



ASAMBLEA NACIONAL

Oficina de Asesoría Económica y Financiera

Informe sobre el manejo de la deuda pública y del proceso de Reordenamiento de la deuda interna efectuada en el 2002

Junio 2003 • Serie: IA 0603-059



Introducción:

Este informe tiene como finalidad estudiar cómo se llevó a cabo el proceso de endeudamiento interno durante el año 2002, resaltando fundamentalmente los problemas con el diseño institucional que rodea el proceso de endeudamiento, sobre todo en lo que respecta al marco legal, así como el ambiente macroeconómico en el que dicho proceso se desarrolló.

Primero, empezaremos el análisis con una breve descripción de algunos acontecimientos que afectaron el sector financiero y el mercado de deuda. En particular hablaremos de la sentencia del 24-01-2002 de los créditos indexados la cual afectó las decisiones de otorgamiento de créditos de la banca. También señalaremos las continuas reformas legales que precedieron a la adjudicación directa de 190.000 millones de Bs. en bonos DPN a CEDEL Casa de Bolsa, y los hechos que ocurrieron después de que se hizo del conocimiento público este caso.

Segundo, haremos un pequeño análisis de los movimientos de los diferentes conceptos que conforman la deuda interna, con particular atención a los bonos DPN. Haremos hincapié en los métodos de colocación de los bonos DPN, los cuales fueron preponderantemente la dación en pago y la adjudicación directa, lo cual afectó negativamente a todos los tenedores de bonos por cuanto mediante éstos mecanismos poco transparentes presionaron los precios de los títulos a la baja. Se resalta también el hecho de que durante el 2002 se haya hecho una mayor utilización de los pagarés denominados en divisas en el proceso de endeudamiento interno, lo cual a medida que se vaya depreciando la moneda presionará aún más las finanzas públicas.

Tercero, analizaremos los canjes de deuda interna llevados a cabo en los meses de noviembre y diciembre, señalando su impacto sobre el stock de la deuda a pagar en el futuro y las modificaciones en el servicio de la deuda futura como consecuencia de ellos. Se señala la inconveniencia que representó el canjear en el 2002 los bonos que vencían en el 2004 y el 2005, lo cual incrementó el servicio de la deuda por concepto de intereses (adicionalmente a la posibilidad de los pagos contingentes por la cláusula cambiaria de los bonos extraordinarios) sin que representara un alivio verdadero en los pagos por amortización de la deuda en el corto plazo.

Cuarto, estudiaremos con profundidad el proceso de fijación de los precios de los canjes realizados en el 2002, señalando la inconveniencia para la República (desde el punto de vista del costo financiero) de permitir las llamadas "**subastas no competitivas**" con precios pre-anunciados, las cuales distorsionan el proceso de fijación de los precios de los bonos y estimulan la colusión tácita¹ (o el paralelismo consciente) de los participantes en el proceso de fijación de precios. En el caso particular de los canjes del 2002 se señala además que los costos en los que incurrió la República debido a esta forma de fijación de precios fueron grandes ya que los precios a los cuales adquirieron los bonos sujetos de canje (bonos retirados) fueron mucho más altos de los precios a los cuales se estaban cotizando dichos bonos en el mercado secundario. Adicionalmente, y a partir de la información consignada por el BCV a la Comisión de Contraloría -por requerimiento de ésta última- se puede desprender que el mecanismo de determinación de los precios de los títulos utilizado para los canjes de noviembre y diciembre fue totalmente contrario a la naturaleza y al proceso de una **verdadera subasta**.

Quinto, haremos una revisión del comportamiento histórico de los indicadores absolutos y relativos de la deuda externa e interna, los cuales nos muestran el peso de la deuda sobre la economía.

Por último se harán algunas recomendaciones generales que buscan disminuir los costos financieros del proceso de endeudamiento interno, señalando particularmente la necesidad de cambiar sustancialmente el régimen legal que sirve de marco a las operaciones de crédito público por cuanto el mismo ha demostrado una debilidad ante los cambios de los funcionarios de turno, debilidad que facilita la interpretación discrecional de la norma hasta el punto de que su eficacia como marco regulador llega a su mínima expresión.

¹ Colusión tácita o paralelismo consciente es el proceso mediante el cual los competidores actúan de la misma manera dado que un líder a dado una señal previa, sin que necesariamente se hallan puesto de acuerdo previamente para ello, obteniéndose así los mismos resultados de una cartelización. Los participantes responden de la misma manera a la señal dada por el participante líder ya que de lo contrario existiría una alta probabilidad de que sus beneficios sean menores si actúa de manera contraria a la señal dada por el líder.



1.- Principales eventos que afectaron el mercado:

Durante el año 2002 hubo una serie de acontecimientos que afectaron a la economía nacional de manera negativa, reforzando la tendencia que se había observado durante los años anteriores, sobre todo a partir de la aprobación de las leyes pertenecientes al paquete de la Habilitante. Algunos de ellos afectaron de manera directa e indirecta al sistema financiero -el cual es el comprador más importante de los títulos de deuda pública nacional en el mercado primario. Los sucesos que afectaron negativamente al mercado financiero y al mercado de deuda muy particularmente son los siguientes:

Primero: La Sentencia del TSJ² en relación con la ilegalidad de los créditos indexados o mexicanos, así como de los de la modalidad cuota balón. La sentencia a la que se hace referencia se pronuncia sobre una demanda introducida en agosto de 2001. La sentencia *desaplica* (o mejor dicho reinterpreta) **de manera retroactiva** entre otras cosas, la siguiente normativa legal:

- Los artículos 21 y 22 de la Ley que Regula el Subsistema de Vivienda y Política Habitacional publicada en G.O No. 5.392 del 22/10/99.

- Los artículos 102 y 118 de las Normas de Operación del Decreto con Rango y Fuerza de Ley que regula el Subsistema de Vivienda y Política Habitacional, publicado en la Gaceta Oficial N° 36.977 del 21 de junio de 2000.

- Los artículos 3, 4 y 23 de las Normas de Operación sobre las Condiciones de Financiamiento Aplicables a los Préstamos que se otorguen con los Recursos Previstos en el Decreto Ley del Subsistema de Vivienda y Política Habitacional, publicadas en la Gaceta Oficial N° 36.639 del 9 de febrero de 1999.

- Los artículos 12 y 35 del Decreto con Rango y Fuerza de Ley que Regula el Subsistema de Vivienda y Política Habitacional, publicado en la Gaceta Oficial de 5 de noviembre de 1998.

- El artículo 36 de la Ley de Política Habitacional de 1993.

- La Resolución N° 97-07-02 del Banco Central de Venezuela del 31 de julio de 1997, publicada en la Gaceta Oficial N° 36.264 del 7 de agosto de 1997, actualmente vigente, en lo que se refiere a las tasas de interés aplicables a los créditos para la adquisición, mejora o construcción de viviendas, con la modalidad de refinanciamiento.

La desaplicación se refiere, básicamente, a la tasa de interés a cobrar sobre los créditos, ya que mientras las normas antes señaladas decían textualmente “tasa de interés de mercado” el Tribunal Supremo sentenció que dicha frase debía entenderse como “la tasa que sería fijada por un ente especializado”, el cual sería en este caso el Banco Central de Venezuela. Adicionalmente, la sentencia ordenó al Banco Central de Venezuela establecer **de manera retroactiva** a partir de 1996 la tasa de interés máxima aplicable al mercado hipotecario utilizando fórmulas en beneficio del deudor (que equilibraran la necesidad de recursos para el sector hipotecario con la capacidad de pago de los deudores). Así mismo, el BCV debía fijar la tasa máxima de interés para el mercado de venta con reserva de dominio de vehículos, a partir de 1998. Por otro lado, el TSJ ordenó que mientras el BCV no efectuara las fijaciones a las que se refería el fallo, los pagos de lo debido por concepto de intereses refinanciados quedaban en suspenso, al menos, durante dos (2) meses. Esta sentencia colocó en una situación de fragilidad a algunas entidades de ahorro y préstamo, así como algunos bancos³, razón por la cual acudieron en varias oportunidades al BCV solicitando asistencia financiera.

Era de esperarse que los costos sociales de esta medida superaran con creces los beneficios que pudieran haber obtenido los beneficiarios de tal decisión. Esto se debe a que era el sistema financiero -en principio- el que correría con todas las pérdidas económicas como consecuencia de la desaplicación retroactiva de normas legales aprobadas por el antiguo Congreso Nacional, la Asamblea Nacional y el Ejecutivo Nacional, con la anuencia de la Superintendencia de Bancos, el BCV y el mismo Tribunal Supremo de Justicia. Adicionalmente -e indirectamente- también fueron afectadas las familias que solicitaron créditos para sus viviendas a partir del 2002, los sectores

² Decisión No. 85, Expediente 01-1274 de fecha 24-01-2002.

³ De hecho en la reunión N° 3.419 de fecha 06/06/2002 el directorio del BCV aprobó que las Entidades de Ahorro y Préstamo pudieran deducir del requerimiento de encaje legal la pérdida no amortizada que resultara de aplicar el fallo del TSJ sobre créditos hipotecarios indexados hasta alcanzar una disminución máxima del coeficiente de encaje legal al nivel de diez por ciento (10%) por un plazo máximo de un (1) año y recomendó a la SUDEBAN la adopción y aplicación, en dicho plazo, de un plan de recapitalización para las entidades favorecidas con la decisión adoptada. Por otro lado, en la reunión N° 3.425 de fecha 27/06//2002 el directorio del BCV decidió no extender a los Bancos Universales la reducción del encaje requerido aplicada a las entidades de Ahorro y Préstamo según decisión adoptada en la reunión N° 3.419 del 06 de junio de 2002.



construcción y automotriz y sus empleados y el mismo Tesoro Nacional. El sistema financiero se vio desestimulado para otorgar créditos al aparato productivo nacional⁴, pero muy particularmente al sector de créditos hipotecarios durante el año 2002, debido a la incertidumbre jurídica creada por una decisión judicial de tal magnitud, pero al mismo tiempo experimentó una reducción de las solicitudes de créditos en general como consecuencia de las confrontaciones creadas con la aprobación en el 2001 de la Ley de Tierras, las continuas invasiones de las mismas en ciertas regiones del país y la contracción generalizada del aparato productivo nacional. Esto afectó negativamente al sector construcción y al sector automotriz, al nivel de ingresos fiscales por derechos de registro inmobiliario, así como reorientó el uso de los escasos recursos financieros de la banca nacional, de la inversión productiva hacia la inversión financiera en títulos públicos. De hecho, el BCV reportó que la cartera de créditos en términos reales experimentó una caída del 25,9%, de los cuales los rubros crediticios que experimentaron la mayor disminución real fueron: préstamos al consumo de vehículos (39,2%), préstamos hipotecarios (33,5%) y préstamos comerciales (21,5%). Por otro lado, las inversiones en títulos valores experimentaron un incremento del 31,2%, especialmente el financiamiento al sector público, ya que el 58% de los títulos de la banca son emitidos por el gobierno, de los cuales 42,9% están denominados en bolívares y 15,1% en moneda extranjera. Mientras que para diciembre 2001 el 43,7% y el 16,4% del activo de la banca comercial y universal se destinaba a la cartera de crédito e inversiones en títulos valores respectivamente, para diciembre de 2002 un 37,7% se destinaba a los créditos y un 25% a las inversiones en títulos valores.

