VII

Mercado de Capitales

En el primer trimestre de 2001 los precios promedio de los activos financieros argentinos subieron levemente. Las acciones se recuperaron con relación al promedio del cuarto trimestre del año pasado, y también lo hicieron los títulos públicos, por lo que cayó levemente el riesgo soberano implícito en sus precios. Este modesto avance estuvo enmarcado en un contexto internacional más favorable, ya que ante la fuerte desaceleración de la economía de Estados Unidos y la caída en las bolsas norteamericanas, la Reserva Federal implementó desde enero una política monetaria agresiva que dio lugar, hasta junio de 2001, a seis bajas sucesivas en la tasa de interés de corto plazo. Dicha baja de tasas fue seguida parcialmente por Europa. Sin embargo, al cierre de este Informe se anunciaban nuevas bajas de los beneficios corporativos en Estados Unidos, con una sensible caída en la tasa de crecimiento esperada para la economía mundial este año. En ese marco, continuaba la caída de las acciones tecnológicas que cotizan en el panel NASDAQ.

El escenario interno estuvo caracterizado por la ausencia de reactivación económica y dificultades para cerrar la brecha fiscal. El año 2000 terminó con una caída del PIB del 0,5%, mientras que el déficit fiscal alcanzó a U$S 6.900 millones, poco menor al del año anterior, con un peso creciente de los intereses dentro del total de obligaciones del Estado. Ante los problemas para acceder al financiamiento externo, en diciembre el gobierno había decidido negociar un préstamo contingente por parte del FMI con la colaboración de organismos multilaterales y bilaterales, que fue conocido como "blindaje financiero". Como consecuencia, durante enero y parte de febrero de 2001 mejoraron las expectativas y hubo una significativa recuperación del precio de los bonos y de las acciones.

Hacia principios de marzo tanto los indicadores de recaudación impositiva como los de actividad industrial demostraron la persistencia de la recesión y la dificultad para cumplir con las metas acordadas con el FMI. Sumado a estos factores, en Turquía se desencadenó una crisis financiera que provocó el aumento del riesgo soberano de los países emergentes, con particular repercusión en la economía argentina. Se sucedieron entonces dos cambios de Ministros de Economía, y finalmente se implementó un programa con mayor consenso político que no pusiera sólo énfasis en la reducción del gasto público. El congreso y el poder ejecutivo aprobaron un plan fiscal de emergencia, cuyo primer paso incluyó una Ley de Competitividad, destinada a mejorar las condiciones económicas para los sectores productores de bienes transables más afectados por la crisis. Para ello se recurrió básicamente a un impuesto a las transacciones en cuenta corriente, que permite una serie de desgravaciones impositivas para sectores como textiles, calzado, acero, automotores y otros.

No obstante, estas medidas no fueron suficiente, y los indicadores fiscales y reales de abril confirmaron la persistencia de la crisis. Así, el gobierno decidió implementar un voluminoso canje de títulos públicos con vencimiento en los próximos cinco años, por otra serie de títulos con vencimientos a plazos mayores (entre 7 y 30 años). Esta operación permitió descomprimir las necesidades de financiamiento para el próximo quin-

quenio en aproximadamente 16 mil millones de dólares, dentro de una operación total que involucró títulos por un valor de casi 30 mil millones de dólares (Ver Anexo de este Capítulo). Concluido el mismo, el gobierno decidió entonces introducir un esquema (factor de convergencia) para el sector externo para emular el desempeño de la convertibilidad ampliada (por el cual el peso estará respaldado en partes iguales por el dólar y el euro) para el sector externo, así como una reforma impositiva centrada en una reducción del impuesto a las ganancias, un aumento de los aportes patronales y cambios en el impuesto a los combustibles. El plan busca mejorar la competitividad y alentar el consumo, a la vez que garantizar el cumplimiento de las metas fiscales.

I. Panorama Internacional

Estados Unidos

En el primer trimestre de 2001 la tasa de crecimiento de los Estados Unidos continuó desacelerándose, con un aumento del PIB del 1,2% respecto del trimestre anterior. Esta cifra fue no obstante algo mayor al aumento del trimestre inmediato anterior, pero muy inferior al del primer trimestre del año 2000, que había sido del 4,8%. La variación del PIB para todo el año 2000 fue del 5%, mientras que para 2001 los principales pronósticos anticipan una importante desaceleración (en el orden del 2,5%). El consumo continuó creciendo en el primer trimestre a tasas superiores a las del producto (3,4%), en particular el de bienes durables, al punto de determinar un ahorro negativo para las familias. Las exportaciones cayeron levemente, pero las importaciones lo hicieron en forma significativa (-9%). No obstante, el crédito al consumo continuó aumentando más rápidamente que los ingresos de los hogares, lo que deterioró su situación financiera. El desequilibrio de cuenta corriente se mantiene en niveles del 4% del PIB. A su vez, la tasa de desempleo experimentó una ligera suba, hasta niveles del 4,5%. Posteriormente, hacia el mes de mayo se verificó una aceleración de la inflación minorista, que alcanzó el 3,6% interanual, básicamente como consecuencia de los aumentos en el precio de los combustibles y la electricidad.

En el primer trimestre de 2000 había comenzado el derrumbe de las acciones tecnológicas, y en el primer trimestre de 2001 este proceso continuó, lo que debería impactar negativamente en el consumo durante este año, ya que existe un considerable regzago en el impacto. En ese marco, desde enero de 2001 la Reserva Federal implementó una agresiva política monetaria a través de seis sucesivas bajas (hasta junio de 2001) en la tasa de interés de corto plazo, con el objeto de prevenir una recesión. De este modo la tasa de fondos federales disminuyó desde 6,5% a fines de 2000 hasta 3,75% a fines de junio de este año. Dicha política fue acompañada por una estrategia fiscal también expansiva, ya que el Congreso norteamericano aprobó un recorte de impuestos a los ingresos, que significaría en los próximos diez años 1,3 billones de dólares adicionales disponibles para el consumo. El efecto fiscal de la medida a partir del segundo semestre del año se estima en 0,5% del PIB.

Las tasas de largo plazo de los bonos del Tesoro estadounidense descendieron paulatinamente durante el primer trimestre de 2001, acomodándose a la baja de las de corto plazo, pero volvieron a subir en el segundo trimestre. Se expandió así el diferencial entre el corto y el largo plazo en los últimos meses, desde menos de un punto porcentual a poco más de dos puntos. Al cierre de este informe el bono a 30 años de plazo prometía un rendimiento del 5,7% anual. El hecho de que tanto en Estados Unidos como en Europa exista una situación fiscal controlada alienta en general a la baja de tasas. En el último año se normalizó la curva de rendimientos de los títulos del Tesoro norteamericano, adoptando la forma tradicional según la cual a mayores plazos de un título les corresponden mayores tasas (Gráfico 7.1).

