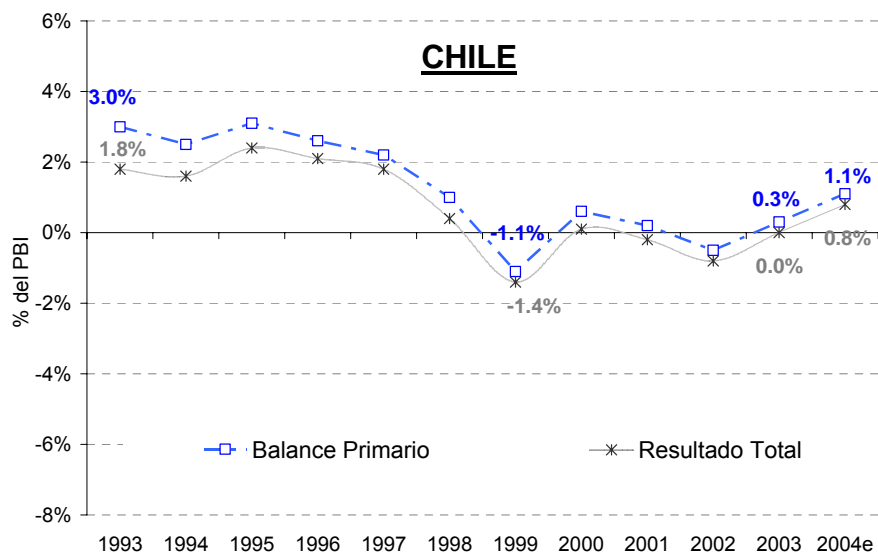
Fuente: Mecon

BRASIL



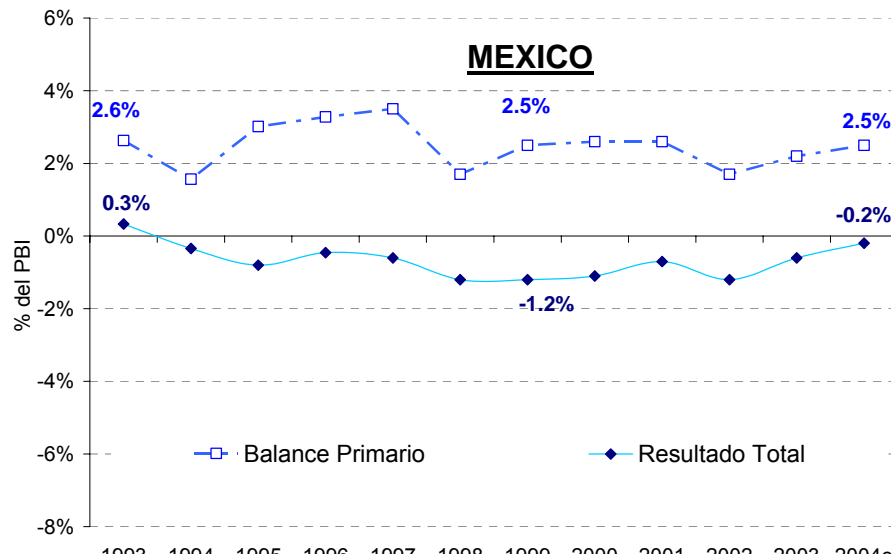
Fuente: BCB

CHILE



Fuente: Secretaría de Hacienda

MEXICO

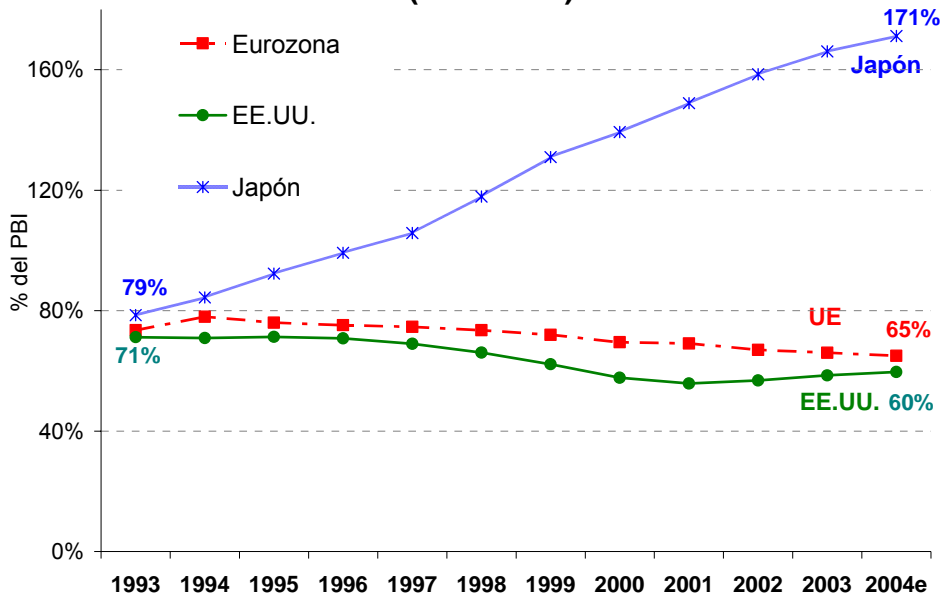


Source: SHCP

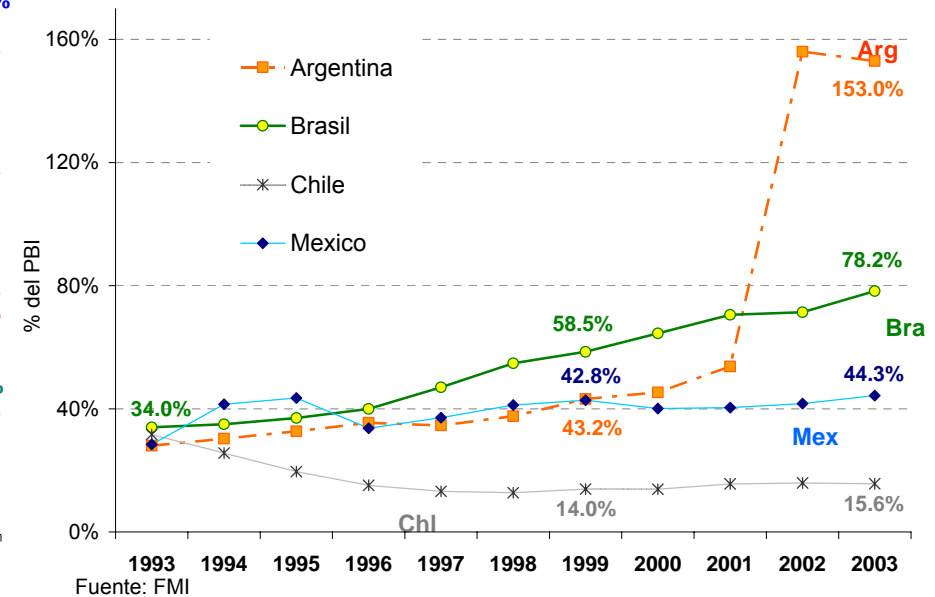
La dinámica de la deuda no ha sido homogénea