A pesar de estas fuerzas que impulsaban a la banca a adquirir títulos públicos, en el 2002 se produjeron otras fuerzas de mayor magnitud que impulsaban a la banca a no adquirirlos -como veremos más adelante – o al menos, impulsaban a la banca a no adquirirlos mediante los mecanismos tradicionales de subasta pública, sino a través de los mecanismos de adjudicación directa y dación en pago, o a través del mercado secundario.

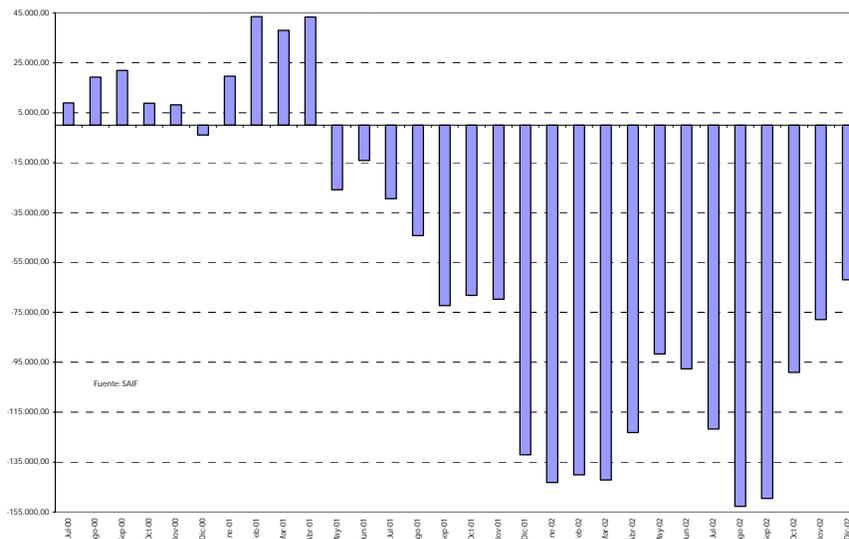
Segundo: El incremento de la fuga de capitales dado el clima de desconfianza en la economía nacional, con la consecuente reducción de liquidez disponible en el sistema financiero, lo que precipitó la modificación del régimen cambiario a principios del mes de febrero, reforzando la necesidad de asistencia crediticia a las instituciones financieras por parte del BCV sobre todo durante el primer semestre del año.

Tercero: La negociación en la Bolsa de Valores de Caracas⁵ de los títulos Vebonos a partir del mes de marzo, los cuales habían sido colocados en el mercado mediante el mecanismo de dación en pago, es decir fueron utilizados como medio de pago de una deuda previamente contraída, correspondiente a los pasivos laborales con los profesores universitarios provenientes de la Homologación de Sueldos y Salarios realizada durante los años 1998 y 1999. Aún cuando la cancelación de la deuda del Ejecutivo Nacional con los profesores universitarios (o con cualquier otro agente económico, como los contratistas del sector público) es un hecho plausible, el mecanismo que se utilizó (y que se empleó en el 2002 de manera mucho más intensiva) fue negativo tanto para la banca en general como para la Tesorería Nacional, aún cuando algunos agentes económicos pudiesen haber sido beneficiados. El costo desde el punto de vista social de la práctica de la dación en pago utilizando títulos públicos supera el beneficio de los particulares beneficiados con la cancelación de tales acreencias. Esta afirmación radica en el hecho de que se inundó al mercado con unos títulos altamente rentables en comparación a los que existían en el mercado y en comparación a los que se podían adquirir en el mercado primario acudiendo a una subasta regular. Por otro lado, las fuertes necesidades de efectivo de los profesores (y de los contratistas del gobierno) hace que éstos acudan al mercado secundario (mercado al detal) a vender sus títulos, a precios muy por debajo de su valor facial, e incluso a precios muy por debajo a los que se podía adquirir un título con características similares en el mercado primario (es decir el mercado mayorista). Ante un escenario como este, las instituciones financieras preferían acudir al mercado secundario antes que acudir al mercado primario para adquirir los títulos públicos, afectando negativamente los flujos de caja de la Tesorería Nacional. Por otro lado, la inundación del mercado de títulos públicos mediante los mecanismos de adjudicación directa y dación en pago impulsaron los precios de los títulos públicos en general hacia la baja, lo cual incrementó las pérdidas (no realizadas de capital) para el sistema financiero en general (tal como se observa en el Gráfico No. 1) reforzando nuevamente la renuencia a la adquisición de títulos en el mercado primario.

⁵ Correspondiente a la primera emisión de títulos Vebonos por un monto de 300.000 millones de bolívares realizada mediante la G.O. No. 5564 de fecha 24-12-2001 (emisión 511).



Gráfico 1
Ganancia / Pérdida No Realizada en Inversiones en Títulos Valores Disponibles para la Venta
(Millones de Bs.)



Cuarto: La profundización de la confrontación y polarización política nacional que precipitó los acontecimientos del primer y último trimestre del año, particularmente los paros petroleros, los hechos del 11 de Abril y del mes de diciembre, los cuales estimularon aún más la fuga de capitales y la reducción de la liquidez del sistema financiero.

Quinto: La denuncia que se hizo de conocimiento público el 08/08/2002 acerca de una adjudicación directa a CEDEL Casa de Bolsa, por 190.000 millones de bolívares en bonos DPN, la cual se realizó entre el 26 y el 29 de Julio de 2002. Dicha adjudicación sería pagada de manera poco ortodoxa: un 30% en efectivo y el 70% restante mediante la emisión de certificados de depósitos a plazo (a 60, 90 y 120 días) por parte del Banco Canarias y del Central Banco Universal⁶. Adicionalmente para el mismo día 08/08/2002, se convocó, de manera poco transparente a una subasta de bonos DPN en los mismos términos que la adjudicación realizada con CEDEL y otra para el día 09/08/2002⁷. La OAEF estimó en el informe presentado en el mes de septiembre que las pérdidas patrimoniales que sufrió la República como consecuencia de esta operación (sin incluir las pérdidas incurridas en las subastas de los días 08 y 09 de agosto) alcanzaban un monto de por lo menos 12.335,75 millones de bolívares. La OAEF logró identificar (ver informe No. 1002-044 presentado en noviembre) que antes del caso CEDEL se hicieron adjudicaciones directas de bonos (sobre todo en los meses de febrero y marzo) para las cuales no existía un precio de referencia reciente que sirviera de marcador a la operaciones, ya que los mismos no habían sido ofrecidos en las subastas que se estaban anunciando y no habían transacciones recientes de los mismos títulos en el mercado secundario, tal como sucedió con el caso CEDEL en el mes de Julio. Adicionalmente la OAEF observó que los títulos que se estaban utilizando para hacer éstas adjudicaciones directas pagaban tasas de interés mayores que las de los bonos que se estaban ofreciendo en las subastas.

Sexto: Durante todo el año 2002 se profundizó el problema de la poca transparencia en el manejo de la deuda pública, posiblemente ocasionado por los sucesivos cambios que experimentó el gabinete económico, lo cual normalmente conlleva un periodo de ajuste y de aprendizaje del funcionamiento del mercado y del marco legal.

⁶ Las tres entidades: CEDEL, Banco Canarias y Central Banco Universal tienen accionistas comunes, por lo cual esta transacción podía haberse considerado como una transacción entre un grupo de financiero, lo cual podría haber violado la Ley de Pro-competencia.

⁷ La OAEF presentó dos informes relacionados con el caso: Informe No. 0902-038 llamado "Informe sobre los aspectos financieros, económicos, y legales de la Adjudicación Directa de Bonos de la Deuda Pública Nacional realizada el día 26 de julio de 2002 que pertenecen a la Serie "Informes de Análisis" y el informe No. 1002-044 llamado "Observaciones al "Informe Final: Adjudicación Directa de Bonos de la Deuda Pública de fecha 27/07/2002 elaborado por la Comisión Permanente de Contraloría de la Asamblea Nacional" publicados en el mes de Septiembre y Noviembre respectivamente, explicando con detalle el caso. Los informes pueden ser consultados en nuestra página Web: www.oaef.gov.ve



Adicionalmente, cuando se revisa la redacción de los decretos de emisión de bonos que se publican en la Gaceta Oficial -los cuales son parte del marco legal que sustenta la colocación de bonos- se puede observar como el cambio sucesivo de ministros se ha manifestado en cambios importantes en la forma de redacción de los decretos, cambios que en general se han traducido en una desmejora progresiva en el marco legal, debido a que las modificaciones han hecho la redacción de la ley más ambigua y por lo tanto, más propensa a la interpretación discrecional del funcionario de turno. Para dar un ejemplo al lector, es importante señalar que los decretos de emisión publicados entre el 21/12/2000 y el 26/12/2001 en su mayoría clarificaron que la República recibiría **en todos los casos efectivo** a cambio de los títulos públicos (a menos que fuese un canje de deuda, en cuyo caso recibiría los títulos rescatados como forma de pago) lo cual fue un cambio positivo. Otro cambio positivo se observó en los decretos publicados entre el 16/05/2001 y el 18/12/2001 los cuales trataban de establecer desde el punto de vista legal, una curva de rendimiento acorde con los plazos de vencimiento de los bonos mediante la fijación del porcentaje de referencia sobre la TAM, es decir que se establecía una relación proporcional entre la madurez del bono y el rendimiento del mismo. A partir de los decretos publicados en Gaceta después del 22/12/2001 este último cambio al que hacíamos referencia es eliminado. Los decretos publicados en G.O. desde el 15/03/2002 en adelante empiezan a mostrar un deterioro importante del marco legal ya que presentan la afirmación de que los títulos podrán ser colocados en el mercado mediante mecanismos de subasta, **adjudicación directa o dación en pago**, y que se recibirá efectivo **cuando corresponda** - en los casos en que dicha colocación se hiciera mediante colocación primaria. Adicionalmente en los decretos publicados a partir del 15/08/2002 empieza a aparecer también que en el caso de que las colocaciones se hicieran con el mecanismo de reapertura la República recibiría efectivo **cuando corresponda**. Observamos también con preocupación como a partir del 18/10/2001 los decretos publicados en Gaceta empiezan a autorizar (de manera más frecuente) la emisión de títulos públicos en el mercado interno en bolívares, o **en su equivalente en euros, dólares americanos o el yen**. Todos estos cambios del marco legal son los que han permitido que se hicieran transacciones como la llevada a cabo con CEDEL en el mes de Julio, y la transacción del pagaré denominado en dólares con el Banco Industrial de Venezuela en el mes de diciembre⁸.

