

The logo for the Auditoría General de la Nación (AGN) features the letters 'AGN' in a large, white, serif font, centered within a blue rectangular background.

Auditoría General de la Nación

**FINANCIAMIENTO EN BONOS DE LIQUIDEZ
DURANTE EL PERIODO 1993 - 1998**

GERENCIA DE DEUDA EXTERNA

GERENCIA GENERAL DE DEUDA PUBLICA

Febrero de 2000

INDICE

I OBJETO	3
II ALCANCE	3
III INTRODUCCION	3
IV PROGRAMAS DE EMISIONES DE BONOS DE LIQUIDEZ	4
IV.1 PROGRAMA DE LETRAS EXTERNAS A MEDIANO PLAZO.....	4
IV.2 PROGRAMA DE BONOS GLOBALES.....	5
IV.3 PROGRAMA DE INSTRUMENTOS DE ENDEUDAMIENTO PÚBLICO	6
V PERFIL DEL FINANCIAMIENTO EN BONOS DE LIQUIDEZ.....	7
V.1 COLOCACIONES DE BONOS DE LIQUIDEZ	7
CUADRO N° 1	8
COLOCACIONES DE BONOS DE LIQUIDEZ	8
V.2 ORIGEN DEL FINANCIAMIENTO.....	10
CUADRO N° 2	11
BONOS DE LIQUIDEZ: APERTURA POR MERCADO DE FINANCIAMIENTO Y PLAZOS PROMEDIO.....	11
V.3 RIESGO SOBERANO.....	12
GRÁFICO N° 1.....	12
CUADRO N° 3	13
EVOLUCIÓN DEL RIESGO SOBERANO EN PUNTOS BÁSICOS	13
VI PROYECCION DEL FLUJO DE FONDOS.....	14
VI.1 ACLARACIONES PREVIAS.....	14
LOS FLUJOS DEL AÑO 1999 SON LOS EFECTIVAMENTE PAGADOS Y SURGEN DE LA INFORMACIÓN BRINDADA POR EL SIGADE.	15
VI.2 RESULTADO DE LAS PROYECCIONES	15
CUADRO N° 4	15
PROYECCIÓN DEL FLUJO DE FONDOS DE BONOS DE LIQUIDEZ AL 31 DE DICIEMBRE DE 1998.	15
GRÁFICO N° 2.....	16
VII FINANCIAMIENTO DEL DEFICIT PUBLICO Y COLOCACIONES DE BONOS DE LIQUIDEZ.....	17
CUADRO N° 5	17
RESULTADO GLOBAL DEL SECTOR PÚBLICO Y FINANCIAMIENTO.....	17
CUADRO N° 6	18

INTERESES DE LA DEUDA PÚBLICA	18
CUADRO N° 7	18
SISTEMA DE SEGURIDAD SOCIAL	18
CUADRO N° 8	19
RELACIÓN ENTRE LAS EMISIONES DE BONOS DE LIQUIDEZ Y OTROS INGRESOS DEL SECTOR PÚBLICO	19
VIII DEFICIT DEL SECTOR EXTERNO Y FINANCIAMIENTO CON BONOS DE LIQUIDEZ	20
CUADRO N° 9	20
CUENTA CORRIENTE DEL BALANCE DE PAGOS	20
CUADRO N° 10	21
BALANCE DE PAGOS SECTORIAL	21
CUADRO N° 11	21
FUENTES DE FINANCIAMIENTO EXTERNO DEL GOBIERNO NACIONAL.	21
IX INDICADORES DE FRAGILIDAD / SOLVENCIA FINANCIERA	22
IX.1 DEUDA / PBI.....	23
CUADRO N° 12	23
RELACIÓN STOCK DE BONOS DE LIQUIDEZ (BL) /PBI	23
IX.2 SERVICIOS DE LA DEUDA EN MONEDA EXTRANJERA / EXPORTACIONES	24
CUADRO N° 13	24
SERVICIOS DE BONOS DE LIQUIDEZ (BL) EN MONEDA EXTRANJERA / EXPORTACIONES	24
IX.3 SERVICIOS DE LA DEUDA EN MONEDA LOCAL / RECURSOS FISCALES	24
CUADRO N° 14	25
SERVICIOS DE BONOS DE LIQUIDEZ (BL) EN \$ / RECURSOS DEL SECTOR PÚBLICO	25
X CONCLUSIONES	25
FECHA DE FINALIZACION DEL INFORME: 4 DE FEBRERO DE 2000.	28
ANEXOS	29

I OBJETO

La tarea llevada a cabo tiene por objeto estudiar la composición y evolución del endeudamiento público en títulos de liquidez durante el período 1993-1998, su vinculación con el financiamiento del Sector Público y con las cuentas del Sector Externo de la economía argentina.

II ALCANCE

Abarca los títulos públicos nacionales destinados a generar liquidez, dentro de los que se incluyen las Letras del Tesoro que constituyen Crédito Público,¹ emitidos durante el período transcurrido entre el 1° de enero de 1993 y el 31 de diciembre de 1998.

Las fuentes documentales utilizadas han sido las siguientes: cuadros de Saldos Insolutos y Stocks de la deuda pública provistos por la Dirección de Administración de la Deuda Pública (DADP), dependiente de la Secretaría de Hacienda del MEYOSP, a través del Sistema de Gestión y Análisis de la Deuda (SIGADE); Boletín Fiscal, Informe Económico y Estimaciones Trimestrales del Balance de Pagos, todos éstos publicados por el MEYOSP; normativa legal publicada en el Boletín Oficial e Informes sobre la Deuda Pública elaborados por esta Gerencia General de Deuda Pública.

Las tareas de campo se desarrollaron entre el 13 de julio y el 4 de noviembre de 1999.

III INTRODUCCION

Las transformaciones de la economía argentina de finales de los años '80 y la globalización de los mercados de capitales conformaron el marco en el que se desarrolló una nueva modalidad de financiamiento del sector público, dentro de la que se destaca la emisión de Bonos de Liquidez.

Hacia fines de 1993 los procesos de reconocimiento e instrumentación de deudas preexistentes (emisiones de Bocon Previsional y Proveedores y Plan Brady) prácticamente habían concluido. Lo mismo puede decirse de las privatizaciones, en tanto fuente del financiamiento del Sector Público. Es a partir de allí que los recursos aportados por las emisiones de Bonos de Liquidez son los que financiarían, en magnitudes crecientes, la gestión del Estado Argentino.

Como resultado, éstos adquieren una participación creciente en el stock de la deuda pública y en los compromisos de pagos que de dicho stock se derivan. La

¹ Se trata de aquellas Letras cuyo vencimiento opera en el ejercicio fiscal posterior al de la emisión.

consolidación de esta política de endeudamiento, a través de la creación de programas específicos, facilitó la colocación de instrumentos de manera regular y continua y promovió la diversificación de las condiciones de emisión.

En este Informe se analizará la evolución de esta clase de deuda, su estructura por montos, plazos, monedas y mercados proveedores de crédito y se estimarán los flujos futuros de pagos. Asimismo se la vinculará con otras cuentas macroeconómicas, tales como las fiscales y las del sector externo.

Los mercados de capitales analizan continuamente la capacidad de repago de los demandantes de fondos. Esto se produce en el momento de la emisión, cuando se evalúa la disposición a financiar y la tasa de interés que cargará el préstamo, en la que quedan incluidos el precio por el uso del capital y la prima de riesgo de incumplimiento de los compromisos. También en la negociación secundaria es puesta a prueba la capacidad de repago y, cuando las expectativas son pesimistas, se expresan como descuentos en el valor de las emisiones en cotización. Asimismo, fenómenos de orden internacional, tales como las variaciones de las tasas de interés y las crisis financieras afectan la disponibilidad del crédito y las primas de riesgo. Este aspecto se tratará en el punto dedicado al Riesgo Soberano.

Finalmente, se medirá el impacto del endeudamiento en Bonos de Liquidez sobre la solvencia de la economía argentina, para lo cual se relacionará el stock de estos bonos con el Producto Interno Bruto y los servicios de renta y amortización respecto de las corrientes de recursos aptos para cancelarlos.

IV PROGRAMAS DE EMISIONES DE BONOS DE LIQUIDEZ

Si bien con anterioridad a la instrumentación de estos programas las condiciones internacionales de liquidez y la evolución macroeconómica de la Argentina habían permitido el financiamiento a través de ahorro externo en Bonos de Liquidez, su importancia radica en el hecho de que fueron los primeros - dentro del período aquí analizado- específicamente dirigidos a la captación de recursos externos e internos de manera regular.² A continuación se reseñan los tres programas de mayor utilización.

IV.1 Programa de Letras Externas a Mediano Plazo

El **Programa de Letras Externas a Mediano Plazo (PLEMP)** fue creado por medio del Decreto 1588/93, que en sus considerandos establece:

² La utilización intensiva del Programa de Letras Externas a Mediano Plazo se apreció en 1994, cuando se colocaron dieciocho títulos públicos (sobre un total de veinte) dentro del mismo, por US\$ 1.807,23 millones.

- “...resulta conveniente acceder a los mercados financieros internacionales en forma regular y ordenada, a distintos plazos para obtener financiación a bajo costo.”
- “Que ello permitirá construir una curva de rendimientos de obligaciones públicas en dólares estadounidenses que servirá de referencia para el resto de las obligaciones públicas”...
- “Que dicho Programa adicionalmente brindará a la República Argentina la posibilidad de recurrir en forma ágil a los distintos instrumentos de financiación denominados en diferentes monedas, lo que permitirá ampliar el acceso a otros mercados financieros y aprovechar las oportunidades coyunturales que se presenten en los mercados financieros internacionales.”