Deuda Bruta Sector Público / PBI

**Países G-3
(% del PBI)**



**Países LATAM
(% del PBI)**



Agenda

- Perspectiva



- **Consideraciones**

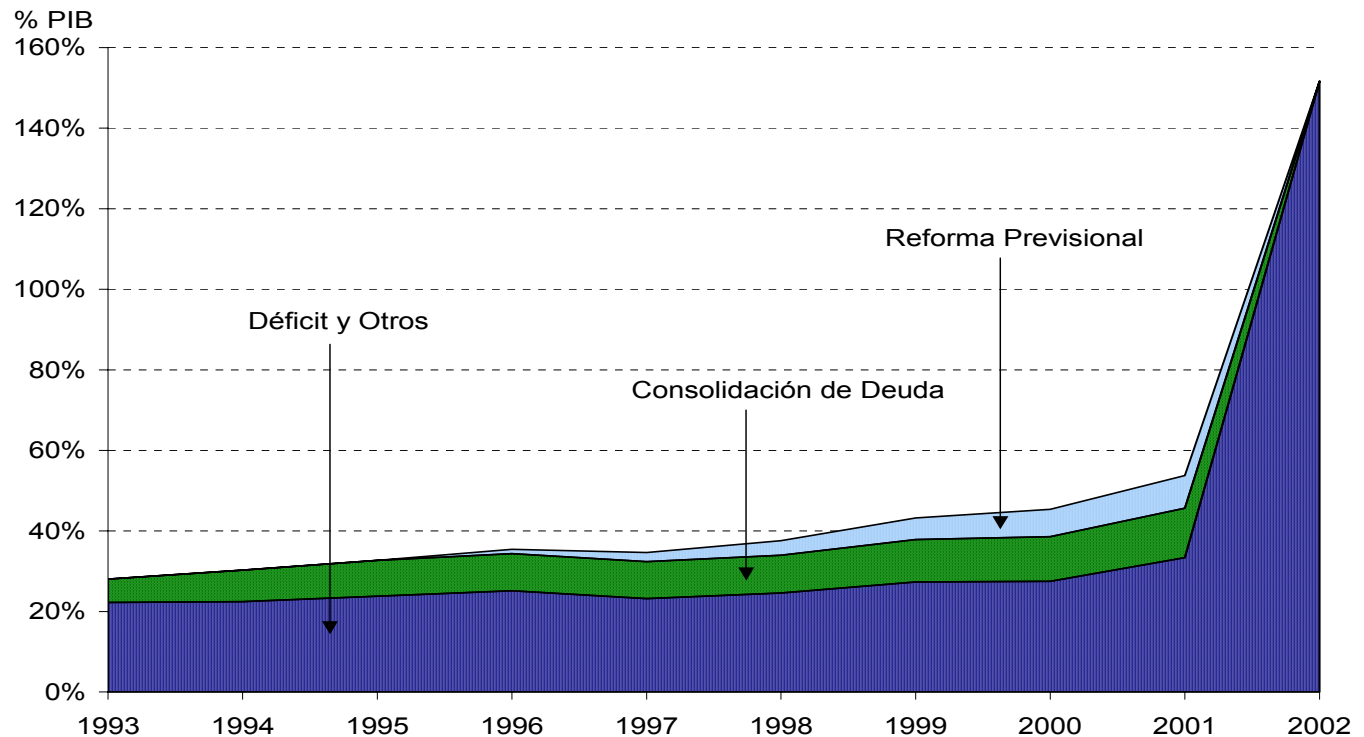
- Restructuración deuda soberana argentina

Evolución de la deuda del sector público

| Deuda Acumulada por: (a Dic - 01) | sin intereses acumulados (1) | | con intereses acumulados (2) | |
|-----------------------------------|------------------------------|---------------|------------------------------|---------------|
| | US\$ MM | % | US\$ MM | % |
| Déficit y Otros | 89.667 | 62,1% | 72.730 | 50,4% |
| Consolidación de Deuda | 33.057 | 22,9% | 41.322 | 28,6% |
| Reforma Previsional | 21.682 | 15,0% | 30.355 | 21,0% |
| TOTAL | 144.406 | 100,0% | 144.406 | 100,0% |

(1) Los intereses acumulados (estimados) por Consolidación de Deuda y Reforma Previsional se incluyen en Déficit

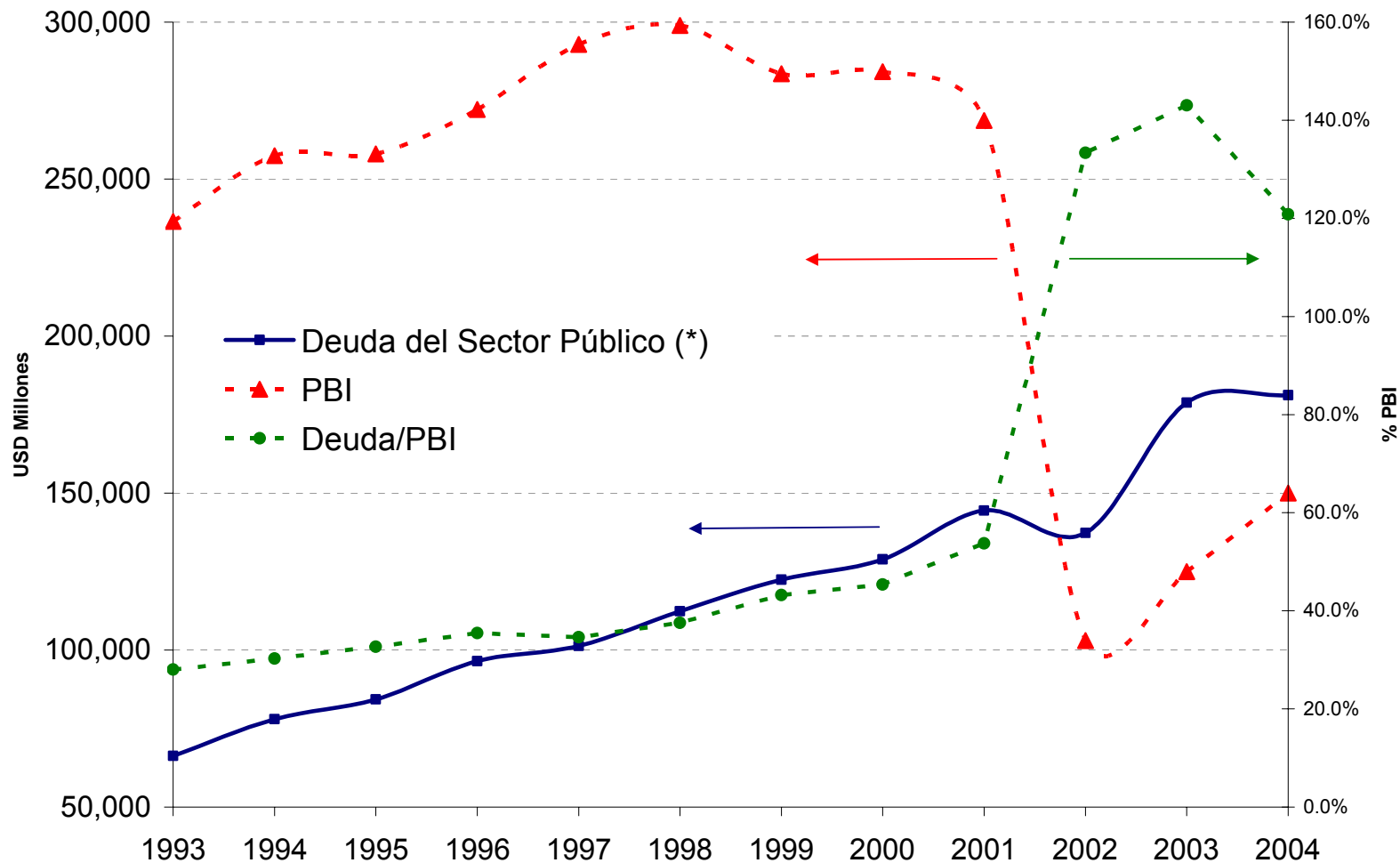
(2) Los intereses acumulados (estimados) por Consolidación de Deuda y Reforma Previsional se incluyen en cada línea



