

DOCUMENTO TECNICO N° 20

PROYECTO DE INFORME DE FLUJO DE FONDOS DE TITULOS PUBLICOS EMITIDOS AL 30/06/00

Gerencia de Deuda Externa

Gerencia General de Deuda Pública

Febrero de 2001

INDICE

I. OBJETO DE LA TAREA	2
II. ALCANCE DE LA TAREA	2
III. ESCENARIO INTERNACIONAL	3
IV. RESULTADOS DE LAS PROYECCIONES	9
V. CLASIFICACIONES DE LOS FLUJOS	13
VI. TASA MEDIA DEL STOCK DE TITULOS	17
VII. VARIACIONES ENTRE LOS FLUJOS PROYECTADOS AL 30 DE JUNIO DE 2000 Y AL 31 DE DICIEMBRE DE 1999	18
VII.1. POLITICAS DE ENDEUDAMIENTO Y DE ADMINISTRACION DE LA DEUDA	19
VII.2. VARIACIONES EXOGENAS	23
VII.3. VARIACIONES DEL RIESGO SOBERANO	24
VIII. ORIGENES Y APLICACIONES DEL SEMESTRE	26
IX. INDICADORES SEMESTRALES COMPARADOS	26
X. CONCLUSIONES	27
ANEXOS	30

PROYECTO DE INFORME

I. OBJETO DE LA TAREA

Estimar y evaluar el flujo de fondos futuro que generarían los compromisos asumidos por la colocación de deuda en títulos públicos al 30 de junio de 2000.

Asimismo, se compara el flujo de fondos del Informe al 31/12/99 con respecto al actual, con el objeto de evaluar las discrepancias entre las distintas trayectorias, provenientes de la política de endeudamiento y administración de la deuda del Gobierno Nacional en títulos, de las variaciones exógenas de los tipos de cambio, de las tasas de interés internacionales y del riesgo soberano.

II. ALCANCE DE LA TAREA

Abarca los títulos públicos nacionales, según valores residuales vigentes al 30 de junio de 2000. Las tareas de campo se desarrollaron entre el 1° y el 20 de diciembre de 2000.

Las fuentes documentales utilizadas han sido las proporcionadas por la Dirección de Administración de la Deuda Pública (DADP) -a través del Sistema de Gestión y Análisis de la Deuda (SIGADE)- y por la Subsecretaría de Financiamiento, ambas dependientes de la Secretaría de Hacienda del Ministerio de Economía.

La proyección que se presenta refleja exclusivamente los pagos futuros en concepto de amortización del capital y servicios de intereses del stock vigente hasta su completo vencimiento sin incluir las eventuales refinanciaciones de los compromisos existentes.

La tasa de interés a futuro se proyectó según la metodología establecida en los Informes anteriores. La serie obtenida es la que se utiliza para la estimación de los flujos futuros de pagos de intereses de los bonos colocados a tasas variables y para la capitalización de los Bocon.

Las tasas de interés de algunos bonos complejos dependen de la evolución de los rendimientos de diversos instrumentos financieros, tales como los bonos locales, los del Tesoro de los EE.UU. y las tasas de interés de plazos fijos domésticos, entre otros. En estos casos, la evolución de dichas variables no es objeto de estimación por parte de esta Gerencia General; en su lugar se utilizan para la proyección de los flujos las tasas que informan la Subsecretaría de Financiamiento y la DADP.

A partir del presente Informe se modifica el cálculo de la tasa media del stock de títulos públicos. El procedimiento actual pondera la tasa de interés, según condiciones de emisión, de cada uno de los títulos involucrados por el valor nominal residual y por el plazo residual de cada uno de ellos hasta el vencimiento. Los títulos comprendidos son los bonos del Gobierno emitidos en moneda local y extranjera y las Letras de corto plazo, emitidas por la Tesorería General de la Nación, en moneda local y extranjera, siempre que su amortización opere en un ejercicio fiscal anual posterior al de la emisión.

Para los títulos que pagan rentas de frecuencia inferior al año, se calculan las tasas efectivas anuales. Para los casos en que se abonan tasas de interés adelantadas se calculan las equivalentes vencidas. La tasa resultante es una tasa de interés de frecuencia anual, vencida.

Los capitales de los bonos emitidos en monedas distintas del dólar estadounidense y el peso se convierten a dólares a los tipos de cambio promedio del mes de cierre de cada semestre, informados por la DADP.

A efectos de realizar comparaciones también se calculó la tasa del segundo semestre de 1999.

III. ESCENARIO INTERNACIONAL

Durante el primer semestre de 2000 el financiamiento bruto de origen privado a los mercados emergentes continuó la recuperación iniciada en 1999, una vez superados los episodios críticos del período 1997 – 1998. Tal como se observa en el Cuadro N° 1 estos flujos financieros ascendieron a U\$S 128,60 mil millones y alcanzaron al 72 % del financiamiento de 1999.

Cuadro N° 1

Financiamiento bruto a las economías emergentes

(En miles de millones de U\$S)

	1997	1998	1999	1°Trim. 2000	2°Trim. 2000	1° Sem. 2000
Total	297,20	157,40	178,50	74,00	54,60	128,60
Asia	130,60	41,10	66,60	30,50	28,20	58,70
Hemisferio Occidental	96,20	66,60	65,40	26,30	12,80	39,10
Medio Este, Africa, Europa	70,40	49,70	46,50	17,20	13,60	30,80

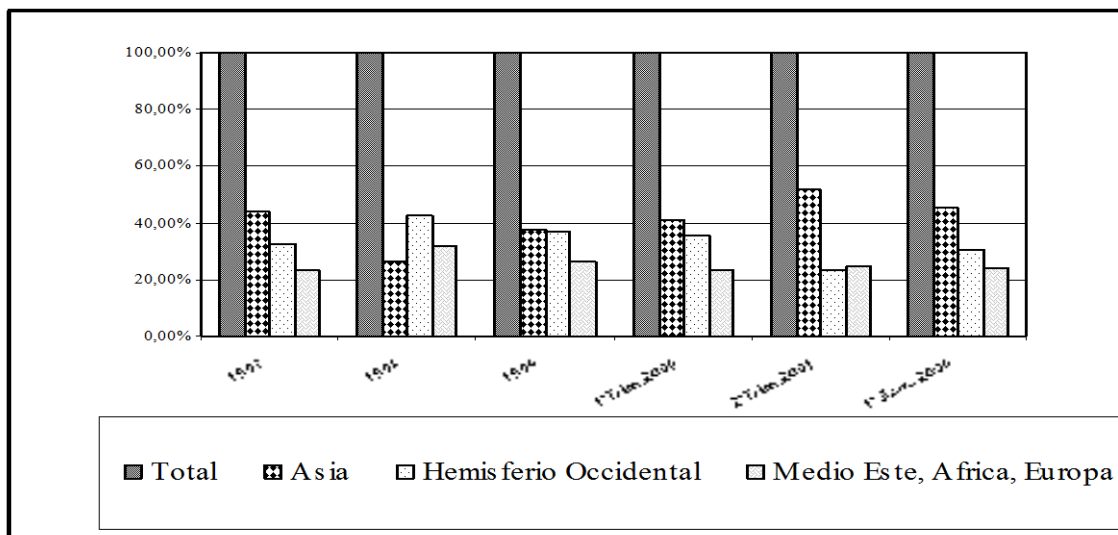
Fuente: *International Capital Markets 2000, Fondo Monetario Internacional.*

La distribución regional del financiamiento (ver Gráfico N° 1) muestra, desde 1999, el regreso de los capitales internacionales a los países asiáticos, aunque aún distan de alcanzar la participación del trienio 1994 –1996 (57,30%). Los países del hemisferio Occidental mantuvieron niveles estables de financiamiento durante 1998 –1999 a la vez que obtuvieron, durante el primer semestre de 2000, el 60 % del financiamiento de 1999. Esta variación semestral es inferior a la del total de los países emergentes, lo que explica la pérdida de participación porcentual.

Gráfico N° 1

Destino del financiamiento a las economías emergentes

(estructura porcentual)



Fuente: *International Capital Markets 2000, Fondo Monetario Internacional.*

La clasificación del financiamiento por tipo de instrumento comprende los bonos, acciones y préstamos sindicados. De acuerdo a ésta, la estructura del financiamiento se presenta en el Cuadro N° 2 y en el Gráfico N° 2.

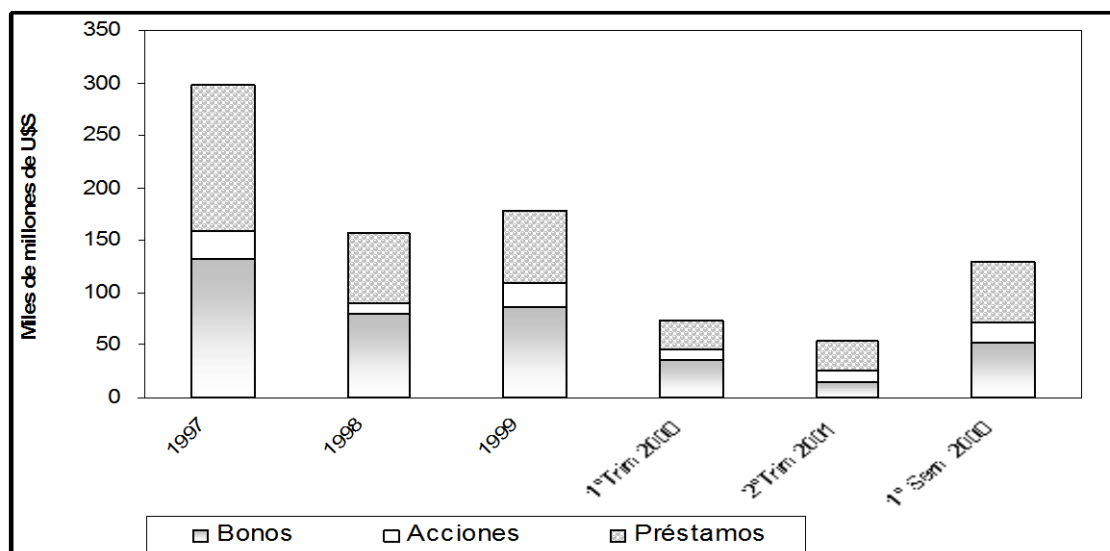
Cuadro N° 2

Financiamiento bruto a las economías emergentes, clasificado por instrumento (en miles de millones de U\$S)

	1997	1998	1999	1° Trim. 2000	2° Trim .2000	1° Sem. 2000
Total	297,20	157,30	178,60	74,00	54,70	128,70
Bonos	133,20	80,20	87,00	36,30	15,50	51,80
Acciones	26,20	9,40	23,20	8,90	11,10	20,00
Préstamos	137,80	67,70	68,40	28,80	28,10	56,90

Fuente: *International Capital Markets 2000, Fondo Monetario Internacional.*

El financiamiento en acciones y préstamos mostró un fuerte repunte durante el año 2000 ya que, en ambos casos, lograron registros superiores al 80 % de lo instrumentado en 1999, mientras que las emisiones de bonos acusan una recuperación mas débil, próxima al 60 % del valor del año anterior.