Cuadro No. 1
Formas de Colocación y Determinación de Precios de los Bonos Públicos en Venezuela

El Ministerio entrega bonos a cambio de:	Método de colocación: Subasta	Método de Colocación: Adjudicación Directa	¿Es una dación en pago?
1- Efectivo	Precio se fija mediante mecanismo de mercado. Ejemplo: Subastas semanales	Precio: puede tomar el de la subasta (ejemplo: colocación en la banca pública) o puede ser negociado entre las partes (como en el caso CEDEL)	No es una dación en pago
2- Un bien o un servicio	No aplica	Precio: puede tomar el de la subasta, puede ser negociado o puede ser fijado unilateralmente por el MF (como en el caso de los Vebonos o como en el caso de los contratistas)	Es una dación en pago
3- Otro Bono	Precio se fija mediante mecanismo de mercado. Ejemplo: Canjes del 2000 y 2001	Precio: puede tomar el de la subasta o puede ser negociado	Es un canje de un bono por otro y por lo tanto es una dación en pago
¿Son públicos los resultados?	SI	No (*)	

(*) A partir de Mayo del 2003 el BCV empezó a publicar algunas cifras

Es importante señalar que las leyes de endeudamiento anual sólo hacen referencia a la colocación de los bonos públicos mediante mecanismos de subastas y mecanismos de dación en pago, pero en ningún momento hacen referencia al mecanismo de adjudicación directa como la realizada con CEDEL. De la nueva redacción de los decretos de emisión no queda claro si se están tomando como procesos idénticos a la dación en pago y a la adjudicación directa, aún cuando ambos conceptos son diferentes (como se muestra en el Cuadro No.1). Por otro lado, la frase "efectivo cuando corresponda" que se ha agregado a los decretos podría ser interpretada de muchas formas, la primera, que cuando se coloquen mediante subasta se recibirá efectivo, ya que cuando se den como dación en pago

⁸ Para un análisis mas detallado de los problemas con el marco legal existente el lector puede revisar el informe No. 0902-038 al que se hizo referencia anteriormente, así como al "Informe sobre el Proyecto de Ley de Reforma Parcial de la Ley Orgánica de Administración Financiera del Sector Público, presentado por los Diputados Andrés Velásquez, Enrique Márquez, Elías Matta y Alfredo Ramos ante la Presidencia de la Asamblea Nacional en fecha 24-9-02" publicado en el mes de Octubre 2002.



no se recibiría nada, debido a que el Ejecutivo estaría cambiando una forma de deuda por otra. La segunda, que queda a potestad del funcionario decidir qué cosa se recibirá a cambio de los bonos colocados: bienes, servicios, efectivo, certificados de depósito, etc.

Son muchos los problemas que observamos se producen al permitir colocaciones mediante otros mecanismos que no sean subastas -inclusive las daciones en pago permitidas por la ley- ya que además de afectar negativamente al mercado secundario de títulos, y por lo tanto la posibilidad futura de colocarlos en el mercado primario, también crean muchos incentivos económicos que podrían incrementar los costos de financiamiento del gasto público, e inclusive podrían estimular actos de corrupción como los siguientes:

a) Si no hay un buen control por parte de la Contraloría General de la República y de la Asamblea, los funcionarios públicos que negocian directamente con los agentes adquirentes de bonos se pueden ver estimulados a **negociar** con ellos y adjudicarles directamente (sin pasar por una subasta) los títulos con grandes descuentos en relación con lo que el mercado estaría dispuesto a pagar por ellos y así obtener una ganancia personal.

b) Los títulos pueden ser utilizados para otorgar ayudas financieras disfrazadas a ciertas instituciones bancarias (posiblemente a cambio de una ganancia personal para el funcionario) para lo cual se coloca el título a un precio muy por debajo de lo que se pagaría el mercado. De esta forma la institución podría vender el título en el mercado secundario y obtener liquidez, o podría acudir al BCV solicitando ayuda financiera utilizando ese título como garantía. Este problema también puede existir con los mecanismos subastas si las mismas no están bien diseñadas para evitar las ofertas especulativas (precios muy por debajo del precio promedio ofertado), o si el mecanismo para decidir cuál será el precio mínimo (o precio de corte) que se aceptará en la subasta no está regulado (antes de la ejecución de la misma, pero sin hacerlo del conocimiento de las instituciones participantes) y por el contrario, queda a total discrecionalidad del funcionario que toma las ofertas y decide a cuáles instituciones les otorgará los bonos.

c) Si el Gobierno tenía presupuestado hacer una adquisición de materiales por 1000 millones de bolívares con un contratista y por falta de recursos en Tesorería le paga con bonos, muy seguramente tendrá que darle bonos por un valor facial mayor (por ejemplo 1400 millones) ya que tiene que tomar en cuenta que cuando el contratista acuda al mercado secundario tendrá que venderlo a un precio menor (por ejemplo a 71,43% para que el contratista pueda obtener efectivo equivalente a su factura). De esta manera se viola la Ley de Presupuesto y se produce la caída de los precios de los bonos en el mercado secundario, ocasionando una pérdida para el resto de los tenedores de bonos. Adicionalmente, debido a la falta de información en relación con las operaciones de dación en pago los mismos funcionarios públicos podrían negociar con los contratistas entregándoles bonos con un descuento todavía mucho mayor de tal forma que entre los dos -el contratista y el funcionario- obtengan una ganancia, sin que exista un marco legal que castigue tal operación ya que en la actualidad no está regulado el precio al cual se realizan las operaciones de dación en pago.

Si por el contrario, el Gobierno le paga al contratista (o a los profesores universitarios) con bonos por un valor facial igual al de la deuda, es decir por 1000 millones, entonces el contratista se verá con dificultades de liquidez o tendrá que incurrir en una pérdida si decide acudir al mercado secundario. Bajo estas expectativas en los próximos años el contratista cobrará un sobreprecio sobre los materiales tomando en cuenta la posibilidad de que le paguen con bonos.

En los Gráficos 2.a y 2.b se presentan las diferencias porcentuales entre los precios máximos y promedios y entre los precios mínimos y promedios para cada uno de los títulos negociados en el mercado secundario durante el 2002 y el 2003. Como se puede apreciar hubo un cambio fundamental en el mercado secundario a partir de finales del mes de julio 2002 (coincidiendo con la adjudicación a la casa de bolsa CEDEL) ya que a partir de esa fecha las variaciones porcentuales entre los precios comenzaron a ser cada vez más grandes. Esto lo que nos quiere decir es que había instituciones adquiriendo bonos a precios muy por encima del precio promedio (y por lo tanto estaban incurriendo en pérdidas), y habían instituciones pagando precios muy por debajo de los precios promedios del mercado (obteniendo grandes ganancias). Esas diferencias nos muestran que además de ser un mercado poco profundo y poco desarrollado, el mercado secundario de deuda venezolano comenzó a sufrir las consecuencias del uso de la información privilegiada por parte de algunas instituciones financieras en detrimento de otras, lo cual es una



consecuencia directa del uso abusivo de las daciones en pago y adjudicaciones directas de bonos de la deuda pública nacional. Esas diferencias tan grandes en los precios es lo que explica el incremento sustancial de las pérdidas para el promedio del sistema financiero –tal como se muestra en el Gráfico No. 1- y es lo que explica, como veremos más adelante, el por qué a partir del conocimiento del caso CEDEL las instituciones dejaron de ir a las subastas en el mercado primario y comenzaron a negociar directamente con el ministerio para realizar adjudicaciones directas, o sencillamente por qué comenzaron a acudir más frecuentemente al mercado secundario para obtener los títulos.

Gráfico 2.a
Diferencias porcentuales entre los precios máximos y promedios y los precios mínimos y promedios de las operaciones del mercado secundario de DPN durante el año 2002

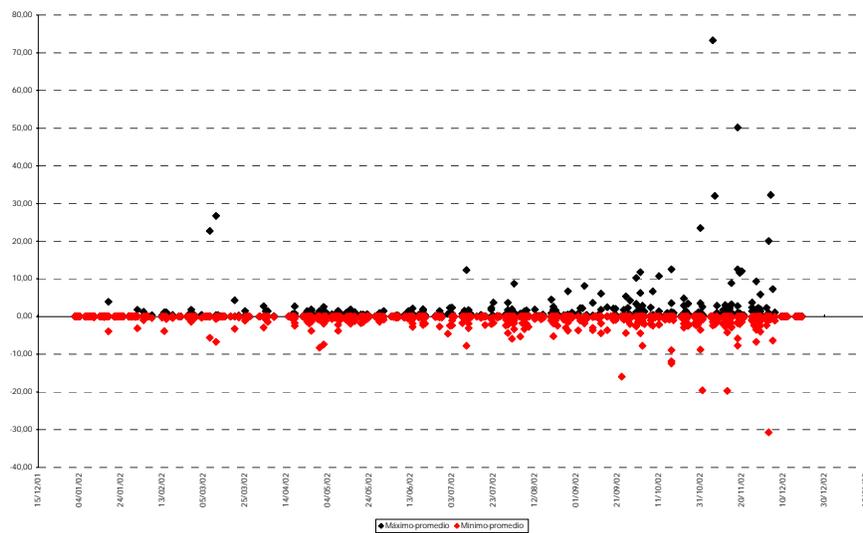
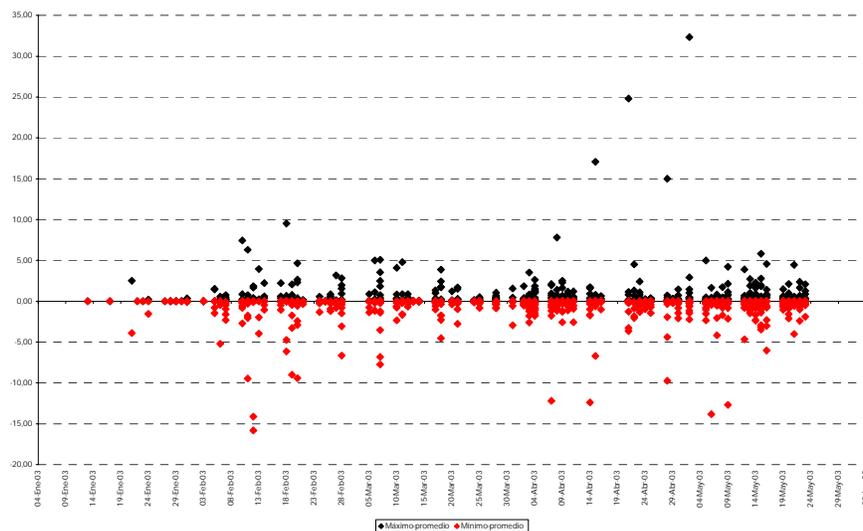