CUADRO 7.1
Indicadores de los Mercados de Capitales Internacionales

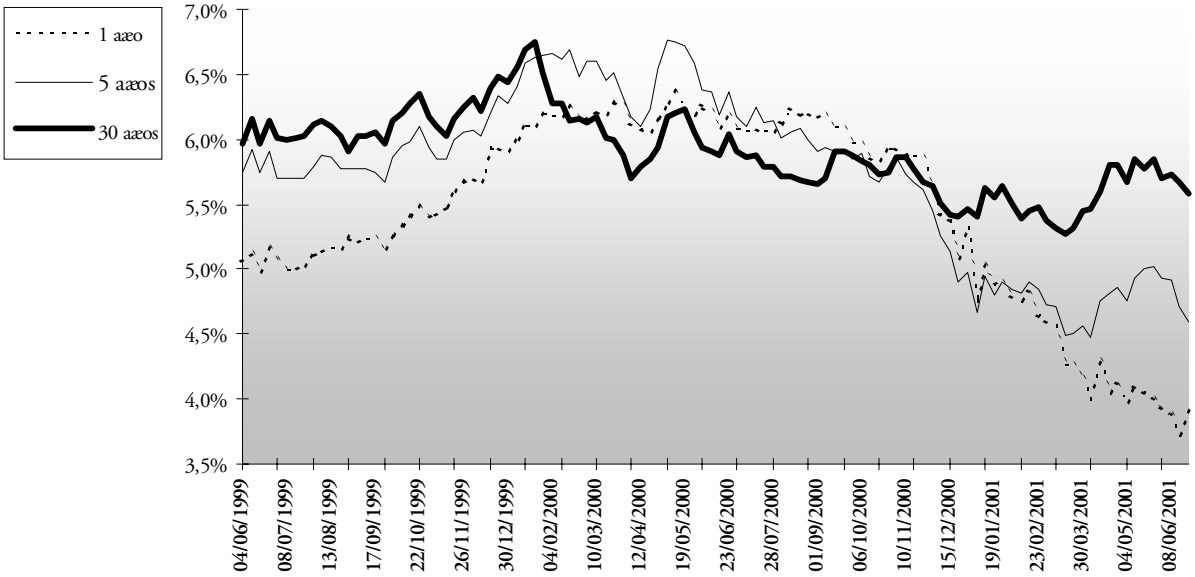
	Fin 1997	Fin 1998	Fin 1999	Fin 2000	31-Ene-01	28-Feb-01	30-Mar-01	30-Abr-01	31-May-01	22-Jun-01
Tasas de Interés Interbancarias										
LIBO US$ (6 meses)	5,84%	5,08%	6,13%	6,20%	5,26%	4,91%	4,71%	4,30%	3,98%	3,73%
LIBO EURO (*) (6 meses)	3,75%	3,22%	3,52%	5,07%	4,83%	4,64%	4,42%	4,74%	4,44%	4,32%
LIBO YEN (6 meses)	0,77%	0,54%	0,23%	0,54%	0,44%	0,27%	0,13%	0,10%	0,08%	0,08%
Tasas de Tesoro										
EE.UU. 1 año	5,49%	4,54%	5,91%	5,09%	4,93%	4,47%	4,17%	4,30%	4,12%	3,88%
EE.UU. 10 años	5,74%	4,65%	6,37%	5,11%	5,11%	4,90%	4,92%	5,34%	5,38%	5,12%
EE.UU. 30 años	5,93%	5,09%	6,48%	5,46%	5,50%	5,31%	5,44%	5,79%	5,75%	5,58%
Tipos de Cambio										
EURO/U$S	0,913	0,857	0,992	1,061	1,068	1,083	1,141	1,125	1,183	1,169
YEN/U$S	130,1	114,9	102,4	114,8	116,6	117,4	126,33	123,5	119,2	124,4
FRANCO SUIZO/U$S	1,456	1,386	1,594	1,611	1,635	1,668	1,743	1,733	1,798	1,773
LIBRA ESTERLINA/U$S	0,604	0,602	0,619	0,670	0,683	0,692	0,702	0,698	0,705	0,708
ORO U$S/Oz Troy (Londres)	289,8	286,9	287,8	272,3	265,9	267,2	265,9	264,1	265,9	274,0
Indices Bursátiles										
Dow Jones (USA)	7.916,0	9.316,3	11.452,5	10.786,8	10.887,4	10.495,3	9.878,8	10.735,0	10.911,9	10.604,6
NIKKEI (Japón)	15.258,7	13.842,0	18.934,4	13.785,7	13.843,6	12.883,5	12.999,7	13.934,3	13.262,1	13.044,6
FTSE 100 (Reino Unido)	5.132,3	5.882,6	6.930,2	6.222,5	6.297,5	5.917,9	5.633,7	5.966,9	5.796,9	5.665,7
DAX (Alemania)	4.249,7	5.006,6	6.958,1	6.433,6	6.795,1	6.208,2	5.830,0	6.264,5	6.123,3	5.941,8
CAC 40 (Francia)	2.975,5	3.942,7	5.958,3	5.926,4	5.998,5	5.367,5	5.180,5	5.640,0	5.454,2	5.183,7
Tipos de Cambio Latinoamericanos										
Argentina	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Brasil	1,12	1,21	1,81	1,95	1,97	2,05	2,15	2,20	2,38	2,32
México	8,12	9,94	9,48	9,62	9,68	9,69	9,46	9,24	9,17	9,07
Indices Bursátiles Latinoamericanos										
(en moneda local)										
MERVAL (Argentina)	688	431	550	417	533	436	444	436	439	416
BOVESPA (Brasil)	10.197	6.729	17.092	15.259	17.673	15.891	14.438	14.917	14.650	14.682
IPC (México)	5.206	3.913	7.130	5.652	6.541	6.032	5.728	5.987	6.595	6.540

** Hasta el 31/12/98 estas tasas correspond an a la tasa libor en marcos*

Fuente: *Oficina Nacional de Crédito Público, Ministerio de Econom a*

Las acciones norteamericanas habían sufrido fuertes caídas durante el año 2000, revirtiendo parcialmente la valorización de los 5 años anteriores. En el primer trimestre de 2001 los principales índices accionarios continuaron descendiendo. Hacia marzo de 2001 el índice Dow Jones se ubicó en los 9.500 puntos, con una pérdida acumulada de casi 20% desde sus máximos. Por su parte, el indicador Nasdaq compuesto, donde cotizan principalmente las acciones de empresas tecnológicas y de Internet, sufrió un verdadero derrumbe del 60% desde sus máximos de marzo de 2000, hasta niveles cercanos a los 1.800 puntos. A partir de entonces se produjo cierta recuperación hasta mayo, y tanto el Dow Jones como el Nasdaq subieron hasta niveles cercanos a los 10.500 puntos y 2.100 puntos respectivamente. Al cierre de este Informe sin embargo, las perspectivas indicaban que la baja accionaria aún continuaría, ante las sucesivas advertencias de caída de beneficios en empre-

GRAFICO 7.1
Tasa de rendimiento de Bonos del Tesoro de EE.UU.



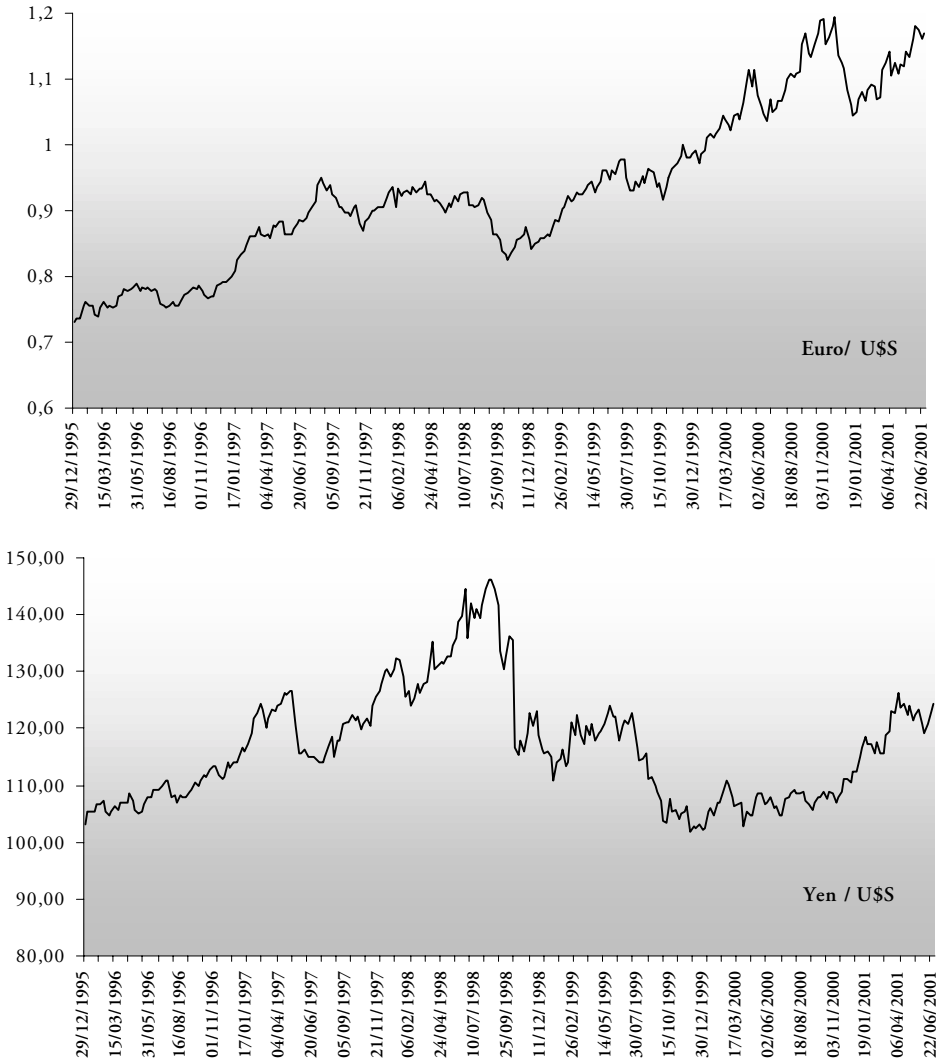
sas tecnológicas líderes, incluidas las telecomunicaciones.