Asimismo, a los efectos de otorgar mayores garantías a los potenciales acreedores, el artículo 4° expresa que en caso de conflicto se establecerá “la prórroga de jurisdicción a favor de los Tribunales Estaduales y Federales con asiento en la ciudad de Nueva York y en la ciudad de Londres”. Complementando el propósito de atraer inversores, el mismo artículo prevé la renuncia a oponer la defensa de inmunidad soberana.³

El Decreto 649/98, modificatorio del 1588/93, amplió la autorización de suscripción de estas letras, llevándola a U\$S 15.000 millones.

IV.2 Programa de Bonos Globales

El Decreto N° 1161/94 facultó al MEYOSP a emitir y registrar ante la *Securities and Exchange Commission* (SEC) de los EE.UU.,⁴ títulos de la deuda pública cuyo importe no supere la cifra de U\$S 2.000 millones, en valor nominal.

En tal sentido, la registración de obligaciones de la República Argentina ante la SEC permitiría acceder ágilmente a calificados inversores del mercado doméstico norteamericano y posibilitaría globalizar estos instrumentos.

Con posterioridad se realizaron, mediante los Decretos N° 338/96, 1573/96, 862/97 y 650/98, sucesivas modificaciones que incrementaron el monto total a ser emitido y registrado, hasta alcanzar un valor nominal de U\$S 18.000 millones.

Complementariamente, y en consonancia con los Decretos mencionados, el MEYOSP dispuso diversas registraciones en la SEC hasta alcanzar un valor nominal

³ Aun así, el decreto en cuestión especifica dos casos en los que existirá inembargabilidad, a saber: Reservas garantizadas por la Ley de Convertibilidad, reflejadas en los Balances Generales y Estados Contables del B.C.R.A. y los bienes pertenecientes a la República Argentina destinados a un servicio público esencial.

⁴ Organismo de control y vigilancia de funcionamiento de las Bolsas de dicho país.

efectivamente registrado de U\$S 16.350 millones, a través de la Resolución SH 326/98 del 10/07/1998.

IV.3 Programa de Instrumentos de Endeudamiento Público

El desarrollo de un mercado doméstico de crédito provee al Sector Público de una fuente alternativa de recursos, de suma utilidad ante la frecuente volatilidad del mercado internacional. Los inversores locales, por su parte, se enfrentan a una demanda de recursos programada, con plazos estipulados y un rendimiento que se actualiza en virtud de la frecuencia de los llamados a licitaciones y de la negociación secundaria en Bolsa.

El programa de Instrumentos de Endeudamiento Público (IEP), dirigido al mercado interno, se creó a través del Decreto 340/96 y consiste en la emisión de Letras del Tesoro, denominadas Letes, y de Bonos del Tesoro, denominados Bontes. En el primer caso la maduración varía entre los 30 y los 364 días, mientras que para el segundo instrumento, los plazos deben ser superiores al año. Estos instrumentos pueden emitirse en pesos o en dólares.

Con el objetivo de otorgarle regularidad al proceso de emisión de las Letes, desde la implementación del programa se elaboraron cronogramas anuales de emisiones y licitaciones, de frecuencia mensual.

Los regímenes de colocación pueden ser licitaciones públicas o suscripciones directas; las adjudicaciones pueden ser a tasas de descuento múltiples o única. Ambos procedimientos se definen en cada oportunidad.

Para asegurar la fluidez de los mercados de IEP se creó la figura de los **Creadores de Mercado**, un conjunto de trece bancos que deben participar activamente en la colocación primaria y en la negociación secundaria de estos títulos.⁵ La permanencia en esta función está sujeta a una evaluación de desempeño, cuyos criterios se dieron a conocer mediante la Disposición 10/96 de la Sub-Secretaría de Financiamiento del MEYOSP.

En el caso de las licitaciones, los Creadores de Mercado deben ofertar en los tramos competitivo y no-competitivo. Tienen derecho a un segundo llamado en el que pueden solicitar hasta un 10 % adicional, en términos nominales, del total licitado por ellos mismos durante las tres últimas licitaciones, incluyendo la actual. La adjudicación se realiza al precio de corte del primer llamado.

⁵ Las autoridades de los mercados de capitales suelen designar formadores de mercado o especialistas para operar en determinados activos financieros, con el objeto de asegurar que en todo momento existirá, por lo menos, un agente capaz de ejecutar una operación en un determinado instrumento. Para viabilizar este procedimiento los especialistas actúan no sólo por cuenta y orden de terceros, sino también con su propio capital, manteniendo posiciones en los títulos en los que fueron seleccionados para operar.

Desde el punto de vista instrumental, están obligados a suscribir por lo menos el 4 % del monto ofertado en cada uno de los IEP que se emitan durante cada Ejercicio Fiscal y a cotizar, en todo momento, precios de compra de todos los IEP; también deben participar activamente en los mercados secundarios de IEP y cotizar en las licitaciones privadas de dichos activos financieros.

Asimismo debe mencionarse que entre otros requisitos indispensables para calificar como Creador de Mercado figuran el cumplimiento de las condiciones que exige el Régimen de Oferta Pública (Ley N° 17811) y contar con un patrimonio neto mínimo de \$ 50 millones.

Hacia fines de 1998, el monto acumulado de las emisiones de este programa alcanzó a U\$S 13.565,87 millones.

V PERFIL DEL FINANCIAMIENTO EN BONOS DE LIQUIDEZ

En este punto se describirá la evolución anual del financiamiento en Bonos de Liquidez (emisiones originales y ampliaciones) en el período 1993 - 1998, haciendo hincapié en la magnitud de las colocaciones, el plazo y tasa promedio y la apertura por mercados primarios de colocación. Finalmente, se presenta la evolución del riesgo soberano de la República Argentina durante el período.

V.1 Colocaciones de Bonos de Liquidez

En el Cuadro N° 1 se agruparon anualmente las colocaciones de Bonos de Liquidez; para cada período se calculó el plazo promedio de las mismas como también la tasa media, ponderados por las respectivas participaciones de los capitales en los totales anuales. Las operaciones están valuadas a los tipos de cambio promedio del mes de Diciembre de 1998, informados por el SIGADE.

Cuadro N° 1
Colocaciones de Bonos de Liquidez
(En millones de U\$S)

Año	Colocaciones Millones de U\$S	Plazo Promedio (años y meses)	Tasa Promedio anual
1993	2.098,80	7 y 4	8,16%
1994	2.719,00	2 y 10	7,91%
1995	5.729,44	4 y 2	8,58%
1996	11.744,23	6 y 8	8,84%
1997	16.695,07	10 y 6	8,87%
1998	17.846,25	10 y 4	10,04%

Fuente: Elaboraciones propias en base a datos del SIGADE

A nivel de los montos colocados se observan importantes saltos de magnitud entre los dos primeros años de la serie y 1995 y entre este último y el trienio 1996 – 1998. Como se verá en el punto VII, referido al Resultado del Sector Público, estos montos son compatibles con las decisiones de financiamiento del desequilibrio fiscal con niveles crecientes de deuda, en especial de origen externo. El detalle de las colocaciones, con desagregación anual, puede consultarse en el Cuadro Anexo N° 1.

Las condiciones de emisión de los títulos emitidos (plazos y tasas) dependieron crucialmente de la situación de los mercados internacionales de crédito en los países desarrollados como también de las crisis de las economías emergentes (1994; 1997 y 1998). Con excepción del año 1994, todas estas crisis se desarrollaron en un contexto de holgada liquidez internacional y tasas de interés relativamente estables aunque dieron origen a una segmentación en el mercado de crédito que se manifestó, en cada episodio crítico, con una acentuada escasez de fondos y aumentos en las tasas de riesgo soberano de dichas economías.

Las colocaciones de 1993 fueron sólo cuatro, de las cuales tres se realizaron en dólares, dentro de las cuales se destaca el primer Bono Global por U\$S 1.250 millones, a siete años de plazo. En este período la tasa LIBO en dólares, a seis meses, registra el valor mas bajo de todos los años que cubre este Informe, 3,50%, mientras que la tasa promedio de las emisiones argentinas superó holgadamente ese valor, al ubicarse en el 8,16% anual.

En 1994 las tasas de interés sufrieron importantes correcciones alcistas originadas en las necesidades de financiamiento de los EE.UU. y concluyeron en un alza de 58,33% en la tasa de Fondos Federales de la Reserva Federal y de 100% en LIBOR a 6 meses, que pasó así a un valor de 7% al cierre del año. Debido a ello las condiciones para la colocación de deuda argentina empeoraron y las emisiones fueron de menores plazos y a tasas elevadas. En este año, junto al lanzamiento del Programa de

Letras Externas a Mediano Plazo (PLEMP), comienza la diversificación de los mercados y monedas de emisión, notándose un fuerte uso de los mercados europeos y japonés. La mayor extensión de plazos se logró con un Bono Global a cinco años (mercado de los EE.UU.).

A fines de 1994 la devaluación de la moneda mexicana inaugura la serie de crisis de los mercados emergentes en la etapa de la globalización de los mercados de crédito de los años '90. Su impacto en la Argentina fue notable y se expresó en una reversión del flujo de capitales, fuerte fuga de depósitos (próximos a U\$S 8.000 millones desde Diciembre de 1994 hasta Mayo de 1995, equivalentes al 17,60% del total depositado) y una caída de 30% del total de reservas del Banco Central de la República Argentina.

Las colocaciones de deuda soberana argentina se interrumpieron durante el primer semestre, al cabo del cual comienza a aquietarse la situación internacional y se reinicia el flujo de inversiones hacia las economías emergentes. Es a partir del segundo semestre de 1995 cuando Argentina renueva las incursiones en los mercados de crédito internacionales, especialmente dentro del PLEMP. Los plazos mas extendidos corresponden a una colocación en marcos, a siete años, por U\$S 598,80 millones y una ampliación del Bonex 92, también a siete años, por U\$S 378,65 millones. A cinco años se realizan colocaciones en marcos y yenes por U\$S 598,80 millones y U\$S 950,51 millones, respectivamente.

