

# REDENOMINACION PARCIAL POR MONEDAS DE LA DEUDA PUBLICA EXTERNA (°)

Por Antonio G. Zoccali y Luis A. Gallardo

## INTRODUCCION

Dada la insistencia con la que publicaciones especializadas (1) han tratado el tema de la redenominación de pasivos concertados en dólares estadounidenses y de la mayor diversificación por monedas para la toma de nuevos préstamos como medio efectivo para atenuar la carga en concepto de servicios, se consideró de utilidad la realización de un somero análisis acerca de las ventajas y desventajas de tal mecanismo, incluyendo un simplificado ejercicio de simulación para el caso argentino.

## I. ARGUMENTACION VINCULADA A LA REDENOMINACION DE PASIVOS CON EL EXTERIOR

La existencia de significativos diferenciales de tasas de interés entre el dólar estadounidense y otras

(°) Este trabajo fue preparado en octubre de 1984.

(1) Morgan Guaranty Trust Co., World Financial Markets, agosto 1984. Federal Reserve Bank of New York, Quarterly Review, 1983

principales monedas convertibles (marco, franco suizo, y yen, especialmente) ha llevado a algunos analistas a sostener que una mayor diversificación por monedas en la toma de préstamos externos por parte de los principales países deudores hubiese redundado en significativos ahorros en concepto de servicio por intereses. El Cuadro 1 refleja la evolución de las tasas durante el período 1976/1984. Al respecto señalase que alrededor del 80/85% del total de la deuda externa de los principales países deudores de América Latina ha sido concertada en dólares estadounidenses. En el caso de las obligaciones totales de Argentina con el exterior al 31.12.83, el 82% habría sido concertado en dólares. Dicho porcentaje declina levemente, al 81%, si se tiene en cuenta la deuda pública externa solamente. Por su parte el dólar estadounidense registró, entre 1980 y 1984, una apreciación efectiva frente a 15 principales monedas (2), de aproximadamente 35%.

Como consecuencia de la internacionalización de varios importantes mercados financieros y de la existencia de los aludidos diferenciales de tasas de interés, se ha tornado más frecuente la práctica de diversificar las monedas de concertación en la toma de préstamos. Entre los principales adherentes, por distintas causas, encuéntrase organismos financieros internacionales (e.g. Banco Mundial), algunos países Europeos (e.g. Finlandia, Polonia) y otros prestatarios soberanos de la región Asia-Pacífico (e.g. Australia, Nueva Zelandia, Indonesia, entre otros). Según estimación de publicaciones es-

(2) Reflejan las ponderaciones bilaterales resultantes del intercambio en manufacturas con los Estados Unidos en 1980.

pecializadas (3) entre el 33 y 74% del total de la deuda externa pública de los países europeos y asiáticos considerados sería pagadera en monedas distintas del dólar.

Sin desestimar el ahorro potencial en concepto de intereses para los prestatarios, con sus favorables implicancias sobre la evolución de la cuenta corriente del balance de pagos y las necesidades eventuales de financiamiento externo neto adicional, corresponde igualmente señalar que la propuesta de que los países deudores latinoamericanos comiencen, en este momento, con la citada diversificación por monedas de sus pasivos financieros en dólares entraña riesgos para nada desestimables, vinculados al comportamiento futuro de las variables: tipos de cambio y tasas de interés. Si bien para ser más estrictos también debería tenerse en cuenta el efecto futuro sobre la capacidad de repago derivado de la evolución en los términos del intercambio como tercer factor exógeno que afecta el resultado de la cuenta corriente, dado las dificultades de predecir el precio de nuestras exportaciones tradicionales, particularmente de cereales, se omite dicha variable por razones de simplicidad, y por no alterar significativamente las conclusiones básicas del análisis.