Gráfico N° 2**Distribución del financiamiento a las economías emergentes por tipo de instrumento***(en miles de millones de U\$S)*

Fuente: *International Capital Markets 2000, Fondo Monetario Internacional.*

Una fuerte volatilidad afectó a los mercados de capitales durante el segundo trimestre de 2000 y sus consecuencias sobre la magnitud del financiamiento privado dirigido a las economías emergentes se miden en una pérdida de recursos de U\$S 19,40 mil millones respecto del trimestre anterior (26,2 % de caída); esta desaceleración impactó especialmente en los países del hemisferio Occidental, para quienes representó una disminución del crédito voluntario superior al 51 % del obtenido en el primer trimestre de 2000 (ver Cuadro N° 1).

La inestabilidad de los mercados de capitales, en esta ocasión, provino de las economías desarrolladas. Por un lado, el crecimiento vigoroso de la economía de los EE.UU. comenzó a mostrar señales inflacionarias, tales como el incremento de los costos laborales y la continua caída del índice de desempleo que fueron contrarrestadas con alzas sucesivas de la tasa objetivo de Fondos Federales de la Reserva Federal, expuestos en el siguiente Cuadro N° 3.

Cuadro N° 3
Tasa objetivo de Fondos Federales de los EE.UU.

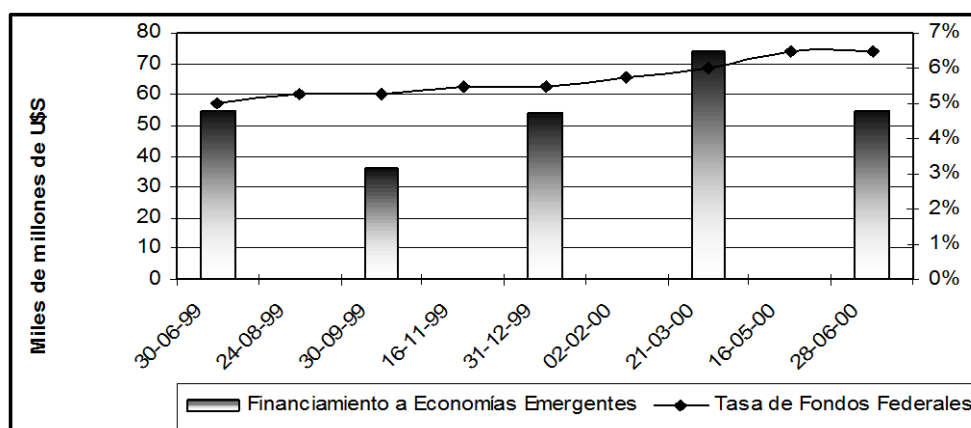
Fecha	Incremento puntos básicos	Nivel %
30/06/99	25	5,00%
24/08/99	25	5,25%
16/11/99	25	5,50%
02/02/00	25	5,75%
21/03/00	25	6,00%
16/05/00	50	6,50%
28/06/00	0	6,50%

Fuente: Comunicados de prensa de la Reserva Federal de los EE.UU.

La política monetaria contractiva de los EE.UU. fue profundizada en Mayo de 2000, cuando la corrección pasó a 50 puntos básicos, duplicando en valor a las alzas anteriores. Surge del Cuadro N° 3 que en el curso de un año la tasa de Fondos Federales creció 150 puntos básicos, cerrando el semestre en un nivel de 6,50 %.

El Gráfico N° 3 combina el financiamiento privado a las economías emergentes (saldos trimestrales) en el período 30 de junio 1999 - 30 de junio de 2000 con las tasas de Fondos Federales; puede observarse que a las alzas de dichas tasas en Agosto de 1999 y Mayo de 2000 continuaron importantes decrecimientos del crédito.

Gráfico N° 3
Financiamiento a las economías emergentes y tasa objetivo de Fondos Federales de los



EE.UU.

Fuentes: *International Capital Markets 2000, Fondo Monetario Internacional y Reserva Federal de los EE.UU.*

La fuerte corrección bajista de las cotizaciones de las acciones tecnológicas en los EE.UU., ocurrida en los meses de Marzo – Mayo de 2000, fue el segundo hecho que afectó negativamente a las economías emergentes: la alta valuación de dichas acciones fue

considerada excesiva y riesgosa en vista de las expectativas de desaceleración económica y llevó a los inversores a desprenderse de esos activos

La recomposición de los portafolios de los inversores institucionales (reemplazo de activos financieros riesgosos por otros de menor riesgo y rendimiento) también alcanzó a los bonos de las economías emergentes. Las ventas realizadas en el período mencionado produjeron caídas en los rendimientos de estos bonos y alzas de los spreads soberanos.

El índice EMBI +¹, que se presenta en el Cuadro N° 4 y Gráfico N° 5, muestra la pérdida de valor de las inversiones en deuda soberana de países emergentes en los meses de Abril – Mayo de 2000 y la posterior recuperación de Junio de 2000, una vez aquietadas las expectativas de nuevas medidas contractivas.

Cuadro N° 4
Evolución del EMBI +

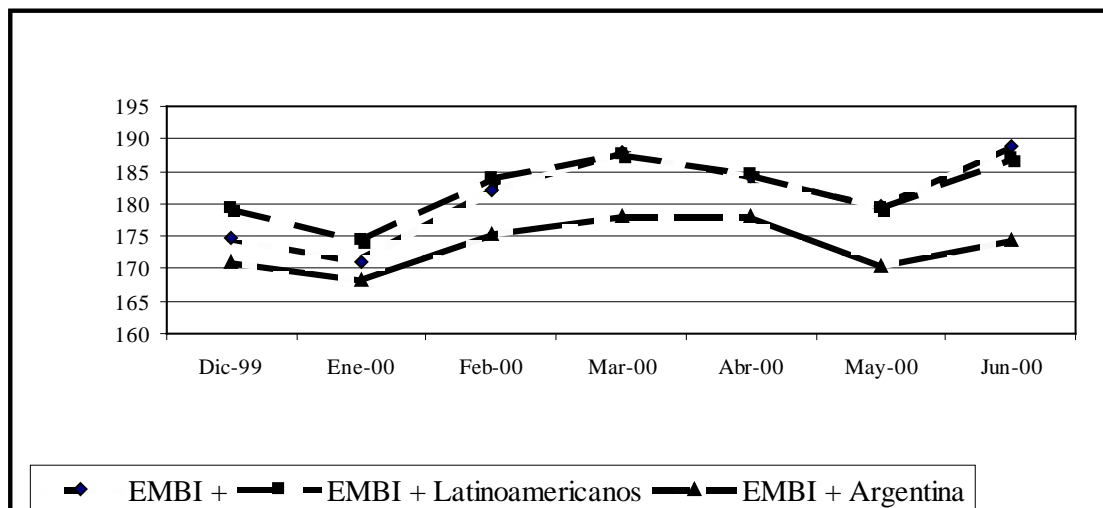
Fecha de Negociación	EMBI+	Varia c. %	EMBI + Países Latinoam.	Variac . %	EMBI+ Argentina	Varia c. %	EMBI+ Brasil	Varia c. %	EMBI+ México	Variac %
31-Dic-99	174,59		179,30		171,16		196,44		160,84	
31-Ene-00	171,13	-1,98%	174,55	-2,65%	168,33	1,65%	186,98	4,81%	157,67	-1,97%
29-Feb-00	182,15	6,44%	183,91	5,36%	175,29	4,13%	197,62	5,69%	167,75	6,40%
31-Mar-00	187,89	3,15%	187,65	2,03%	178,20	1,66%	202,94	2,69%	172,83	3,02%
28-Abr-00	184,30	-1,91%	184,43	-1,72%	178,21	0,00%	197,55	2,66%	169,01	-2,21%
31-May-00	179,61	-2,55%	179,45	-2,70%	170,31	4,43%	195,87	0,85%	165,29	-2,20%
30-Jun-00	188,73	5,07%	186,98	4,19%	174,39	2,40%	205,14	4,73%	173,52	4,97%

Fuente: Emerging Markets Bond Index Monitor, Enero - Junio de 2000. J. P. Morgan

La caída acumulada en Abril – Mayo superó el 4,40 % a nivel del índice agregado y de sus componentes latinoamericanos, con la sola excepción de Brasil, para quien la pérdida representó el 3,51 %.

¹ Índice de retorno de activos financieros de mercados emergentes ubicados en Asia, Africa, Europa y América Latina, elaborado por la banca J.P.Morgan. Se compone de bonos Brady, Eurobonos, Préstamos y bonos del mercado doméstico argentino. Los países latinoamericanos son los de mayor ponderación en el índice (74,24 % al 30/06/00). A nivel de países, la mayor participación corresponde a la República Argentina (22,31 %), seguida de Brasil (21,49 %) y México (18,38%).