1996 es un año de estabilidad financiera internacional, con ligeras variaciones de las tasas de interés y liquidez muy fluida. Estas condiciones facilitaron las colocaciones de Bonos de Liquidez a la vez que permitieron ampliar los plazos y diversificar las monedas de emisión. Es en el área del marco donde se obtuvieron los plazos mas extendidos, destacándose las siguientes colocaciones: a treinta años de plazo, U\$S 299,40 millones; a veinte años, U\$S 224,55 millones; a quince años, U\$S 598,80 millones, y a diez años, U\$S 598,80 millones. También se emitió en plazos entre siete y ocho años por U\$S 1.422,15 millones.

Las emisiones en yenes fueron frecuentes: se colocaron U\$S 199,78 millones a diez años, dos bonos por U\$S 434,29 millones a seis y ocho años, respectivamente y un bono de U\$S 781,73 millones a cinco años. También se intensificó el uso de las libras con dos letras, por U\$S 302,41 millones cada una, a cinco y siete años de plazo.

El acceso al mercado estadounidense fue mas restringido aunque caben destacar dos colocaciones dentro del programa de Bonos Globales, a cinco y diez años, por U\$S 1.000 millones cada uno.

El fluido flujo de capitales hacia las economías emergentes se interrumpió en el inicio del segundo semestre de 1997, cuando se desató la crisis de las economías del sudeste asiático, y se restringió notoriamente la disponibilidad de crédito. Pese a ello, la

Argentina colocó deuda activamente en los mercados del exterior y local, a mayores plazos y a una tasa de interés promedio semejante a la del período anterior.

El mercado del dólar facilitó la extensión de la maduración de las emisiones argentinas, mediante la colocación de un bono Global a treinta años, por U\$\$ 2.250 millones y otro a veinte años, por U\$\$ 2.322,52 millones. También se registraron colocaciones de plazos largos en marcos, libras y yenes: se trata de un bono en marcos a doce años por U\$\$ 598,80 millones; dos títulos en libras a diez años por U\$\$ 362,90 millones y U\$\$ 439,11 millones, respectivamente, y de operaciones en yenes a siete años, por U\$\$ 434,29 millones.

Cabe destacar en el año dos colocaciones internacionales en moneda local, por U\$\$ 500 millones cada una, en plazos de cinco y diez años. Asimismo se extendieron los plazos de los Bontes, que en el plazo de cinco años registraron colocaciones por U\$\$ 1.524,01 millones.

Las crisis de las economías emergentes continuaron durante 1998 con el default de Rusia, acentuando así la escasez del crédito y elevando su costo. En el caso de la Argentina, la tasa media de las colocaciones pasó de 8,87% en 1997 a 10,04% en 1998.

El plazo promedio de las emisiones, no obstante estas dificultades, prácticamente se mantuvo constante respecto del año anterior y alcanzó a 10 años y 4 meses. Se destacan tres colocaciones a treinta años, dos de ellas en dólares por U\$\$ 1.185,09 millones y una en euros, por U\$\$ 881,85 millones y la emisión de un Bontes a veintinueve años, por U\$\$ 454,87 millones.

V.2 Origen del financiamiento

En las emisiones de Bonos de Liquidez se constatan casos en que las monedas de emisión no siempre corresponden a las vigentes en los mercados de emisión primaria: concretamente se efectuaron colocaciones en pesos dentro del PLEMP (se trata de tres bonos por \$ 1.250 millones en total)⁶, a la vez que las emisiones de IEP pueden realizarse en dólares. Es por ello que en este punto se evalúa el financiamiento según los mercados en que se obtuvo, haciendo mención a los volúmenes colocados y a sus plazos promedio. Las magnitudes que se informan en el Cuadro N° 2 están valuadas a los tipos de cambio promedio del mes de Diciembre de 1998, informados por el SIGADE.

⁶ Las emisiones son bullet y a tasa fija y cuentan con las siguientes características: \$ 250 millones a dos años, 8,75%; \$ 500 millones a diez años, 11,75%; \$ 500 millones a cinco años, 8,75%.

Cuadro N° 2
Bonos de Liquidez: Apertura por mercado de financiamiento y plazos promedio.

Año	Mercado foráneo			Mercado doméstico		
	Millones de U\$S	Participación %	Plazo Promedio años y meses	Millones de U\$S	Participación %	Plazo Promedio años y meses
1993	2.098,80	100,00%	7 y 4		0,00%	
1994	2.719,00	100,00%	2 y 10		0,00%	
1995	4.730,44	82,56%	4 y 4	999,00	17,44%	3 y 0
1996	9.456,76	80,52%	8 y 1	2.287,47	19,48%	0 y 10
1997	11.032,27	66,08%	14 y 8	5.662,80	33,92%	2 y 4
1998	12.092,65	67,76%	13 y 4	5.753,60	32,24%	4 y 0

Fuente: Elaboraciones propias en base a datos del SIGADE

La progresiva disminución porcentual del financiamiento foráneo no implica una disminución de sus valores en niveles absolutos, que crecen anualmente. Los comentarios sobre el plazo promedio siguen los lineamientos desarrollados en el punto anterior. Las emisiones en dólares son las de mayor cuantía (57,05%), seguidas por las de marcos (16,38%). Continúan en orden de importancia las colocaciones en libras (6,47%), en yenes y euros (5,88% y 4,97%, respectivamente). Las restantes monedas extranjeras, todas europeas, no alcanzan, individualmente, participaciones del 1%.

El financiamiento voluntario del mercado local se inicia en 1995, cuando el contagio de la crisis Tequila suspendió las corrientes de financiamiento externo hacia la Argentina. En aquel momento, y ante la necesidad de apuntalar el sistema financiero, se debió recurrir a los organismos financieros internacionales que, en conjunto con inversores locales, confeccionaron un paquete de ayuda por U\$S 8.200 millones, dentro del cual figura la emisión del tramo local del Bono Argentina, por U\$S 999 millones, a tres años de plazo.

Las colocaciones posteriores a 1995 corresponden al programa IEP financiado principalmente por los bancos Creadores de Mercado e inversores institucionales, en especial las Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (AFJP)⁷.

La maduración de las emisiones del mercado local es baja debido a la participación de las letras de corto plazo (Letes) que, anualmente, siempre superaron el 50% de los recursos obtenidos. Para el total del período, el 88,79% de las emisiones domésticas se realizaron en dólares; durante 1998 no se obtuvo financiamiento en moneda local.

⁷ Según lo indicado en el Boletín Estadístico de la Superintendencia de AFJP (Enero de 1999), las inversiones de las AFJP en títulos del mercado local ascendía a U\$S 666,11 millones, equivalentes al 5,78% de la cartera.

V.3 Riesgo soberano

El riesgo soberano se define como el riesgo de incumplimiento de las obligaciones contraídas por el gobierno, es decir, de deudas soberanas. Partiendo de esta definición en este capítulo se lo medirá como el diferencial de rendimiento (margen) entre la cotización del bono Par en dólares con vencimiento en el año 2023 y el bono del Tesoro de los EE.UU.⁸ de plazo similar, cuya evolución se expone en el Gráfico N° 1, expresado en puntos básicos (pb).

Gráfico N° 1



En el rendimiento de los bonos soberanos inciden fenómenos de naturaleza internacional, tales como los vinculados con las tasas de interés, y la percepción de los inversores internacionales respecto de las debilidades y fortalezas de la economía nacional, en especial su capacidad para honrar los servicios de la deuda, la estabilidad del régimen cambiario y del nivel de precios, y la solvencia fiscal.

La variación de las tasas de interés foráneas (tratada en el Perfil de las colocaciones de Bonos de Liquidez) fue signada por la evolución de la economía de los EE.UU., tanto en la fuerte corrección alcista de 1994, originada en las necesidades de financiamiento de dicha nación, como en los ajustes posteriores, basados en la contención de las presiones inflacionarias sobre la tendencia de fuerte crecimiento de su

⁸ Ciertas tasas de interés internacionales (LIBO por ejemplo) o de rendimiento (los bonos del Tesoro de los EE.UU.) son consideradas de riesgo mínimo y es por encima de éstas que se adicionan las primas de riesgo.

nivel de actividad. Finalmente, la reducción que se inicia en octubre de 1998 responde a la mejora de la situación fiscal, una vez acordado su equilibrio hacia el año 2002.