Gráfico 2.b
Diferencias porcentuales entre los precios máximos y promedios y los precios mínimos y promedios de las operaciones del mercado secundario de DPN durante el año 2003





Por todas las razones antes expuestas es que insistimos en que el mecanismo exclusivo de colocación de títulos públicos debe ser la subasta (**bien diseñada**) de lo contrario todos los otros mecanismos (nada transparentes) que se están utilizando en la actualidad incrementarán los costos del financiamiento y tenderán a bajar los precios de los títulos en el mercado secundario, afectando negativamente a todos los tenedores de bonos, reduciendo así las posibilidades reales futuras de colocar títulos públicos. La falta de transparencia en el manejo de la deuda se manifestó públicamente con el caso CEDEL, pero como ya lo mencionamos anteriormente no fue el primer caso. De hecho el mismo directorio del BCV manifestó en varias oportunidades su preocupación de lo que venía ocurriendo con el manejo de la deuda. Esta afirmación la hacemos en base a las siguientes citas textuales de la página Web del BCV (en la sección "Decisiones de Política Monetaria") las cuales son un resumen de las actas de las reuniones semanales del directorio del BCV:

REUNIÓN N° 3.421 DE FECHA 13 DE JUNIO DE 2002: Aprobar, con observaciones técnicas, las condiciones financieras de una operación de crédito público hasta por US\$ 200 millones, con un prestamista por determinar, y **ratificar al Ministerio de Finanzas que para un mejor cumplimiento de las funciones inherentes a este tema, se requiere conocer toda la información que permita efectuar una evaluación integral de cada operación de crédito público.**

REUNIÓN N° 3.431 DE FECHA 11 DE JULIO DE 2002

1. **Enviar una comunicación al Ministro de Finanzas por medio de la cual se enfatice la preocupación de los miembros del Cuerpo en cuanto a que las solicitudes de opinión sobre las condiciones financieras de las operaciones de crédito público dirigidas al BCV deben contener los elementos necesarios a objeto de que, desde el punto de vista técnico, permitan llevar a cabo de manera cabal la obligación legal del ente emisor de opinar sobre las referidas solicitudes.**

2. Abstenerse de opinar sobre la operación de crédito público interno por Bs. 65 millardos, solicitada por el Ministerio de Finanzas según comunicación N° F-882.

3. Enviar copia a la Asamblea Nacional, para su información, de las decisiones que adopte, en relación con las opiniones sobre las condiciones financieras de las operaciones de crédito público.

REUNIÓN N° 3.437 DE FECHA 30 DE JULIO DE 2002: Dirigirse por escrito al Ministro de Finanzas en relación con la operación de adjudicación directa de títulos de la Deuda Pública por Bs. 190.000.000 millones, con las observaciones técnicas correspondientes.

Séptimo: A los problemas mencionados anteriormente desde el punto de vista del marco legal hay que agregar que el caso CEDEL puso de manifiesto los vacíos legales que existen en materia de la regulación del crédito público, por cuanto a partir de la aprobación y entrada en vigencia de la Ley Orgánica de la Administración Financiera del Sector Público (LOAFSP) en el año 2000 y de la aprobación de la nueva Ley del BCV en el año 2001 se redujeron significativamente las facultades que tenían el BCV y la Asamblea Nacional. El BCV tenía la atribución de ser el único agente financiero del ejecutivo nacional en sus operaciones de crédito público, tanto internas como externas (modificada en el Art. 45 de la Ley del BCV vigente). Por otro lado, la LOAFSP eliminó otros 2 mecanismos de control que tenía el extinto Congreso: las operaciones de crédito público debían tener la **opinión favorable** (sobre las condiciones financieras de las operaciones) de las Comisiones Permanentes de Finanzas del Senado y de la Cámara de Diputados antes de ser llevadas a cabo. La LOAFSP aprobada en el 2000 sólo requiere que el BCV de una opinión **no vinculante** de las operaciones, mientras que la participación de la Asamblea se veía limitada a la aprobación de la ley de endeudamiento anual y a ser informada trimestralmente por parte del Ministerio de Finanzas. El TSJ reconoció en la sentencia del 24/09/2002 que el artículo 80 de la LOAFSP aprobada en el 2000 había limitado una atribución Constitucional que tenía la Asamblea en relación con la necesidad de que ésta aprobara cada una de las operaciones de crédito público que implicaran la realización de un contrato de interés público nacional con entes extranjeros, razón por la cual procedió a la modificación de la interpretación que debía dársele a dicho artículo, otorgándole nuevamente esta atribución a la Asamblea **en pleno**. El 19/12/2002 la Asamblea Nacional procedió a aprobar una reforma parcial de la LOAFSP para modificar (entre otras cosas) el artículo 80 de la LOAFSP, agregando que sería la Comisión Permanente de Finanzas, y no la Asamblea en Pleno la que tendría la atribución de autorizar todas las operaciones de crédito público, implicaran o no un contrato de interés público nacional.

Por otro lado, el caso CEDEL también puso de manifiesto el incumplimiento por parte del Ejecutivo Nacional en cuanto a la publicación de los reglamentos necesarios para la aplicación de la LOAFSP, particularmente el que se refiere a las operaciones de crédito público. La fecha tope que establece la LOAFSP para la publicación de los reglamentos era el 15 de marzo de 2001, y para el 25 de Mayo del 2003 todavía no se había publicado el reglamento de las operaciones de crédito público. La falta de este reglamento, la total discrecionalidad en la forma de redacción de los decretos de emisión, y el vacío legal total existente en la LOAFSP en cuanto a definiciones y procesos básicos a



seguir para la ejecución de las operaciones de endeudamiento público hacen difícil que la Contraloría General de la República, la Comisión Permanente de Finanzas o cualquier otro organismo regulador pueda controlar las operaciones de crédito público utilizando el marco legal existente, y sí adicionalmente no se entrega toda la información necesaria para que el BCV pueda hacer una evaluación certera de las operaciones antes de que las mismas sean ejecutadas. Así mismo se puso en evidencia que la Ley del Mercado de Capitales tampoco regula las transacciones con títulos de deuda pública, razón por la cual la Comisión Nacional de Valores tampoco podría ejercer su labor reguladora.

Octava: A raíz de que se hizo del conocimiento público la adjudicación directa a CEDEL, el sistema financiero se manifestó renuente a participar en las subastas de títulos convocadas en los días y meses subsiguientes (ver Cuadro 3, más adelante), y si lo hacía era ofreciendo precios que implicaban rendimientos al vencimiento entre el 45% y 60 %. Durante los meses de septiembre, noviembre y diciembre no se colocaron bonos DPN en el mercado primario mediante el mecanismo de subasta (exceptuando los canjes de deuda realizados en noviembre y diciembre de los cuales hablaremos más adelante), mientras que durante los meses de agosto y octubre se realizaron pequeñas colocaciones en comparación con los montos ofrecidos. Por otro lado, las pérdidas financieras por las inversiones en títulos valores que había venido experimentando el sistema financiero desde el año 2001 se vieron maximizadas en el mes de agosto (ver Gráfico 1) debido a que se inundó nuevamente el mercado con títulos otorgados a CEDEL que pagaban la tasa de interés más alta del mercado (después de los Vebonos) los cuales se podían adquirir en el mercado secundario con descuentos importantes. Adicionalmente, como dichos títulos fueron otorgados a instituciones que presentaban indicadores de fragilidad financiera y problemas de liquidez, el resto del sistema financiero tomó ventaja de ellos exigiéndoles grandes descuentos por los nuevos títulos a cambio de esa liquidez.

2.- Saldo de la Deuda Pública Interna:

La OAEF ha venido realizando estimaciones relacionadas con el saldo de la deuda pública interna al 31/12/2002 basadas en algunas fuentes oficiales como son el Ministerio de Finanzas y el BCV, así como en el seguimiento continuo que esta realizando esta Oficina sobre las colocaciones de bonos en el mercado nacional. Sin embargo, es importante resaltar la dificultad para hacer estimaciones de la deuda debido a que existen discrepancias entre algunas cifras presentadas por diferentes publicaciones del mismo Ministerio de Finanzas, como son los Boletines "Finanzas Opina", y la "Introducción al Informe contentivo de la Memoria y Cuenta del Ministerio de Finanzas correspondiente al Ejercicio Fiscal 2002, presentado ante la Asamblea Nacional", y las cifras presentadas en la página Web. También es necesario añadir que existen grandes discrepancias entre las cifras publicadas por el BCV y el ministerio, las cuales no son clarificadas metodológicamente por ninguna de las dos fuentes oficiales, así como la falta de información en relación con los montos, precios y fechas de las colocaciones realizadas mediante adjudicaciones directas y daciones en pago⁹. De igual manera es necesario recalcar la problemática que existe con la publicación de las cifras oficiales ya que no se cumple con el calendario de publicación de cifras oficiales relacionadas con la deuda por parte del Ministerio de Finanzas, ya que aún cuando para el mes de febrero del 2003 le correspondía haber publicado las cifras oficiales de cierre del año 2002, para finales del mes de abril sólo se habían publicado las cifras oficiales de la deuda hasta el mes de septiembre 2002, y finalmente para los últimos días del mes de mayo se publicaron las cifras oficiales del cierre del año 2002, las cuales se presentan en la última columna del Cuadro 2.

En el Cuadro No. 2 se presentan las estimaciones que la OAEF había realizado con la información disponible para finales del mes de abril (en las 2 penúltimas columnas), mientras que el resto de la información es oficial. Se presentan las dos columnas de estimación de la OAEF para mostrar las discrepancias que encontrábamos en las cifras oficiales. También se presentan 2 indicadores de la subestimación de la deuda interna de la OAEF. Como se puede observar entonces, la mayoría las estimaciones realizadas por la OAEF usando las cifras oficiales al 31/03/03 estaban subestimadas, sobre todo para los bonos DPN, y los pagarés en moneda extranjera.

⁹ A partir del mes de Mayo 2003, el BCV comenzó a publicar información acerca de las daciones en pago con DPN.



Aún cuando la cifra de stock de bonos DPN experimentó un crecimiento nominal del 39,24 la participación porcentual de los mismos sobre la deuda interna cayó, mientras que en el 2001 esa cifra era del 82,7%, para el cierre del 2002 esa cifra se sitúa en 78,83% de la deuda interna. Se observa una nueva clasificación correspondiente a los bonos extraordinarios los cuales fueron colocados mediante las operaciones de canje de 2002. Dichos bonos se llaman extraordinarios porque presentan una cláusula de máximo rendimiento, es decir una cláusula que le permite asegurar al comprador del bono que siempre obtendrá el máximo rendimiento entre una inversión denominada en bolívares generando intereses asociadas con la tasa TAM y una inversión denominada en dólares, generando intereses asociados a la tasa Libor a 3 meses más una prima de riesgo¹⁰. La categoría "Otros Bonos DPN denominados en bolívares" recoge una estimación de la OAEF del stock de deuda correspondiente a las colocaciones de bonos cero cupón hechas en el pasado, bonos de capitalización del Banco Industrial y otros bonos utilizados para cancelar acreencias entre las empresas públicas (básicamente las empresas de Guayana y las eléctricas) o para capitalizarlas.