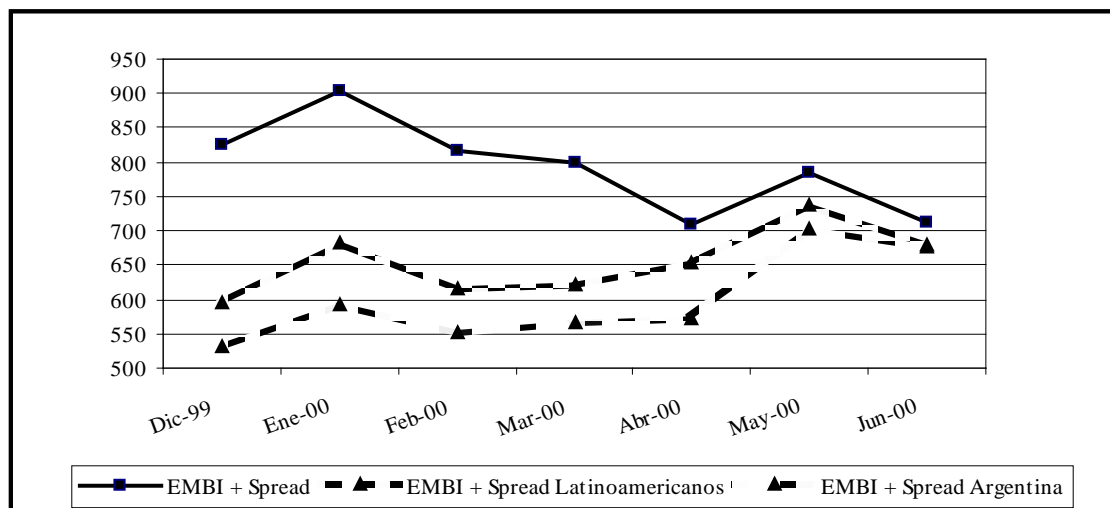
Gráfico N° 4
Evolución del EMBI+



Fuente: Emerging Markets Bond Index Monitor, Enero - Junio de 2000. J.P. Morgan

La depreciación de los activos financieros de mercados emergentes tuvo como contrapartida una ampliación de sus diferenciales de retorno al vencimiento en relación con los bonos de maduración semejante emitidos por el Tesoro de los EE.UU. (spreads). Esta evolución se presenta en el Gráfico N° 5. La tabla de datos puede consultarse en el Cuadro Anexo N° 1.

Gráfico N° 5
Evolución del EMBI+ Spread



Fuente: Emerging Markets Bond Index Monitor, Enero - Junio de 2000. J. P. Morgan

La ampliación de los spreads fue brusca en el mes de Mayo de 2000, cuando el índice general aumentó 10,73 %. La mayor variación de ese período correspondió a la Argentina y alcanzó a 22,73 %. Los descensos de Junio retrotrajeron los valores del nivel general al registro de Abril, (-9,18 %); la recuperación mas moderada, dentro del área latinoamericana, fue la

Argentina, de sólo -3,70 %. Los *spreads* de Brasil y México mejoraron en -13,01 % y -8,84 %, respectivamente.

Debe notarse que las ampliaciones de spread mencionadas corresponden a títulos ya colocados en el mercado; no obstante, se constituyen en guías para la determinación de los rendimientos de las nuevas emisiones. Debido al aumento de *spreads*, el financiamiento proveniente de mercados externos decayó, no sólo por los cambios de cartera de los inversores institucionales sino también por el retiro de los probables emisores, que parecieron confinarse en los mercados domésticos de deuda.

IV. RESULTADOS DE LAS PROYECCIONES

La suma de los pagos futuros a lo largo de veintinueve años y medio, necesarios para amortizar capital y abonar los servicios de intereses de la deuda pública contraída en títulos públicos ascenderían a **U\$S 153.522,80 millones** en valores corrientes. Este monto corresponde al stock de títulos públicos computado al 30 de junio de 2000, de U\$S 89.154,08 millones, integrado por emisiones en moneda extranjera por U\$S 84.565,13 millones (94,85 %) y en moneda local por U\$S 4.588,95 millones (5,15 %).

La distribución de los pagos anuales se presenta en el cuadro N° 5 y, con un mayor nivel de apertura en el Cuadro N° 2 del Anexo.

Cuadro Nº 5 Proyección de los Flujos de la Deuda Pública en Títulos al 30-06-00
(en millones de U\$S)

Año	Intereses	Amortizaciones	Total
2do. Sem/2000	3.610,11	4.972,66	8.582,77
2001	7.865,79	10.498,47	18.364,26
2002	6.625,02	8.767,72	15.392,74
2003	5.911,80	10.268,77	16.180,57
2004	4.922,70	9.975,19	14.897,89
2005	3.958,92	8.446,90	12.405,82
2006	3.782,51	3.239,06	7.021,56
2007	3.129,55	2.454,73	5.584,29
2008	2.902,00	2.496,92	5.398,91
2009	2.619,39	3.809,83	6.429,22
2010	2.293,84	2.046,88	4.340,72
2011	2.483,49	486,16	2.969,64
2012	2.097,49	4,28	2.101,78
2013	2.091,28	4,14	2.095,42
2014	2.090,52	3,99	2.094,51
2015	1.945,73	2.406,69	4.352,42
2016	2.141,91	184,59	2.326,50
2017	1.518,49	4.578,99	6.097,48
2018	1.252,54	3,99	1.256,53
2019	1.164,79	1.437,49	2.602,27
2020	1.002,79	1.259,96	2.262,75
2021	1.260,61	3,99	1.264,60
2022	924,45	3,99	928,44
2023	635,61	3,99	639,60
2024	493,28	3,99	497,27
2025	491,79	7,98	499,77
2026	826,62	248,77	1.075,40
2027	463,60	4.670,58	5.134,18
2028	1,38	714,41	715,78
2029	0,41	9,29	9,70
TOTAL	70.508,40	83.014,40	153.522,80
Participación	45,93%	54,07%	

Nota: la suma de los parciales puede no coincidir con el total por razones de redondeo.

Del Cuadro Nº 5 se extraen las siguientes conclusiones:

- **Extensión de la serie:** la serie de pagos proyectados se extiende durante 29 años y medio, hasta el año 2029.

- **Concentración de pagos:** durante el primer año (hasta Junio / '01) se cancelaría el 13,18% del total proyectado. Para los cinco años de plazo (Junio / '05), este porcentaje sería del 53,93 %; y de 73,24 % para los diez años (Junio / '10).

- **Amortizaciones y servicios de intereses:** los compromisos futuros se dividen en amortizaciones, por las que se abonarían U\$S 83.014,40 millones (54,07 %), y pagos de intereses, que alcanzarían a .U\$S 70.508,40 millones (45,93 %).

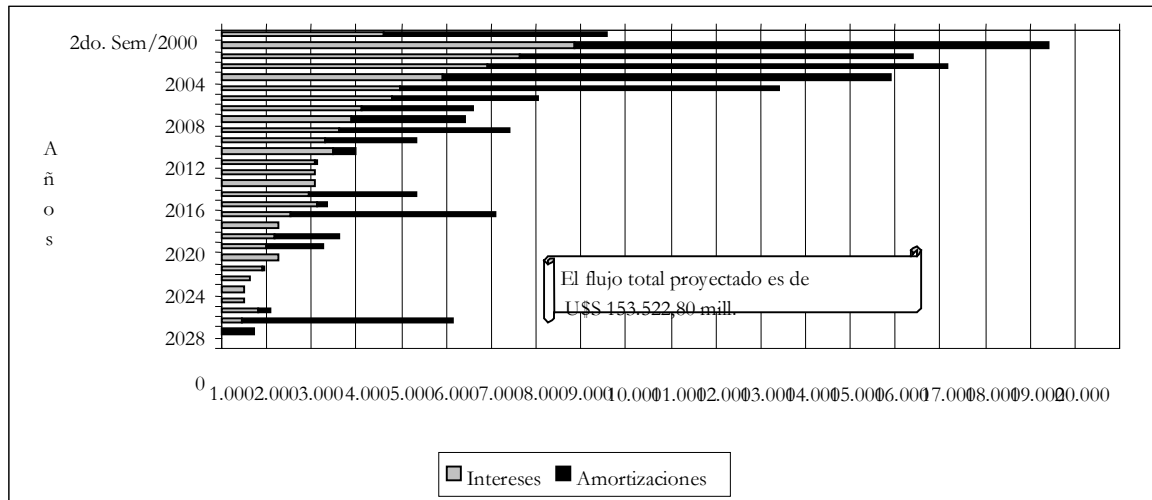
Vale aclarar que los montos correspondientes a las amortizaciones proyectadas, no necesariamente son iguales a los stocks calculados para la misma fecha. Las diferencias que pudieran existir se derivan de las condiciones de emisión de cada uno de los bonos, a partir de las cuales se realizan los flujos. En el caso del Informe que nos ocupa, las amortizaciones proyectadas – por U\$S 83.014,40 millones - son menores en U\$S 6.139,68 millones a los stocks – de U\$S 89.154,08 millones. Esta diferencia se explica por las siguientes razones:

- a) *Exclusión del cálculo de proyecciones de flujos de fondos de los servicios de deuda (capital e intereses) derivados del stock de U\$S 5,51 millones de los Ferrobonos (SIGADE N° 70804000) ya que por tratarse de bonos emitidos “a perpetuidad” no se puede establecer una fecha cierta para la cancelación de esos compromisos;*
- b) *No-proyección de los flujos de fondos de los servicios de capital derivados del stock de U\$S 6420,72 millones de los bonos del Plan Financiero 1992 (plan Brady) denominados bonos Brady “largos”, es decir los Discount Bonds en U\$S (SIGADE N° 70900000), los Par Bonds en U\$S (SIGADE N° 70901000), los Discount Bonds en DMK (SIGADE N° 70902000) y los Par Bonds en DMK (SIGADE N° 70903000) ya que, de acuerdo a lo establecido en los contratos del Plan Financiero 1992, los montos correspondientes al capital adeudado surgirán del producido de las garantías depositadas en la Reserva Federal de los EE.UU.;*
- c) *Incremento de las proyecciones de los flujos de capital de los Bonos de Consolidación de deudas con los Proveedores del Estado 2ª serie en pesos y dólares (SIGADE N° 70717000 y 70817000, respectivamente), por sobre los stocks al 30-06-2000 (de \$/U\$S 941,33 millones) en \$/U\$S 29,54 millones, por capitalizaciones pendientes al momento de ese cálculo;*
- d) *Incremento de las proyecciones de los flujos de capital de las Series A a F de los Bonos Cupón Cero con Garantía del BIRF (SIGADE N° 70940000/1 a 70940000/6), por sobre los stocks al 30-06-2000 (de U\$S 1.248,21 millones) en U\$S 251,79 millones, por capitalizaciones pendientes al momento de ese cálculo; y*
- e) *Incremento de las proyecciones de los flujos de capital de los bonos emitidos en el marco de la Ley de Reestructuración de Pasivos Bancarios N° 25.190 denominados Bonos a Tasa Capitalizable (SIGADE N° 70939000), por sobre los stocks al 30-06-2000 (de U\$S 0,66 millones) en U\$S 5,22 millones, por capitalizaciones pendientes al momento de ese cálculo.*

El Gráfico N° 6 informa acerca de la distribución a partir del segundo semestre de 2000.

Gráfico N° 6

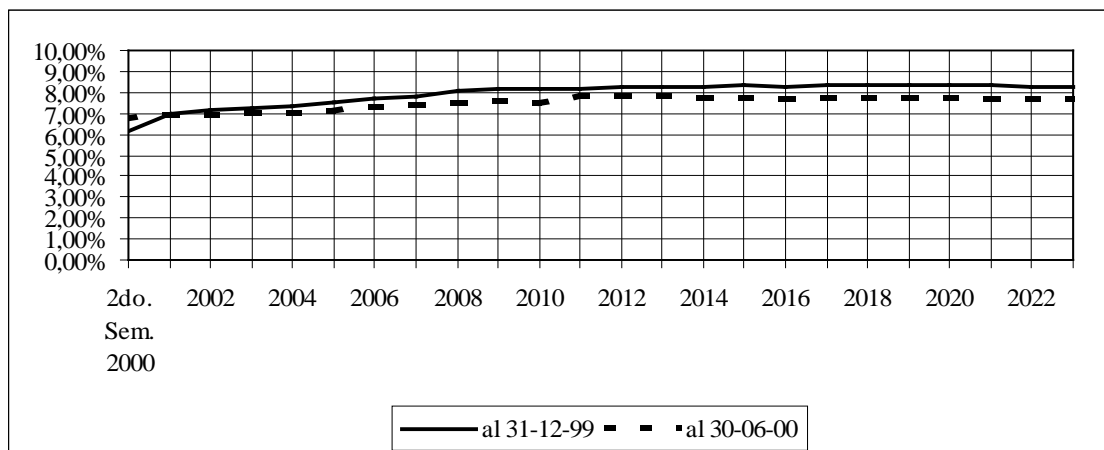
Títulos Públicos al 30-06-99
Flujo de Fondos Projectados (2° semestre 1999 -2029)
(en millones de U\$S)



Las tasas de interés a futuro proyectadas disminuyeron (excepto para los primeros dos períodos) respecto de las calculadas un semestre atrás, en 39 puntos básicos, en promedio, para toda la serie (ver Gráfico N° 7); la tabla de valores puede consultarse en el Cuadro Anexo N° 3.

Gráfico N° 7

Tasas de Interés
Variación entre las Proyecciones al 30-06-2000 y al 31-12-1999



El **valor presente de los flujos** de deuda proyectados es de U\$S 96.220,07 millones. Para el cálculo, las tasas de interés utilizadas como factores de descuento son las proyectadas por esta Gerencia General para la estimación de los servicios de renta de los bonos a tasas de interés variable.

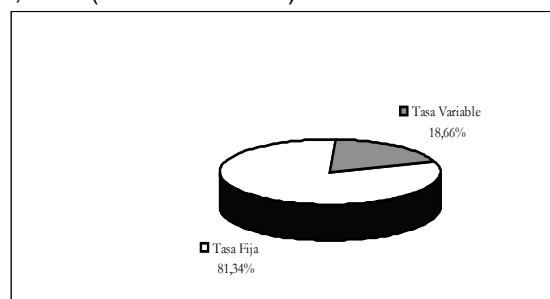
Cuadro N° 6**Valor Presente de los flujos proyectados de la Deuda Pública en Títulos, al 30-06-00***(en millones de U\$S)*

Período	Flujos Proyectados	Tasa Anual %	Valor Actual de los flujos
2do. Sem.	8.582,77	6,76%	8.440,14
31/12/01	18.364,26	7,01%	16.585,02
31/12/02	15.392,74	7,02%	12.987,71
31/12/03	16.180,57	7,02%	12.756,91
31/12/04	14.897,89	7,08%	10.945,45
31/12/05	12.405,82	7,19%	8.463,90
31/12/06	7.021,56	7,30%	4.439,42
31/12/07	5.584,29	7,41%	3.265,27
31/12/08	5.398,91	7,52%	2.913,04
31/12/09	6.429,22	7,63%	3.195,11
31/12/10	4.340,72	7,54%	2.021,97
31/12/11	2.969,64	7,93%	1.233,82
31/12/12	2.101,78	7,90%	811,73
31/12/13	2.095,42	7,90%	750,02
31/12/14	2.094,51	7,83%	701,38
31/12/15	4.352,42	7,76%	1.365,33
31/12/16	2.326,50	7,74%	679,20
31/12/17	6.097,48	7,76%	1.646,85
31/12/18	1.256,53	7,76%	314,93
31/12/19	2.602,27	7,76%	605,26
31/12/20	2.262,75	7,76%	488,29
31/12/21	1.264,60	7,74%	254,26
31/12/22	928,44	7,73%	173,62
31/12/23	639,60	7,71%	111,51
31/12/24	497,27	7,70%	80,66
31/12/25	499,77	7,69%	75,45
31/12/26	1.075,40	7,68%	151,12
31/12/27	5.134,18	7,66%	673,47
31/12/28	715,78	7,62%	88,12
31/12/29	9,70	7,56%	1,13
TOTAL	153.522,80		96.220,07

V. CLASIFICACIONES DE LOS FLUJOS

Los títulos de la deuda pública admiten diversas clasificaciones, acordes con sus condiciones de emisión, tales como el tipo de tasa (fija o variable), las monedas en que se denominaron (doméstica o foráneas) y su finalidad - Liquidez, Brady y de Consolidación. A continuación se exponen los resultados alcanzados, para cada agrupamiento, en la actual proyección.

- **Obligaciones a tasa fija y a tasa variable:** los flujos de pagos provenientes de los títulos a tasa fija alcanzarían a U\$S 124.870,71 millones (81,34 %) mientras que los de tasa variable serían de U\$S 28.652,09 millones, equivalentes al 18,66 % (ver Gráfico N° 8)

Gráfico N° 8**Flujos Proyectados al 30-06-99**

Desagregación por Tipo de Tasa (Fija y Variable)

(en millones de U\$S)

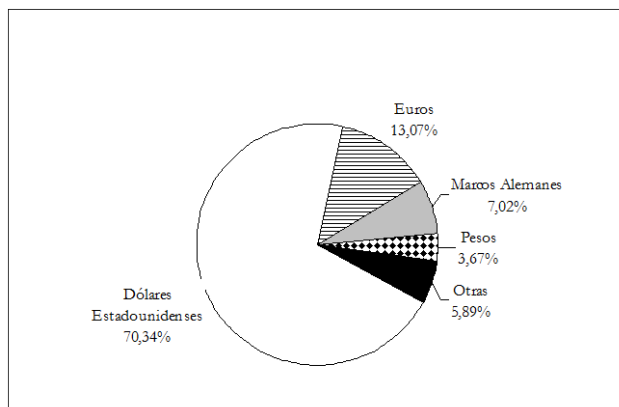
- **Obligaciones clasificadas por monedas de emisión:** la estructura presente manifiesta una clara preeminencia del dólar estadounidense (70,34 %) sobre el resto de las monedas en las que se nomina el flujo de fondos proyectado. (Ver Gráfico N° 9)

Gráfico N° 9

Flujos Proyectados al 30-06-99

Desagregación por Monedas de Emisión

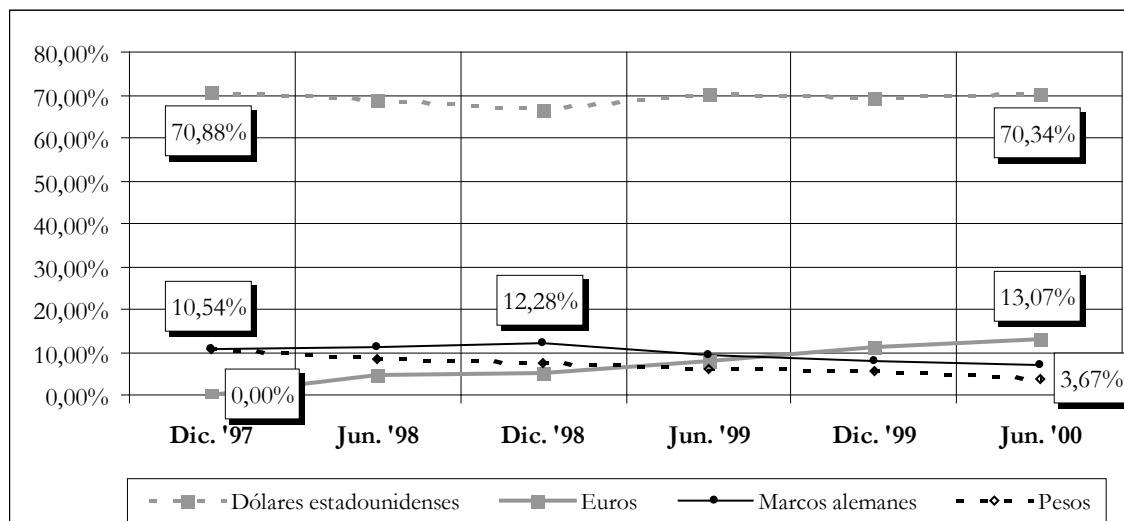
(en millones de U\$S)



La evolución histórica de esta estructura (tal como surge de los Informes de Flujos de Fondos de Títulos Públicos elaborados por esta Gerencia General desde Diciembre de 1997) muestra - en el Gráfico N° 10- una fuerte estabilidad del dólar como moneda líder del endeudamiento (oscila entre 66,40% y 70,88%). Hacia fines de 1997 dos monedas compartieron el segundo lugar: el peso y el marco alemán. La alta ponderación de la moneda local se explica por la instrumentación del Programa de Instrumentos de Endeudamiento Público; las crisis de financiamiento de los mercados emergentes iniciadas en 1997 marcaron un cambio en el financiamiento proveniente del mercado doméstico, cuando los inversores de Bontes mostraron mayor predilección por las colocaciones de dichos bonos en dólares estadounidenses, como protección ante eventuales modificaciones de las paridades cambiarias.