Cuadro N° 3
Evolución del Riesgo Soberano en Puntos Básicos

Fecha	Bono Par	Fecha	Bono Par
Dic-93	205	Oct-96	408
Mar-94	331	Nov-96	323
Jun-94	352	Dic-96	316
Sep-94	380	Ene-97	275
Nov-94	535	Feb-97	260
Dic-94	488	Mar-97	269
Ene-95	626	Abr-97	280
Feb-95	699	May-97	237
Mar-95	677	Jun-97	230
Abr-95	603	Jul-97	206
May-95	517	Ago-97	195
Jun-95	584	Sep-97	195
Jul-95	590	Oct-97	318
Ago-95	611	Nov-97	283
Sep-95	580	Dic-97	278
Oct-95	630	Ene-98	260
Nov-95	595	Feb-98	245
Dic-95	480	Mar-98	227
Ene-96	425	Abr-98	236
Feb-96	433	May-98	269
Mar-96	497	Jun-98	297
Abr-96	424	Jul-98	270
May-96	428	Ago-98	502
Jun-96	425	Sep-98	566
Jul-96	479	Oct-98	409
Ago-96	432	Nov-98	349
Sep-96	353	Dic-98	391

Fuente:

Informe Económico 1994- Cuadro 7.3 - Pag. 120

Informe Económico 1998- Cuadro 7.2 - Pag. 134

Durante el sexenio que se analiza las crisis financieras de los mercados emergentes derramaron sus efectos sobre la economía real y el financiamiento argentino; la primera de ellas, Tequila, se manifestó en el primer trimestre de 1995 y

llevó el riesgo soberano a 699 puntos básicos, valor máximo de la serie para todo el período (Ver Cuadro N° 3). El incremento del riesgo desde el mes anterior al surgimiento de la crisis alcanzó a 43%. La segunda crisis es la de los países del sudeste asiático, a partir de agosto de 1997, llevó el riesgo soberano a 318 puntos básicos; en esta oportunidad el indicador varió en 63%. Este acontecimiento interrumpió una trayectoria exitosa de las colocaciones de deuda argentina en los mercados internacionales iniciada en agosto de 1996, a lo largo de la cual se observó una caída de 284 puntos básicos en el riesgo soberano, gestada en el marco de una alta liquidez internacional y una mejora de la percepción de los inversores respecto de los fundamentos de la economía nacional. El mínimo de la serie, 195 puntos básicos, se alcanza precisamente durante los meses de agosto y septiembre de 1997, cuando comienza a desencadenarse la crisis de los países del sudeste asiático.

Desde mayo de 1998 comienzan a observarse nuevos incrementos de la tasa de riesgo soberano debido a la presunción de que una devaluación en Hong Kong podría hacerse extensiva a la Argentina, al contar ambos países con igual régimen cambiario. El último episodio de crisis sistémica y contagio es el provocado por la declaración de la moratoria de la deuda pública de Rusia en agosto de 1998 (a un año de la crisis del sudeste de Asia), durante el cual el riesgo soberano creció en 110%.

VI PROYECCION DEL FLUJO DE FONDOS

VI.1 Aclaraciones Previas

De acuerdo con las operaciones de Bonos de Liquidez descritas en el Cuadro Anexo N° 1, a continuación se proyecta el flujo futuro de pagos que han generado, al 31 de diciembre de 1998.

Para la construcción de los flujos de fondos se parte de los valores nominales en circulación⁹ de cada uno de los bonos analizados y sobre éstos se computan las condiciones de emisión referidas a períodos y porcentajes de amortización e intereses.

Las emisiones en monedas distintas del dólar y el peso se convierten a dólares estadounidenses a los tipos de cambio correspondientes al promedio del mes de diciembre de 1998, de acuerdo a lo informado por el SIGADE.

La proyección de los servicios de intereses a tasa variable requiere, a su vez, de la proyección de la tasa de interés internacional. A estos efectos se utilizó la correspondiente al Informe de Flujos de Fondos de Títulos Públicos al 31/12/98, elaborado por esta Gerencia General, basada en las tasas de los contratos a futuro del Mercado de Eurodólares y de los Bonos del Gobierno de los EE.UU.

⁹ Es la diferencia entre los montos emitidos y rescatados de cada título público, expresada en valores nominales.

Los flujos del año 1999 son los efectivamente pagados y surgen de la información brindada por el SIGADE.

VI.2 Resultado de las Proyecciones

Del total de ciento veintiséis Bonos de Liquidez analizados, setenta y nueve permanecían vigentes al 31/12/98; sobre éstos se proyectaron los flujos de fondos, según los tipos de cambio informados por el SIGADE para esa fecha. Los resultados se presentan en el Cuadro N° 4 e indican que los compromisos de pagos futuros ascienden a U\$S 84.782,89 millones, de los cuales el 54,35 % (U\$S 46.082,04 millones) corresponden a las amortizaciones y el 45,65 % restante (U\$S 38.700,85 millones) a intereses.

Cuadro N° 4
Proyección del Flujo de Fondos de Bonos de Liquidez al 31 de Diciembre de 1998.
(En millones de U\$S)

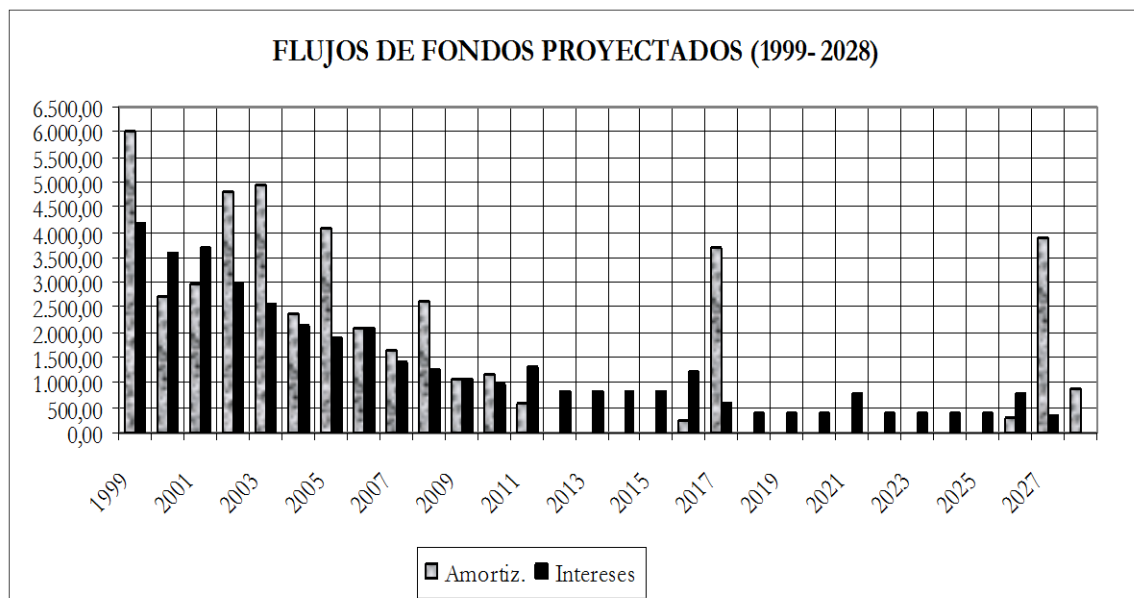
Año	Amortizaciones	Intereses	Total Anual
1999	5.999,50	4.152,30	10.151,80
2000	2.704,19	3.596,55	6.300,75
2001	2.974,11	3.692,06	6.666,16
2002	4.778,33	2.947,46	7.725,79
2003	4.957,49	2.563,31	7.520,81
2004	2.400,46	2.139,68	4.540,15
2005	4.087,02	1.906,76	5.993,78
2006	2.098,58	2.098,80	4.197,38
2007	1.638,48	1.430,13	3.068,62
2008	2.612,66	1.261,13	3.873,79
2009	1.052,42	1.072,82	2.125,25
2010	1.186,71	988,63	2.175,34
2011	598,80	1.303,65	1.902,45
2012	0,00	816,64	816,64
2013	0,00	814,41	814,41
2014	0,00	814,41	814,41
2015	0,00	814,41	814,41
2016	224,55	1.235,52	1.460,07
2017	3.697,52	578,89	4.276,42
2018	0,00	366,87	366,87
2019	0,00	366,87	366,87
2020	0,00	367,87	367,87
2021	0,00	785,75	785,75
2022	0,00	366,87	366,87
2023	0,00	366,87	366,87
2024	0,00	367,87	367,87
2025	0,00	366,87	366,87
2026	299,40	785,75	1.085,15
2027	3.889,95	331,69	4.221,64
2028	881,85	0,00	881,85
Totales	46.082,04	38.700,85	84.782,89
Participación	54,35%	45,65%	

Fuente: elaboraciones propias en base a datos del SIGADE

El año de mayores compromisos es 1999, cuando se canceló el 11,97 % del total del endeudamiento (U\$S 10.151,80 millones). Dentro de este monto, U\$S 3.294,95 millones corresponden a colocaciones de corto plazo (Letes y Letra BICE de la Tesorería General de la Nación), que se emiten a un plazo máximo de 364 días.

En el Gráfico N° 2 se aprecia la evolución de la mencionada proyección.

Gráfico N° 2



La serie del Total Anual proyectado es de tendencia descendente y llega a un nivel en el año 2012 de U\$S 816,64 millones. A partir de entonces se observa un amesetamiento de la curva, alterado por distintos picos anuales de amortizaciones de bonos "bullet", sobre todo durante los años 2017 y 2027, cuando vencen dos Bonos Globales emitidos en 1997 a veinte y treinta años de plazo.

Como puede apreciarse, son las amortizaciones de los bonos "bullet" las que justifican los picos de pagos mientras que los "Intereses" proyectan una curva algo mas estable, dados que existen pagos por ese concepto en todos los años de la serie.¹⁰

La concentración de los pagos proyectados es elevada en el corto y mediano plazo: al cabo del primer año se cancelará el 11,97 % y a los cinco años (2003) se habrá cancelado el 45,25 % del total proyectado.

¹⁰ Lo cual no sucede con las amortizaciones proyectadas para los ejercicios 2012 a 2015 y 2018 a 2025.

Los servicios de la deuda se concentran en dos monedas, dólares y marcos, que en conjunto alcanzan a U\$S 64.567,23 millones (76,16% del total). Asimismo, son los mas extensos de la serie proyectada, hasta el 2028 en el caso del dólar y el 2026 para los marcos. Sólo el 1,99 % del total (U\$S 1.689,39 millones) está pactado en moneda nacional: si bien, como ya se señaló, desde 1996 se implementaron diversas emisiones en pesos, su contribución es aún marginal. El uso mas intensivo de las emisiones en pesos permitiría reducir el riesgo cambiario de la deuda y mejorar los indicadores de fragilidad de nuestra economía, al reducirse la exigencia de generar divisas para honrar los compromisos pactados en monedas extranjeras; esta consideración es válida aun cuando el costo financiero de las emisiones en pesos superara al de las concretadas en otras monedas.