Fuente: Propio análisis basado en datos de Mecon

Intereses
acumulados
incluidos en "Déficit"

Evolución Deuda Pública y PBI



(*) Considerando el año de registración

Fuente: Mecon

Performance fiscal fuerte

| Balance Sector Público No financiero AR\$ millones | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 (e) | 2004 - 2003 Variación (MM) (%) | |
|---|---------------|---------------|---------------|----------------|-----------------------------------|-------------|
| Ingresos Tributarios | 46,804 | 49,745 | 72,426 | 98,393 | 25,967 | 36% |
| Otros Ingresos Corrientes | 3,462 | 5,241 | 4,697 | 6,430 | 1,733 | 37% |
| Ingresos de Capital | 128 | 93 | 92 | 78 | -14 | -15% |
| Ingresos Totales | 50,394 | 55,079 | 77,215 | 104,901 | 27,687 | 36% |
| Salarios | 6,353 | 6,777 | 8,745 | 9,430 | 685 | 8% |
| Bienes y Servicios | 1,891 | 2,188 | 2,825 | 3,350 | 525 | 19% |
| Pensiones | 16,617 | 16,535 | 19,464 | 22,004 | 2,540 | 13% |
| Transf. a Provincias | 15,934 | 16,486 | 20,576 | 30,472 | 9,896 | 48% |
| Otros Gastos | 8,205 | 10,837 | 16,675 | 20,276 | 3,602 | 22% |
| Gasto Primario total | 48,999 | 52,823 | 68,525 | 85,532 | 17,008 | 25% |
| Superávit Primario SPNF | 1,395 | 2,256 | 8,690 | 19,369 | 10,679 | 123% |
| Intereses | 10,175 | 6,810 | 6,883 | 4,082 | -2,801 | -41% |
| Resultado SPNF | -8,780 | -4,554 | 1,807 | 15,287 | 13,480 | 746% |

- Sustentabilidad de ciertos impuestos y definición de la estructura de gastos (salarios, subsidios)

| | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 (e) |
|---|-------|-------|--------|----------|
| Retenciones | | 5,453 | 10,038 | 9,563 |
| Impuesto a los Débitos y Créditos | | 5,288 | 6,332 | 7,568 |
| <i>como porcentaje del PBI</i> | | | | |
| Resultado Primario Sector Público Nacional | 0.5% | 0.7% | 2.3% | 4.5% |
| Resultado Primario Provincias | -1.5% | -0.1% | 0.9% | 1.0% |
| Resultado Primario Consolidado | -1.0% | 0.6% | 3.2% | 5.5% |

Situación de pagos

| Origen y Aplicación de Fondos | | 2002 | 2003 | 2004 |
|-------------------------------|-----------|----------------|-----------------|----------------|
| (En US\$ M) | | | | Sem 1 |
| Multilaterales | Capital | (3,007) | (11,051) | (4,696) |
| | Intereses | (1,686) | (1,585) | (548) |
| Otra Deuda corriente* | Capital | (97) | (415) | (392) |
| | Intereses | (338) | (649) | (319) |
| | | (5,128) | (13,700) | (5,955) |
| Superávit Primario | | 779 | 2,996 | 4,081 |
| Desembolsos Organismos | | 595 | 10,234 | 3,750 |
| | | 1,375 | 13,230 | 7,831 |

Fuente: Mecon y MVA

* Boden + PGN + Bogar

- Recientemente ayudado por fortaleza fiscal y desembolsos de organismos

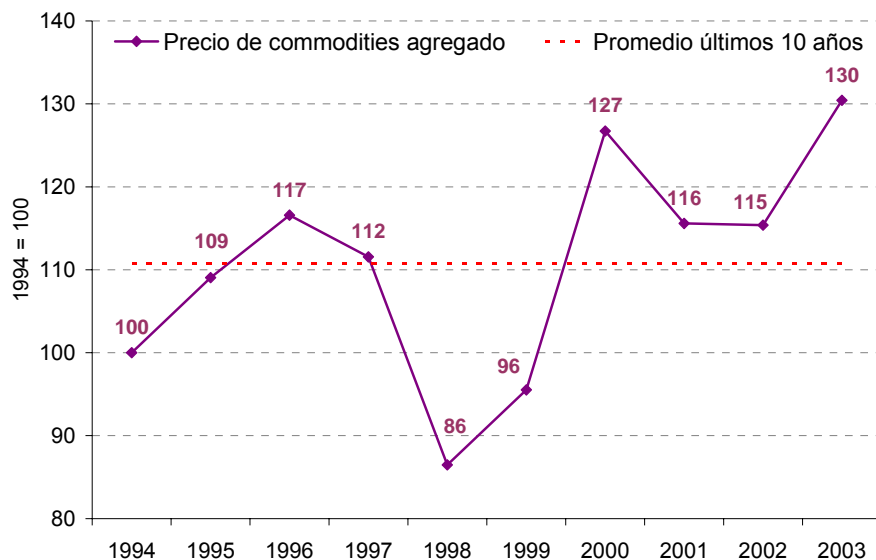
| Cronograma de pagos | | 2004 | | | 2005 | | | | |
|----------------------------|-----------------------|-------|-------|--------------|-------|-------|-------|-------|--------------|
| (En US\$ M) | | Tr3 | Tr4 | 2004 | Tr1 | Tr2 | Tr3 | Tr4 | 2005 |
| FMI | Capital | 1,066 | 1,686 | 6,765 | 1,314 | 1,396 | 931 | 842 | 4,483 |
| | Base expectativas (*) | 292 | 713 | 1,005 | 422 | 460 | 361 | 736 | 1,979 |
| | Base obligación | 775 | 972 | 1,747 | 893 | 936 | 570 | 106 | 2,505 |
| | Intereses | 70 | 65 | 355 | 56 | 46 | 40 | 35 | 177 |
| BID | Capital | 76 | 175 | 506 | 83 | 175 | 100 | 181 | 539 |
| | Intereses | 121 | 100 | 445 | 120 | 95 | 118 | 91 | 424 |
| BM | Capital | 231 | 155 | 770 | 244 | 156 | 245 | 219 | 864 |
| | Intereses | 74 | 49 | 255 | 68 | 46 | 62 | 43 | 219 |
| Otros | Capital | 2 | 0 | 5 | 2 | 0 | 2 | 0 | 5 |
| | Intereses | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 |
| Boden + Bogar + PGN | Capital | 398 | 96 | 494 | 523 | 976 | 2,236 | 464 | 4,199 |
| | Intereses | 291 | 220 | 511 | 321 | 222 | 310 | 203 | 1,056 |
| Total | Capital | 1,641 | 1,989 | 8,284 | 2,058 | 2,615 | 3,434 | 1,637 | 9,743 |
| | Intereses | 556 | 434 | 1,566 | 566 | 409 | 530 | 372 | 1,877 |

Fuente: Mecon

(*) En caso de ser renovados, los pagos en base expectativas se convierten en obligación el año siguiente