Gráfico N° 10

Evolución de la Participación de las Monedas Relevantes sobre los Flujos Projectados (Dic. '97 - Junio '00)
(distribución porcentual)



Los compromisos en marcos alemanes alcanzaron un máximo de 12,28% de participación en los flujos de títulos públicos en Diciembre de 1998: a partir de allí comenzaron a perder terreno frente a la Unidad Monetaria Europea (euro), creada en 1999. Una fuente adicional de aumento de participación del euro proviene del ejercicio de cláusulas de redenominación en euros de bonos previamente emitidos en monedas europeas.

Obligaciones por finalidad: durante el primer semestre de 2000 los bonos de Liquidez continuaron acrecentando su participación, hasta alcanzar el 83,06%. Los bonos Brady y de Consolidación cayeron en valor absoluto y participación por el efecto de operaciones de canje.

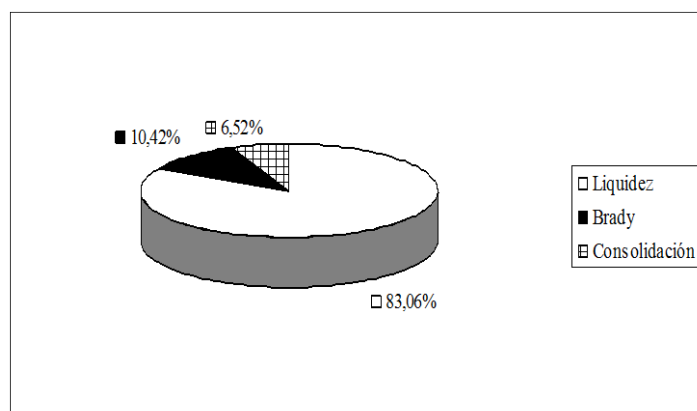
A continuación, en el Cuadro N° 3 se exponen los valores de los flujos totales correspondientes a cada una de las aperturas de la clasificación por finalidad. Para un mayor detalle sobre este punto puede consultarse el Cuadro N° 4 del Anexo.

Gráfico N° 11

Flujos Projectados al 30-06-99

Clasificación por Finalidad

(en millones de U\$S)



- Los **bonos de Liquidez** están distribuidos a lo largo de toda la serie. El tramo 2024-2029 les corresponde exclusivamente en virtud de la emisión de cinco títulos que amortizan íntegramente su capital durante ese lapso, cuatro de ellos son *bullet*: el bono en marcos alemanes "DMK 500 11,75%" colocado en 1996, el "Bontes 9,9375 % (27)" y el "Global Externo 2250 / 2027" de 1997, el bono en "Euros de Cupones Fijos

(28)" de 1998, y la "Letra Externa Amortizable" por U\$S 125 millones. En el *corto-mediano* plazo, son relevantes los totales proyectados para el año 2001 por U\$S 14.130,62 millones y 2003 por U\$S 13.598,98 millones.

- Por su parte los **bonos del plan Brady** con una participación del 10,42 % sobre el total proyectado, distribuyen sus pagos hasta el año 2023, siendo el tramo de mayores compromisos de estos bonos el comprendido entre los años 2001-2004, durante los cuales se abonarían U\$S 6.714,64 millones. A partir del 2006 se abonarían exclusivamente intereses, lo cual explica que desde ese año hasta el 2022 la serie refleje valores estables, significativamente menores que los anteriores, promediando U\$S 430,79 millones. Debe recordarse que durante el semestre bajo análisis se desarrollaron dos operaciones de canjes - durante los meses de febrero y junio- que redujeron sus stocks en un U\$S 4.533,21 millones (27,21 %).

- Los **bonos de Consolidación** (fundamentalmente BOCON Previsional y Proveedores, en moneda local y en dólares) son los que cuentan con la menor participación en la serie de pagos totales, del 6,52 %. Las mayores cancelaciones se registran en los próximos dos ejercicios (bienio 2001 - 2002) por U\$S 4.245,82 millones. Durante el período 2003-2006 los pagos anuales promedian U\$S 875,93 millones. No obstante la emisión de la serie a veinte años del Bono de Interés Capitalizable, bono destinado a la refinanciación de los pasivos de clientes de los sectores agropecuario, comercial, industrial y de servicios, su monto relativamente modesto (U\$S 0,66 millones) no alteró la participación de este segmento sobre el total proyectado. Como en el caso de los bonos Brady, las políticas de administración de pasivos tuvieron una importante incidencia en la disminución del stock (U\$S 2.069,50 millones)- y consecuentemente de los flujos de fondos- de estos bonos.

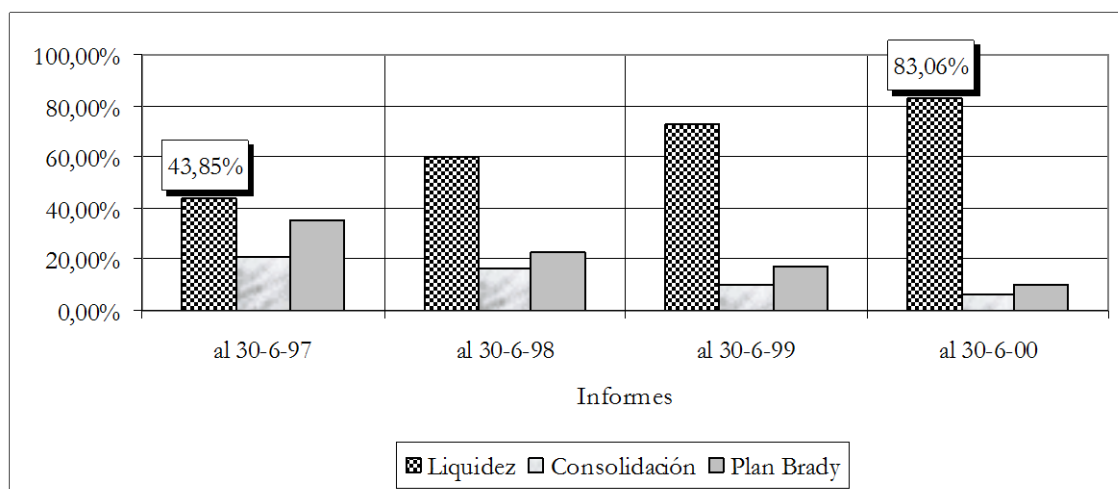
La evolución histórica de la estructura por finalidad manifiesta el sostenido crecimiento del endeudamiento en bonos de Liquidez –impulsado por programas específicos como el de Letras Externas a Mediano Plazo, de Registración ante la SEC y el de Instrumentos de Endeudamiento Público; la caída de los bonos Brady y de Consolidación ante el progresivo agotamiento de los procesos de consolidación de deuda iniciados a principios de la década del '90 y la política de administración de pasivos que el Gobierno lleva adelante desde 1998, de operaciones de canje, recompra y rescates.

Como resultado de los procesos enunciados, desde 1997 los bonos de Liquidez aumentaron en participación en 90% mientras que los dos restantes agregados cayeron en 70% cada uno(Ver Gráfico N° 12).

Gráfico N° 12

Evolución del Endeudamiento según Finalidad sobre los Flujos Proyectados (30-06-97 / 30-06-00)

(en millones de U\$S)

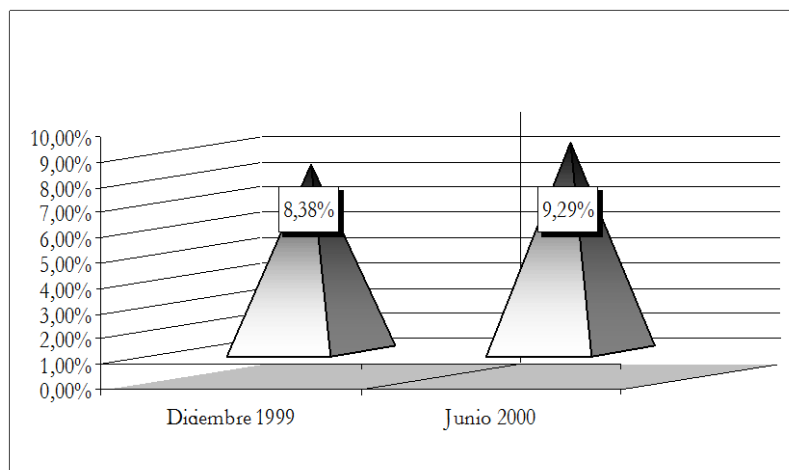


VI. TASA MEDIA DEL STOCK DE TITULOS

Con la nueva metodología de cálculo, la tasa media del stock de títulos públicos fue de 9,29 % mientras que la del segundo semestre de 1999 alcanzó a 8,38 % (ver Gráfico N° 13), lo que implica un crecimiento de 10,89 %.