VII FINANCIAMIENTO DEL DEFICIT PUBLICO Y COLOCACIONES DE BONOS DE LIQUIDEZ

En este punto se vincula la generación de fondos provista por las colocaciones de Bonos de Liquidez con las necesidades de financiamiento del Sector Público. Estas se definen como el Resultado Global del Sector Público Nacional No Financiero (base Caja¹¹) y las cancelaciones de la deuda pública. Las colocaciones de Bonos de Liquidez están valuadas a los tipos de cambio promedio del mes de Diciembre de cada año, informados por el SIGADE. Los datos se presentan en el Cuadro N° 5.

Cuadro N° 5
Resultado Global del Sector Público y Financiamiento
(En millones de U\$S)

Año	Resultado Global	Cancelación de la Deuda Pública	Necesidad de Financiamiento	Colocaciones de Bonos de Liquidez
1993	2.730,50	-3.902,54	-1.172,04	2.076,76
1994	-285,90	-5.130,80	-5.416,70	2.827,51
1995	-1.373,50	-10.475,00	-11.848,50	6.044,93
1996	-5.264,40	-6.501,00	-11.765,40	10.745,79
1997	-4.276,60	-14.671,00	-18.947,60	17.381,84
1998	-4.073,50	-18.027,00	-22.100,50	18.113,26

Fuente:

Resultado Global del Sector Público: Informe Económico y Boletín Fiscal, MEYOSP

Cancelación de la Deuda Pública: Gerencia General de Deuda Pública y Cuenta de Inversión, AGN

Nota: los valores de las emisiones de BL de los años 1996/7/8 están ajustados por cargos a Ejercicios Fiscales distintos de los años de emisión.

El Resultado Global del Sector Público No Financiero es una serie cuyo único valor positivo corresponde al año 1993. El período 1994 - 1998, continuamente deficitario, refleja el deterioro de las cuentas públicas hasta concluir el período

¹¹ Diferencia entre los Ingresos Totales y Gastos Totales.

observado en \$ -4.073,50 millones. Puesto que los déficit se produjeron en el marco de una economía en crecimiento (pese a las desaceleraciones de los años 1995 y 1998, ambas de origen externo) se aprecia que el exceso del gasto público contribuyó a la expansión y al sostenimiento del nivel de actividad.

El examen de las cifras anuales de dicho Resultado Global permite identificar dos fuentes de desequilibrios: el pago de los Intereses de la deuda pública y el desfinanciamiento del sistema de Seguridad Social, cuyas magnitudes se presentan en los Cuadros N° 6 y 7.

Cuadro N° 6
Intereses de la Deuda Pública
(En millones de U\$S)

	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Intereses	2.914,00	3.150,30	4.083,50	4.607,90	5.745,00	6.660,30
Intereses Deuda Interna	362,10	234,70	193,00	147,60	247,80	215,00
Intereses Deuda Externa	2.551,90	2.915,60	3.890,50	4.460,30	5.497,20	6.445,30

Fuente: Informe Económico, MEYOSP

Los saldos de la cuenta Intereses crecieron 128,56% entre los extremos de la serie y expresan el peso creciente del endeudamiento público.

El desequilibrio del sistema de Seguridad Social también arranca en el año 1994; es especialmente notable el cambio de magnitud de 1996 cuando la creación del sistema privado de jubilaciones indujo caídas en las Contribuciones y el resultado pasó de \$ -1.923 millones a \$ -5.162,90 millones. A partir de 1996 el déficit permanece en torno de los \$ -5.200 millones.

Cuadro N° 7
Sistema de Seguridad Social
(En millones de U\$S)

	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Contribuciones	13.345,00	14.083,80	13.704,80	10.281,00	12.201,70	11.990,00
Prestaciones	12.513,30	15.241,10	15.627,80	15.443,90	17.199,30	17.480,60
Resultado	831,70	-1.157,30	-1.923,00	-5.162,90	-4.997,60	-5.490,60

Fuente: Informe Económico, MEYOSP

La Cancelación de la deuda pública es una serie continuamente creciente, con la única excepción del año 1996, y valores inicial y final de \$ -3.902,54 millones y

\$ -18.027,00 millones, respectivamente. La variación entre los extremos de la serie alcanzó a 361,93%.

Los recursos en efectivo provenientes de las privatizaciones de empresas públicas también financiaron el desequilibrio de las cuentas públicas y atenuaron el Resultado Global (forman parte de los Ingresos Totales). El mayor aporte de esta fuente se produjo durante los años 1991 y 1992, previos al inicio de las series que se analizan, cuando alcanzaron a \$ 1.855,30 millones y \$ 1.886,10 millones, respectivamente. Durante el período 1993 - 1998, el promedio anual aportado por esta fuente fue ligeramente superior a los \$ 534 millones y alcanzó un pico de \$ 1.171,20 millones en 1995, cuando se privatizó la empresa Yacimientos Petrolíferos Fiscales.

Las emisiones y ampliaciones de Bonos de Liquidez fueron el recurso preferido para la cobertura de las necesidades de financiamiento del sector público e, indirectamente, contribuyeron al sostenimiento del nivel de actividad de la economía. Es notorio el salto de magnitud operado a partir de 1996, cuando estas operaciones comenzaron a superar: 1) las cancelaciones de la deuda y 2) los desembolsos de las restantes fuentes de financiamiento externo. Ciertamente el período 1995/96 muestra un cambio en la composición del financiamiento externo de la República Argentina puesto que la participación de las emisiones de bonos en el total del financiamiento pasa del 48,44% al 78,80%. La participación en los dos años posteriores (1997/98) es del 87,12% y 78,24%, respectivamente.

En relación con las fuentes genuinas de recursos, este nivel de operaciones de Bonos de Liquidez representa, a fines de 1998, el 32,22% de los Ingresos Corrientes y excede holgadamente las contribuciones de la Seguridad Social, alcanzando al 151,07%. (Ver Cuadro N° 8). Las colocaciones de Bonos de Liquidez están valuadas a los tipos de cambio promedio del mes de Diciembre de cada año, informados por el SIGADE

Cuadro N° 8
Relación entre las emisiones de Bonos de Liquidez y otros Ingresos del Sector Público

	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Colocaciones de BL / Ingresos Corrientes	4,15%	5,62%	12,33%	22,90%	31,81%	32,22%
Colocaciones de BL / Contribuciones a la Seguridad Social	15,56%	20,08%	44,11%	104,52%	142,45%	151,07%

Fuente: Boletín Fiscal y Gerencia General de Deuda Pública.

Nota: los valores de las emisiones de BL de los años 1996/7/8 están ajustados por cargos a Ejercicios Fiscales distintos de los años de emisión.

Debe enfatizarse que el financiamiento del déficit con nuevo endeudamiento genera periódicamente mayores erogaciones, que se ubican en el Gasto Corriente, en virtud del pago de intereses, y en la Cancelación de deuda.

VIII DEFICIT DEL SECTOR EXTERNO Y FINANCIAMIENTO CON BONOS DE LIQUIDEZ

Este punto hace referencia a la contribución de las colocaciones de Bonos de Liquidez a la cobertura del déficit externo y la acumulación de reservas. Para ello se hará una breve revisión de la evolución del Balance de Pagos del período 1993 – 1998.

Cuadro N° 9
Cuenta Corriente del Balance de Pagos
(En millones de U\$S)

Período	Mercancías	Servicios	Rentas	Transferencias	Cuenta Corriente
1993	-2.364	-3.221	-2.931	486	-8.030
1994	-4.139	-3.692	-3.567	406	-10.992
1995	2.357	-3.326	-4.529	513	-4.985
1996	1.760	-3.366	-5.331	416	-6.521
1997	-2.123	-4.178	-6.089	436	-11.954
1998	-3.117	-4.407	-7.375	527	-14.372

Fuente: Estimaciones trimestrales del Balance de Pagos, 1993/1998; MEYOSP.

El resultado deficitario de la Cuenta Corriente (que se acompaña en el Cuadro N° 9) en todo el período proviene de los respectivos saldos negativos del intercambio de Mercancías y Servicios con el exterior y del resultado, también deficitario, de las Rentas de la inversión. Las Transferencias Corrientes, aunque consistentemente positivas, son poco significativas en su contribución al resultado de la Cuenta Corriente.

Para evaluar el financiamiento de la Cuenta Corriente se construyeron Balances de Pagos sectoriales, cuyos resultados permiten inferir patrones de comportamiento. Los sectores considerados son dos: el primero agrupa al Sector Público No Financiero y el Banco Central de la República Argentina (BCRA) y el segundo al Sector Privado Financiero y No Financiero. (Ver Cuadro N° 10).

Cuadro N° 10
Balance de Pagos Sectorial
(En millones de U\$S)

Período	Sector Público + BCRA		Sector Privado		Errores y Omisiones	Variación de Reservas
	Cuenta Corriente	Cuenta Capital y Financiera	Cuenta Corriente	Cuenta Capital y Financiera		
1993	-1.981	3.991	-6.049	9.494	-1.205	4.250
1994	-2.284	4.488	-8.708	8.065	-879	682
1995	-2.834	7.721	-2.151	-973	-1.865	-102
1996	-3.470	9.936	-3.051	1.775	-1.308	3.882
1997	-3.878	7.399	-8.076	9.351	-1.523	3.273
1998	-4.230	8.858	-10.142	8.159	793	3.438

Fuente: Estimaciones trimestrales del Balance de Pagos, 1993/1998; MEYOSP

Los resultados de estos balances deben interpretarse como sigue: los aportes de la cuenta de Capital y Financiera financian los déficit de la Cuenta Corriente; todo exceso (defecto) de financiamiento es un incremento (decremento) de Reservas Internacionales.