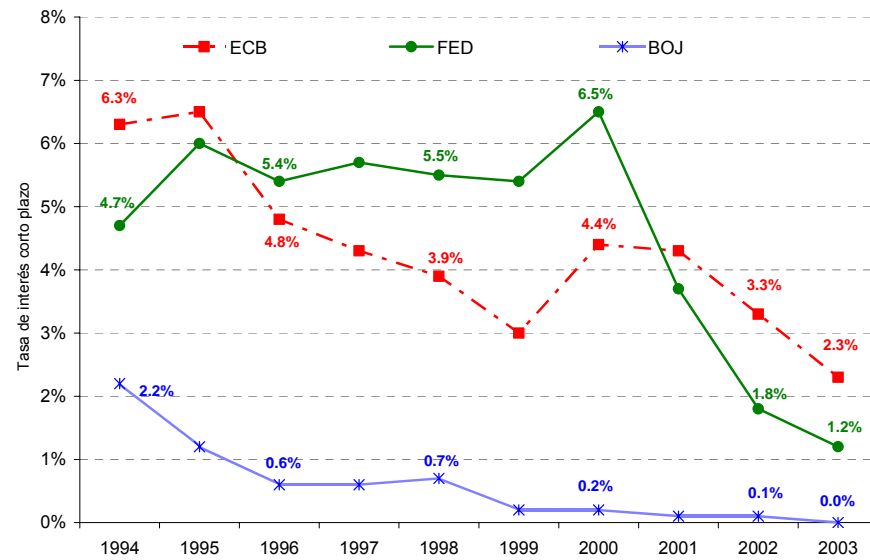
El contexto internacional es favorable. Existen oportunidades

Índice de Precios de Commodities –Base 1994 = 100



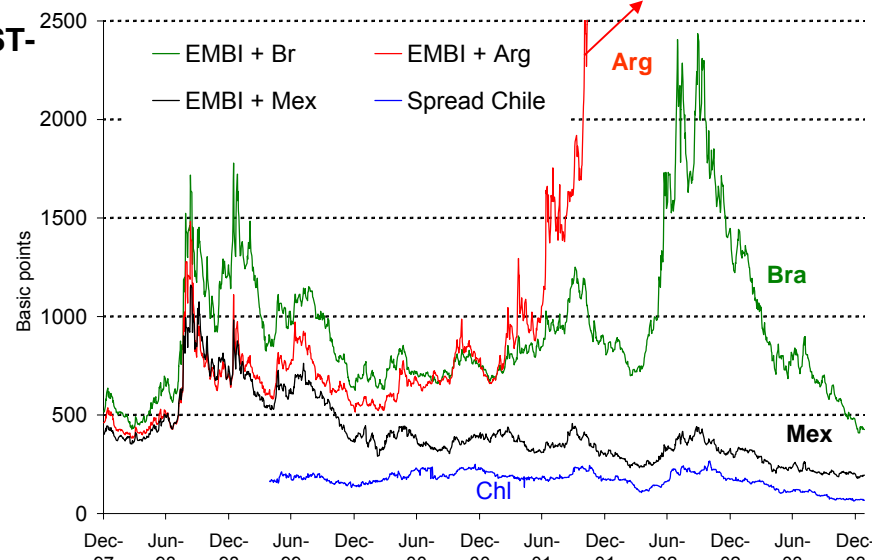
Fuente: OECD

Tasa de interés de corto plazo



Fuente: Base de datos OECD

Spread Soberano sobre UST-
Rendimiento
(Puntos básicos)



Source: JP Morgan

Agenda

- Perspectiva
- Consideraciones



- **Reestructuración deuda soberana argentina**

Stock de deuda

Deuda Total y Deuda Elegible

- Las estimaciones no incluyen pasivos en litigio y otros contingentes (“esqueletos”)

- P.e. juicios en el CIADI

| DEUDA TOTAL (US\$ MM) | Dec-01 Est Oficial | Dec-03 Est Oficial | Dec-03 Revisada | Dec-04 Estimada |
|---|-----------------------|-----------------------|--------------------|--------------------|
| Deuda en default | | | | |
| Deuda elegible (Bonos) - Capital | 61.8 | 82.1 | 82.1 | 82.9 |
| <i>Bonos con Ley internacional</i> | 45.7 | | 70.9 | 70.9 |
| <i>Bonos con Ley local</i> | 9.4 | | 8.9 | 9.7 (1) |
| <i>Letes</i> | 6.7 | | 2.3 | 2.3 (2) |
| Organismos Oficiales | 4.4 | 6.1 | 6.1 | 6.1 |
| Banca Comercial | 2.0 | 0.7 | 0.7 | 0.7 |
| Otros acreedores | 1.5 | 0.3 | 0.3 | 0.3 |
| Intereses Bonos | - | 13.5 | 17.2 | 26.4 |
| <i>Vencidos e impagos</i> | | | 9.5 | 15.3 |
| <i>Capitalizados</i> | | | 4.0 | 6.2 |
| <i>Pendiente</i> | | | 2.2 | 3.4 |
| <i>Devengados no vencidos hasta Diciembre</i> | | | 1.5 | 1.5 |
| Otros intereses | | 0.5 | 0.5 | 1.0 |
| TOTAL | 69.7 | 103.2 | 106.9 | 117.4 |
| Deuda corriente | | | | |
| Organismos Multilaterales | 32.4 | 32.1 | 32.1 | 32.1 |
| Préstamos Garantizados Nacionales | 42.3 | 14.1 | 14.1 | 13.6 |
| Bono Garantizado Provincial | - | 9.7 | 9.7 | 9.3 |
| BODENS | - | 17.7 | 17.7 | 15.5 |
| Otros (incluye Adelantos del BCRA) | - | 2.5 | 2.5 | 2.5 |
| TOTAL | 74.7 | 76.1 | 76.1 | 73.1 |
| TOTAL DEUDA BRUTA | 144.4 | 179.3 | 183.0 | 190.5 |
| Activos | | | (20.4) | (20.4) |
| TOTAL DEUDA "NETA" | | | 162.6 | 170.0 |

(1) Valor estimado original en US\$ 13,8 MM

(2) Valor estimado original en US\$ 3,3 MM, incluyendo ajuste por CER a Letes en Pesos

Tipo de cambio AR\$ 2,9175 = US\$ 1

Eficiencia

- Resolver el problema de la deuda,
 - Factores que generaron situación fueron superados
 - Aprovechar las ventajas de mostrar una situación regularizada
 - Se trata de obtenerse una tasa alta de participación
- Evitar discusiones prolongadas
 - Algunos pueden notar propuesta unilateral
 - Negociación con una base amplia de acreedoras es muy complejo
- El paso del tiempo tiene efectos
 - Destrucción de valor
 - Incremento posible de litigiosidad
 - Vulnerabilidad por el posible deterioro en las condiciones internacionales
 - Impactar sobre las decisiones de consumo e inversión