Gráfico N° 13

Tasa Media del Stock de Títulos Públicos al 31-12-99 y 30-06-00



La variación de la tasa media obedece, primordialmente, a las turbulencias de los mercados de capitales centrales ocurridas en el período Marzo - Mayo de 2000, vale decir, la brusca corrección de las carteras de los inversores institucionales por efectivo y activos de bajo riesgo y rendimiento, y las alzas de las tasas de interés llevadas a cabo

por la Reserva Federal de los EE.UU. y el Banco Central Europeo, destinadas a la contención de presiones inflacionarias.

Como se mencionó en el Escenario Internacional estos ajustes se transmitieron a las economías emergentes reduciendo la disponibilidad de crédito, bajando la rentabilidad de sus activos financieros y ampliando los *spreads* (de las viejas y nuevas emisiones).

En lo específicamente referido a la Argentina, el alza de la tasa media de interés se origina en el componente de las tasas de interés variables y en el cupón promedio de las nuevas emisiones, que resultó ser de 10,40 % en el primer semestre de 2000 y de 9,70 % en 1999.

VII. VARIACIONES ENTRE LOS FLUJOS PROYECTADOS AL 30 DE JUNIO DE 2000 Y AL 31 DE DICIEMBRE DE 1999

Los flujos que se presentan en este Informe reflejan un crecimiento de U\$S 5.283,99 millones, vale decir del 3,56 % en relación con los proyectados al cierre del ejercicio 1999 (U\$S 148.238,81 millones). Estas modificaciones se explican por los siguientes factores:

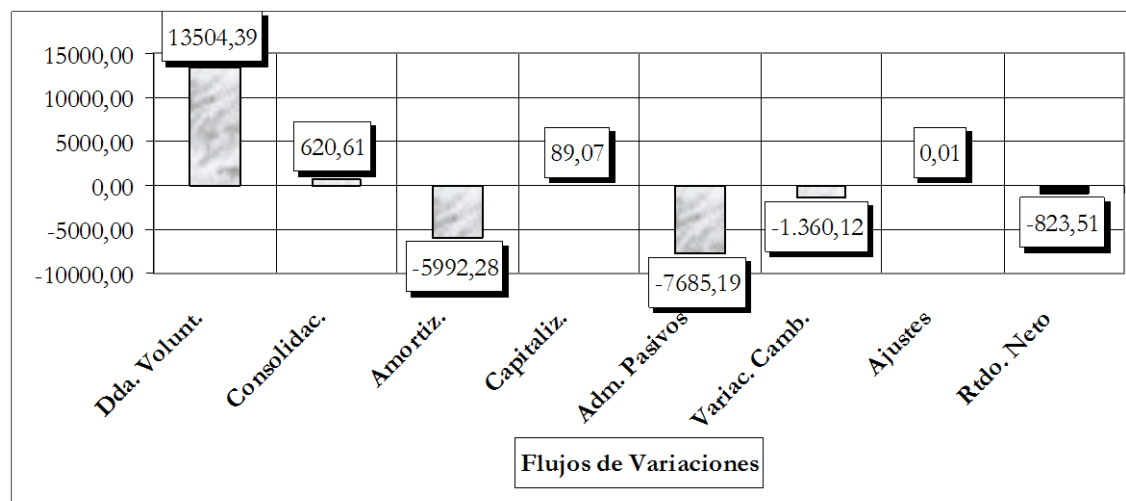
- política de endeudamiento y de administración de la deuda.
- variaciones exógenas del tipo de cambio, de la tasa de interés y del riesgo soberano.

La combinación de ambos factores implicó una **reducción** del stock en títulos públicos de U\$S 823,51 millones, de acuerdo al detalle de los flujos que se aprecia en el siguiente gráfico.

Gráfico N° 14

Variación del Stock en Títulos Públicos durante el 1er. Semestre 2000 - Desagregación de Factores.

(en millones de U\$S)



En lo que continúa se procede a examinar cada uno de estos factores - y sus flujos de variaciones - así como su incidencia en la estimación de los flujos futuros de la deuda en títulos.

VII.1. POLITICAS DE ENDEUDAMIENTO Y DE ADMINISTRACION DE LA DEUDA

Al 30 de junio de 2000, el stock de títulos públicos alcanzó a U\$S 89.154,08 millones y cuenta con una suba del endeudamiento neto de U\$S 536,60 millones. Esta variación es producto de las emisiones y ampliaciones del período, las amortizaciones, el resultado de las operaciones de administración de pasivos (rescates, recompras, canjes y derivados financieros) y de las operaciones de bonos de Consolidación que no implican movimientos de efectivo (emisiones, ampliaciones y capitalizaciones).

Se ha observado que en el stock informado por la DADP los Bonos Cupón Cero (seis emisiones de U\$S 250 millones cada una, con garantía rotativa del Banco Interamericano de Reconstrucción y Fomento) se registran por el valor técnico (actualización periódica por el devengamiento de intereses) en lugar de hacerlo por el valor nominal.

El stock de títulos públicos que se presenta mantiene el criterio del Ministerio de Economía, al sólo efecto de compatibilizar los datos; no obstante los flujos de deuda fueron calculados aplicando en cada caso el valor nominal de los títulos.

En términos del stock la subestimación es de U\$S 251,79 millones.

La distribución del financiamiento del Sector Público en los trimestres siguió el patrón general de las economías emergentes, con un primer trimestre líquido ante las alentadoras señales de crecimiento de la economía mundial. Durante ese lapso se obtuvo el 61,06 % del financiamiento semestral; el mercado local proveyó mas de la mitad de ese total. El mercado externo aportó U\$S 4.116 millones en el primer trimestre y U\$S 5.047 millones en el segundo.

Las **amortizaciones** totalizaron U\$S 5.992,28 millones, suma inferior en U\$S 422,54 millones a la cifra observada en el mismo semestre de 1999. El 91,51% (U\$S 5.483,68 millones) correspondió a títulos en moneda extranjera. De acuerdo a la finalidad, las mayores

obligaciones provinieron de los bonos de Liquidez (65,53%), seguidos por los de Consolidación (25,84%) y Brady (8,63%); de éstos, sólo amortizaron los Floating Rate Bonds. Los bonos cuya amortización final operó en el semestre fueron once: diez Letes y el Boteso 10.

Las **capitalizaciones**, por U\$S 89,07 millones, pertenecen a la segunda serie del Bocon Proveedores (en pesos y en dólares) y, en un porcentaje marginal, a la mencionada cuarta serie del nuevo Bono de Reestructuración de Pasivos Bancarios.

Las **operaciones de administración de pasivos** redujeron los stocks en U\$S 7.685,19 millones y abarcaron todas las categorías de bonos, según el siguiente esquema:

Cuadro N° 7

Reducción de stocks de títulos públicos por operaciones de administración de pasivos
(en millones de U\$S)

Bonos - Finalidad	Valores Efectivos	Partic.
Brady	4.533,21	58,99%
Consolidación	2.069,50	26,93%
Liquidez	1.082,48	14,09%
Total	7.685,18	

Dos operaciones concentran el 96 % de los canjes. La primera es de Febrero de 2000 y se explica en el siguiente Cuadro N° 8.

Cuadro N° 8
Canje de títulos públicos del mes de Febrero / 2000.
(en millones de U\$S)

Bonos	Valor Nominal	Partic.
Brady	1360,35	33,85%
Consolidación	2409,87	59,97%
Liquidez	248,30	6,18%
Total	4018,52	

La segunda operación se concretó en Junio de 2000 y se destinó a absorber bonos Brady y recuperar de las garantías correspondientes. El canje se financió con la emisión del bono Global 11,75%, a quince años de plazo, por U\$S 2.402,70; los Brady rescatados se detallan en el Cuadro N° 9.

Cuadro N° 9
Canje de bonos Brady del mes de Junio / 2000.
(en millones de U\$S)

Bonos	Valor Nominal	Partic.
Par	2248,20	67,51%
Discount	1.082,10	32,49%

Total	3.330,30
--------------	-----------------

La liberación de garantías fue de U\$S 1.093,1 millones y se utilizaron U\$S 289,6 millones para compensaciones en efectivo a los tenedores de los bonos rescatados.

El mayor impacto de estas operaciones recayó en el stock de bonos Brady, que se redujo en 27,21% respecto de los valores registrados a Diciembre de 1999. La amortización de un cupón de los Floating Rate Bonds y la variación cambiaria del semestre son una fuente adicional de disminución del stock, que a fines de Junio de 2000 alcanzó a U\$S 11.593,33 millones.

El **nuevo endeudamiento del período** - que incluye tanto a las *nuevas emisiones* como a las *ampliaciones*, totaliza U\$S 14.125 millones. El 95,60 % del mismo (U\$S 13.504,09 millones) corresponde a **bonos de Liquidez**, es decir, **deuda voluntaria**; el 4,40% restante (U\$S 620,61 millones), proviene de las ampliaciones de los **bonos de Consolidación**.

En el Cuadro N° 10 se detallan los bonos nuevos y/o ampliados que conforman el nuevo endeudamiento voluntario del semestre.