En primer lugar, existe la posibilidad de que los actuales diferenciales resultantes de las menores tasas de interés de otras monedas frente a la del dólar estadounidense se vean neutralizadas e inclusive superadas por una apreciación futura de esas otras monedas frente al actualmente fortalecido dólar de los Estados Unidos, aumentando así el "stock" de deuda a amortizar. En segundo lugar, el comportamiento futuro de las tasas de interés puede llevar por sí solo a una reducción o una reversión de los actuales diferenciales de intereses entre el dólar y aquellas monedas aptas para la redenomi-

(3) Morgan Guaranty Trust: op. cit. (1)

nación de pasivos. Ello tornaría menos importantes los ahorros potenciales en el servicio futuro de la deuda redenominada. En último término, la redenominación podría significar adicionalmente, para el deudor, un riesgo de poder adquisitivo resultante de la diferente estructura por monedas entre sus ingresos o activos y sus egresos o pasivos. Su efecto sobre el flujo podrá verse más claramente si el país deudor genera ingresos externos corrientes en monedas distintas de las que pretende redenominar parte de sus pasivos financieros. Dichos factores, unidos al hecho de que casi el 80% de la intermediación financiera en los euromercados se realiza en dólares estadounidenses, por constituir la más abundante moneda de fondeo para los bancos, explicaría el porqué la estructura de la deuda de los principales países latinoamericanos está tan fuertemente concentrada en torno a esa moneda.

Debe mencionarse, asimismo, que existen ventajas para algunos acreedores -particularmente los bancos europeos y nipones- en proveer créditos en sus propias monedas, sustituyendo así las acreencias originariamente concertadas en dólares estadounidenses. En efecto, el fondeo para dichos bancos en monedas nacionales podría resultar más fácil y menos riesgoso que en dólares, teniendo en cuenta que se trata de operaciones a mediano y largo plazo. Al propio tiempo, tener activos y pasivos valuados en sus propias monedas, evita cambios exógenos en los balances imputables a variaciones cambiarias. Por su parte, ya se ha visto que éstas pueden afectar adversamente el nivel y la concentración de la cartera crediticia y la relación capital/activos, de particular importancia para las autoridades regulatorias de la actividad bancaria en los principales centros financieros.

## II. SIMULACION DE REDENOMINACION PARCIAL DE PASIVOS EXTERNOS DEL SECTOR PUBLICO ARGENTINO

A efectos de complementar el análisis precedente, se cuantificó el potencial ahorro bruto en concepto de

servicio por intereses derivado de una refinanciación parcial de la deuda pública externa. Las mismas consideraciones generales serían aplicables a la toma de fondos nuevos en el exterior mediante un préstamo multimonedado. La secuencia metodológica del cálculo realizado se detalla seguidamente:

1. Se trabajó con el supuesto de que se mantienen los actuales niveles (4) de tasas de interés para depósitos en dólares estadounidenses y seis otras monedas (marco alemán, franco suizo, yen, libra, franco francés y dólar canadiense) de países con mercados financieros internacionalizados, susceptibles de ser elegidas por los acreedores para dicho propósito. Las monedas citadas constituyen las más significativas en la estructura de la deuda pública. Los ahorros brutos resultantes fueron objeto de un ajuste posterior que incorpora el efecto de distintos ritmos de variación en la relación cambiaria de dichas monedas frente al dólar estadounidense sobre el flujo futuro de pagos en concepto de intereses y también sobre el capital amortizable.

2. A efectos de determinar el monto de pasivos en dólares susceptibles de ser redenominados en otras monedas se formularon dos hipótesis (Cuadro N° 2). La primera -llamada de mínima- supone que la redenominación parcial de la deuda externa pública en dólares estadounidenses (que alcanza a Dls. 26.130 millones al 31.12.83) se haría en idéntica proporción a la distribución en monedas distintas del dólar. Surge de esta hipótesis de mínima que al menos Dls. 3.700 millones actualmente concertados en dólares estadounidenses podrían ser redenominados en otras monedas mediante una operación de refinanciación a mediano plazo.

(4) Vigentes a octubre de 1984.