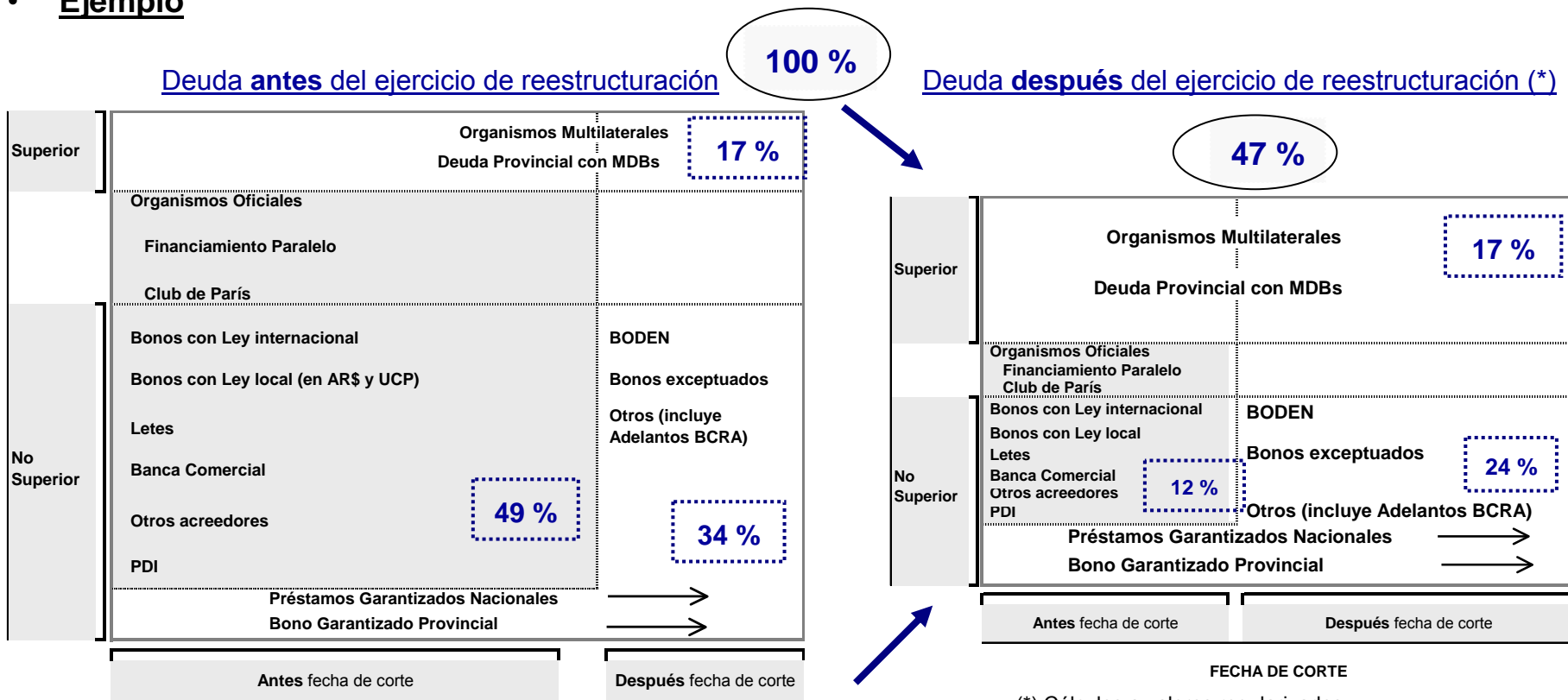
Eficiencia (cont.)

- La efectividad de las acciones legales parece ser limitada en el corto plazo
 - Los potenciales embargos tienen efectos prácticos limitados
 - Particularmente mientras continúe situación irregular
 - Dificultades operativas: p.e.
 - Embargos de pagos a diplomáticos
 - Embargos de ciertos activos
 - Es posible proteger los pagos corrientes
 - Situación especial dada por los nuevos bonos y otra deuda corriente
 - Discusiones *Pari passu* involucran “acreedores privilegiados”
 - Incluyendo desde IFIs hasta ciertos tenedores de bonos
- Efecto reputación adicional

Distribución de las cargas

- Discusión sobre la absorción pérdidas, su distribución e igual tratamiento entre acreedores de naturaleza similar
- Diferencias entre deuda elegible y no elegible,
 - Dados los supuestos macro predefinidos y los compromisos asumidos
 - Aún considerando renovación parcial de Bodens, PGN y otros

Ejemplo



Instrumentos ofrecidos: presentación de Junio 2004

- Las características de los Bonos anunciadas en Jun-04 fueron:

| Bono | Escenario participación | Monto a emitirse | Quita | Cupon anual (promedio) | Años gracia capital | Vida prom | Observaciones |
|-----------|----------------------------|------------------|-------|------------------------|---------------------|------------|---|
| Par | Hasta el 70% participación | 10,000 | 0.0% | 2.90% | 25 años | 30.25 años | Step-up : años 1-5: 1.35% p.a.; 6-15: 2.50% p.a.; 16-25: 3.75% p.a. y luego 5.25% p.a. |
| | Más del 70% | 15,000 | | 3.05% | | | Step-up : años 1-5: 2.08% p.a.; 6-15: 2.50% p.a.; 16-25: 3.75% p.a. y luego 5.25% p.a. |
| Descuento | Hasta el 70% participación | 20,170 | 66.0% | 8.32% | 20 años | 25.25 años | Años 1- 5: 3.97% p.a. en efectivo + 4.35% p.a. capitalización; 6-10: 5.77% p.a. en efectivo + 2.55% p.a. capitalización; y luego 8.32% p.a. en efectivo |
| | Más del 70% | 19,870 | 63.0% | 8.51% | | | Años 1- 5: 4.15% p.a. en efectivo + 4.36% p.a. capitalización; 6-10: 4.88% p.a. en efectivo+ 3.63% p.a. capitalización; y luego 8.51% p.a. en efectivo |
| Cuasipar | Hasta el 70% participación | 8,330 | 30.6% | ≤ 5.57% | 32 años | 37.25 años | Capitalización hasta el año 10 (5.57%), y luego pago en efectivo cupón completo |
| | Más del 70% | | 29.5% | ≤ 5.96% | | | Capitalización hasta el año 10 (5.96%), y luego pago en efectivo cupón completo |

- Las tasas de interés mencionadas en el cuadro son exclusivamente para USD
 - El Cuasipar será emitido únicamente en ARS ajustados por CER, por lo que las tasas de interés podrían ser menores
- Unidades ligadas al PBI (*GDP kicker*): todos los bonos incluirán este elemento – podría ser en forma de títulos (*warrants*) separables-
 - Pagos adicionales del 5 % del PBI que excede el 3,0% de crecimiento de largo plazo
- Recompra: montos similares a los pagos correspondientes a las unidades ligadas al PBI

Valuaciones

Resumen de Valuación sin unidades ligadas al PBI

Supuestos

- Sin apreciación / depreciación de ARS
- VPNs son nominales
- Las tasas de Cuasipar terminarían siendo iguales a tasas nominales en USD, menos la inflación

Notas

- VPNs valuados a la fecha de canje
- No se incluye la valuación de las unidades ligadas al PBI
- No se consideran las diferencias entre legislaciones de cada bono

Montos elegibles

USD M

| | Principal | PDI | Total |
|-----|-----------|--------|---------|
| USD | 81.200 | 22.900 | 104.100 |

Tasa de participación 100%

| Nuevo bono | Moneda | Quita de capital | Valor Nominal | Monto post canje | Período gracia # años | Amortizaciones semianuales # Pagos | Vencimiento # años | Vida promedio | Cupón | Capitalización intereses # años |
|----------------------|--------|------------------|----------------|------------------|-----------------------|------------------------------------|--------------------|---------------|--------------|---------------------------------|
| Par | USD | 0% | 15.000 | 15.000 | 25 | 20 | 35 | 29,8 | Step up | 0 |
| Descuento | USD | 63% | 54.300 | 19.900 | 20 | 20 | 30 | 24,8 | Step up | 10 |
| Cuasipar | UCP | 30% | 11.900 | 8.300 | 32 | 20 | 42 | 36,8 | 5,96% | 10 |
| Portfolio | | 47% | 81.200 | 43.200 | 24,0 | 20,0 | | 28,8 | 4,78% | 6,5 |
| PDI | | | 22.900 | 0 | | | | | | |
| Cartera + PDI | | 59% | 104.100 | 43.200 | | | | | | |