Cuadro No. 2
SALDO DE LA DEUDA PUBLICA INTERNA
Al 31 de Diciembre de cada año

(Expresado en Millones de Bs.)

CONCEPTO	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002 al 30/06/02 MF	2002 al 30/09/02 MF	2002 al 31/12/02 OAEF y MF1	2002 al 31/12/02 OAEF y MF2	2002 al 31/12/02 MF (V)
a.- Tipo de cambio para la venta al último día hábil	476,50	504,50	564,50	648,25	699,75	763,00	1316,75	1475	1401,25	1401,25	1401,25
1.- Bonos DPN	236.204	519.157	834.094	2.621.493	5.714.731	8.713.044	8.605.678	9.443.464	10.556.271	10.556.271	12.132.235
1.1.- Bonos DPN Ordinarios a interés variable en Bs. (II)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	8.369.671	8.093.253	9.119.878	9.140.705	9.140.705	10.638.508
1.2.- Bonos DPN Extraordinarios a interés variable. (II)	-	-	-	-	-	-	-	-	1.193.530	1.193.530	1.193.530
1.3.- Otros Bonos DPN denominados en Bs. (II)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	343.373	512.425	323.586	222.036	222.036	300.198
2.- Bonos Fogade	450.000	250.000	200.000	-	-	-	-	-	-	-	0
3.- Bonos IVSS	21.368	21.368	21.368	21.368	14.368	7.368	7.368	7.368	-	-	0
4.- Bonos Residentes (III)	-	-	-	-	68.329	62.718	107.353	121.245	115.183	115.183	115.183
5.- Bonos del Tesoro	209.653	41.435	-	-	-	-	-	-	0	0	0
6.- Deuda con el BCV	1.126.661	1.318.860	917.073	737.944	768.007	808.315	1.012.306	1.077.555	1.082.423	1.082.423	1.042.601
6.1.- BCV Conversión de Deuda	37.073	37.073	37.073	37.073	37.073	37.073	37.073	37.073	37.073	37.073	37.073
6.2.- BCV Bonos Refinanciamiento	-	450.000	247.500	-	150.000	471.000	471.000	471.000	504.342	504.342	471.000
6.3.- BCV Bonos Macrotítulo	-	831.787	632.500	700.871	580.934	300.242	504.233	569.482	541.008	541.008	534.528
6.4.- BCV Colaterales	1.089.588	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
7.- Sub-Total Bonos de la Deuda Pública	2.043.886	2.150.820	1.972.535	3.380.805	6.565.435	9.591.445	9.732.705	10.649.632	11.753.877	11.753.877	13.290.019
8.- Pagars en Moneda Extranjera	-	-	-	-	-	61.958	253.141	413.297	392.632	392.632	861.506
9.- Banca Comercial	6.170	5.419	14.580	18.479	53.824	49.366	41.960	38.404	38.404	38.404	34.555
10.- Letras del Tesoro (IV)	167.022	0	290.165	109.541	375.173	829.145	1.080.245	1.653.262	1.167.648	1.167.648	1.201.987
11.- Total Deuda Interna Directa MF	2.217.078	2.156.239	2.277.280	3.508.825	6.994.432	10.531.914	11.108.051	12.754.595	13.352.561	13.352.561	15.388.067
12.- Total Deuda Interna Indirecta MF	9.800	7.900	40.324	43.465	12.223	4.086	3.396	3.214	3.214	3.214	3.214
13.- Total Deuda Pública Interna MF	2.226.878	2.164.139	2.317.604	3.552.290	7.006.655	10.536.000	11.111.447	12.757.809	13.355.775	13.355.775	15.391.281
14.- Deuda Pública Interna reportada por el MF (IV y V)	2.226.878	2.164.139	2.317.604	3.552.290	7.006.655	10.536.000	11.111.447	12.757.809	14.465.000	15.382.923	15.391.281
15.- Error de Sub-Estimación OAEF = (15)-(14)	-	-	-	-	-	-	-	-	1.109.225	2.027.147	-
Posibles fuentes de la diferencia de estimación:											
Vebonos segunda emisión (que aparece en G.O en diciembre 2002)									650.000	650.000	
Constitución del Fideicomiso en el BIV por 1.500 Millones de US\$, y sobre el cual se han emitido pagars a contratistas.									2.101.875	2.101.875	
16.- Total Deuda Pública Interna en Mill. de USD=(14)/(a)	4.673,41	4.289,67	4.105,59	5.479,81	10.013,08	13.808,65	8.438,54	8.649,36	10.322,93	10.978,00	10.983,97
4.1.- Bonos Residentes en Millones de USD = (4) / (a)					97,65	82,20	81,53	82,20	82,20	82,20	82,20
6.3.1.- BCV Bonos Macrotítulo en Millones de USD = (6.3)/(a)		1.648,74	1.120,46	1.081,17	830,20	393,50	382,94	386,09	386,09	386,09	381,47
8.1.- Pagars en Moneda Extranjera en Millones de USD = (8)/(a)						81,20	192,25	280,20	280,20	280,20	614,81

(I) Cifras Provisionales al 30/09/2002 del Ministerio de Finanzas

(II) Estimado por la OAEF

(III) Los Bonos Residentes se registraban en los años anteriores como Deuda Externa

(IV) Valores Reportados en la Introducción al Informe contentivo de la Memoria y Cuenta del Ministerio de Finanzas correspondiente al Ejercicio 2002, presentado ante la AN y cálculos OAEF.

(V) El Ministerio reporta una deuda interna de 14.465.000 millones de Bs. En la Introducción a la Memoria, mientras que el Boletín "Finanzas Opina del 03/04/2003" reporta que la deuda interna es de 10.978 millones de US\$, que al tipo de cambio de cierre de 1401,25 US\$/Bs. equivaldría a 15.382.922,5 millones de Bs.

La OAEF asume que el valor final se mantiene en los valores reportados por el MF al 30/09/2002

(VI) Cifras declaradas por el MF al 30/05/2003 en el informe "Situación y movimiento de la Deuda Pública Dic-02" y cálculos OAEF.

Fuente: Ministerio de Finanzas, BCV y cálculos OAEF

El incremento de la deuda interna total del 46% (en bolívares) se explica -además de los incrementos del stock de DPN en un 39,24% y de letras del tesoro en un 44,97%- por un efecto combinado entre el incremento en la

¹⁰ La OAEF presentó en el mes de Noviembre el "Informe sobre el programa de reordenamiento del Mercado de Deuda Interna" Serie IA 1102-048 donde se hacía un análisis de las posibles consecuencias del canje y de la inconveniencia de introducir este tipo de instrumentos en el mercado. Dicho informe se puede bajar de nuestra página Web: www.oaef.gov.ve



colocación de algunos títulos denominados en dólares (pagarés) y por el efecto que la depreciación del tipo de cambio ejerció sobre la valorización de otros conceptos denominados en dólares en el mercado interno (bonos residentes y bonos macrotítulos). El valor nominal colocado en pagarés denominados en dólares se incrementó en un 657%, pero al ser tomada en cuenta la depreciación este concepto presenta un incremento del 1.290,47% (en bolívares), al pasar de 61.958 millones de dólares en el 2001 a 861.506 millones de dólares, esto sin incluir totalmente el pagaré por 1.500 millones de dólares con el que se constituyó el fideicomiso en el Banco Industrial de Venezuela el 31-12-2002. El valor nominal (expresado en bolívares) de los bonos macrotítulos experimentó un incremento del 78% debido a la depreciación del tipo de cambio mientras que los bonos residentes lo hicieron en una magnitud de 83,65%. Como podrá observar el lector, los cambios en el marco legal tuvieron su efecto en los resultados presentados, porque esos cambios legales fueron los que permitieron un incremento de la deuda interna sustancial por concepto de pagarés denominados en dólares.

En el Cuadro No. 2 presentado anteriormente se ve la importancia relativa que tienen los bonos DPN a interés variable sobre el monto total de la deuda interna (conceptos 1.1 y 1.2 del Cuadro 2), es por ello que el comportamiento del mercado de éstos títulos es tan importante para las finanzas públicas. La OAEF ha venido haciendo un seguimiento de éstos conceptos a lo largo del año 2002 cuyo resultado se presenta en el Cuadro No. 3, donde se hace una descripción de cuál era el monto al 31-12-2001 por este concepto, y cuales han sido los montos colocados y rescatados. Dentro de los montos colocados se hace la diferenciación de cuánto ha sido colocado mediante mecanismos de subastas, cuánto mediante otros mecanismos (adjudicación directa y dación en pago), y cuánto se ha colocado mediante canjes. También se presentan las estimaciones de los montos rescatados mediante cancelación en efectivo al vencimiento y los montos rescatados mediante canjes.

Cuadro No. 3
Movimientos de Bonos Ordinarios y Extraordinarios a Interés Variable Durante el 2002
(Millones de Bs.)

Mes	Stock al final del mes	Colocación de Bonos DPN a Interés Variable					Rescate de Bonos DPN a Interés Variable			Variación Total del Stock (9)	Métodos de colocación como % del Total Colocado			Método de coloc. como % del Subtotal Colocado	
		(1) Subasta Normal	(2) Otro Mecanismo	(3) Subtotal (1)+(2)	(4) Subasta Canje	(5) Total Colocado (3)+(4)	(6) Por vencimiento	(7) Por Canje	(8) Total Rescate (6)+(7)		(10) Subasta Normal (1)/(5)	(12) Otro Mecanismo (2)/(5)	(11) Subasta por Canje (4)/(5)	(13) Subasta Normal (1)/(3)	(14) Otro Mecanismo (2)/(3)
Enero	8.181.500,28	49.431,00	27.000,00	76.431,00	0,00	76.431,00	264.601,75	0,00	264.601,75	-188.170,75	64,67	35,33	0,00	64,67	35,33
Febrero	8.142.336,06	4.177,00	44.658,78	48.835,78	0,00	48.835,78	88.000,00	0,00	88.000,00	-39.164,22	8,55	91,45	0,00	8,55	91,45
Marzo	8.155.676,92	0,00	23.840,86	23.840,86	0,00	23.840,86	10.500,00	0,00	10.500,00	13.340,86	0,00	100,00	0,00	0,00	100,00
Abril	7.986.995,70	15.000,00	22.292,58	37.292,58	0,00	37.292,58	205.973,80	0,00	205.973,80	-168.681,22	40,22	59,78	0,00	40,22	59,78
Mayo	8.061.870,13	121.460,00	138.635,59	260.095,59	0,00	260.095,59	185.221,16	0,00	185.221,16	74.874,43	46,70	53,30	0,00	46,70	53,30
Junio	8.093.253,20	49.400,00	172.315,75	221.715,75	0,00	221.715,75	190.332,68	0,00	190.332,68	31.383,07	22,28	77,72	0,00	22,28	77,72
Julio	8.498.960,87	1.500,00	469.585,61	471.085,61	0,00	471.085,61	65.377,94	0,00	65.377,94	405.707,67	0,32	99,68	0,00	0,32	99,68
Agosto	8.860.275,02	251.720,00	327.884,15	579.604,15	0,00	579.604,15	218.290,00	0,00	218.290,00	361.314,15	43,43	56,57	0,00	43,43	56,57
Septiembre	9.119.878,38	0,00	405.067,36	405.067,36	0,00	405.067,36	145.464,00	0,00	145.464,00	259.603,36	0,00	100,00	0,00	0,00	100,00
Octubre	8.892.229,10	11.000,00	0,00	11.000,00	0,00	11.000,00	238.649,28	0,00	238.649,28	-227.649,28	100,00	0,00	0,00	100,00	0,00
Noviembre	10.236.585,86	0,00	1.404.332,87	1.404.332,87	2.793.509,69	4.197.842,57	219.175,96	2.634.309,85	2.853.485,81	1.344.356,76	0,00	33,45	66,55	0,00	100,00
Diciembre	11.832.037,70	0,00	1.765.386,09	1.765.386,09	424.208,91	2.189.595,00	197.261,96	396.881,20	594.143,16	1.595.451,84	0,00	80,63	19,37	0,00	100,00
Total		503.688,00	4.800.999,65	5.304.687,65	3.217.718,60	8.522.406,25	2.028.848,53	3.031.191,04	5.060.039,58	3.462.366,67	5,91	56,33	37,76	9,50	90,50