Es así como puede observarse en el Cuadro N° 10 que los ingresos netos de capitales del Sector Público durante todo el período observado superaron su propio déficit de Cuenta Corriente y permitieron, además, equilibrar el resultado del Sector Privado. Este último es deficitario en la mayor parte del período y acumula una pérdida de recursos del orden de los U\$S 2.306 millones. Con la deducción correspondiente a la partida de Errores y Omisiones, la acumulación de Reservas Internacionales descansó significativamente en el endeudamiento del Sector Público. La participación de los Bonos de Liquidez en el financiamiento del desequilibrio externo surge del Cuadro N° 11, en el que se presentan las fuentes de financiamiento externo del Gobierno Nacional.

Cuadro N° 11
Fuentes de Financiamiento Externo del Gobierno Nacional.
(En millones de U\$S)

Período	BL	Préstamos	Organismos	Club de	Otros	Total	(BL/Total) %
			Multilaterales	París			
1993	1.859	478	2.380	1.114	7	5.838	31,84%
1994	2.470	683	573	904	22	4.652	53,10%
1995	4.839	794	1.951	205	61	7.850	61,64%
1996	11.284	143	1.460	0	246	13.133	85,92%
1997	11.655	0	1.683	0	227	13.565	85,92%
1998	11.747	0	3.407	0	426	15.580	75,40%

Fuente: Estimaciones trimestrales del Balance de Pagos, 1993/1998; MEYOSP - BL: Bonos de Liquidez

Los valores de las emisiones anuales de Bonos de Liquidez que se registran en el Cuadro N° 11 difieren de los presentados en los cuadros anteriores debido a que provienen del Balance de Pagos, en el que se registran, exclusivamente, las transacciones entre residentes y no – residentes. La asignación de estos activos financieros entre los agentes económicos es provista por encuestas que realiza el Ministerio de Economía ¹².

El financiamiento con títulos de liquidez supera holgadamente a la generación de recursos de las restantes fuentes (supera el 72% de contribución promedio del período); su evolución es creciente y, consistente con los comentarios vertidos en el análisis de las cuentas fiscales, se observa un cambio de escala apreciable desde 1996, cuando su saldo mas que duplicó el valor registrado en 1995. Los orígenes de estas mayores necesidades de financiamiento deben buscarse en el análisis del Resultado del Sector Público No Financiero (Punto VII).

IX INDICADORES DE FRAGILIDAD / SOLVENCIA FINANCIERA

El crédito permite financiar en el presente un mayor nivel de gasto pero requiere, a cambio, generar en el futuro los recursos necesarios para cancelarlo. La apertura de la cuenta de capitales del Balance de Pagos de la década de los '90 facilitó acceder a mayores niveles de gasto doméstico aunque a costa de déficit crecientes de la Cuenta Corriente y por ende, de renovados financiamientos para cerrar estas brechas ¹³.

En estas condiciones el sostenimiento del nivel de actividad es dependiente de los mercados de crédito; acontecimientos adversos, tales como la reversión de los flujos de capitales internacionales y las alzas de las tasas de interés pueden modificar la magnitud del crédito disponible, su costo y plazo, con repercusiones negativas sobre el nivel de actividad. Precisamente el concepto de fragilidad / solvencia financiera ¹⁴ de un sistema económico se refiere a su capacidad para absorber el impacto de shocks minimizando el grado de desorganización de los canales de financiamiento y de las actividades normales vinculadas a la producción y circulación de bienes.

El grado de fragilidad financiera no se mide en términos absolutos sino mediante indicadores. En este punto, y a partir de las emisiones de Bonos de Liquidez, se presentan tres indicadores, el primero de ellos vincula el tamaño de la deuda con la producción de bienes y servicios; los otros dos relacionan los flujos de compromisos de pago con las fuentes generadoras de recursos para hacerlos efectivos.

¹² Para mayor información sobre este punto (y de la performance del Sector Externo) puede consultarse el Informe: "Cambios Metodológicos del Balance de Pagos de la República Argentina y el Desempeño Observado en 1998", elaborado por esta Gerencia General.

¹³ Las brechas de pago sólo podrían evitarse si la maduración de los proyectos financiados igualara a la de los créditos. También requiere que el financiamiento se destine a fines productivos y no al consumo.

¹⁴ Las definiciones de fragilidad / solvencia y los indicadores seleccionados fueron tomados del Informe "Indicadores de Solvencia Externa para la Economía Argentina" elaborado por esta Gerencia General.

IX.1 Deuda / PBI

El cociente **Deuda / PBI** mide la relación entre el endeudamiento y el tamaño de una economía, medida ésta por el flujo corriente de bienes y servicios que generó. Es un indicador usual del grado de exposición financiera de una economía, habitualmente utilizado por los acreedores en las evaluaciones de riesgo crediticio.

Par cuantificar este indicador se tomó el stock de la deuda en títulos de liquidez y el PBI, ambos expresados en valores corrientes. (Ver Cuadro N° 12).

Cuadro N° 12
Relación Stock de Bonos de Liquidez (BL) /PBI
(En millones de U\$S)

Año	Stock BL	PBI	BL/PBI
1993	8.237,27	236.504,98	3,48%
1994	12.066,89	257.439,96	4,69%
1995	16.352,16	258.301,89	6,33%
1996	25.695,65	272.149,76	9,44%
1997	34.971,61	292.858,88	11,94%
1998	47.084,47	299.131,00	15,74%

Fuente:

Stock de BL: Elaboraciones propias en base a datos del SIGADE.

PBI: Sistema de Cuentas Nacionales, junio de 1999.

La trayectoria creciente del endeudamiento en Bonos de Liquidez es consistente con los resultados del Sector Público ya señalados mas arriba. En otros términos, las Cancelaciones de la deuda pública y el desfinanciamiento del sistema de Seguridad Social fueron posibles merced a la contratación de niveles crecientes de deuda, especialmente a partir de 1996. De hecho, la deuda en Bonos de Liquidez creció entre los extremos mas del 471% que, en términos anuales, equivale a una tasa superior al 33%.

La evolución del PBI también es creciente pero se produjo a un ritmo considerablemente menor que el de la deuda: la tasa anual de variación fue del 4%.

La relación entre ambas series muestra como, progresivamente, la deuda compromete mayores proporciones del PBI y supera el 15% en 1998.

No obstante su utilidad como indicador de tamaño, el ratio Deuda / PBI no ilustra acerca de la capacidad de pago del país en relación con los compromisos adquiridos. Es por ello que a continuación se presentan dos indicadores a tal fin.

IX.2 Servicios de la deuda en moneda extranjera / Exportaciones

Este indicador (Cuadro N° 13) relaciona los pagos de amortizaciones e intereses de la deuda de Bonos de Liquidez (cuyos servicios están valuados a los tipos de cambio promedio del mes de Diciembre de cada año, informados por el SIGADE) contraída en moneda extranjera con el flujo de las exportaciones, representativo de la capacidad de generación de divisas del país.¹⁵

Cuadro N° 13
Servicios de Bonos de Liquidez (BL) en moneda extranjera / Exportaciones
(En millones de U\$S)

Año	Servicios de BL en moneda extranjera			Exportaciones	Servicios / X
	Amortizaciones	Intereses	Total	X	
1993	0,00	70,33	70,33	13.268,90	0,53%
1994	0,00	256,93	256,93	16.023,30	1,60%
1995	350,00	621,34	971,34	21.161,70	4,59%
1996	1.728,36	1.039,09	2.767,44	24.042,70	11,51%
1997	3.549,43	2.093,81	5.643,24	26.430,40	21,35%
1998	4.765,92	3.012,64	7.778,56	26.220,90	29,67%

Fuentes:

Servicios de BL: Elaboraciones propias en base a datos del SIGADE

Exportaciones: Informe Económico 1998- Apéndice Estadístico.

El indicador pone de manifiesto el deterioro de la exposición externa de la economía argentina: mientras en 1993 los servicios financieros de los Bonos sólo representaban el 0,53% de los ingresos por exportaciones, en 1998 comprometen más del 29% de los mismos. Es de resaltar que las exportaciones prácticamente se duplicaron durante los seis años analizados.

IX.3 Servicios de la deuda en moneda local / Recursos Fiscales

Este indicador (Cuadro N° 14) está referido al Sector Público exclusivamente y relaciona los servicios de la deuda en moneda local (independientemente del mercado de emisión primaria) con la fuente de pago, vale decir los ingresos tributarios, netos de las transferencias a la Ciudad Autónoma de Buenos Aires y Provincias.

¹⁵ El cómputo del PBI incluye bienes y servicios no comerciables internacionalmente, a partir de cuyo flujo no se generan (al menos directamente) divisas.

La cuantía de las colocaciones en pesos no compromete las fuentes de financiamiento aunque el indicador registra un importante crecimiento en 1998 respecto de la performance del año anterior. Las amortizaciones se deben, fundamentalmente, a las Letes mientras que en los servicios de intereses tienen mayor preponderancia las letras externas en moneda local.