Valor Presente Neto/ Deuda Nominal

| Nuevo Bono | % sobre Capital | | % sobre Deuda Total | |
|----------------|-----------------|--------------|---------------------|--------------|
| | @10% | @12% | @10% | @12% |
| Par | 31,1% | 24,5% | 24,3% | 19,1% |
| Descuento | 31,4% | 25,1% | 24,5% | 19,5% |
| Cuasipar | 30,7% | 21,5% | 24,0% | 16,8% |
| Cartera | 31,3% | 24,4% | 24,4% | 19,1% |

Análisis de Sostenibilidad Propuesta Junio 2004

Supuestos Macro

- En la presentación del Gobierno se incluyeron estimación de las siguientes variables:
 - Resultado primario del Gobierno Nacional,
 - Crecimiento del PIB y
 - Tipo de cambio real

Proyecciones oficiales

| Año | Tasa Crec. | Tipo de cambio real (USD/ARS)(*) | Tipo de cambio real (ARS/USD)(*) | Superávit primario |
|------|------------|-------------------------------------|-------------------------------------|-----------------------|
| 2004 | 6,9% | 0,53 | 1,89 | 3,2% |
| 2005 | 3,9% | 0,54 | 1,85 | 2,7% |
| 2006 | 3,0% | 0,55 | 1,82 | 2,7% |
| 2007 | 3,0% | 0,56 | 1,80 | 2,7% |
| 2008 | 3,0% | 0,56 | 1,78 | 2,7% |
| 2009 | 3,0% | 0,57 | 1,76 | 2,7% |
| 2010 | 3,0% | 0,57 | 1,75 | 2,7% |
| 2011 | 3,0% | 0,57 | 1,76 | 2,6% |
| 2012 | 3,0% | 0,57 | 1,74 | 2,5% |

(*) Dic-01= 1

Análisis de Sostenibilidad Propuesta Junio 2004 (cont.)

- El ratio Deuda Bruta / PIB es comúnmente utilizado como indicador de solvencia de los deudores soberanos
- Sin embargo, en el caso de Argentina, la deuda estará a tasas inferiores a las de mercado y a plazos muy largos, resultando en
 - Mejores indicadores si la deuda se calcula en términos de valor presente
 - Menores necesidades de financiamiento en el tiempo
 - Además, si el tipo de cambio real se aprecia, la relación tenderá a mejorar
- Asimismo, el ratio Intereses / PIB será inferior a los comparables por un plazo de tiempo considerable
- Los números de deuda en Argentina tienen ciertas particularidades:
 - Incluyen explícitamente los pasivos contraídos por el cambio en el régimen de seguridad social
 - La experiencia muestra la aparición de pasivos contingentes (“esqueletos”), aún después de ejercicios de consolidación
 - En este caso, las estimaciones no incluyen pasivos contingentes

Análisis de Sostenibilidad Propuesta Junio 2004 (cont.)

Programa Financiero

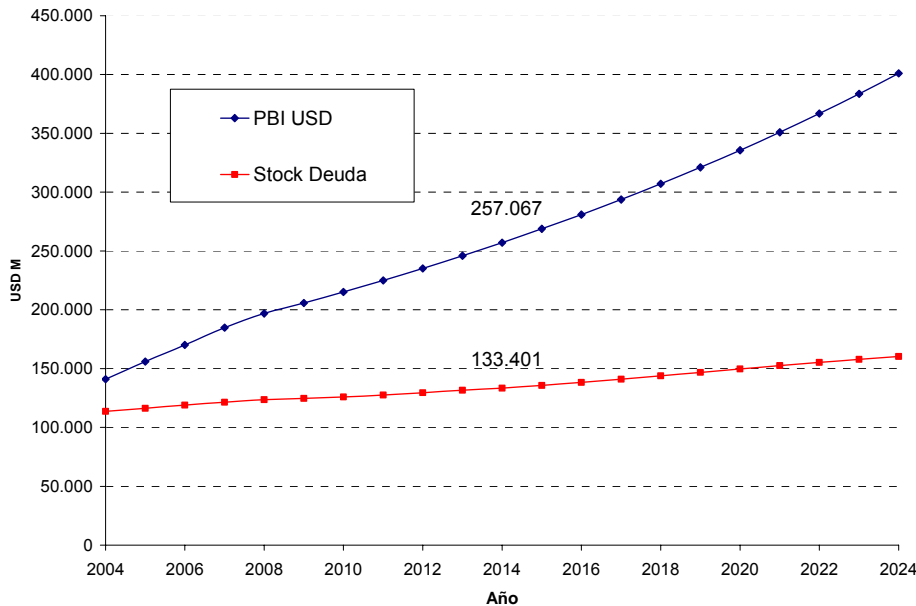
| | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|----------------------------|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| PBI ARS | 376.000 | 423.163 | 468.186 | 510.159 | 554.364 | 590.674 | 617.520 | 645.586 | 674.928 | 705.604 | 737.673 | 771.201 | 806.252 |
| PBI USD | 125.333 | 141.054 | 156.062 | 170.053 | 184.788 | 196.891 | 205.840 | 215.195 | 224.976 | 235.201 | 245.891 | 257.067 | 268.751 |
| Superavit Primario ARS | 9.024 | 13.541 | 12.641 | 13.774 | 14.968 | 15.948 | 16.673 | 17.431 | 17.548 | 17.640 | 17.704 | 17.738 | 17.738 |
| Superavit Primario USD | 3.008 | 4.514 | 4.214 | 4.591 | 4.989 | 5.316 | 5.558 | 5.810 | 5.849 | 5.880 | 5.901 | 5.913 | 5.913 |
| Intereses | | 1.896 | 3.200 | 3.642 | 3.932 | 4.169 | 4.318 | 4.916 | 5.176 | 5.445 | 5.680 | 6.197 | 7.809 |
| - IFI's | | 992 | 1.120 | 1.280 | 1.270 | 1.250 | 1.230 | 1.210 | 1.190 | 1.170 | 1.150 | 1.130 | 1.110 |
| - Bodens+Bogar | | 408 | 415 | 382 | 347 | 311 | 271 | 233 | 193 | 158 | 123 | 104 | 77 |
| - PGN | | 496 | 518 | 545 | 571 | 544 | 461 | 338 | 260 | 173 | 164 | 165 | 162 |
| - Deuda Restructurada | | 0 | 1.147 | 1.183 | 1.221 | 1.261 | 1.302 | 1.588 | 1.632 | 1.678 | 1.726 | 2.172 | 3.665 |
| - Nueva Deuda | | | 0 | 253 | 523 | 802 | 1.054 | 1.547 | 1.902 | 2.266 | 2.516 | 2.627 | 2.794 |
| Resultado Fiscal | | 2.618 | 1.014 | 949 | 1.058 | 1.147 | 1.240 | 894 | 673 | 435 | 222 | -285 | -1.897 |
| Amortizaciones | | 973 | 4.174 | 4.326 | 4.551 | 4.288 | 7.412 | 6.905 | 6.908 | 5.317 | 3.169 | 4.896 | 6.696 |
| - IFI's | | 0 | 0 | 0 | 500 | 500 | 500 | 500 | 500 | 500 | 500 | 500 | 500 |
| - Bodens+Bogar | | 958 | 3.020 | 2.943 | 2.850 | 2.734 | 2.538 | 2.778 | 2.540 | 2.401 | 984 | 1.309 | 1.421 |
| - PGN | | 15 | 1.154 | 1.383 | 1.201 | 1.053 | 4.373 | 2.047 | 2.179 | 670 | 114 | 1 | 190 |
| - Deuda Restructurada | | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| - Nueva Deuda | | | | | | | 1.580 | 1.689 | 1.747 | 1.570 | 3.086 | 4.585 | |
| Nec. Financiamiento | | -1.646 | 3.160 | 3.377 | 3.494 | 3.140 | 6.172 | 6.011 | 6.235 | 4.882 | 2.947 | 5.181 | 8.593 |
| Stock Deuda (eop) | 175.535 | 113.662 | 116.340 | 119.000 | 121.510 | 123.560 | 124.642 | 125.962 | 127.553 | 129.457 | 131.663 | 133.401 | 135.697 |
| - Deuda Senior (sin BCRA) | | 70.462 | 68.082 | 65.361 | 62.205 | 59.245 | 52.179 | 47.149 | 42.165 | 38.784 | 37.342 | 35.672 | 33.686 |
| - IFI's | | 32.000 | 32.000 | 32.000 | 31.500 | 31.000 | 30.500 | 30.000 | 29.500 | 29.000 | 28.500 | 28.000 | 27.500 |
| - Bodens USD | | 12.542 | 10.766 | 9.233 | 7.714 | 6.196 | 4.677 | 3.159 | 1.641 | 122 | 0 | 0 | 0 |
| - Bodens UCP+Bogar | | 12.300 | 11.929 | 11.285 | 10.614 | 10.020 | 9.160 | 8.045 | 7.154 | 6.386 | 5.627 | 4.409 | 3.064 |
| - PGN | | 13.620 | 13.388 | 12.843 | 12.376 | 12.029 | 7.842 | 5.945 | 3.870 | 3.275 | 3.215 | 3.264 | 3.122 |
| - Deuda Restructurada | | 43.200 | 45.098 | 47.102 | 49.275 | 51.145 | 53.119 | 55.039 | 57.068 | 59.217 | 61.488 | 62.802 | 63.076 |
| - Nueva Deuda | | 0 | 3.160 | 6.537 | 10.030 | 13.171 | 19.343 | 23.774 | 28.320 | 31.456 | 32.833 | 34.927 | 38.935 |