La segunda hipótesis -de máxima- supone la redenominación de pasivos conforme a la distribución por moneda en función de las nacionalidades de los acreedores externos. Con el propósito de estimar la distribución por nacionalidad del acreedor, se hizo necesario ajustar los datos consignados en la información de deuda externa pública (5), ya que ésta asigna el total del saldo de cada préstamo sindicado al país de origen del banco agente como único acreedor. Adicionalmente, se supuso que aquellos acreedores de países no incluidos en la muestra de monedas seleccionadas (marco, franco suizo, yen, libra, franco francés y dólar canadiense) optarían por mantener sus acreencias en dólares estadounidenses (salvo el caso de Luxemburgo, que elegiría el marco alemán). De esta hipótesis surge un monto máximo susceptible de ser redenominado en monedas distintas del dólar estadounidense de aproximadamente Dls. 10.300 millones.

Por razones de simplicidad de cálculo, el análisis que sigue se basa en la hipótesis de mínima exclusivamente.

3. La redenominación de Dls. 3.700 millones en pasivos podría realizarse mediante la concertación de un nuevo préstamo multimonedado a mediano plazo, que respete la estructura de participaciones e igualmente sirva para cancelar los compromisos existentes en dólares y distender los vencimientos en el tiempo. Para los efectos del cálculo posterior se supuso la concertación de un préstamo a ocho años de plazo, con tres años de gracia, amortizable en seis cuotas anuales aproximadamente iguales. En cuanto a la composición del préstamo por monedas se consideró que podría implementarse en las seis monedas más importantes de concertación después del dólar estadounidense, según las cifras de la deuda externa pública al 31.12.83, y conforme a las siguientes ponderaciones:

(5) Comunicado N° 4645 del B.C.R.A., 7 de septiembre de 1984

Moneda de Concertación	Participación en el Total de la Deuda Pública Externa (1)	En %	Porcentual Reconvertido para la Denominación del Préstamo	Monto Hipótesis de Mínima
				- En millones de Dls. equivalentes-
Marco .....	7,6		53,6	1.983,2
Fco.Szo. ....	2,0		14,1	521,7
Yen .....	3,2		22,5	832,5
Libra .....	0,3		2,1	77,7
Fco. Fcés. ....	0,5		4,2	155,4
Dl. Canad. ....	0,6		3,5	129,5
<u>Total</u>	<u>14,2</u>		<u>100,0</u>	<u>3.700,0</u>

(1) Asciede a Dls. 32.219,9 millones.

4. A los efectos de dilucidar las implicancias sobre el flujo de erogaciones resultantes de un préstamo en seis monedas, se tuvieron en cuenta tres escenarios cambiarios diferentes. En el primero, denominado A, los tipos de cambio futuro reflejan las paridades de tasas de interés ("interest rate parities") derivadas de los actuales diferenciales de tasas de interés (6) entre el dólar y esas monedas (7). En este caso, la depreciación anual medida en términos de promedio ponderado del dólar estadounidense frente a las monedas de nuestra canasta sería del 4,79% (del 5,37% frente a las monedas de más baja tasa de interés: marco, franco suizo y yen), que suponemos constante durante la vida del préstamo. El escenario B involucra una tasa de depreciación del dólar frente al promedio del 2% anual más lento que en A, vale decir del 2,79% p.a. Finalmente, el escenario C supone una tasa más acelerada de depreciación del dólar, en promedio del 2% anual más que en A, vale decir del 6,79% p.a. El detalle de los escenarios citados se refleja en el Cuadro N° 3.

5. Por su parte, el Cuadro N° 4 muestra los beneficios netos derivados del hipotético préstamo multimonedado, según nuestra hipótesis de mínima, bajo los tres escenarios cambiarios mencionados precedentemente.

(6) Vigentes a octubre de 1984.

(7) - Paridad de tasas de interés se define como:

$$(1+i) = (1+i_j^*) \frac{f_j}{s_j},$$

donde  $i$  es la tasa de interés para depósitos en dólares estadounidenses,  $i_j^*$  es la tasa de interés para cada moneda distinta del dólar,  $f_j$  y  $s_j$  son los tipos de cambio futuro y contado de cada moneda frente al dólar estadounidense, respectivamente (expresados en dólares de EE.UU. por unidad de moneda).