Fuente: BCV, Ministerio de Finanzas y Cálculos y estimaciones de la OAEF basadas en las últimas informaciones recibidas al 30/05/03. Al 31/12/2002 se incluyen Bs. 526.754.283.150 de la segunda emisión de Vebonos

De acuerdo a las estimaciones de la OAEF al 31/12/2001 el stock de bonos (por conceptos 1.1 y 1.2 del Cuadro 2) era de 8.369.671,03 millones de bolívares, se rescataron Bs. 5.060.039,58 millones, y se colocaron 8.522.406,25 millones adicionales, de los cuales solo 503.688 millones fueron colocados mediante subastas normales. Denominamos "subasta normal" a aquellas colocaciones que se han efectuado mediante subastas, obteniendo efectivo a cambio (aunque incluimos en este concepto las dos subastas del 08/08 y del 09/08, las cuales son un híbrido atípico por cuanto el Gobierno recibió como contrapartida efectivo y certificados de depósito a 60,90 y 120 días). Presentamos las subastas de canjes aparte de las subastas normales porque con las primeras lo que se busca retrasar el pago de una deuda previamente contraída, mientras que con las segundas lo que se busca es obtener nuevos recursos financieros. Como se puede observar gran parte (90,5%) de las colocaciones (sin incluir los canjes) fueron realizados mediante otros mecanismos, y sólo un 9,5% fue colocado mediante subastas, sobre todo en los meses de febrero,



marzo, julio, septiembre, y el último trimestre del año, (tal como se podía esperar que reaccionara la banca después que se hiciera público el caso de CEDEL). Si se toman en cuenta los canjes, entonces según las estimaciones de la OAEF un 37,76 % fue colocado mediante canjes, un 5,91% mediante subastas normales y un 56,33% mediante otros mecanismos. El BCV en el "Informe a la Asamblea Nacional sobre los Resultados Económicos del Año 2002" (páginas 18 y 19) reportó que se colocó en DPN (un concepto más amplio que lo que la OAEF presenta en el Cuadro No. 3 porque incluye "otros bonos") el equivalente al 4,1% del PIB, mediante dación en pago 2,9% del PIB y 1,2% mediante subasta y adjudicación directa contra efectivo (sin incluir canjes), lo cual se traduce en que un 70,73% del monto total fue colocado mediante dación en pago y un 29,27% mediante subastas normales y adjudicaciones directas contra efectivo. Debido a que una parte importante fue colocada mediante los canjes de noviembre y diciembre pasaremos ahora a analizar dichos canjes.

3.- Canjes de Noviembre y Diciembre 2002¹¹:

El 1/11/2002 el Ministerio de Finanzas le solicitó al BCV la opinión sobre la operación de Reordenamiento de la Deuda Interna (de acuerdo al artículo 86 de la LOAFSP). El BCV pronunció las mismas inquietudes que había expresado la OAEF en el mes de noviembre: 1) Que la introducción de mecanismos de indexación para el pago de la deuda incentiva la propagación de estos mecanismos para el resto de la deuda pública y para el resto de la economía, en detrimento de la unidad monetaria de la República. 2) Que el mejoramiento del perfil de la deuda depende no sólo de la extensión de los vencimientos, sino de que se tomen las medidas que permitan asegurar la viabilidad fiscal, por lo que la propuesta **sólo conducía al alivio temporal** de la situación de las finanzas públicas. 3) Que la cláusula de cobertura cambiaría de los bonos extraordinarios asegura al tenedor del bono que la ecuación de arbitraje entre las tasas internas y externas de interés y la depreciación de la moneda durante toda la vida del bono y que esta cobertura **siempre actuara generando una mayor erogación de fondos para el fisco** para compensar el mayor plazo de los bonos. 4) Que no se especificaba en las condiciones financieras sobre las cuales se le solicitó opinión al BCV el método para fijar el precio de los bonos que recibiría la República, y que en todo caso el precio debía obedecer a las realidades del mercado para no crear distorsiones o efectos negativos sobre patrimonio nacional. Este último punto es fundamental ya que el mecanismo de fijación de precios afectaría la participación de las instituciones en la subasta, y afectaría el nivel de la deuda, sin embargo el mecanismo no se conoció sino muy pocos días antes de la primera operación de canje, limitándose de esta manera la posibilidad de un pronunciamiento por parte del BCV y de la OAEF acerca del mismo.

Según las estimaciones de la OAEF, de un stock de Bs. 10.450.573.519.358 con vencimientos entre el 6/12/2002 y el 24/04/2008, se escogieron títulos por un monto nominal de Bs. 9.244.502.569.358 (un 88,46%) para ser sometidos al canje (ver Cuadro 4). El Stock de bonos que se utiliza para el análisis incluye sólo los conceptos 1.1, 1.2, 3, y 6.2 presentados en el Cuadro No. 2¹². Del monto de los elegibles para canje Bs. 4.829.607.872.543 vencían entre dic-2002 y dic-2003 (un 52,24%) mientras que Bs. 4.414.894.696.815 vencían entre el 2004 y el 2005 (un 47,76%), el monto restante que no fue elegido para ser sujeto de canjes está constituido por bonos en manos del BCV, los Vebonos, el Instituto Venezolano de los Seguros Sociales, y otras instituciones públicas (no financieras). No obstante lo dicho anteriormente, no todos los bonos elegibles podían participar en el canje debido a que algunas instituciones financieras tenían los bonos comprometidos con el BCV por operaciones de mercado abierto o como garantía a las operaciones de asistencia crediticia realizadas con anterioridad al canje. Se realizaron 3 convocatorias: la primera con fecha de pacto 21/11/2002 para canjear los bonos con vencimiento entre el 2004 y el 2005; la segunda con fecha de pacto el 26/11/2002 para canjear bonos con vencimientos entre el dic-2002 y dic-2003; y la tercera y cuarta convocatoria con fecha de pacto 05/12/2002 para canjear bonos con vencimiento entre el 08/12/2002 y el 01/06/2005 que no hubiesen sido canjeados mediante el primer y segundo canje. En el Cuadro No. 4 se presentan los rescates, las colocaciones (hasta el 05/12/2002), los incrementos del stock, la estructura de las colocaciones, la programación de los pagos futuros a realizar (sólo incluyendo los bonos colocados hasta el 05/12/2002, y los canjes del 2002) de acuerdo a varios escenarios de tasa de interés; los incrementos en los pagos a realizar como consecuencia de los

¹¹ Un análisis detallado fue presentado en el "Informe sobre el programa de reordenamiento del Mercado de Deuda Interna" Serie IA 1102-048. Dicho informe se puede bajar de nuestra página Web: www.oaef.gov.ve

¹² Es decir, se incluyen sólo los bonos que publica el BCV en los Cuadros I.4.12, I.4.13 y II.3 del boletín mensual.



canjes, (todos los valores sin descontar) y los montos colocados mediante dación en pago y adjudicación directa entre el 21/11/2002 y el 05/12/2002¹³.

Cuadro No. 4
Variación del Stock y de los Flujos de Pagos Futuros a partir del 05/12/2002 como
Resultado de los Canjes de Noviembre y Diciembre 2002