Europa

En el primer trimestre de 2001 el ritmo de crecimiento del PIB en la eurozona alcanzó al 2,5% interanual, con una sensible baja con relación a la variación del mismo trimestre del año anterior, que había sido del 3,5%. Simultáneamente pareció detenerse la caída en la tasa de desempleo, en niveles cercanos al 9%. La inflación mayorista permaneció relativamente alta (5% anual), debido a la debilidad del euro y al alza del precio del petróleo en el último año. Tanto las exportaciones como las importaciones de países no pertenecientes a la eurozona crecieron a tasas del 12% anual. Después de la generalizada caída de las bolsas en Europa en el año 2000 (en Alemania el índice DAX había perdido 30% y los papeles tecnológicos más del 50%), en los últimos meses se percibe moderada recuperación.

Hacia el mes de diciembre de 2000, ante la caída en el crecimiento de EE.UU., el euro había recuperado parte del terreno perdido frente al dólar en los últimos dos años, superando su cotización los 90 centavos de dólar. Esta reacción volvió a diluirse hacia marzo, junto con la caída de las bolsas mundiales. Además, el Banco Central Europeo redujo sus tasas de interés de corto plazo a principios de mayo a niveles del 4,5% anual, ante evidencias cada vez más claras de desaceleración en las principales economías de la región. Así, el euro retrocedió hasta niveles de 86 centavos de dólar hacia mediados de junio. En su última reunión del 7 de junio sin embargo, el BCE decidió mantener constantes las tasas de interés, con objeto de defender el valor del euro ante temores de una aceleración de la inflación. Los precios minoristas crecieron 3,4% interanual en mayo (desde 2,6% en marzo), superando los límites fijados por el mismo banco como objetivo para la eurozona. En Alemania, la inflación alcanzó un record para los últimos siete años.

GRAFICO 7.2
Cotización del US dólar respecto de las principales monedas



Recientemente se produjo la reelección del gobierno laborista en Gran Bretaña, y como consecuencia se abrió en ese país el debate sobre la futura incorporación a la zona del euro. Esta inclusión es apoyada en particular por las grandes corporaciones industriales y el gobierno, y resistida por gran parte de la población. Como consecuencia se produjo un deterioro en la cotización de la libra esterlina del 3% frente al dólar, que alcanza al 9% con relación a un año atrás. Se estima que la caída de la libra podría continuar en caso de llamarse a un referéndum sobre la adopción del euro, y la incorporación definitiva podría producirse en un plazo de dos años.

Brasil

Tras un primer trimestre con un crecimiento del 4,1% en el PIB, durante el segundo trimestre de 2001 el

gobierno brasileño implementó medidas para limitar el consumo de energía, ante la falta de electricidad derivada de la sequía en gran parte de su territorio. El país depende fuertemente de la producción hidroeléctrica, y este faltante coincidió con un período de altos costos del petróleo, del que Brasil es gran importador. Como consecuencia, el pronóstico de crecimiento del PIB para 2001 bajó desde 4,5% a 3%, y la inflación se aceleró desde principios de este año. Hacia mayo el aumento de los precios al consumidor superó el 7% anual, y se estima que continuarán subiendo, empujados por el transporte y la energía.

La coexistencia de la inflación con altos niveles de déficit externo y déficit fiscal (4% del PIB), además del surgimiento de problemas políticos en la coalición gobernante, provocaron bajas importantes en la bolsa (-28% en dólares en el último año). Paralelamente se observó una suba del riesgo país hasta la zona de 850 puntos básicos en junio, y el real se desplomó. La moneda cayó desde niveles de R$1,96 por dólar en diciembre pasado hasta menos de R$2,45 por dólar en junio, lo que significa una caída nominal del 25%, y el Banco Central tuvo que intervenir vendiendo dólares y títulos indexados por dólar. No obstante, el crecimiento industrial continúa siendo notable, por ejemplo en el caso de automotores (24% anual). Argentina se benefició de este mercado en auge, y sus exportaciones de autos a Brasil aumentaron aproximadamente el 50% en 2001.

Japón

En Japón el crecimiento del PIB había sido moderado en el año 2000 (1,5%). En el primer trimestre de 2001 no obstante se produjo un cambio de tendencia, y el PIB cayó levemente (-0,1%). Analistas económicos estiman que la contracción se repetirá en el segundo trimestre, y determinaría probablemente para 2001 un resultado nulo. Así, Japón continuaría mostrando el peor resultado dentro de las principales economías desarrolladas. Cabe destacar que Japón fue la economía con más pobre performance dentro del G-7 durante el último quinquenio, con un crecimiento de sólo 3% desde 1996.

Este escenario desfavorable se completa con deflación minorista (único caso entre los países desarrollados) y muy bajas tasas de interés (0,15% anual la tasa de descuento), además de una caída en el mercado accionario del 20% en el último año. No obstante, en los últimos tres meses la bolsa se recuperó 13%, aunque continúa en niveles históricamente bajos para los últimos 15 años. El desempleo aún se mantiene en niveles del 5%, si bien este modesto resultado se ha logrado a expensas de profundizar el desequilibrio fiscal hasta llevarlo al 6% del PIB a través de sucesivos programas fiscales expansivos. Según estima el FMI ello no evitaría probablemente una nueva deflación durante 2001, aún a pesar del aumento de precios de los combustibles importados.

El desequilibrio fiscal coexiste con un fuerte superávit externo, ya que el excedente de cuenta corriente alcanza al 2,5% del PIB. Tradicionalmente este excedente se destina en parte a la compra de bonos de la deuda norteamericana. Una importante recuperación del crecimiento a futuro aparece improbable, ya que la deuda pública alcanza el 130% del PIB y muchos bancos continúan con bajos índices de solvencia, con créditos impagos por más de 300 mil millones de dólares. El gobierno es renuente a la reforma del sistema financiero, donde los bancos extranjeros juegan un papel mucho

menor al de otras economías desarrolladas. Sin embargo, estos créditos irregulares no provocaron hasta hoy una crisis de pérdida de depósitos, ya que el gobierno garantiza el total de las colocaciones.

El yen cayó sostenidamente frente al dólar durante los últimos meses, desde niveles cercanos a 100 yenes por dólar a principios de 2000, hasta superar los 120 hacia marzo último. En los últimos meses se mantuvo aproximadamente constante, siendo su cotización de 124 yenes por dólar al cierre de este Informe. Con esta evolución, es probable que la demanda externa continúe siendo la clave de la recuperación, en una economía donde las grandes corporaciones están fuertemente orientadas al mercado mundial.

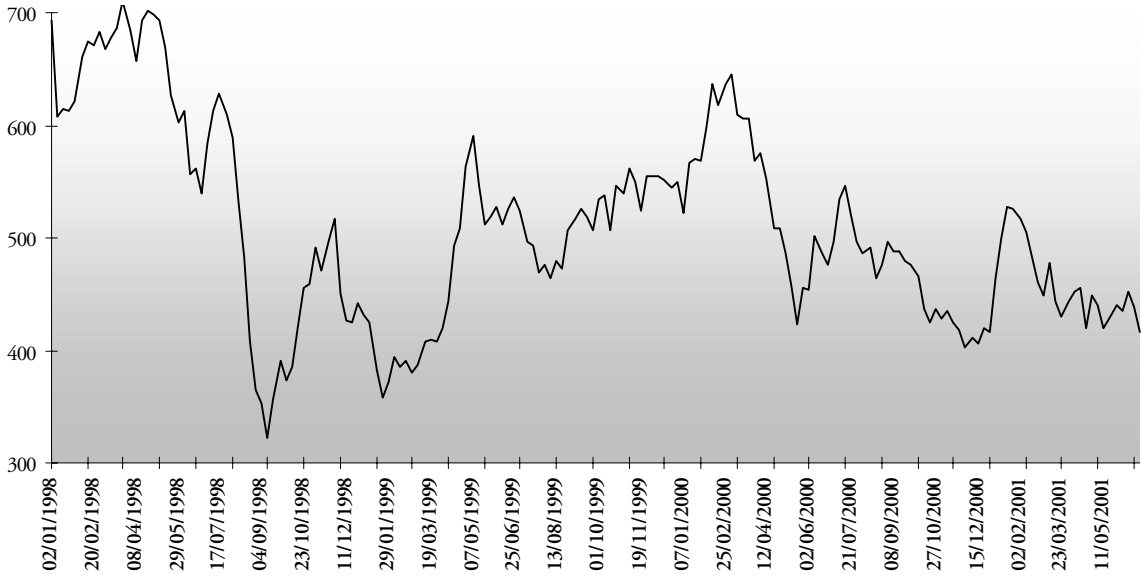
II. Evolución del Mercado Accionario Argentino

En el año 2000 el mercado bursátil argentino había observado una caída en el volumen de negocios, prosiguiendo con la tendencia observada en 1999. En este proceso, las operaciones con acciones perdieron significación económica con relación a los últimos años, representando sólo el 5% del PIB. El precio promedio de las acciones también retrocedió durante el año 2000. En diciembre del año pasado el indicador no conseguía todavía despegar de la zona de los 400 puntos.