En todos los casos surge claramente un potencial ahorro bruto en concepto de intereses, particularmente durante los primeros años de vida del préstamo, atribuible a los menores niveles de tasas de interés de las monedas que componen el préstamo frente al del dólar estadounidense -la moneda de concertación de los pasivos existentes-. Al respecto cabe señalar que estos ahorros brutos derivan casi exclusivamente del componente redenominado en marcos alemanes, francos suizos y yenes en virtud del supuesto de trabajo de que se mantienen, durante la vida del préstamo, los elevados diferenciales actuales de tasa de interés entre el dólar estadounidense y estas monedas.

Según el escenario A el ahorro bruto total en concepto de intereses durante la vida del préstamo ascendería a alrededor de Dls. 840 millones. No obstante ello, se observa que los beneficios netos anuales (ajustados por la depreciación promedio supuesta para el dólar del 4,79% p.a. frente a las monedas de la canasta) se convierten en negativos -en valores nominales- a partir del cuarto año y hasta el vencimiento final del préstamo. Ello se debe al efecto de la depreciación esperada del dólar estadounidense que produce pérdidas cambiarias sobre los pagos en concepto de amortización mayores a los ahorros brutos en concepto de intereses por la redenominación. El saldo neto en valores nominales, muestra una pérdida acumulada de alrededor de Dls. 260 millones. Sin embargo, el valor presente del flujo de beneficios netos se aproxima a cero, ya que los tipos de cambio supuestos para el escenario A reflejan los valores de paridad de tasas de interés, es decir, que el efecto del diferencial porcentual anual de tasas equivaldría aproximadamente al de la variación porcentual esperada en el tipo de cambio. La interpretación de este resultado conforme al criterio de valor presente y los restrictivos supuestos de trabajo adoptados, indicaría que la opción de redenominación bajo este escenario le resultaría indiferente al prestatario. No obstante, si la prioridad del prestatario es solucionar un problema de liquidez en

el corto plazo, la implementación de semejante operación mejoraría su posición de caja en los primeros años como consecuencia de los ahorros netos positivos en concepto de intereses durante el período de gracia del préstamo.

Por su parte el escenario B, que incorpora el supuesto de un menor ritmo de depreciación anual del tipo de cambio del dólar, 2,79% frente al promedio ponderado de las monedas de nuestra canasta, muestra beneficios netos acumulados de alrededor de Dls. 310 millones. Dicha magnitud, en valores nominales, supera a la resultante del escenario precedente en virtud, precisamente, del menor impacto cambiario sobre el flujo de amortizaciones. En efecto, el flujo de ahorros brutos mejora y el valor presente de la corriente de beneficios netos se vuelve positiva, superando los Dls. 300 millones o casi el 9% del monto total del préstamo original. Bajo los supuestos de este escenario -que aproximan lo acontecido realmente durante los últimos tres años y medio en relación a las tasas de interés (8)-, la operación de redenominación resulta claramente preferible a mantener los pasivos existentes íntegramente en dólares estadounidenses.

Finalmente, del escenario C surge una conclusión menos favorable que en los dos casos anteriores. El efecto derivado del supuesto de un mayor ritmo de depreciación anual del tipo de cambio del dólar estadounidense, 6,79%, frente al promedio ponderado de las monedas de nuestra canasta, neutraliza y supera los ahorros brutos en concepto de intereses. En valores nominales el total de ahorros brutos por intereses, de alrededor de

(8) La evolución experimentada por los tipos de cambio en el período mencionado, caracterizada por una apreciación del dólar estadounidense, refuerza las conclusiones propias de este escenario.

Dls. 750 millones, es menor, mientras que las pérdidas cambiarias que resultan del flujo de amortizaciones superan ampliamente las de los escenarios anteriores, alcanzando a casi Dls. 1.650 millones. Consecuentemente, el valor presente del flujo neto de beneficios es negativo en más de Dls. 300 millones, o el 8,3% del monto total del préstamo original. Se mantiene, sin embargo, la validez del comentario acerca de ahorros netos durante el período de gracia del crédito considerado.