	Valor Nominal del Stock Inicial al 21/11/2002	Valor Nominal de los bonos intercambiados en Noviembre 2002 (Bs.)				Variación Abs. Del Valor Nominal del Stock al 26/11/2002	Valor Nominal del Stock Final al 26/11/2002
		Sujeto (retirados)	Objeto (colocados)				
			Total	Ordinarios	Extraordinarios		
Dic-02	293.199.097.469	88.569.133.926	0	0	(88.569.133.926)	204.629.963.543	
2003	4.543.776.775.074	1.017.835.632.114	0	0	(1.017.835.632.114)	3.525.941.142.960	
2004	3.409.763.922.591	1.184.437.145.026	590.729.600.679	590.729.600.679	(593.707.544.347)	2.816.056.378.244	
2005	1.732.833.724.224	343.467.934.951	892.422.305.213	892.422.305.213	548.954.370.262	2.281.788.094.486	
2006	150.000.000.000	0	755.867.786.578	330.445.786.578	425.422.000.000	905.867.786.578	
2007	0	0	554.490.000.000	0	554.490.000.000	554.490.000.000	
2008	321.000.000.000	0	0	0	0	321.000.000.000	
Total	10.450.573.519.358	2.634.309.846.017	2.793.509.692.470	1.813.597.692.470	979.912.000.000	159.199.846.453	10.609.773.365.811
	Valor Nominal del Stock Inicial al 05/12/2002	Valor Nominal de los bonos intercambiados en Diciembre 2002 (Bs.)				Variación Abs. Del Valor Nominal del Stock al 05/11/2002	Valor Nominal del Stock Final al 05/11/2002
		Sujeto (retirados)	Objeto (colocados)				
			Total	Ordinarios	Extraordinarios		
Dic-02	204.629.963.543	0	0	0	0	204.629.963.543	
2003	3.630.280.900.163	303.102.059.664	0	0	(303.102.059.664)	3.327.178.840.499	
2004	2.816.897.119.188	91.850.323.591	105.717.186.817	105.717.186.817	13.866.863.226	2.830.763.982.414	
2005	2.281.788.094.486	1.928.815.705	102.827.488.831	102.827.488.831	100.898.673.126	2.382.686.767.612	
2006	905.867.786.578	0	2.046.233.952	2.046.233.952	2.046.233.952	907.914.020.530	
2007	554.490.000.000	0	213.618.000.000	0	213.618.000.000	768.108.000.000	
2008	321.000.000.000	0	0	0	0	321.000.000.000	
Total	10.714.953.863.958	396.881.198.960	424.208.909.600	210.590.909.600	213.618.000.000	27.327.710.640	10.742.281.574.598
Pagos Futuros por Concepto de Capital e Intereses por DPN (Sin Descontar) después del Canje de Dic-2002 según TAM (Bs.)							
	Solo Capital	27%	30%	35%	40%	45%	Colocados entre el 21/11/02 y el 05/12/2020
Dic-02	204.629.963.543	398.763.348.959	398.763.348.959	398.763.348.959	398.763.348.959	398.763.348.959	0,00
2003	3.327.178.840.499	5.899.982.968.498	6.011.216.837.820	6.196.606.620.025	6.381.996.402.229	6.567.386.184.434	104.339.757.203
2004	2.830.763.982.414	4.360.836.084.690	4.530.006.133.091	4.811.956.213.759	5.093.906.294.428	5.375.856.375.096	840.740.944
2005	2.382.686.767.612	3.256.880.779.310	3.353.280.808.388	3.513.947.523.517	3.674.614.238.646	3.835.280.953.775	0
2006	907.914.020.530	1.236.646.149.520	1.273.067.774.963	1.333.770.484.035	1.394.473.193.107	1.455.175.902.179	0
2007	768.108.000.000	890.196.470.995	903.761.856.661	926.370.832.772	948.979.808.882	971.588.784.992	0
2008	321.000.000.000	360.009.137.248	364.343.485.831	371.567.400.136	378.791.314.441	386.015.228.746	0
Total	10.742.281.574.598	16.403.314.939.219	16.834.440.245.713	17.552.982.423.203	18.271.524.600.692	18.990.066.778.182	105.180.498.147
Variación de los Pagos Futuros Totales de Capital e Intereses (Sin descontar) debido a los Canjes según TAM (Bs.)							
	Var. Capital						
Por Canje de Nov-02	1.348.924.843.068	1.467.622.084.867	1.665.450.821.199	1.863.279.557.531	2.061.108.293.862	159.199.846.453	
Por Canje de Dic-02	251.939.906.128	276.849.472.585	318.365.416.680	359.881.360.776	401.397.304.871	27.327.710.640	

(*) Los pagos incluyen los intereses caídos netos a cancelar por el BCV a las instituciones como resultado de los canjes.

(**) La TAM utilizada hasta junio 2003 es la publicada por el BCV para cada instrumento. La TAM que se asume es para los pagos a realizar a partir del 01/07/2003 en adelante.

Fuente: BCV, Ministerio de Finanzas y cálculos y estimaciones de la OAEF.

Llama la atención el hecho de que teniendo mayor urgencia de canjear los bonos con fechas de vencimiento entre el 2002 y el 2003, se optara por comenzar los canjes con los bonos con fechas de vencimiento entre el 2004 y el 2005. Esto es importante porque una vez que se publican los resultados de la primera convocatoria, los agentes que tenían los bonos de la segunda operación (los que tenían vencimientos más próximos) tendrían mayor poder de negociación. En todo caso, el Reordenamiento hubiese sido menos costoso bajo el mecanismo de subasta si no se hubiesen publicado los resultados del primer canje antes de realizar el segundo, o si se hubiesen realizado ambos el mismo día. Por otro lado no se entiende a primera vista cual era la razón para hacer un canje de bonos con vencimientos entre el 2004-2005 si el objetivo era disminuir la presión sobre las finanzas públicas; como se ve del Cuadro No. 4 gran parte de lo que se logró rescatar en el periodo 2004-2005 (en el canje 1 y en el 3-4 se retiraron bonos con vencimientos en el 2004-2005), por lo que se incrementaron los pagos en el corto plazo por concepto de intereses por unos bonos que vencían en el mediano plazo, debido al incremento del stock sobre el cual se calcularían los intereses como veremos más adelante, lo cual fue, a nuestro parecer innecesario. El Cuadro No. 4 muestra que si la tasa de interés entre julio 2003 y dic-2008 se mantiene en 35%, mientras que las tasas entre dic-2002 y junio 2003

¹³ La OAEF está realizando los cálculos para la programación de los pagos incluyendo las colocaciones hechas después del 05/12/2002 y mediante los canjes efectuados en el 2003, pero para el momento de la realización de este informe no se disponía de toda la información. Próximamente estaremos elaborando un boletín de seguimiento donde se incluirá esa información.



son las que ha publicado en BCV para cada bono, entonces se incrementó el servicio de la deuda en 1.665.450,82 millones de bolívares por efecto de los dos canjes de noviembre, mientras que por efecto de las colocaciones entre los canjes y por el canje de diciembre se incrementó el servicio de la deuda adicionalmente en 318.365,41 millones de bolívares. Es decir que aunque los pagos por concepto de capital entre dic-2002 y dic-2004 disminuyen, tal como se observa en el Gráfico 5, los pagos por concepto de intereses se incrementan de manera sustancial a partir del 2003, mientras que los pagos por concepto de capital comienzan a acelerarse a partir del 2004. El efecto total es una disminución del servicio de deuda para el 2002 y 2003, con un incremento importante del servicio para los años posteriores.

Gráfico 3
Pagos de Capital e Intereses por DPN Asumiento una TAM de 35%
Bonos con Vencimiento entre el 06/12/2002-24/04/2008

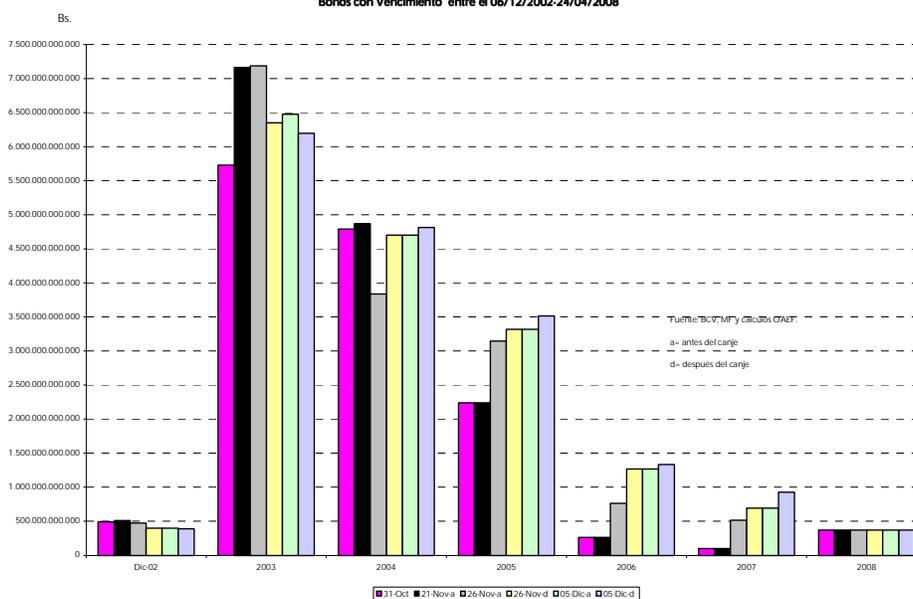
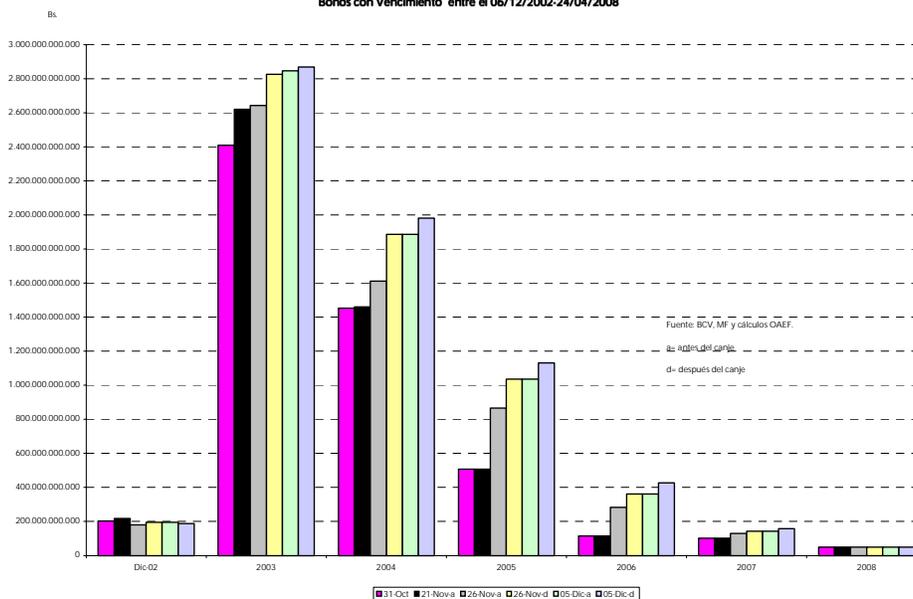
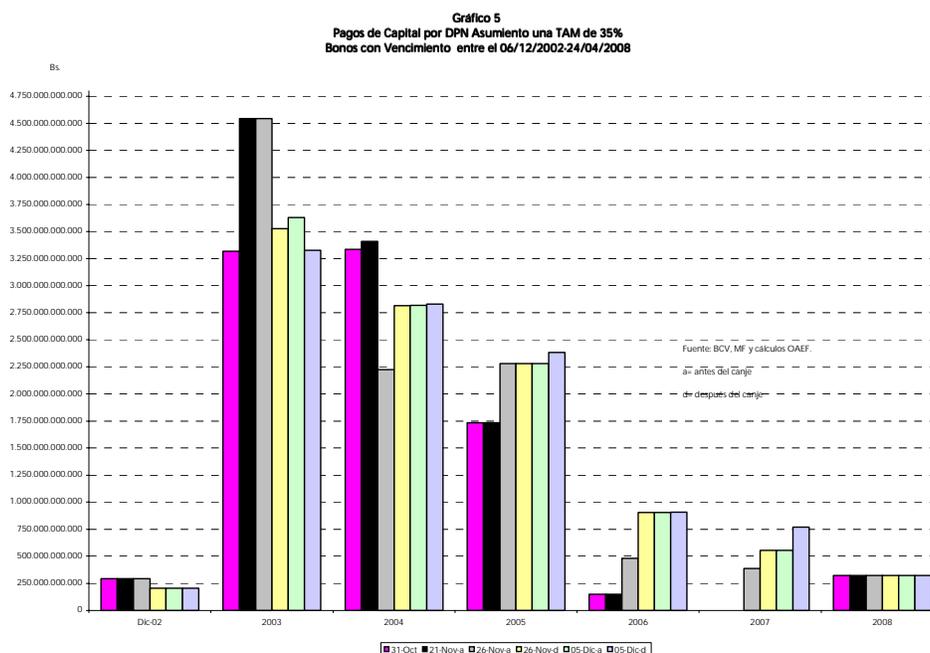


Gráfico 4
Pagos de Intereses por DPN Asumiento una TAM de 35%
Bonos con Vencimiento entre el 06/12/2002-24/04/2008





Los gráficos 3, 4 y 5 muestran el comportamiento de los pagos totales, por capital y por intereses (sin descontar) correspondiente al stock de bonos DPN colocados en el mercado interno con vencimientos entre el 06/12/2002 y el 24/04/2008, detallando cual era la situación antes de cada canje y cual sería la situación después de cada canje, incluyendo solo las colocaciones realizadas hasta el 05/12/2002. Los gráficos muestran los pagos a realizar dado el stock de deuda al 31-oct, al 21-nov antes del primer canje, al 26-nov antes del segundo canje, al 26 de nov después del segundo canje, al 05-dic antes del tercer canje, y por último al 5-dic después del tercer canje.