En el primer trimestre de 2001, tras la obtención del crédito conocido como "blindaje financiero" y la mejora de las expectativas, se produjo una importante recuperación, llegando a rozar el MERVAL los 540 puntos hacia fines de enero. Con esta suba el promedio trimestral se ubicó en 471 puntos, un 12% por encima del cuarto trimestre del año anterior. No obstante, a fines de febrero la bolsa retomó su senda descendente, que se profundizó tras la crisis de Turquía y los problemas políticos internos, hasta alcanzar nuevamente mínimos de 400 puntos a fines de marzo. Cabe agregar como factor explicativo la persistencia de la recesión durante el primer trimestre, cuando el PIB volvió a retroceder, esta vez un 2,1%.

En casi todo el segundo trimestre el indicador siguió una

GRAFICO 7.3
Indice Merval
Cierres semanales



trayectoria errática. Se produjo una suave recuperación tras la aprobación de la Ley de Competitividad en abril. Luego el MERVAL volvió a caer hasta la aprobación del canje de deuda en junio. De esta forma, los promedios de la bolsa local durante abril y mayo se mantuvieron todavía por debajo de los 440 puntos. Al cierre de este Informe, después de la aprobación del canje de deuda y las medidas adoptadas para adelantar la convertibilidad ampliada al sector externo, el índice se ubicó en los 420 puntos, levemente por encima del cierre del año 2000, pero unos 20 puntos por debajo del valor del último día de marzo. Una evolución similar siguió durante el primer trimestre el indicador BURCAP, que con 790 puntos de promedio en mayo, se ubicó un 14% por debajo del promedio de 2000.

En una perspectiva de largo plazo, la evolución del mercado de valores es fuertemente desfavorable, puesto que el MERVAL había superado los 800 puntos en el tercer trimestre de 1997. Sin embargo, en el último año la evolución de las bolsas internacionales fue en general también negativa. En la primera semana de junio se registraban caídas anuales del 28% para Brasil y 24% para Chile (medidas en dólares), así como retrocesos del orden del 20% al 30% en la mayoría de los mercados emergentes de Asia. También en el último año las bolsas de Alemania, Francia, Italia y Reino Unido han dejado de crecer, y en algunos casos como el de Japón el derrumbe alcanza al 30%. Sólo México se apartó de la tendencia general, con una ganancia en dólares del 20% (Cuadro A 7.3 del apéndice estadístico y Gráfico 7.3).

III. Evolución de las Cotizaciones y Colocaciones de Deuda Pública

1. Evolución del riesgo soberano

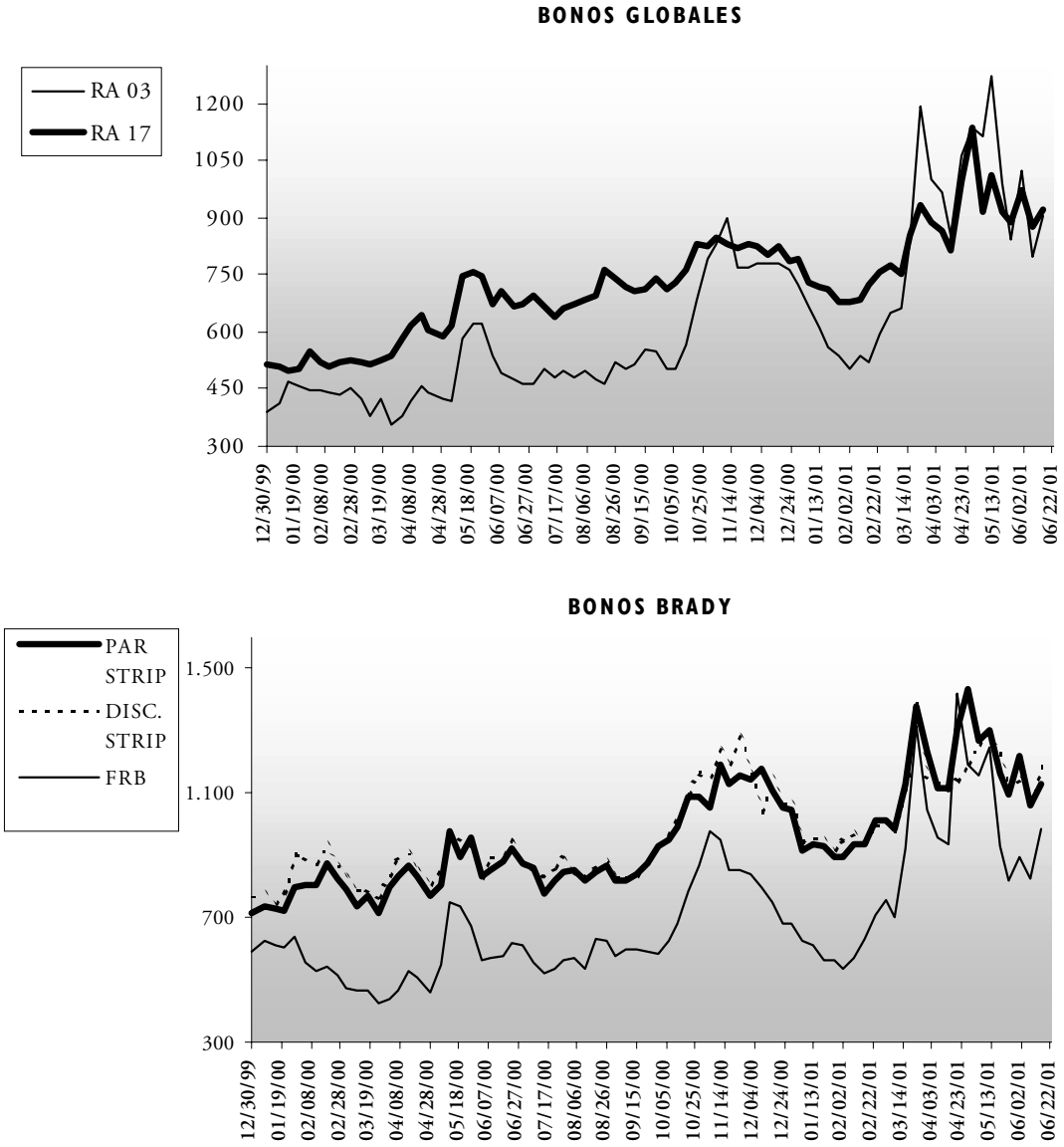
En el primer trimestre del 2001 se verificó en promedio un mínimo retroceso del riesgo soberano[1] implícito en el precio de los títulos públicos en relación con el trimestre anterior. El indicador calculado por el banco J.P. Morgan para los títulos argentinos (EMBI Argentina) bajó desde 807 puntos base en el cuarto trimestre de 2000 hasta un nivel de 752 puntos base (promedios trimestrales). Sin embargo, con relación al primer trimestre de 2000, se percibe un fuerte deterioro del índice, que subió casi 37% en ese período. (200 puntos base). En el Gráfico 7.4 y el Cuadro 7.2 puede observarse la evolución de los principales títulos argentinos.

El deterioro anual del riesgo soberano argentino es significativo, ya que en el mismo período el riesgo correspondiente al conjunto de los países emergentes descendió prácticamente 100 puntos, como consecuencia de los progresos realizados por algunos mercados de Europa del Este y Asia. Esto significa que Argentina retrocedió en total unos 300 puntos base con relación al riesgo promedio de los mercados emergentes durante el último año. En América Latina la evolución fue en general negativa ;si bien los aumentos fueron mucho menores para México y Brasil. En nuestro país, la persistencia de la recesión, los avances insuficientes en el plano fiscal y ciertas reservas por parte de los inversores internacionales sobre la solvencia fiscal de largo plazo, indujeron un importante retroceso relativo del precio de los títulos públicos con relación al promedio de países emergentes. Por ejemplo, la diferencia tradicionalmente positiva entre el riesgo soberano de Argentina y el de Brasil se revirtió a lo largo del año, desde 131 puntos base en el primer trimestre de 2000 (menor riesgo para Argentina), hasta volverse negativa en el primer trimestre de 2001 (menor riesgo para Brasil por 22 puntos base). Más recientemente, esta última tendencia se profundizó.