Resulta importante reiterar que los resultados antes comentados dependen crucialmente además de las hipótesis sobre evolución del tipo de cambio, del supuesto inicial que se mantienen constantes, a través de la vida del préstamo, los diferenciales de tasas de interés. Dicha variable puede registrar menores valores en el tiempo que redundarían en inferiores ahorros brutos en concepto de intereses como resultado de la redenominación de pasivos. Un menor o fluctuante diferencial de tasas de interés reduciría el margen para compensar el eventual impacto de una depreciación del dólar estadounidense sobre el flujo de amortizaciones. Como se mencionó, el efecto neto de este cambio debería también incorporar la variación esperada en los términos de intercambio, que adolece de las mismas dificultades de predicción. Por otra parte, también corresponde destacar que ante las dificultades de proyectar con precisión la evolución futura de tipos de cambio y tasas de interés, el análisis precedente necesariamente debió circunscribirse a escenarios hipotéticos. No resultará extraño pues que tales propuestas hayan sido recibidas por parte de los principales deudores con cautela y cierta sospecha. Esa prudencia en diversificar la denominación por moneda de los pasivos existentes es claramente atribuible a los no poco significativos riesgos, principalmente de tasa de interés y tipo de cambio, inherentes a la operatoria.

### III. CONCLUSIONES

1. De lo expuesto surge que la diversificación por mo-

nedas de los pasivos actuales concertados en dólares estadounidenses por los principales países deudores tendría ventajas ciertas para los acreedores, particularmente la banca europea y nipona, al reducirse su riesgo de fondeo por pasar del dólar estadounidense a su propia moneda, y su riesgo cambiario. Se recuerda que este último ha impactado adversamente sobre los resultados operativos de muchos bancos, tanto desde el punto de vista financiero como regulatorio.

2. Por otra parte, si bien esa operatoria puede significar para el deudor ahorros brutos en concepto de servicios por intereses, con sus consiguientes efectos favorables sobre la evolución de la cuenta corriente de su balance de pagos y una menor necesidad eventual de financiamiento neto adicional, este resultado es necesariamente incierto, e involucra asumir en particular, dos tipos de riesgos: el cambiario y el de fluctuaciones en los diferenciales de tasas de interés. Dado el alto grado de error, aún en los más sofisticados modelos econométricos, para predecir la evolución futura de dichas variables, los riesgos implícitos en la operatoria pueden resultar lo suficientemente significativos como para justificar la reticencia de los prestatarios a la diversificación.

3. Del simplificado ejercicio de simulación realizado, sujeto a los supuestos de trabajo comentados, surgiría que la diversificación parcial por monedas de pasivos públicos argentinos con la banca del exterior podría redundar en beneficios netos imputables a ahorros en concepto de intereses -de mantenerse el signo de los actuales diferenciales de tasa de interés-, por lo menos durante el período de gracia del préstamo hipotético de refinanciación en los tres escenarios cambiarios analizados.

Sin embargo son las distintas hipótesis referidas al comportamiento cambiario reflejadas en dichos escenarios las que determinarán, en última instancia, si esos

ahorros efectivamente constituyen un beneficio neto visto en términos de valor presente. Dicho resultado se deduce únicamente del escenario B, que supone que el dólar estadounidense se depreciará, durante la vida de nuestra hipotética operación de refinanciación a ocho años, a un ritmo inferior al que resulta del cálculo de paridad de tasas de interés, siendo precisamente ésta la situación que se viene registrando en los últimos años, como consecuencia principalmente, del efecto combinado de la política monetaria y fiscal de los Estados Unidos sobre el resto de la economía mundial.

TASAS DE INTERES LIB-BID PARA DEPOSITOS A 6 MESES DE PLAZO (1)