Cuadro N° 14
Servicios de Bonos de Liquidez (BL) en \$ / Recursos del Sector Público
(En millones de U\$S)

Año	Servicios de BL en moneda doméstica			Recursos del Sector Público			Servicios / Recursos
	Amortizaciones	Intereses	Total	Ingresos Tributarios	Transferencias (1)	Total	
1993	0,00	0,00	0,00	29.007,20	11.808,60	17.198,60	0,00%
1994	0,00	0,00	0,00	31.614,10	12.535,30	19.078,80	0,00%
1995	0,00	0,00	0,00	31.034,70	12.428,70	18.606,00	0,00%
1996	0,00	0,00	0,00	33.176,00	13.335,80	19.840,20	0,00%
1997	508,79	51,01	559,80	38.352,30	15.176,10	23.176,20	2,42%
1998	1.524,80	125,66	1.650,46	40.362,80	15.832,80	24.530,00	6,73%

(1) Transferencias a la Ciudad Autónoma de Buenos Aires y Provincias

Fuentes:

Servicios de BL: *Elaboraciones propias en base a datos del SIGADE*

Recursos del Sector Público: *Informe Económico 1998- Apéndice Estadístico.*

X CONCLUSIONES

- Los Bonos de Liquidez forman parte del stock de la deuda pública directa. Su elección como objeto de este Informe se fundamenta en dos razones: son los instrumentos de mayor participación, a nivel de montos, sobre el stock y los flujos de fondos de la deuda pública desde 1996, como así también los de mayor crecimiento durante el período bajo análisis. También representan más fielmente las percepciones y expectativas de los mercados internacionales respecto de la economía argentina.
- La búsqueda de mayores tasas de retorno de las inversiones financieras es el incentivo que guía a los inversores internacionales a movilizar recursos fuera de sus mercados de origen e inequívocamente fue el estímulo que operó desde inicios de la década de los '90: en 1993 la tasa LIBO había descendido un 58% respecto de su nivel de 1990 (8,31%) y hacia fines de 1998 se encontraba 33% por debajo de aquel valor de 1990.

- La instrumentación de diversos programas de emisiones estimuló la colocación de Bonos de Liquidez, entre los que se destacan el de Letras Externas a Mediano Plazo, el de Bonos Globales y de Instrumentos de Endeudamiento Público (IEP), este último destinado a crear un mercado doméstico de deuda.
- Desde 1995 se observan incrementos sustanciales en los montos colocados, compatibles con las decisiones de financiamiento del desequilibrio fiscal con niveles crecientes de deuda, particularmente de origen externo.
- La disponibilidad de crédito y las condiciones de emisión dependieron, críticamente de la situación de los mercados internacionales de capitales. Se observa una extensión de plazos desde 1994 (dos años y diez meses) hasta 1998 (diez años y cuatro meses). Por su parte las tasas de interés promedio crecieron desde 7,91% (nivel mas bajo) en 1994 al 10,04% en 1998.
- La oferta de crédito del mercado doméstico alcanzó a prácticamente un tercio del total del financiamiento en 1998 (fue ligeramente superior en el período anterior); esta participación responde a la utilización intensiva del Programa IEP.
- En el rendimiento de los bonos soberanos inciden fenómenos de naturaleza internacional, tales como los vinculados con las tasas de interés y las crisis financieras, y la percepción de los inversores internacionales respecto de las debilidades y fortalezas de la economía nacional, en especial su capacidad para honrar los servicios de la deuda, la estabilidad del régimen cambiario y del nivel de precios, y la solvencia fiscal.
- Las crisis de las economías emergentes: México (1994), el Sudeste Asiático (1997) y Rusia (1998), aunque se desarrollaron en un contexto de holgada liquidez internacional y tasas de interés relativamente estables, dieron origen a una segmentación en el mercado de crédito que se manifestó en cada episodio crítico con una acentuada escasez en la disponibilidad de fondos y aumentos en las tasas de riesgo soberano en las economías emergentes.

En el caso argentino la primera de ellas llevó el riesgo soberano a 699 puntos básicos, valor máximo de la serie para todo el período. La crisis del sudeste asiático, a partir de agosto de 1997, llevó el riesgo soberano a 318 puntos básicos. Este acontecimiento interrumpió una trayectoria exitosa de las colocaciones de deuda argentina en los mercados internacionales iniciada en agosto de 1996, a lo largo de la cual se observó una caída de 284 puntos básicos en el riesgo soberano, gestada en el marco de una alta liquidez internacional y una mejora de la percepción de los inversores respecto de los fundamentos de la economía nacional. El mínimo de la serie, 195 puntos básicos, se alcanza precisamente durante los meses de agosto y septiembre de 1997, cuando comienza a desencadenarse la crisis de los países del sudeste asiático. Desde mayo de 1998 volvieron a observarse nuevos incrementos de la tasa de riesgo soberano debido a la presunción de que una

devaluación en Hong Kong podría hacerse extensiva a la Argentina, al contar ambos países con igual régimen cambiario. El último episodio de crisis sistémica y contagio elevó el riesgo soberano en 110%.

- La proyección al 31 de diciembre de 1998 de los flujos de fondos generados por el endeudamiento en Bonos de Liquidez totaliza U\$S 84.782,89 millones y se extiende hasta el año 2028. Las amortizaciones concentran el 54,35% de ese total y los intereses el % restante. En el horizonte de un año se cancelará el 11,97 % mientras que a los cinco años (2003) se habrá cancelado el 45,25 % del total proyectado. Poco mas del 76 % del total está pactado en dólares y en marcos. Sólo el 1,99 % del total (\$ 1.689,39 millones) está pactado en moneda nacional.
- Las colocaciones de Bonos de Liquidez, que en 1998 alcanzaron el valor récord de U\$S 17.846,25 millones, fueron el recurso preferido para la cobertura de las necesidades de financiamiento del Sector Público, una vez agotados los procesos de privatizaciones de 1991 y 1992, e indirectamente contribuyeron al sostenimiento del nivel de actividad de la economía, especialmente a partir de 1996, cuando comienzan a superar notoriamente los desembolsos de las restantes fuentes de financiamiento externo.
- Los ingresos netos de capitales del exterior con destino al Sector Público, durante todo el período observado, superaron su propio déficit de Cuenta Corriente y permitieron además equilibrar el resultado del Sector Privado. Este último es deficitario en cuatro años de la serie y acumula una pérdida de recursos del orden de los U\$S 2.306 millones. Con la deducción correspondiente a la partida de Errores y Omisiones, la acumulación de reservas internacionales descansó significativamente en el endeudamiento del Sector Público.
- Para medir la fragilidad financiera de la economía argentina se utilizaron tres indicadores, calculados para el período que comprende este Informe. El primero es un indicador de tamaño y relaciona el stock de Bonos de Liquidez con el Producto Bruto Interno. De su evolución se desprende que la deuda en Bonos de Liquidez compromete, anualmente, mayores proporciones del PBI y supera el 15% en 1998.

Los siguientes dos ratios relacionan los flujos de pago de los Bonos de Liquidez con las fuentes de recursos aptos para solventarlos. El primero relaciona los pagos de amortizaciones e intereses en moneda extranjera con el flujo de las exportaciones. Este indicador pone de manifiesto el deterioro de la exposición externa de la economía argentina y pasó de representar el 0,53%, en 1993 al 29,67 % en 1998.

Finalmente se calculó el ratio de los flujos de los Bonos de Liquidez en moneda local con la recaudación fiscal, una vez deducidas las transferencias realizadas a las Provincias y a la Ciudad Autónoma de Buenos Aires. En este caso la cuantía de las

colocaciones en pesos no compromete las fuentes de financiamiento aunque registra un importante crecimiento en 1998 (cuando alcanza a 6,73%) respecto del año anterior, cuyo valor era de 2,42%.

FECHA DE FINALIZACION DEL INFORME: 4 de Febrero de 2000.

ANEXOS

Cuadro Anexo N° 1: Operaciones en BL (1993-1998) - Desagregación Anual.

Cuadro Anexo N° 2: Operaciones en BL (1993-1998) - Desagregación Anual por Monedas.