Hacia fines del año pasado el gobierno anunció la obtención de una línea de préstamo contingente con el FMI y

1 *Tales indicadores se definen como el margen (spread) entre las tasas de rendimiento de distintos títulos dolarizados del país y las de los bonos del Tesoro de los Estados Unidos para plazos similares.*

GRAFICO 7.4
Evolución del Riesgo Soberano



otros organismos internacionales de crédito, más el compromiso de renovación de deuda de los bancos locales. Este hecho se sumó a la sorpresiva baja de tasa en Estados Unidos a principios de enero, lo que permitió la suave caída del riesgo durante enero y febrero, junto con la mejora del mercado accionario y la caída de las tasas de interés locales. Sin embargo, después de conocidos ciertos indicadores de la economía real y la recaudación fiscal de febrero, y tras la renuncia del ministro de economía, las expectativas emperoraron y el EMBI argentino superó los 1.000 puntos básicos en la tercera semana de marzo. El cambio de administración económica no fue suficiente al principio para mejorar las expectativas, y tras un suave descenso, el EMBI argentino tocó máximos de casi 1.300 puntos a fines de abril, valo-

CUADRO 7.2
Evolución del Riesgo Soberano
En puntos básicos

FECHA		BONOS BRADY			BONOS GLOBALES		
	PRE 4	PAR STRIPPED	DISCOUNT STRIPPED	FRB	RA 08	RA 17	RA 27
31-Mar-99	583	805	953	706		676	621
25-Jun-99	730	938	1.080	799		741	690
30-Sep-99	689	892	1.075	665		609	562
30-Dic-99	591	714	767	589		514	457
31-Mar-00	394	795	832	436		581	550
30-Jun-00	480	945	940	687		693	684
29-Sep-00	520	929	928	587		710	656
29-Dic-00	823	1048	1066	681		789	691
05-Ene-01	468	916	943	628		732	646
12-Ene-01	476	933	959	609		717	622
19-Ene-01	532	929	948	566		714	628
26-Ene-01	506	896	918	561		676	609
02-Feb-01	488	898	941	533		676	607
09-Feb-01	514	939	973	571		685	640
16-Feb-01	566	934	937	632		725	655
23-Feb-01	695	1010	1001	706		756	683
02-Mar-01	678	1015	1003	760		775	713
09-Mar-01	619	988	979	704		751	684
16-Mar-01	900	1132	1114	924		855	724
23-Mar-01	1758	1381	1384	1318		933	849
30-Mar-01	1258	1233	1155	1048		889	805
06-Abr-01	1223	1116	1135	957		867	760
13-Abr-01	1015	1119	1109	934		815	725
20-Abr-01	1065	1300	1138	1418		994	902
27-Abr-01	1591	1432	1191	1192		1137	813
04-May-01	1401	1268	1254	1160		914	866
11-May-01	1480	1306	1298	1248		1013	902
18-May-01	1247	1164	1223	933		915	833
24-May-01	1210	1098	1115	816		886	816
01-Jun-01	1545	1223	1142	893		974	881
08-Jun-01	1200	1061	1061	825	922	878	762
15-Jun-01	1253	1130	1187	984	1012	920	839
22-Jun-01	1483	1267	1176	1127	1106	956	850

Fuente: *Oficina Nacional de Crédito Público, Ministerio de Economía*

res que no se alcanzaban desde la crisis de la deuda de Rusia en septiembre de 1998.

En el mes de mayo de el indicador se mantuvo en niveles muy altos, con un promedio de 994 puntos base. Después de la implementación del canje de títulos de deuda, a principios del mes de junio, el EMBI retrocedió 100 puntos básicos en dos días, si bien luego volvió a subir temporariamente. Al cierre de este capítulo, el indicador se encontraba aún en niveles muy altos, unos 985 puntos base, si bien

CUADRO 7.3
Emisiones en el Mercado Internacional en 2001

Título	Fecha de emisión	Moneda	Monto Emisión (1)	Monto en dólares (2)	Plazo -años-	Tasa Cupón	Spread (3)
Global 12.0%/31	31-Ene-01	USD	500	500	30,00	12,00%	656
Euro 10.0%/07	22-Feb-01	EUROS	500	470	6,00	10,00%	586
Global 12.375%/12	21-Feb-01	USD	1.594	1.594	11,00	12,38%	720
Reop Global 12%/31	28-Feb-01	USD	250	250	29,90	12,00%	678
Reop Global 12%/31	30-Mar-01	USD	225	225	29,90	12,00%	768
Reop Global 12%/31	26-Abr-01	USD	200	200	29,80	12,00%	734
Global 7-15,5%/08	19-Jun-01	USD	11.456	11.456	7,50	(a)	1.092
Global 10-12%/08	19-Jun-01	PESOS/USD	931	931	7,30	(b)	1.086
Global 12,25%/18	19-Jun-01	USD	7.463	7.463	17,00	12,25%	973
New Global 12%/31	19-Jun-01	USD	8.521	8.521	30,00	12,00%	913
Reop Global 12%/31	27-Jun-01	USD	300	300	30,00	12,00%	865
TOTAL				**31.910**			

(1) En millones de la moneda original
(2) En millones a la fecha y tipo de cambio de emisi n
(3) Sobre bonos del Tesoro de los Estados Unidos de similar plazo
(a) La tasa del cup n es 7% para los primeros 3 aæos y 15,5% para el resto.
(b) La tasa del cup n es 10% para los primeros 3 aæos y 12% para el resto.
Fuente: *Oficina Nacional de CrØdito Pœblico, Ministerio de Econom a*

con tendencia a descender. Se estima que a medida que se consolide la situación fiscal y se reanude el crecimiento, el riesgo soberano debería caer significativamente.

2. Colocaciones de deuda pública

Mercado internacional

Las colocaciones en el mercado internacional durante la

CUADRO 7.4
Colocaciones de Bonos en el Mercado Internacional

Año	Cantidad de emisiones	Monto en dólares (1)	Vida Promedio (años)	Spread (2)
1994 (*)	19	2.600	3,3	238
1995	18	6.370	4,0	371
1996	30	10.413	8,2	395
1997	18	10.214	14,9	310
1998	24	11.664	13,3	429
1999	40	11.869	7,6	594
2000	16	12.359	11,8	536
2001 (**)	11	31.910	16,9	973

(*) Excluye prØstamo sindicado por U$S 500 millones
(**) Primer semestre
(1) En millones a la fecha y tipo de cambio de emisi n
(2) Sobre bonos del Tesoro de los Estados Unidos de similar plazo
Fuente: *Oficina Nacional de CrØdito Pœblico, Ministerio de Econom a*

CUADRO 7.5
Emisiones de Deuda Pública en el Mercado Local
Durante el año 2001

Letras del Tesoro (LETES)

Fecha de Emisión	Moneda	Monto (1)	Plazo	Tasa de Desc.	T.N.A.	Estado
09-Ene-01	DOLAR	369,1	94	8,29%	8,47%	Cancelada
09-Ene-01	DOLAR	362,9	182	8,76%	9,17%	A Cancelar
23-Ene-01	DOLAR	356,9	91	6,64%	6,75%	Cancelada
06-Feb-01	DOLAR	350,0	91	6,60%	6,71%	Cancelada
06-Feb-01	DOLAR	354,0	182	7,09%	7,35%	A Cancelar
20-Feb-01	DOLAR	350,0	91	6,74%	6,86%	Cancelada
13-Mar-01	DOLAR	350,0	182	8,50%	8,88%	A Cancelar
13-Mar-01	DOLAR	506,7	364	10,50%	11,75%	A Cancelar
27-Mar-01	DOLAR	353,0	91	10,67%	10,96%	Cancelada
10-Abr-01	DOLAR	350,0	88	10,09%	10,35%	Cancelada
10-Abr-01	DOLAR	350,0	179	11,24%	11,91%	A Cancelar
08-May-01	DOLAR	350,0	91	12,06%	12,44%	A Cancelar
22-May-01	DOLAR	350,0	92	11,73%	12,09%	A Cancelar
22-May-01	DOLAR	150,0	169	11,75%	12,44%	A Cancelar
12-Jun-01	DOLAR	350,0	91	7,74%	7,89%	A Cancelar
12-Jun-01	DOLAR	350,0	182	9,43%	9,90%	A Cancelar
TOTAL		**5.602,6**				

Bonos del Tesoro (BONTES)

Fecha de Emisión	Moneda	Monto (1)	Plazo (en años)	Tasa de Interés	Spread
7-Feb-01 (*)	DOLAR	2.608,1	5,2	11,75%	657
30-Mar-01	DOLAR	420,0	4,1	12,13%	982
TOTAL		**3.028,1**			

Otras transacciones (Bonos "Pagarés")

Fecha de Emisión	Moneda	Monto (1)	Vencimiento	Tasa de Interés	Spread
13-Feb-01	DOLAR	150,0	13-Feb-04	(2)+435 bp	603
19-Jun-01	DOLAR	2.060,4	19-Jun-06	(3)	(3)
TOTAL		**2.210,4**			