Período	US\$		S Can		Depósitos a seis meses en:			Libra	Ecos.Suizos
					Y	Ecos.Fees.	DM		
- En % anual, cotizaciones de fin de mes -									
1. Promedio 1976-79 (Diferencial frente al Dólar Estadounidense)	8,48 (-)	9,30 (0,82)	5,35 (-3,13)	11,02 (2,54)	4,70 (-3,78)	11,87 (3,39)	2,19 (-6,26)		
2. 1980 (Diferencial frente al Dólar Estadounidense)	14,12 (-)	12,89 (-1,23)	10,86 (-3,26)	12,82 (-1,30)	8,89 (-5,23)	15,98 (1,86)	5,91 (-8,21)		
3. 1981 (Diferencial frente al Dólar Estadounidense)	16,52 (-)	17,80 (1,28)	7,66 (-8,86)	17,82 (1,30)	11,82 (-4,70)	14,16 (-2,36)	9,00 (-7,52)		
4. 1982 (Diferencial frente al Dólar Estadounidense)	12,41 (-)	14,43 (2,02)	7,09 (-5,32)	19,93 (7,52)	8,43 (-3,98)	12,11 (-0,30)	5,58 (-6,83)		
5. 1983 (Diferencial frente al Dólar Estadounidense)	9,79 (-)	9,63 (-0,16)	6,61 (-3,18)	15,84 (6,05)	5,62 (-4,17)	10,31 (0,52)	4,24 (-5,55)		
6. Promedio Enero-Set. 1984 (Diferencial frente al Dólar Estadounidense)	11,52 (-)	11,56 (0,04)	6,33 (-5,19)	13,62 (2,10)	6,13 (-5,39)	10,09 (-1,43)	4,40 (-7,12)		
7. Oct. 1984 (2) (Diferencial frente al Dólar Estadounidense)	11,44 (-)	12,00 (0,56)	6,13 (-5,31)	11,07 (-0,37)	5,88 (-5,56)	10,32 (-1,12)	5,25 (-6,19)		

(1) - Tasa Pasiva en el mercado interbancario de Londres.

(2) - Vigentes al 11.10.84.

ALTERNATIVAS DE REFINANCIACION PARA REDENOMINAR PASIVOS EXTERNOS  
DEL SECTOR PUBLICO CONCERTADOS EN DOLARES ESTADOUNIDENSES

Moneda	Hipótesis de máxima (por nacionalidad del acreedor)	Hipótesis de mínima (por moneda de concertación)	Distribución del monto a redenominar	
			Máxima	Mínima
- En % -				
US\$	60,5	85,8	-	-
DM	9,5	7,6	24,1	53,6
Y	13,3	3,2	33,6	22,5
F.S.	2,4	2,0	6,1	14,1
\$ Can.	3,7	0,6	9,4	4,2
F.F.	4,7	0,5	11,9	3,5
£	5,9	0,3	14,9	2,1
<u>Total en porcentaje</u>	<u>100,0</u>	<u>100,0</u>	<u>100,0</u>	<u>100,0</u>
En millones de Dólares Estadounidenses	26.100(1)	26.100(1)	10.300(1)	3.700(1)

(1) - Cifras redondeadas.

FUENTE: Comunicado N° 4645 del E.C.R.A., 7 de septiembre de 1984.

SUPUESTOS DE TRABAJO: EVOLUCION DE LAS TASAS DE INTERES Y TIPOS DE CAMBIO

Concepto	Depósitos en:							
	US\$	DM	Fcos.Suizos	Yen	Libra	Fcos.Fces.	\$ Can	
1. LIBOR a seis meses - $\frac{1}{2}$ p.a.- (1) .....	11,56	6,00	5,37	6,25	10,44	11,19	12,12	
2. Diferencial frente al Dólar EE.UU.- $\frac{1}{2}$ p.a.-	-	-5,56	-6,19	-5,31	-1,12	-0,37	0,56	
3. Tipo Cambio (2) Contado (Monedas/Dólar EE.UU.) .....	-	3,11	2,55	248,50	0,82	9,52	1,32	
Contado (Dólares/Moneda) .....	-	0,3215	0,3922	0,0040	1,2195	0,1050	0,7576	
4. Escenario A (3) Tipo de Cambio Futuro a 12 meses (Monedas/Dólar EE.UU.) .....	-	2,96	2,41	238,10	0,81	9,49	1,33	
(Dólares/Moneda) .....	-	0,3384	0,4152	0,0042	1,2319	0,1053	0,7538	
Variación porcentual (4) .....	-	5,26	5,86	5,00	1,02	0,29	-0,50	
Depreciación promed.frente a la canasta	4,79%	.	.	.	.	.	.	
5. Escenario B (5) Variación porcentual .....	-	3,25	3,83	2,93	-0,95	-1,71	-1,67	
Depreciación promed. frente a la canasta	2,79%	.	.	.	.	.	.	
6. Escenario C (6) Variación porcentual .....	-	7,26	7,87	7,02	3,33	2,29	1,43	
Depreciación promed. frente a la canasta	6,79%	.	.	.	.	.	.	