Cuadro N° 10**Condiciones de las Nuevas Emisiones y Ampliaciones de Deuda Voluntaria del primer semestre de 2000***(montos en millones de U\$S y plazos en años)*

Títulos	SIGADE N°	Fecha Colocac	Moneda	Monto	Plazo	Tasa de Interés	Amortiza c.
NUEVAS EMISIONES							
EUROLETRA/EUROS/10%/2005	71033000	07/01/00	EURO	612,24	5 a	10,00%	bullet
BONOS R.A./EUR/10.25%/2007	71035000	26/01/00	EURO	706,43	7 a	10,25%	bullet
BONO GLOBAL/U\$S/12%-12.5%/2020	71181000	03/02/00	U\$S	1.250,00	20 a	12,00%	bullet
BONTES/12.125%/u\$S/21-5-2005	71148000	21/02/00	U\$S	1.772,04	5 a y 3 m	12,125%	bullet
BONTES/11.75%/u\$S/21-5-2003	71149000	21/02/00	U\$S	1.693,96	3 a y 3 m	11,75%	bullet
GLOBAL BOND/u\$S/11,375%/V-2010	71182000	15/03/00	U\$S	1.000,00	10 a	11,375%	bullet
LETES/U\$S/R.62/VTO.16.3.2001	70601000	17/03/00	U\$S	505,89	364 d	8,88%	bullet
Euroletra/Euros/8.125%/2004	71036000	04/04/00	EURO	470,95	4 a y 6 m	8,125%	bullet
BONO/u\$S/ENCUESTA+4,0%/Vt.2002	71183000	24/04/00	U\$S	172,50	2 a	Encuesta + Badlar (4%)	bullet
EUROLETRA/EURO/9.00%/2005	71037000	24/05/00	EURO	706,43	5 a	9,00%	bullet
SAMURAI/JPY/5.125%/2004	70993000	14/06/00	¥	564,65	4 a	5,125%	bullet
GLOBAL BOND/u\$S/11,75%/Vt.2015	71184000	15/06/00	U\$S	2.402,70	15 a	11,75%	bullet
BONOS RA/EURO/9.00%/2003	70992000	20/06/00	EURO	941,90	3 a	9,00%	bullet
Total				12.799,69			
AMPLIACIONES							
Global U\$S 12,125 % (19)	70936000	1er. Trim	U\$S	433,50			
Márgen - 5,21% +- Encuesta (01)	71159000	1er. Trim	U\$S	271,20			
Total				704,70			
TOTAL NUEVO ENDEUDAMIENTO VOLUNTARIO				13.504,39			

Puede, además, observarse que:

- La ampliación del Bono Global 12,125% (19) se debió al ejercicio del *warrant* con que dicho bono fue emitido, un año atrás.
- Se ampliaron las series de los bonos de Consolidación en U\$S 619,95 millones y se colocó la cuarta. Serie (a 20 años) del Bono de Interés Capitalizable, 2 por U\$S 0,66 millones.
- El 70,36 % del nuevo endeudamiento se nominó en dólares, el 25,46 % en euros y sólo el 4,18 % en yens japoneses. Al igual que durante 1998 se realizaron operaciones en euros, en los mercados europeos, que posteriormente pueden fungirse con emisiones existentes en otras monedas europeas.
- El 96,71 % de las operaciones se realizaron a tasas fijas.
- Los recursos del mercado local concentran el 32,70 % del financiamiento en títulos públicos del semestre bajo análisis; se destaca la colocación de dos nuevos Bontes por U\$S 3.466,00 millones.
- Los plazos de las nuevas colocaciones, fueron en general, superiores a los del semestre anterior: corresponde mencionar la colocación de dos bonos Globales a 15 y a 20 años por U\$S 3.652,70 millones (U\$S 2.402,70 millones y U\$S 1250,00 millones, respectivamente).

VII.2. VARIACIONES EXOGENAS

Estas variaciones son de dos tipos: cambiarias y de la tasa de interés.

La significativa debilidad de las monedas europeas - en especial el euro y otras monedas europeas vinculadas a ésta en virtud del Acuerdo de Maastricht - con respecto al dólar (y al peso), fue benéfica para la deuda argentina: redujo los stocks de títulos públicos de U\$S 1.360,12 millones y los flujos de fondos en U\$S 2.281,48 millones.

Con respecto a las tasas de interés, conviene aclarar que los intereses de los bonos que componen esta serie se calculan con las proyecciones de las tasas de interés realizadas por esta Gerencia General (ver Cuadro Anexo N° 4 y Gráfico N° 7) y con las tasas informadas por el Ministerio de Economía para los bonos complejos, según lo que se indicó en el Alcance de este Informe. El detalle de estos bonos se describe en el siguiente Cuadro N° 11.

Cuadro N° 11

Detalle de los Bonos a Tasa Variable con Tasas Informadas.

Bonos	N° SIGADE	Fecha de Emisión	Fecha de Vto.
U\$S 500 Ajustable (02)	70930000	16/12/97	30/11/02
Bono Sindicado \$ T.V. (02)	70913000	14/01/98	14/01/01
Bono Sindicado U\$S T.V. (02)	70931000	14/01/98	14/01/01
Bono RA U\$S Cup. Var.(Fran-2005)	70933000	13/04/98	10/04/05
Bontes 1250 T.V.(03)	71152000	21/07/98	21/07/03
Bono del Tesoro a TV (06)	71154000	03/02/99	03/02/06
BADLAR+5%	71157000	14/08/99	14/07/01
ENCUESTA+6%	71158000	14/08/99	14/07/01
ENCUESTA+5.21%	71159000	12/11/99	12/11/01

² Destinado a la refinanciación de los pasivos bancarios de determinados productores en el marco de la Ley de Reestructuración de Pasivos Bancarios N° 25.190.

BADLAR+4.1%	71180000	12/11/99	12/11/01
ENCUESTA+4% (02)	71183000	24/04/00	26/04/02

Las proyecciones de las tasas de interés a futuro realizadas para el presente Informe son inferiores (salvo para los primeros dos períodos) a las de la serie calculada un semestre atrás. La disminución promedio de 39 pb derivó en una reducción de los flujos de intereses proyectados de U\$S 280,04 millones.

En cambio, las tasas de los bonos complejos (ver Cuadro N° 11), generaron un incremento de los flujos de fondos de U\$S 38,00 millones.

Asimismo la corrección de la tasa utilizada al 31-12-99 para la proyección de los intereses futuros del bono FRAN 2005 (SIGADE N° 70933000)- generó un incremento de los flujos de U\$S 298,86 millones.

Por otra parte, en el presente Informe se decidió dejar de utilizar para el cálculo de los servicios de intereses de los Bocon en pesos (excluyendo el Proveedores 2da Serie), las tasas de interés proyectadas por esta Gerencia. En cambio se utilizaron las tasas informadas por el Ministerio de Economía.³ Esta variación metodológica redujo en U\$S 290,10 millones los flujos de fondos de estos bonos.

El efecto conjunto de las variaciones de las tasas de interés fue positivo y generó una disminución de los flujos de fondos de U\$S 233,27 millones.

Por último debe recordarse que las variaciones de las tasas de interés internacionales afectan tanto al pago de los servicios de renta de las colocaciones a tasa variable (U\$S 8.023,72 millones, que equivalen al 5,23 % de los flujos futuros totales; (ver Cuadro Anexo N° 2) como a las primas de riesgo de las nuevas emisiones de deuda.

VII.3. VARIACIONES DEL RIESGO SOBERANO

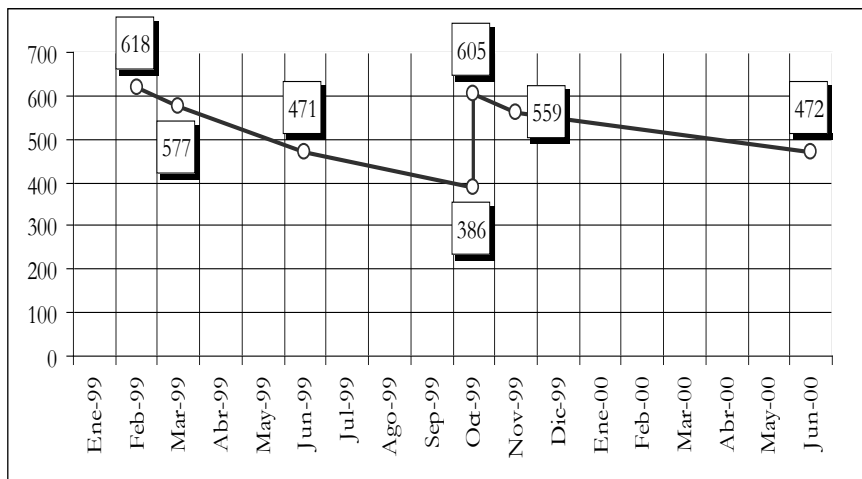
En el Cuadro N° 12 se presentan los *spreads* - expresados como margen o puntos básicos (pb) sobre los bonos del Tesoro de los EE.UU.- correspondientes a las nuevas emisiones de 1999 y del semestre bajo análisis, para los plazos de 3 y 5 años, que permiten comparaciones.

³ En los informes anteriores se aplicaba la tasa LIBO.

Gráfico N° 15

Spreads de Emisiones a 3 años de plazo (1999 - 1er. Sem. 2000)

(en puntos básicos)



Para el plazo de 3 años se observa una caída entre los extremos de 146 pb (de 618 pb a 472 pb). La curva tiene un comportamiento decreciente desde su inicio hasta mediados de octubre de 1999, cuando llega a los 386 pb. A partir de entonces crece abruptamente (a

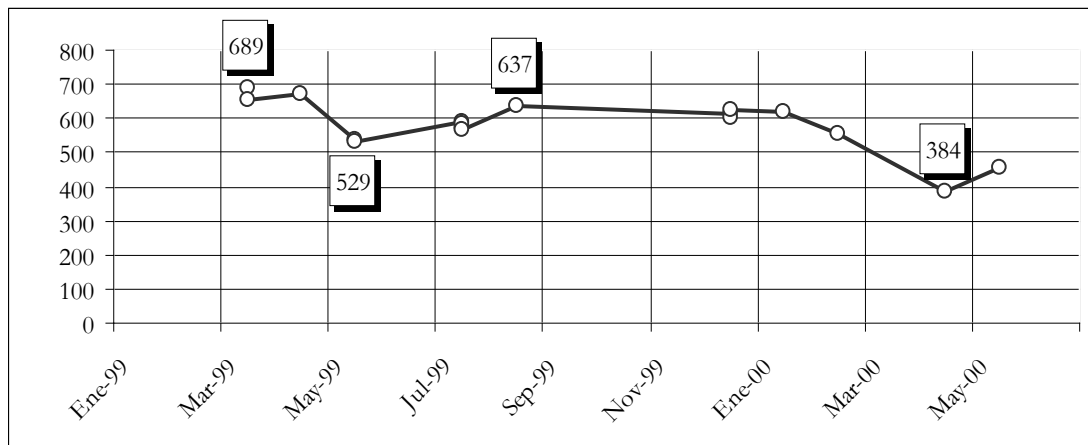
605 pb) para luego decrecer a los 472 pb del final de la serie, en junio de 2000.