(*) T tulos que formaron parte de las operaciones de canje
(1) Valor nominal en millones. En las LETES incluye el 10% adicional, opcional para los creadores de mercado
(2) Tasa de inter Øs ajustable mensualmente por la tasa de dep sitos en d lares de todos los plazos
(3) La tasa de inter Øs que se aplica es la m Æs alta entre la que surge de la encuesta en US$ a 30 - 59 d as m Æs 580 bp. y la tasa Badlar en US$ m Æs 150 bp.
Fuente: *Oficina Nacional de Cr Ødito P œblico, Ministerio de Econom a*

primera mitad del año 2001 ascendieron a un total de U$S 31.910 millones, una cifra récord para Argentina. Este monto incluye la megaoperación del canje de deuda por U$S 28.371 millones, que se analiza detalladamente por separado en Anexo de este capítulo. Adicionalmente se realizaron otras colocaciones de deuda por U$S 3.539 millones (Cuadro 7.3), incluyendo en las mismas a dos emisiones de Bonos Globales por U$S 2.094 millones. Los plazos de vencimiento de estos instrumentos de deuda se pactaron entre 6 y 30 años. En el primer semestre el spread promedio de todas estas colocaciones sobre los bonos del tesoro norteamericano de igual plazo fue de 973 puntos base, con una duración promedio de alrededor de 16,9 años. Esto significó obtener un plazo promedio 5 años más largo que el de las colocaciones realizadas en el año 2000, si bien

también aumentaron sensiblemente los niveles de "spread" o sobrecosto (un alza de más de 400 puntos básicos con relación al spread promedio del año anterior) (Cuadro 7.4).

Analizando las colocaciones por tipo de moneda, puede observarse que más del 95% se constituyeron en dólares, correspondiendo el resto a las emisiones en euros y en pesos. Esta composición estuvo fuertemente influida por la operación de canje de deuda, que involucróen buena medida a viejas series de bonos emitidas en moneda estadounidense. Las difíciles condiciones del mercado internacional de deuda que enfrentó el país para la colocación de nuevas emisiones, derivadas en parte de la delicada situación fiscal, así como de la suba del riesgo soberano implícito en el precio de los bonos durante los meses de marzo a junio, motivaron finalmente la operación de canje, que hubo de convalidar altas tasas de interés en dólares por plazos mayores a los de la deuda antes existente.

Mercado local

Durante el primer trimestre se realizaron en el mercado local la mayoría de las licitaciones previstas de Letras del Tesoro (LETES), que a partir del 2000 se hacen en forma bimensual (Cuadro 7.5). De acuerdo con lo programado, en las licitaciones de principios de cada mes se colocaron LETES a 91 y a 182 días (con excepción del mes de marzo), y en las licitaciones de fin de mes letras a 91 días.

A lo largo del primer trimestre las tasas de interés siguieron una trayectoria errática. Como consecuencia del anuncio del préstamo contingente por parte del FMI, en la licitación de diciembre de 2000 la tasa de las LETES a 91 días había bajado al 11,8% anual (con relación al record de 12,6% pagado en noviembre), y la correspondiente a 182 días lo hizo a 12,2%. Las mejores perspectivas internacionales (baja de tasas en Estados Unidos, leve fortalecimiento del euro y mejores precios de commodities) reforzaron la caída de tasas a principios de enero, cuando las LETES a 90 días bajaron al 8,5% anual, y más aún a principios de febrero, cuando se pagó sólo 6,7% anual para el plazo de 90 días.

Hacia fines de febrero se produjo la crisis financiera de Turquía, y tras conocerse en nuestro país los resultados fiscales y reales de ese mes, volvieron a empeorar las expectativas. En ese contexto se produjeron dos cambios de ministros de economía y subió la percepción de riesgo soberano, suspendiéndose así la licitación de principios de marzo. En la licitación de fines de marzo, sin embargo, la tasa a 90 días se ubicó en 11% anual, algo por debajo de lo esperado por el mercado, e incluso a principios de abril hubo una nueva baja a niveles del 10,4%. No obstante, la falta de reactivación económica y el escenario de fragilidad fiscal se reflejó en una baja de la confianza interna durante mayo, cuando la tasa de las LETES superó el 12,4% a principios de mayo y se mantuvo en 12,1% a fines de ese mes. Finalmente, después del exitoso canje de deuda de principios de junio, en las últimas licitaciones se obtuvieron niveles de tasas más bajos: 7,9% a 90 días de plazo a principios de junio, y 9,1% a fines del mismo mes.

Con relación a las otras colocaciones en el mercado local, cabe consignar que durante el primer trimestre de 2001 se realizaron emisiones de Bonos del Tesoro (BONTES) por un monto de U$S 3.028 millones. Esta deuda se destinó en su mayor parte al canje de bonos (U$S 2.608 millones), y el resto se colocó en efectivo. Finalmente, la modalidad de descuento de pagarés en los meses transcurridos del año 2001 sumó U$S 2.210 millones, observándose, al igual que en el caso de las LETES, un aumento en las tasas de interés en comparación con los valores del año pasado.

IV. Las Inversiones de las A.F.J.P.

CUADRO 7.6
Inversiones de los Fondos de Jubilaciones y Pensiones
En miles de pesos

	Límite en % (1)	31-Dic-98 Montos	31-Dic-98 % sobre el Fondo	31-Dic-99 Montos	31-Dic-99 % sobre el Fondo	30-Abr-01 Montos	30-Abr-01 % sobre el Fondo
I. Disponibilidades		**175.239**	**1,5**	**163.040**	**1,0**	**157.243**	**0,73**
II. Inversiones		**11.351.155**	**98,5**	**16.624.059**	**99,0**	**21.474.982**	**99,27**
Títulos Públicos emitidos por la Nación	50	5.530.824	48,0	8.141.465	48,5	10.606.959	49,03
Tít. Púb. emitidos por la Nación Negociables		2.292.438	19,9	3.731.782	22,2	4.112.513	19,01
Tít. Púb. emitidos por la Nación a término		3.238.386	28,1	4.409.683	26,3	6.494.446	30,02
Títulos emitidos por Entes Estatales	15	231.125	2,0	637.630	3,8	1.023.404	4,73
Títulos de Entes Estatales negociables		100.359	0,9	167.600	1,0	103.520	0,48
Títulos de Entes Estatales a término		52.535	0,5	22.711	0,1	168	0,00
Títulos de Gobiernos Provinciales		46.132	0,4	391.226	2,3	765.780	3,54
Títulos de Gobiernos Municipales		32.098	0,3	56.093	0,3	153.936	0,71
Obligaciones Negociables a Largo Plazo	28	193.151	1,7	238.660	1,4	425.644	1,97
Obligaciones Negociables a Corto Plazo	14	83.223	0,7	105.466	0,6	90.776	0,42
Obligaciones Negociables Convertibles	28	11.839	0,1	14.245	0,1	0	0,00
Depósitos a Plazo Fijo	28	2.170.132	18,8	2.597.395	15,5	3.479.455	16,08
Certificados de Plazo Fijo		173.087	1,5	2.084.794	12,4	3.223.063	14,90
Plazos Fijos de rendimiento variable		1.997.045	17,3	512.601	3,1	146.312	0,68
Plazos Fijos con opción cancelac. anticipada				0	0,0	110.081	0,51
Acciones de Sociedades Anónimas	35	1.823.508	15,8	3.199.541	19,1	2.371.770	10,96
Acciones de Empresas Públicas Privatizadas	14	292.170	2,5	249.218	1,5	257.538	1,19
Fondos Comunes de Inversión	14	759.377	6,6	1.054.646	6,3	1.925.183	8,90
Fondos Comunes de Inversión Cerrados		3.716	0,0	12.292	0,1	11.196	0,05
Fondos Comunes de Inversión Abiertos		427.795	3,7	592.668	3,5	304.188	1,41
Fideicomisos Financieros		327.866	2,8	449.686	2,7	1.609.798	7,44
Títulos emitidos por Estados Extranjeros	10	220	0,0	211	0,0	0	0,00
Títulos emitidos por Sociedades Extranjeras	7	28.700	0,2	61.263	0,4	927.150	4,29
Acciones de sociedade extranjeras						830.483	3,84
Títulos emitidos por Sociedades Extranjeras						28.364	0,13
Fondos comunes de inversión según art. 3 Instrucc.	18/00					68.303	0,32
Economías Regionales	(*)	163.809	1,4	236.802	1,4	305.701	1,41
Cédulas y Letras Hipotecarias	28	40.365	0,4	14.151	0,1	10.069	0,05
Contratos de Futuros y Opciones	2	-	-	40.780	0,2	12.479	0,06
Fondos de Inversión Directa	10	21.497	0,2	32.586	0,2	38.853	0,18
III. Total Fondo de Jubilaciones y Pensic		**11.526.393**	**100,0**	**16.787.099**	**100,0**	**21.632.225**	**100,00**