(1) - Constante durante la vida del préstamo. Tasas vigentes al 11.10.82. Surgen de adicionar 1/8% p.a. a las cotizaciones LIB-BID.  
 (2) - Al 11.10.84.  
 (3) - Tipo de cambio futuro, calculados conforme a la fórmula de paridad de tasas de interés.  
 (4) - Tipo de cambio futuro menos tipo de cambio contado sobre tipo de cambio contado por cien. Las cifras positivas significan apreciación de cada moneda frente al Dólar Estadounidenses, y (-) depreciación frente a la divisa estadounidense.  
 (5) - Representa una tasa anual de depreciación del dólar estadounidense del 2% p.a. menor que la del escenario A, con respecto al promedio de las monedas consideradas según las ponderaciones de nuestra canasta: DM 53,6%, Fco.Suizo 14,1%, Yen 22,5%, Libra 2,1%, Fco.Fces 3,5% y Dls. Canadienses 4,2%.  
 (6) - Representa una tasa anual de depreciación del dólar estadounidense del 2% p.a. mayor que la del promedio ponderado del escenario A.

SIMULACION: BENEFICIO NETO DE UNA REFINANCIACION HIPOTETICA DE MINIMA (1)  
PARA REDEONLINAR PASIVOS EXTERROS DEL SECTOR PUBLICO

(En millones de Dls. estadounidenses)

Concepto	A ñ o s								Total acumulado	Valor presente (3)
	1	2	3	4	5	6	7	8		
<b>I. Escenario A</b>										
1. Ahorro bruto por intereses (2)	178,3	168,9	159,1	124,1	92,0	63,5	38,5	17,3	841,7	
2. Ajuste cambiario por amortización de capital .....	-	-	-92,7	-126,6	-162,1	-199,3	-238,3	-283,8	-1.102,8	
3. Beneficios netos nominales ...	178,3	168,9	66,4	-2,5	-70,1	-135,8	-199,8	-266,5	-261,1	0 ± 27
4. Valor presente en \$ del total refinanciado .....										0,0(indiferente)
<b>II. Escenario B</b>										
1. Ahorro bruto por intereses (2)	182,1	176,7	171,2	138,0	106,6	77,0	43,1	23,8	918,5	
2. Ajuste cambiario por amortización de capital .....	-	-	-53,0	-71,6	-90,7	-110,4	-130,6	-153,9	-610,2	
3. Beneficios netos nominales ...	182,1	176,7	118,2	66,4	15,9	-33,4	-87,5	-130,1	308,3	330,2 ± 27
4. Valor presente en \$ del total refinanciado .....										8,9 (ahorro)
<b>III. Escenario C</b>										
1. Ahorro bruto por intereses (2)	174,6	161,0	146,5	109,3	76,4	48,5	26,1	9,8	752,2	
2. Ajuste cambiario por amortización de capital .....	-	-	-133,9	-184,8	-239,1	-297,1	-359,0	-432,1	-1.646,0	
3. Beneficios netos nominales ...	174,6	161,0	12,6	-75,5	-162,7	-248,6	-332,9	-422,3	-893,8	-307,5 ± 27
4. Valor presente en \$ del total refinanciado .....										8,3 (pérdida)

(1) - Se supuso un préstamo por Dls. 3.700 millones, a ocho años de plazo, con tres años de gracia amortizable en seis cuotas anuales aproximadamente iguales.  
 (2) - Ajustado por variación de tipo de cambio.  
 (3) - Descotado a una tasa anual del 11,56% por año (equivalente a la tasa LIBOR vigente para depósitos en dólares a seis meses de plazo).