Para el plazo de los 5 años, mientras tanto, las variaciones entre los extremos, alcanzan a los 246 pb (de 689 pb a 455 pb). Esta serie con muchos más datos que la anterior, tiene un comportamiento similar a la anterior. Es decir, sus magnitudes fueron decrecientes hasta la última parte del ejercicio 1999, para luego crecer de manera importante (llegando a los 637 pb) y posteriormente -a partir del año- comenzar a decrecer progresivamente.

Gráfico N° 16

Spreads de emisiones a 5 años de plazo (1999 - 1er. Sem. 2000)

(en puntos básicos)



VIII. ORIGENES Y APLICACIONES DEL SEMESTRE

Agrupando los datos sobre las Variaciones en la forma convencional de un Cuadro de Orígenes y Aplicaciones se concluye que las nuevas incorporaciones de deuda del semestre obtenidas en efectivo fueron de U\$S 13.504,39 millones, y resultaron insuficientes para cancelar las amortizaciones y las operaciones de administración de pasivos del período, de U\$S 13.677,47. De esta manera el flujo de caja fue negativo en U\$S 173,08 millones. Por su parte, el resultado neto de las operaciones de bonos de Consolidación agregó pasivos por U\$S 709,68 millones y elevó el Endeudamiento Neto a U\$S 536,60 millones. Dadas la variación cambiaria negativa en U\$S 1.360,12 millones y ajustes marginales, la Variación de Deuda finalmente alcanzó a un valor negativo de U\$S 823,51 millones.

Cuadro N° 12

Variaciones del Stock de Títulos Públicos al 30-06-00 respecto del 31-12-99

(en millones de U\$S)

VARIACIONES MONETARIAS	
Orígenes	13.505,05
Nuevas emisiones/Desembolsos	12.800,35
Otras ampliaciones	704,70
Aplicaciones	-6.808,28
Amortizaciones	-5.992,28
Administración de pasivos	-816,00
Total (Flujo de Caja)	6.696,77
VARIACIONES NO MONETARIAS	
Consolidación	709,02
Ampliaciones de consolidación	619,95
Capitalizaciones	89,07
Otras Variaciones No Monetarias	-6.869,19
Aumentos	1,20
Disminuciones	-6.870,39
Total	-6.160,17
ENDEUDAMIENTO NETO	536,60
AJUSTES	-1.360,11
Variación cambiaria	-1.360,12
Otros	0,01
VARIACION DE LA DEUDA	-823,51

La variación de los flujos de pagos futuros, de U\$S 5.283,99 millones se origina en cambios en el stock de la deuda negativos en U\$S 823,51 millones, y en las proyecciones de la tasa de interés utilizadas para el cómputo de los pagos futuros.

IX. INDICADORES SEMESTRALES COMPARADOS

A continuación se detallan las variaciones semestrales más relevantes, vinculadas con los flujos de fondos proyectados al cierre del ejercicio fiscal 1999 y el primer semestre de 2000.

Cuadro N° 13
Indicadores Semestrales Comparados

	Al 30-06-2000	Al 31-12-1999	Variación
Flujos Proyectados	153.522,80	148.238,81	3,56%
Amortizaciones	54,07%	54,14%	-0,12%
Intereses	45,93%	45,86%	0,15%
Concentración de pagos (%)			
a 1 año	13,18%	12,34%	6,78%
a 5 años	53,93%	52,65%	2,44%
a 10 años	73,24%	74,37%	-1,51%
Flujos por Tipo de Tasa (%)			
Tasa Fija	81,34%	74,37%	9,37%
Tasa Variable	18,66%	25,63%	-27,20%
Intereses a Tasa Variable	5,23%	7,91%	-33,93%
Flujos por Finalidad			
Liquidez	83,06%	74,69%	11,20%
Consolidación	6,52%	9,26%	-29,58%
Plan Brady	10,42%	16,05%	-35,05%
Flujos por Monedas			
En Pesos	3,67%	5,49%	-33,07%
En Dólares Estadounidenses	70,34%	69,23%	1,61%
En Euros	13,07%	11,03%	18,48%
Nuevo Endeudamiento Voluntario según Mercados			
Financiamiento Local	32,70%	58,58%	-44,19%
Financiamiento Foráneo	67,30%	41,42%	62,49%
Tasa Media	9,29%	8,38%	10,89%

X. CONCLUSIONES

Durante el primer semestre de 2000 el financiamiento bruto de origen privado a los mercados emergentes continuó la recuperación iniciada en 1999, una vez superados los episodios críticos del período 1997 – 1998. Estos flujos financieros ascendieron a U\$S 128,60 mil millones y alcanzaron al 72 % del financiamiento de 1999.

El financiamiento en acciones y préstamos mostró un fuerte repunte durante el año 2000 ya que, en ambos casos, lograron registros superiores al 80 % de lo instrumentado en 1999, mientras que las emisiones de bonos acusan una recuperación mas débil, próxima al 60 % del valor del año anterior.

Asimismo, una fuerte volatilidad afectó a los mercados de capitales durante el segundo trimestre de 2000 y sus consecuencias sobre la magnitud del financiamiento privado dirigido a las economías emergentes se miden en una pérdida de recursos de U\$S 19,40 mil millones respecto del trimestre anterior (26,2 % de caída); esta desaceleración impactó especialmente

en los países del hemisferio Occidental, para quienes representó una disminución del crédito voluntario superior al 51 % del obtenido en el primer trimestre de 2000.

Dentro del escenario internacional descripto, se calculó que la proyección de los pagos futuros a lo largo de los veintinueve años y medio necesarios para cancelar los servicios de la deuda pública contraída en títulos, ascenderían a **U\$S 153.522,80 millones** en valores corrientes, de acuerdo con un stock de U\$S 89.154,08 millones. El incremento de los flujos futuros en sólo U\$S 5.283,99 millones se origina en la reducción del stock de deuda en U\$S 823,51 millones y en el efecto de la disminución de las tasas de interés internacionales sobre las proyecciones realizadas por esta Gerencia General con respecto a las de fines de 1999.

Del total proyectado, los flujos de fondos por amortizaciones totalizarían U\$S 83.014,40 millones (54,07 %) y los de intereses U\$S 70.508,40 millones (45,93 %).

Con respecto a las monedas en que se nomina el endeudamiento, la estructura presente manifiesta una clara preeminencia del dólar estadounidense (70,34 %), seguido del euro (13,07 %) - que junto a las demás monedas europeas alcanza al 22,89%- mientras que la moneda local redujo su participación durante el semestre del 5,97 % al 3,67 % actual. En resumen continúan manifestándose las tendencias observadas en informes precedentes, esto es: una fuerte concentración del endeudamiento en dólares estadounidenses y en menor medida en euros, junto a una participación cada vez más marginal de otras monedas y, particularmente, de la moneda nacional.

En cuanto a la finalidad de las emisiones, durante el primer semestre de 2000 los bonos de Liquidez continuaron acrecentando su participación, hasta alcanzar el 83,06% (era del 72,90 % al 31-12-99), polarización en parte provocada por las reducciones tanto en valores absolutos como relativos de los bonos Brady y de Consolidación (estos en menor medida), en el marco de una activa política de administración de pasivos que se concentró fundamentalmente en dos operaciones de canje durante los meses de Febrero y Junio.

La tasa media del stock de títulos públicos al cierre del presente Informe fue de 9,29 %, superior en un 10,89% a la calculada al 31-12-99 (8,38 %). Esta alza se origina en el componente de las tasas de interés variables y en el cupón promedio de las nuevas emisiones, que resultó ser de 10,40 % para el primer semestre de 2000 y de 9,70% para el ejercicio 1999.

Como se ha mencionado, la reducción del stock en títulos públicos en U\$S 823,51 millones, se explica por la política de endeudamiento del Gobierno y por la incidencia de diversos factores exógenos. En el primer agregado se destacan el nuevo endeudamiento voluntario (emisiones y ampliaciones) por U\$S 13.504,39 millones y la ya mencionada intensiva política de administración de pasivos por U\$S 7.685,19 millones. Con respecto al segundo grupo, los factores exógenos tuvieron en todos los casos una evolución positiva para las finanzas del Gobierno (caída de deuda); así, mientras que el fuerte efecto cambiario implicó una reducción en términos de stock de U\$S 1.360,12 millones (y de los flujos de fondos en U\$S 2.281,48 millones), las variaciones de las tasas de interés redujeron flujos por U\$S 233,27 millones y, por último, se observó con respecto al ejercicio 1999, una reducción del riesgo soberano para los plazos de tres y cinco años que entre los extremos alcanzó, a 146 *pb* y 246 *pb*, respectivamente.

FECHA DE FINALIZACION DEL INFORME:

Buenos Aires, 12 de
Febrero de 2001.

ANEXOS

Cuadro Anexo N° 1: Evolución del Emerging Markets Bonds Index (EMBI) + Spread 1er. semestre 2000.

Cuadro Anexo N° 2: Proyección de Flujos de Fondos al 30-06-99. Desagregación anual según Tasa de Interés y Tipo de Servicio

Cuadro Anexo N° 3: Tasas de Interés - Variación entre las Proyecciones al 30-06-2000 y al 31-12-1999

Cuadro Anexo N° 4: Proyección de Flujos de Fondos al 30-06-99. Desagregación anual según Finalidad de la Emisión