(*) Este tipo de inversi n rige solamente para Naci n A.F.J.P. y su l mite mÆximo es del 50% del total
(1) Porcentaje mÆximo del fondo de jubilaciones y pensiones autorizado a invertir por instrumento
Fuente: *Secretar a de Pol tica Econ mica sobre la base de la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (S.A.F.J.P.)*

Al 30 de abril de 2001 el valor de los fondos de jubilaciones y pensiones alcanzó un valor aproximado de $ 21.632 millones, aproximadamente 7,6% del PIB. Esto representó una disminución del 1,5% con respecto al nivel alcanzado a fines de enero de 2001. La rentabilidad promedio en abril de 2001 con respecto al mismo mes de 2000 fue de sólo 2% anual, unos 12 puntos porcentuales inferior a la del año anterior. Este pobre resultado está explicado básicamente por la caída que sufrieron las acciones y los títulos públicos, como consecuencia de la suba del riesgo país durante los últimos dos trimestres. En términos históricos la rentabilidad promedio del sistema se ubicó en 11,2% anual hacia fines de abril de 2001, unos dos puntos menos que un año atrás. Cabe destacar que durante los últimos tres años (abril de 1998 - abril de 2001) la rentabilidad promedio del

sistema fue algo inferior al 5% anual, como consecuencia de que en ese período se registraron dos años de malos resultados (1999 y 2001) y sólo el año 2000 fue claramente positivo. La concentración del sistema aumentó tras las fusiones autorizadas en el último año, de modo tal que las cuatro mayores administradoras son ahora responsables por el 73% de los fondos totales del sistema y el 75% del total de afiliados, repartiéndose el resto en otras nueve empresas. En los últimos meses se produjeron incluso nuevas adquisiciones.

Durante el último año el número de afiliados al sistema de capitalización aumentó en aproximadamente 480 mil personas, hasta un total de 8,54 millones, pero en contraste el número de aportantes prácticamente no se modificó (3,36 millones). Esto significa que la relación entre aportantes y afiliados cayó hasta niveles mínimos del 39,1% en abril de 2001. Es destacable el hecho de que el 95% de los aportantes son trabajadores en relación de dependencia, correspondiendo sólo el 5% restante a aútónomos. De esta forma, los fondos promedio acumulados por afiliado alcanzan a poco más de $ 2.500.

En los Cuadros 7.6 y A 7.4 (este último del apéndice estadístico) y en el Gráfico 7.5 puede observarse con detalle la composición de los fondos que administran las AFJP. En el Cuadro 7.6 se observa que en lo que va del año 2001 tuvieron lugar pocos cambios significativos en esa composición medidos en puntos porcentuales. Los títulos públicos nacionales mantuvieron su participación, y los provinciales y municipales aumentaron levemente la suya. Se produjo un fuerte incremento de los títulos emitidos por sociedades extranjeras, mientras que la baja más importante se verificó en las acciones de sociedades anónimas nacionales, incluso empresas privatizadas, y en menor medida en los depósitos a plazo fijo. Subieron también los fondos colocados en fideicomisos financieros.

Analizando con más detalle estos movimientos, puede verse que los Títulos Públicos Nacionales son el instrumento de mayor participación en las carteras de las AFJP, reuniendo el 49% de las inversiones en abril de 2001 (valores apenas superiores al 48,5% de fines de 1999). Estos porcentajes se acercan a los máximos permitidos para esta categoría de inversión, que son del 50%. Dentro de estos instrumentos se observa un cambio en las distintas categorías con respecto a diciembre de 1999, ya que se observó un aumento en la porción de estos títulos que son valuados a término y que se mantendrán hasta su vencimiento[2] , que ahora representan el 30% de los fondos, y un ligero descenso en la participación de los títulos negociables (19%). Los títulos emitidos por otros entes estatales (cédulas hipotecarias, bancos, gobiernos provinciales y municipales) representaban a fines de abril pasado el 4,7% de los fondos totales, con una ligera baja sobre los valores de fines de enero de 2001.

Las acciones en sus dos categorías (de sociedades anónimas y de empresas públicas privatizadas) continuaron perdiendo participación en las inversiones de las administradoras. En abril de 2001 representaban sólo un 12,2% del total de la cartera, siendo desplazadas al tercer lugar en la preferencia de las administradoras debido tanto a la caída en sus cotizaciones como a la disminución de las cantidades en stock. Este porcentaje implica un fuerte descenso respecto de los valores de fines de 1999 (20,6%) e incluso respecto de abril de 2000 (19,5%).

Los depósitos a plazo fijo se ubicaron en abril de 2001

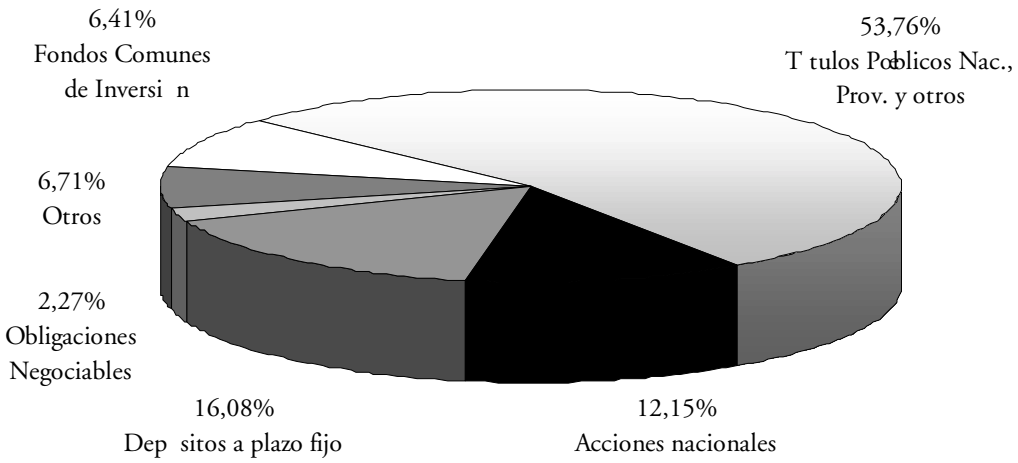
2 *Cabe recordar que en el caso de estos títulos (tanto los emitidos por la Nación como los emitidos por otros entes estatales) existe la posibilidad de valuar una parte de los mismos no a través de su valor de mercado sino a su valor a término, es decir a su precio de adquisición ajustado por la capitalización de la tasa interna de retorno que tenía el título al momento de su compra, en cuyo caso el título debe retenerse hasta su vencimiento. Valuando los títulos de esta manera, las AFJP intentan asegurar incrementos del valor de sus cuotas a bajo riesgo. Por el contrario, la porción de títulos negociables se valúa a precios de mercado y por ende están más sujetos a la volatilidad de los mercados de capitales.*

3 *Estos depósitos tienen el capital asegurado y basan su rendimiento en la evolución de un activo financiero subyacente (índices de bolsa nacionales o internacionales, acciones, títulos públicos).*

en el segundo término de las preferencias de las administradoras, con un 16,1% del total de los fondos, lo que implica una suba de dos puntos porcentuales con relación a enero de 2001. Los depósitos a plazo de rendimiento variable (DIVA)[3] y aquéllos con opción de cancelación anticipada explican solamente 7% del total de plazos fijos, correspondiendo la mayor parte a los tradicionales certificados a plazo de rendimiento fijo. La suba de los plazos fijos durante los últimos meses se explica tanto por una suba de sus tasas como por su mayor seguridad relativa frente a un escenario económico complicado.

Algunas categorías de inversión han avanzado últimamente. Por un lado, los títulos de entes estatales, gobiernos provinciales y municipales, pasaron de representar el 2,6% de las inversiones a fines de 1999 al 4,7% en abril de 2001. En segundo lugar se registraron avances en la porción de títulos de sociedades extranjeras, que crecieron entre las mismas fechas del 0,4% al 4,3% del total de inversiones (en buena medida certificados representativos de acciones que se negocian en la bolsa local de empresas privatizadas en manos españolas). En menor medida avanzaron las obligaciones negociables, que pasaron del 2,1% al 2,4% del total (si bien retrocedieron con relación a enero de este año). Los fondos comunes de inversión durante el último año recuperaron participación en la cartera de las AFJP (del 6,3% al 8,9% del total), en especial la parte aplicada a los fideicomisos financieros (7,4% del total).

GRAFICO 7.5
Inversiones de las A.F.J.P. al 30-Abr-01



ANEXO

El Canje de Deuda de junio de 2001

El 1º de junio de 2001 se llevó a cabo la operación de canje de títulos de la deuda pública que, por su envergadura, recibió el nombre de "megacanje" y se trata del primero en su especie como mecanismo de resolución de crisis de deuda. El objetivo básico de esta operación fue el de descomprimir las necesidades financieras de corto plazo del Estado, de modo de diluir todo tipo de incertidumbre sobre la capacidad del Estado argentino para cumplir con los compromisos contraídos. Por otra parte, la operación quita presión al mercado de capitales, lo que va a permitir liberar recursos para financiar proyectos de inversión de las empresas y las familias.