102	TGN Letes D 40 B-97 (98)		US\$	Interno	257,20	257,20	1,54%	#####	19/6/1998	0,50	0,01			Bullet	F (Desc.)	19/6/1998	x Dias Plazo	9,39%	0,145%		
103	LIT 250 (2000) - I		US\$	Externo	142,75	151,21	0,91%	#####	#####	3,00	0,03			Bullet	F	#####	Anual	8,00%	0,072%		
104	LIT 50 (2000) - II		US\$	Externo	28,55	30,24	0,18%	#####	#####	3,00	0,01			Bullet	F	#####	Anual	8,00%	0,014%		
Total Anual					16.452,75	16.695,07	100,00%													8,867%	
										Años	10,50										
										Meses	6										
										Años y Meses	10 y 6										
1998																					
105	Global 2500 11.375% (17)	Ampliaciones	US\$	Externo	750,00	4,20%	1/1/1998	30/1/2017	19,09	0,80					F			11,38%	0,478%		
106	Global 2500 9.75% (27)	Ampliaciones	US\$	Externo	500,00	2,80%	1/1/1998	19/9/2027	29,73	0,83					F			9,75%	0,273%		
107	Bono Sindicado CM USS TV (01)		US\$	Interno	708,71	3,97%	14/1/1998	20/1/2001	3,02	0,12	#####	12 x 8,33%	V	20/2/1998	mensual	(#1)	9,85%	0,391%			
108	Bono Sindicado CM 5 Tasa Var. (01)		\$	Interno	12,10	0,07%	14/1/1998	20/1/2001	3,02	0,00	#####	12 x 8,33%	V	20/2/1998	mensual	(#2)	11,50%	0,008%			
109	EURO 350 8.75% (05)		EURO	Externo	470,32	2,64%	4/2/1998	4/2/2003	5,00	0,13					Bullet	F	4/2/1999	anual	8,75%	0,231%	
110	DMK 1.500 11% - 8% (08)		DMK	Externo	898,20	5,03%	26/2/1998	26/2/2008	10,01	0,50					Bullet	F	26/2/1999	anual	11% - 8%	11,00%	0,554%
111	LIT 750.000 10,75% - 8% (09)		LIT	Externo	453,62	2,54%	12/3/1998	#####	10,65	0,30					Bullet	F	#####	anual	10,75%-8%	10,38%	0,264%
112	Letes 16-5-99		US\$	Interno	512,36	2,87%	17/3/1998	16/5/1999	1,00	0,03					Bullet	F (Desc.)	17/3/1998	x Dias Plazo	6,75%	0,194%	
113	Global 1.000 9.25% (01)	Ampliaciones	US\$	Externo	200,00	1,12%	1/4/1998	26/2/2001	2,91	0,03					F			9,25%	0,104%		
114	Global 2250 9.75% (27)	Ampliaciones	US\$	Externo	685,09	3,84%	1/4/1998	19/9/2027	29,49	1,13					F			9,75%	0,374%		
115	DCU 500 11% - 8% (08)		DCU	Externo	265,77	1,49%	3/4/1998	26/2/2008	9,91	0,15					Bullet	F	26/2/1999	anual	11%-8%	11,00%	0,164%
116	FRF 1.500 11% (08)		FRF	Externo	267,43	1,50%	3/4/1998	26/3/2008	9,99	0,15					Bullet	F	26/3/1999	anual	11,00%	0,165%	
117	Bonos RA USS Cupón Variable (05)		US\$	Externo	1.000,00	5,60%	13/4/1998	10/4/2005	7,00	0,39					Bullet	V	#####	semestral	(#5)	8,73%	0,489%
118	Global EURO 750 8,125% (08)		EURO	Externo	881,85	4,54%	21/4/1998	21/4/2008	10,01	0,49					Bullet	F	#####	semestral	8,13%	0,401%	
119	EURO Cupón Fijo		EURO	Externo	881,85	4,54%	28/5/1998	28/5/2028	30,02	1,48					Bullet	F	28/5/2001	trianual y pentanual	(#4)	15,33%	0,758%
120	Global 1.250 8.375% (03)	Ampliaciones	US\$	Externo	300,00	1,68%	17/7/1998	#####	3,47	0,09					F			8,375%	0,141%		
121	DMK 1000 8% - 8,25% - 9% (10)		DMK	Externo	598,80	3,36%	6/7/1998	6/7/2010	12,01	0,40					Bullet	F	6/7/1999	anual	8%-8,25%-9%	8,00%	0,268%
122	LIT 1.000.000 L + 2,5% (05)		LIT	Externo	604,83	3,39%	8/7/1998	8/7/2005	7,01	0,24					Bullet	V	8/10/1998	trimestral	L+2,5%	8,25%	0,280%
123	Letes D 20 USS 15-1-99		US\$	Interno	295,74	1,66%	17/7/1998	15/1/1999	0,50	0,01					Bullet	F (Desc.)	15/1/1999	x dias de plazo	6,32%	0,105%	
124	Bonos USS 1250 TV (03)		US\$	Interno	1.090,98	6,11%	21/7/1998	21/7/2003	5,00	0,31					Bullet	V	#####	trimestral	L+3,2%	11,41%	0,698%
125	Bono RA DMK 750 7,875% (05)		DMK	Externo	449,10	2,52%	29/7/1998	29/7/2005	7,01	0,18					Bullet	F	29/7/1999	anual	7,88%	0,198%	
126	L. Ev. RA EURO 8,5% (10)		EURO	Externo	587,90	3,29%	30/7/1998	30/7/2010	12,01	0,40					Bullet	F	30/7/1999	anual	8,50%	0,289%	
127	Letes D 21 USS 12-2-99		US\$	Interno	523,92	2,94%	14/8/1998	12/2/1999	0,50	0,01					Bullet	F (Desc.)	12/2/1999	x dias de plazo	7,90%	0,232%	
128	Bonos 9,9375% (27)		US\$	Interno	454,87	2,55%	19/9/1998	19/9/2027	29,02	0,74					Bullet	F	19/3/1999	semestral	9,94%	0,253%	
129	Global 1000 11% (06)	Ampliaciones	US\$	Externo	300,00	1,68%	1/10/1998	9/10/2006	3,03	0,13					F			11,00%	0,185%		
130	Global 2500 11.375% (17)	Ampliaciones	US\$	Externo	625,00	3,50%	1/10/1998	30/1/2017	18,35	0,64					F			11,38%	0,398%		
131	CHF 200 % (03)	Ampliaciones	CHF	Externo	73,48	0,41%	1/10/1998	4/12/2003	5,18	0,02					F			7,00%	0,029%		
132	Bonos USS R 1989 97 8,75% (02)	Ampliaciones	US\$	Interno	192,00	1,08%	1/10/1998	9/5/2002	3,61	0,04					F			8,75%	0,094%		
133	Letes D 25 USS 15-1-99		US\$	Interno	250,00	1,40%	#####	15/1/1999	0,25	0,00					Bullet	F (Desc.)	15/1/1999	x dias de plazo	10,26%	0,144%	
134	Letes D 25 USS 16-4-99		US\$	Interno	502,24	2,81%	#####	16/4/1999	0,50	0,01					Bullet	F (Desc.)	16/4/1999	x dias de plazo	14,49%	0,408%	
135	Letes D 29 USS 12-2-99		US\$	Interno	269,72	1,51%	#####	12/2/1999	0,25	0,00					Bullet	F (Desc.)	12/2/1999	x dias de plazo	9,61%	0,145%	
136	Letes D 29 USS 14-5-99		US\$	Interno	266,31	1,49%	#####	14/5/1999	0,50	0,01					Bullet	F (Desc.)	14/5/1999	x dias de plazo	10,14%	0,151%	
137	B. RA DMK 14% - 9% (03/08)		DMK	Externo	299,40	1,68%	#####	#####	10,01	0,17					Bullet	F	#####	anual	14%-9%	14,00%	0,235%
138	Globales 1.000 11% (05)		US\$	Externo	1.000,00	5,60%	4/12/1998	4/6/2005	6,50	0,36					Bullet	F	4/6/1999	semestral	11,00%	0,616%	
139	Letes D 32 USS 19-3-99		US\$	Interno	268,78	1,51%	#####	19/3/1999	0,25	0,00					Bullet	F (Desc.)	19/3/1999	x dias de plazo	8,27%	0,125%	
140	Letes D 32 USS 18-6-99		US\$	Interno	267,87	1,50%	#####	18/6/1999	0,50	0,01					Bullet	F (Desc.)	18/6/1999	x dias de plazo	9,15%	0,137%	
141	Letra BICE		US\$	Interno	138,00	0,77%	#####	19/3/1999	0,25	0,00					Bullet	F	19/3/1999	x dias de plazo	9,23%	0,071%	
Total Anual					17.846,25	17.846,25	100,00%													10,040%	
										Años	10,33										
										Meses	4										
										Años y Meses	10 y 4										
TOTAL					57.317,46	56.832,80															

NOTAS

(*) Si bien el 15/09/92 se emitió el Bonex 92, el capital se codocó integralmente en cartera del Sector Público.

(**) En la resolución de emisión, ya se había pactado que la "integración" del capital del Tramo Local del Bono Argentina se haría en cuatro cuotas. Es por eso que estas operaciones no se registran como ampliaciones.

(***) Los meses están expresados como decimales (Por ej. 0,5 = 6 meses).

(#1): La mayor entre los depósitos a plazo fijo en US\$ del BCRA más un spread de 3,25 % ó la tasa de la última licitación (no anterior a 30 días) de Letes en US\$ a 90 días de plazo más un spread del 1 % ó BAIBOR (Buenos Aires Interbancarian Offering Rate).

(#2): Mem (#1) pero según tasas para la moneda local.

(#3): De acuerdo con el rendimiento del Bono Global a 10 años y el riesgo-país, por diferencia de rendimientos entre el Bono Global a 30 años y los bonos del Tesoro de los EEUU.

(#4): Equivalentes a EUROS 356,25 millones, a pagar sólo en los ejercicios 2001, 2006, 2011, 2016, 2021 y 2026.

Por lo tanto, las tasas obtenidas son implícitas.

(****) Se incluyen las tasas utilizadas tanto para el pago de intereses, como para la capitalización y/o devengamiento, desde la emisión del bono hasta el 30/09/97.

7,26%
#REF!

DESAGREGACION DE LAS OPERACIONES EN BL POR AÑOS Y MONEDAS

Valuación: tipos de cambio promedio de Diciembre de cada ejercicio fiscal, informados por el SIGADE.

Año	US\$		DMK		LIT		¥		S		EURO		Otras Monedas		Total
	Monto	Partic.	Monto	Partic.	Monto	Partic.	Monto	Partic.	Monto	Partic.	Monto	Partic.	Monto	Partic.	
1993	1.500,00	72,23%	576,76	27,77%	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%	2.076,76
1994	1.626,35	57,52%	352,33	12,46%	185,10	6,55%	557,61	19,72%	0,00	0,00%	0,00	0,00%	106,11	3,75%	2.827,51
1995	3.515,50	58,16%	1.391,79	23,02%	95,42	1,58%	634,80	10,50%	0,00	0,00%	0,00	0,00%	407,42	6,74%	6.044,93
1996	4.278,68	35,45%	3.692,53	30,59%	882,01	7,31%	1.837,32	15,22%	758,79	6,29%	0,00	0,00%	619,94	5,14%	12.069,26
1997	10.399,64	63,21%	1.404,50	8,54%	1.441,78	8,76%	384,30	2,34%	2.274,80	13,83%	0,00	0,00%	547,75	3,33%	16.452,75
1998	11.101,58	62,21%	2.245,51	12,58%	1.058,44	5,93%	0,00	0,00%	12,10	0,07%	2.821,94	15,81%	606,68	3,40%	17.846,25
Promedio	5.403,63	58,13%	1.610,57	19,16%	610,46	5,02%	569,00	7,96%	507,62	3,36%	470,32	2,64%	381,32	3,73%	57.317,46