Nota: Se asume que por las necesidades de financiamiento se contrae deuda a un plazo de 5 y 10 años (*bullet*), a una tasa del 8% anual

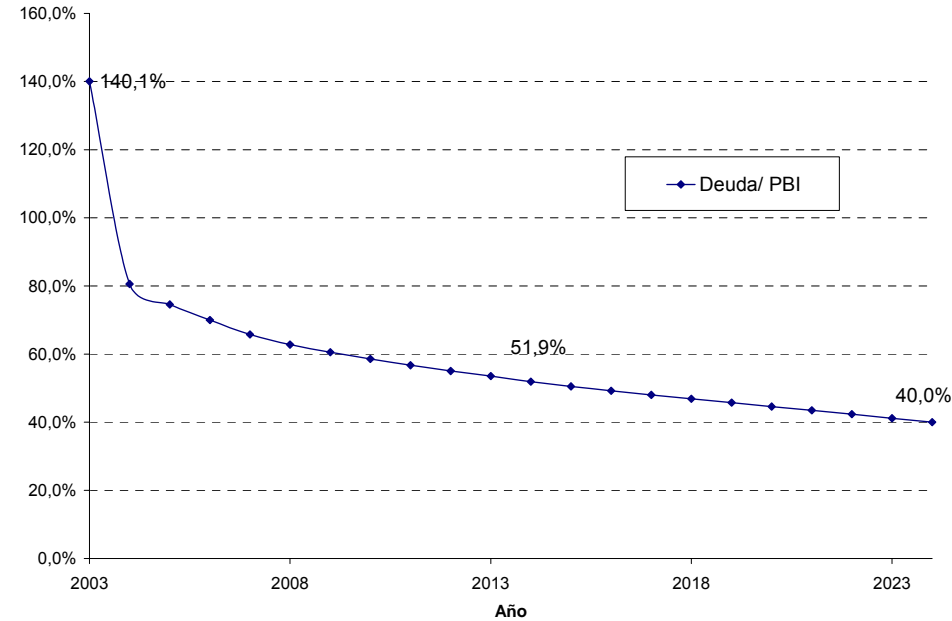
Análisis de Sostenibilidad Propuesta Junio 2004 (cont.)

- En función de los supuestos macro utilizados por el Ministerio de Economía

DEUDA & PIB (USD M)

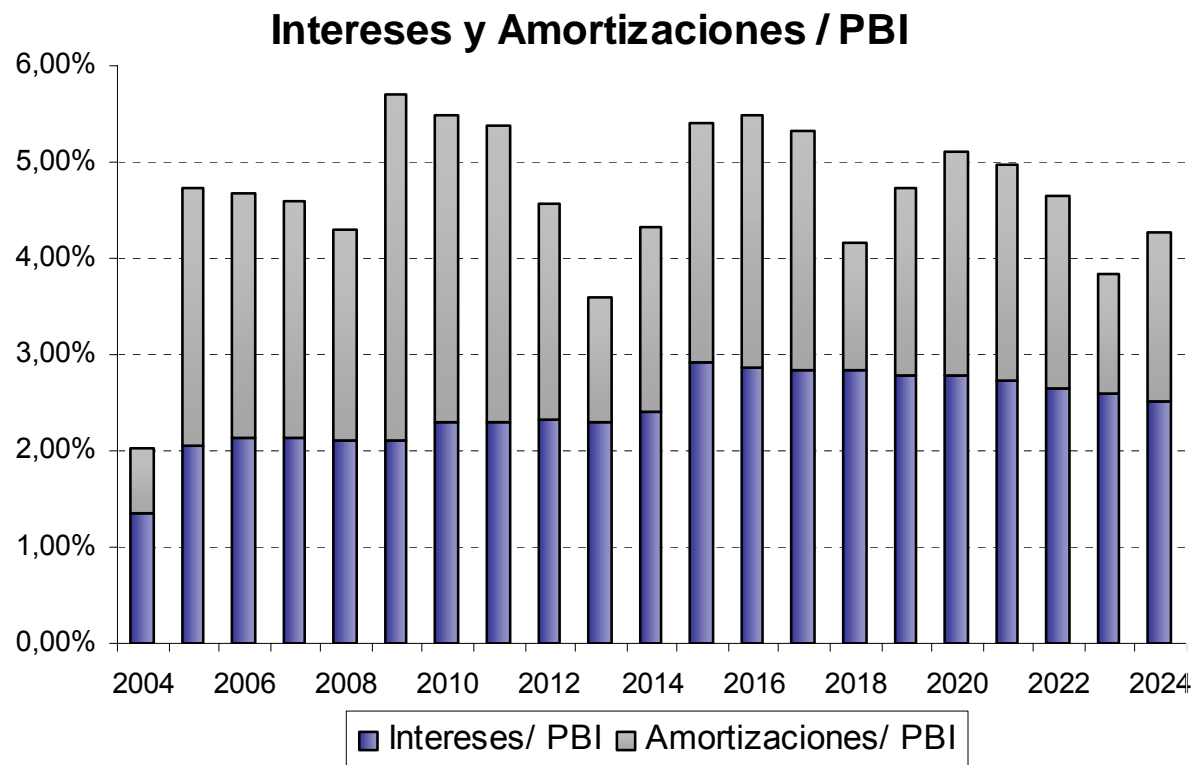


RATIO DEUDA / PIB (%)



Análisis de Sostenibilidad Propuesta Junio 2004 (cont.)