Debe enfatizarse que el canje de deuda implica el ajuste de la meta de déficit del gobierno federal acordada con el FMI

CUADRO 7.7
Descripción de los nuevos bonos

	BONO PAGARÉ 2006	GLOBAL $ / US$ 2008	GLOBAL 2008	GLOBAL 2018	GLOBAL 2031	CARTERA
Plazo (en años)	5	7,25	7,5	17	30	
Vencimiento	19-Jun-06	19-Sep-08	19-Dic-08	19-Jun-18	19-Jun-31	
Valor nominal emitido	2.060,41	930,80	11.456,13	7.463,25	8.520,69	30.431
Cupón	mensual (a)	semestral 10% 1º al 3º año 12% 4º año al vto.	semestral 7% 1º al 3º año 15,5% 4º año al vto.	semestral 12,25%	semestral 12%	10,28% (b)
Capitalización	580 pb hasta jun-03	NO	NO	Interés ha. jun-06	Interés ha. jun-06	
Amortización	6 cuotas semestrales	Bullet (c)	6 cuotas semestr.	5 cuotas semestr.	Bullet (c)	
Vida promedio	3,75	7,25	6,3	16	30	15,15
Rendimiento al vencim.	15,38%	15,99%	15,95%	15,24%	14,90%	15,29%
Duration	3,13	4,99	4,81	10,91	12,15	8,00
Cronograma de amortización	19-Dic-03 16,66% 19-Jun-04 16,66% 19-Dic-04 16,66% 16-Jun-05 16,66% 19-Dic-05 16,66% 19-Jun-06 16,70%	19-Sep-08	19-Jun-06 16,66% 19-Dic-06 16,66% 19-Jun-07 16,66% 19-Dic-07 16,66% 19-Jun-08 16,66% 19-Dic-08 16,70%	19-Jun-16 20% 19-Dic-16 20% 19-Jun-17 20% 19-Dic-17 20% 19-Jun-18 20%	19-Jun-31	
Precio de colocación	100	78,32	78,55	73,25	70,7	
Listado	Buenos Aires		Buenos Aires y Luxemburgo			
Legislación	Argentina		Estado de New York			
Custodia y registro	CRYL Caja de Valores		Euroclear - Clearstream - DTC Caja de Valores			

(a) La mayor entre la tasa de la Encuesta de Plazos Fijos en d lares de 30 a 59 d as que publica el B.C.R.A. mÆs 580 puntos bÆsicos y la BADLAR privada activada en d lares mÆs 150 puntos bÆsicos
(b) Al inicio: 10,28%. Promediando step-up: 12,23%. Al final: 13,54%
(c) Es decir, ntegramente al vencimiento
Fuente: *Subsecretar a de Financiamiento - Secretar a de Finanzas*

CUADRO 7.8
Disminución en los servicios de la deuda hasta 2005
Capital e intereses, en millones de US$

Años	Capital	Intereses	Total
2001	2.780	449	3.229
2002	2.833	1.785	4.618
2003	1.382	1.745	3.127
2004	950	1.494	2.444
2005	1.359	1.273	2.632
Total	9.304	6.747	16.051

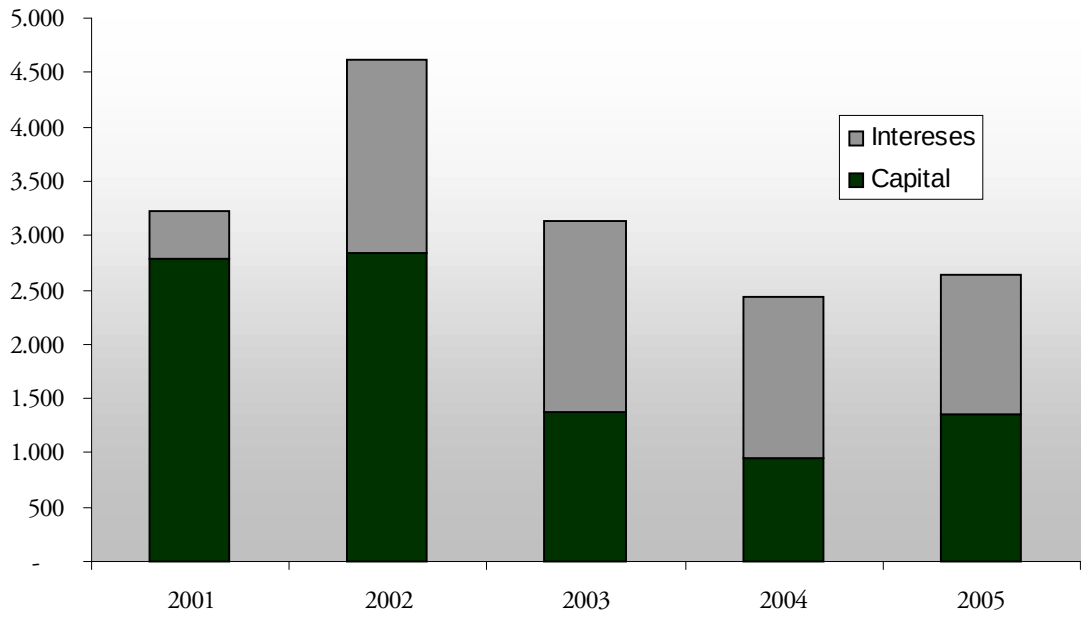
Fuente: *Subsecretar a de Financiamiento*

para el segundo trimestre como consecuencia del pago de los intereses devengados de los títulos que fueron rescatados, por lo que este desfase no será considerado un incumplimiento. Del mismo modo, en el tercer y cuarto trimestres tampoco se considerarán sobrecumplimientos las reducciones en el desequilibrio fiscal por la extinción del pago de los intereses de los títulos rescatados, sino que la pauta de resultado fiscal se ajustará hacia abajo.

Es por ello que, al confirmarse el compromiso en las cuentas públicas por parte del gobierno nacional, la operación no lleva implícito un relajamiento fiscal, si bien es cierto que el Estado reduce el déficit a mediano plazo como consecuencia de menores tasas de interés y modifica los ratios de solvencia de corto plazo.

En conjunto, la operación significó concentrar en 5 un

GRAFICO 7.6
Disminución en los servicios de la deuda hasta 2005
En millones de US$



CUADRO 7.9
Plazo promedio de la deuda y su rendimiento promedio

Título	Variación de vida promedio (en años)	Variación en rendimiento (a)
Bono-Pagaré 06	2,63	-1,70%
Global 08 $/US$	4,60	0,33%
Global 08	3,35	-0,44%
Global 18	-0,35	0,22%
Global 31	5,33	-0,33%
Total	2,78	-0,35%

(a) Cartera rescatada menos cartera emitida
Fuente: *Subsecretar a de Financiamiento*

total de 46 bonos elegibles para el canje, nominados en pesos y en dólares. Tres de los nuevos títulos son en dólares y tienen vencimiento en el 2008, 2015 y 2031, y hay un cuarto título que se instrumentó indistintamente en dólares o en pesos argentinos con vencimiento en el 2008. Además fue ofrecido un bono-pagaré en dólares a cinco años para rescatar los títulos de la misma clase que vencen entre este año y 2004. Los títulos con vencimiento en 2015 y 2031 tienen un período de gracia de cinco años en el que capitalizarán los intereses que se devenguen. En el Cuadro 7.7 se resumen las principales características de los nuevos bonos.

Sobre un total de bonos elegibles de US$ VN 66.314 millones, se recibieron ofertas por US$ 32.854 millones, de las cuales US$ 24.451 corresponden al tramo no competitivo ($ 5.137 millones por parte de Bancos Oficiales) y US$ 8.402 millones al tramo competitivo. Dentro del total, fueron aceptadas ofertas por US$ VN 29.523 millones (US$ VN residual 28.175 millones) de bonos viejos, y se colocaron a cambio bonos nuevos por US$ VN 30.431 millones. Con la operación se generaron disminuciones en servicios de la deuda (capital e intereses) hasta el año 2005 por US$ 16.047 millones, de los cuales US$ 7.822 millones corresponden a lo que queda del año 2001 y el año 2002, según se observa en el Cuadro 7.8 y en el Gráfico 7.6.

Como consecuencia de la operación se extendió el plazo promedio de la deuda, ya que se canjea una cartera de bonos por otra con una vida promedio 2,78 años mayor. En contrapartida los rendimientos promedio subieron en 35 puntos básicos (12 pb por año de extensión de vida promedio), según se detalla en el Cuadro 7.9.