- Con los mismos supuestos, los pagos de intereses de los próximos 10 años serán levemente superiores al 2% del PIB proyectado
- Considerando el superávit primario comprometido para el mismo período, las necesidades de financiamiento promedian 2,1% del PIB



Expectativa del mercado

- Los precios de mercado muestran alguna correlación negativa con la vida promedio
- Las diferencias en las tasas contractuales no se reflejan en los precios
- Los Capitalizables no presentan ninguna consideración especial en sus valuaciones
 - Los precios se mueven en función de las paridades y la vida promedio
 - Los precios relativos mejoraron luego de los anuncios

Globales

| Bono | Ultimo Pago | Interés corrido 31-Dic-01 | Vida promedio al 29-Sep-04 | Cupón | Valor Técnico 31-Dic-01 | Valor Técnico contractual 29-Sep-04 | Precio | Paridad al 31-Dic-01 | Paridad 29-Sep-04 |
|-----------------|-------------|---------------------------|----------------------------|---------|-------------------------|-------------------------------------|--------|----------------------|-------------------|
| Global 2003 | 20-Dec-01 | 0.25 | 0.00 | 8.375% | 100.25 | 125.04 | 30.75 | 30.7% | 24.6% |
| Global 2005 | 4-Dec-01 | 0.81 | 1.20 | 11.00% | 100.81 | 134.24 | 30.75 | 30.5% | 22.9% |
| Global 2006 | 9-Oct-01 | 2.50 | 2.00 | 11.00% | 102.50 | 136.41 | 30.00 | 29.3% | 22.0% |
| New Global 2008 | 19-Dec-01 | 0.23 | 3.00 | 7.000% | 100.23 | 120.70 | 29.75 | 29.7% | 24.6% |
| Global 2009 | 7-Oct-01 | 2.74 | 4.50 | 11.75% | 102.74 | 139.26 | 30.25 | 29.4% | 21.7% |
| Global 2010 | 15-Sep-01 | 3.33 | 5.50 | 11.375% | 103.33 | 138.77 | 30.25 | 29.3% | 21.8% |
| Global 2012 | 21-Aug-01 | 4.48 | 7.40 | 12.375% | 104.48 | 143.73 | 31.00 | 29.7% | 21.6% |
| Global 2015 | 15-Dec-01 | 0.52 | 10.70 | 11.75% | 100.52 | 136.36 | 30.65 | 30.5% | 22.5% |
| Global 2017 | 30-Jul-01 | 4.80 | 12.30 | 11.375% | 104.80 | 140.71 | 30.00 | 28.6% | 21.3% |
| New Global 2018 | 19-Dec-01 | 0.40 | 12.70 | 12.25% | 106.53 | 137.90 | 29.25 | 27.5% | 21.2% |
| Global 2019 | 25-Aug-01 | 4.25 | 14.40 | 12.125% | 104.25 | 142.56 | 28.00 | 26.9% | 19.6% |
| Global 2020 | 3-Feb-01 | 10.88 | 15.34 | 12.00% | 110.88 | 151.31 | 25.75 | 23.2% | 17.0% |
| Global 2027 | 19-Sep-01 | 2.75 | 22.97 | 9.758% | 102.75 | 132.60 | 29.25 | 28.5% | 22.1% |
| Global 2030 | 21-Jul-01 | 4.58 | 25.81 | 10.25% | 104.58 | 136.58 | 20.00 | 19.1% | 14.6% |
| New Global 2031 | 19-Dec-01 | 0.39 | 26.72 | 12.00% | 106.39 | 137.05 | 28.85 | 27.1% | 21.1% |

Expectativa del mercado (cont.)

- Si el valor de los Bontes para el canje se considera en función de los valores originales en USD, los precios de mercado son menores a los Globales
- Por el contrario, si el valor se establece considerando los montos pesificados, los precios son superiores a los Globales comparables
 - Una justificación de esos precios podría ser la expectativa de que tengan cierta preferencia en las opciones más valiosas
 - La curva de rendimientos de los Bontes es considerablemente más corta que la de los Globales

Bontes con condiciones originales

| Bono | Ultimo Pago | Interés corrido 3-Feb-02 | Vida promedio a 29-Sep-04 | Cupón original | Valor Técnico 3-Feb-02 (USD) | Valor Técnico 29-Sep-04 (USD) | Precio (USD) | Paridad al 31-Dic-01 | Paridad 29-Sep-04 |
|----------|-------------|--------------------------|---------------------------|----------------|------------------------------|-------------------------------|--------------|----------------------|-------------------|
| Bonte 02 | 9-Nov-01 | 0.63 | 0.00 | 8.75% | 100.63 | 127.47 | 27.73 | 27.6% | 21.8% |
| Bonte 03 | 21-Nov-01 | 0.65 | 0.00 | 11.75% | 100.65 | 137.40 | 27.57 | 27.4% | 20.1% |
| Bonte 04 | 24-Nov-01 | 0.58 | 0.00 | 11.25% | 100.58 | 135.53 | 26.67 | 26.5% | 19.7% |
| Bonte 05 | 21-Nov-01 | 0.67 | 0.64 | 12.13% | 100.67 | 138.73 | 27.23 | 27.1% | 19.6% |
| Bonte 06 | 15-Nov-01 | 0.75 | 1.62 | 11.75% | 100.75 | 137.66 | 27.17 | 27.0% | 19.7% |

Bontes con condiciones modificadas por pesificación

| Bono | Ultimo Pago | Interés corrido 3-Feb-02 | Vida promedio a 29-Sep-04 | Cupón original | Valor Técnico 3-Feb-02 (USD) | Valor Técnico 29-Sep-04 (USD) | Precio (USD) | Paridad al 31-Dic-01 | Paridad 29-Sep-04 |
|----------|-------------|--------------------------|---------------------------|----------------|------------------------------|-------------------------------|--------------|----------------------|-------------------|
| Bonte 02 | 9-Nov-01 | 1.05 | 0.00 | 8.75% | 101.05 | 73.063 | 27.73 | 27.4% | 38.0% |
| Bonte 03 | 21-Nov-01 | 1.21 | 0.00 | 11.75% | 101.21 | 73.180 | 27.57 | 27.2% | 37.7% |
| Bonte 04 | 24-Nov-01 | 1.11 | 0.00 | 11.25% | 101.11 | 73.109 | 26.67 | 26.4% | 36.5% |
| Bonte 05 | 21-Nov-01 | 1.25 | 0.64 | 12.13% | 101.25 | 73.208 | 27.23 | 26.9% | 37.2% |
| Bonte 06 | 15-Nov-01 | 1.31 | 1.62 | 11.75% | 101.31 | 73.251 | 27.17 | 26.8% | 37.1% |

Análisis de Sensibilidad

Impacto de distintas alternativas