En el Cuadro No. 5 se muestran otros indicadores más específicos y se establece una comparación entre los resultados de los dos canjes de noviembre por separado, los dos canjes de noviembre juntos y luego para el canje de diciembre, asumiendo que la tasa TAM a partir de julio-2003 será de un 35%. El análisis para saber cuál fue el impacto de cada canje debe tomar en cuenta cómo se comportan varias variables antes y después del canje: variación del valor nominal del stock total de la deuda, nueva estructura de vencimientos, la variación en el porcentaje de referencia¹⁴ promedio a pagar por la deuda total, número de días extendidos con los bonos colocados, variación del pago total por capital e intereses durante el período 06/12/2002-24/04/2008. En el 1er. canje de noviembre se incrementó el valor nominal de los bonos colocados (línea 8) en un 5,31% con respecto a los bonos retirados, mientras que para el canje 2 el incremento fue de 7,05% y para el canje 3-4 fue de 6,89%. En el 1er canje de noviembre un 24% de los bonos colocados fueron bonos extraordinarios, mientras que para el 2do. canje de noviembre y para el de diciembre ese porcentaje se ubicó en 50,12% y 50,36% respectivamente. Es decir que un primer efecto del canje fue el incremento del stock de deuda a pagar a lo largo del período, aún cuando el capital a pagar entre dic-2002 y dic-2004 haya disminuido (ver Gráfico 5 anterior). Por otro lado, dado que un monto importante de los bonos colocados son extraordinarios (con cláusula cambiaria) los montos a pagar presentados aquí podrían estar bastante subestimados ya que no se estaría tomando en cuenta el efecto de la depreciación del tipo de cambio y el comportamiento de las tasas Libor a lo largo del período, los cuales determinarán los pagos extraordinarios que al final de cada año (hasta su vencimiento) tendrán que realizarse en el caso de que los intereses de la inversión en dólares superaran los intereses de los bonos en bolívares.

¹⁴ El Porcentaje de referencia es el porcentaje que se multiplica por la tasa activa del mercado (TAM) para obtener la tasa de interés que cancelará cada emisión de bono (exceptuando algunos que se guían por la tasa de las letras del tesoro) por lo que a mayor porcentaje de referencia mayor será la tasa de interés que paga un bono, para una misma tasa TAM.



ASAMBLEA NACIONAL

Oficina de Asesoría Económica y Financiera

Cuadro No. 5
Indicadores de resultados de los diferentes canjes realizados en el año 2002

INDICADORES DE LOS DIFERENTES CANJES	Canje 1	Canje 2	Noviembre	Diciembre
	Reord. 1	Reord. 2	Canjes 1-2 Reord. 1-2	Canje 3-4 Reord. 3-4 (*)
Fechas de los Canjes	21/11/2002			
	21/11/2002	26/11/2002	26/11/2002	05/12/2002
El stock incluye los bonos que vencen en el periodo comprendido entre (a) ---->	(06/12/02-24/04/08)	(06/12/02-24/04/08)	(06/12/02-24/04/08)	(06/12/02-24/04/08)
1.Fecha de evaluación	05/12/2002	05/12/2002	05/12/2002	05/12/2002
2.-Días entre la fecha del canje y la fecha de vencimiento del primer bono sujeto de canje	15	10	15	1
3.-Intereses caldos netos a pagar por el BCV a las instituciones (Bs.)	44.837.032.282	34.178.030.136	79.015.062.418	6.205.077.008
4.-Valor nominal de bonos (sujeto) retirados (Bs.)	1.527.905.079.977	1.106.404.766.040	2.634.309.846.017	396.881.198.960
5.-Valor nominal de bonos (objeto) colocados (Bs.)	1.609.109.091.791	1.184.400.600.679	2.793.509.692.470	424.208.909.600
6.- Valor nominal de bonos (objeto) colocados Extraordinarios (Bs.)	386.241.000.000	593.671.000.000	979.912.000.000	213.618.000.000
7.-Variación absoluta del valor nominal de los bonos canjeados (Bs.)	81.204.011.814	77.995.834.639	159.199.846.453	27.327.710.640
8.-Variación relativa del valor nominal de los bonos canjeados (%)	5,31	7,05	6,04	6,89
9.-Valor nom. de bonos Extraordinarios colocados / Valor Nom. De Bonos colocados (%)	24,00	50,12	35,08	50,36
10.-Valor nom. de bonos Extraordinarios colocados / Valor Nom. De Bonos retirados (%)	25,28	53,66	37,20	53,82
11.-Stock total (Valor Nominal) de DPN a interés variable antes del canje (Bs.)	10.450.573.519.358	10.531.777.531.172	10.450.573.519.358	10.714.953.863.958
12.-Stock total (Valor Nominal) de DPN a interés variable después del canje (Bs.)	10.531.777.531.172	10.609.773.365.811	10.609.773.365.811	10.742.281.574.598
13.-Variación absoluta del Stock después del canje (Bs.)	81.204.011.814	77.995.834.639	159.199.846.453	27.327.710.640
14.-Variación relativa del Stock después del canje (%)	0,78	0,74	1,52	0,26
15.-Porcentaje de referencia promedio de los bonos (sujeto) retirados	89,2479	87,1418	88,3634	89,8407
16.-Porcentaje de referencia promedio de los bonos (objeto) colocados	88,7998	85,6979	87,4846	87,4822
17.-Variación absoluta del porcentaje de referencia promedio de los bonos canjeados (colocados-retirados)	-0,4481	-1,4440	-0,8787	-2,3586
18.-Porcentaje de referencia promedio del stock antes del canje	88,4584	88,3921	88,4584	88,2143
19.-Porcentaje de referencia promedio del stock después del canje	88,3921	88,2109	88,2109	88,1198
20.-Variación absoluta del porcentaje de referencia promedio del stock	-0,0663	-0,1811	-0,2474	-0,0945
21.-Días prom. para madurez de los bonos retirados a partir de la fecha de evaluación (antes del canje)	657,73	166,44	448,49	385,33
22.-Días prom. para madurez de los bonos colocados a partir de la fecha de evaluación (después del canje)	1.153,44	930,49	1.056,03	1.209,62
24.-Variación absoluta de días promedio para madurez (colocados-retirados)	495,71	764,04	607,54	824,29
25.-Días promedio para madurez del stock a partir de la fecha de evaluación (antes del canje)	515,61	592,40	515,61	670,03
26.-Días promedio para madurez del stock a partir de la fecha de evaluación (después del canje)	592,40	674,56	674,56	701,85
27.-Variación absoluta de los días promedio para madurez del stock	76,79	82,16	158,96	31,83
28.- Pago total por capital e intereses del stock antes del canje (TAM 35%, sin descontar)	15.521.615.676.116	16.339.987.547.469	15.521.615.676.116	17.234.617.006.522
29.-Pago total por capital e intereses del stock después del canje (TAM 35%, sin descontar)	16.339.987.547.469	17.187.066.497.314	17.187.066.497.314	17.552.982.423.203
30.- Variación Absoluta de los Pagos Totales por Capital e Intereses = (29)-(28)	818.371.871.354	847.078.949.845	1.665.450.821.199	318.365.416.680
31.-Variación Absoluta del pago de intereses	737.167.859.540	769.083.115.206	1.506.250.974.746	291.037.706.040
32.- Costo del Canje A = (30) / (4) * 100	53,5617	76,5614	63,2215	80,2168
33.- Costo del Canje B = (7) / (4) * 100	5,3147	7,0495	6,0433	6,8856
34.- Costo del Canje C = (30) / (24)	1.650.915.295	1.108.680.654	2.741.305.462	386.230.625
35.-Costo del Canje D= (30) / (27)	10.656.642.387	10.309.995.171	10.477.467.291	10.003.118.490
36.-Variación % de los Pagos Totales	5,2725	5,1841	10,7299	1,8472
37.-Variación % de días promedio para madurez (colocados-retirados)	75,3665	459,0414	135,4632	213,9153
38.-Costo Relativo del Canje= (36) / (37) * 100	6,9958	1,1293	7,9209	0,8635

(*)El stock incluye las adjudicaciones directas y daciones en pago (estimadas por la OAEF) realizadas entre el 21/11/2002 y el 05/12/2002

(a) No se incluye la segunda emisión de Vebonos.

(b) Marzo y Abril no incluyen estimaciones de las colocaciones mediante adjudicación directa y dación en pago efectuadas entre el 28/02/2003 y las fechas de canjes.

Fuente: BCV, Ministerio de Finanzas y cálculos de la OAEF.

Por otro lado, los tres canjes disminuyeron los porcentajes de referencia promedio a ser aplicado a la tasa TAM (línea 17), sobre todo en el canje de diciembre, por lo que se disminuye uno de los factores que determinan la magnitud de los intereses a cancelar. No obstante lo dicho anteriormente, vemos (línea 31) que la variación del pago por concepto de intereses aumenta con los canjes debido a que el aumento del stock (línea 13) sobre el cual se calcularán intereses superó a la caída de la tasa de interés (ver también el Gráfico 4 anterior). En la línea 24 se presenta el número de días en que se extendió el vencimiento promedio de los bonos colocados con respecto de los bonos que fueron retirados (contados a partir del 05/12/2002 para hacer los tres canjes comparables), por lo que se ve que en promedio el canje de diciembre logró extender por más tiempo (824,29 días) el vencimiento, siguiéndole el 2do. canje de noviembre. Sin embargo, el canje que logró extender por más tiempo el vencimiento del stock total (el cual incluye el resto de los bonos, y no solamente los colocados) fue el 2do. canje con 82,16 días. Por el lado del incremento de los pagos totales por servicio de deuda (ver líneas 30 y 36), aunque el 2do. canje fue más costoso que el 1er. canje en términos absolutos, en términos relativos lo fue menos ya que incrementó el valor de los pagos en un 5,18% mientras que el segundo canje lo hizo en 5,27%.



En las líneas 32-38 se presentan otros indicadores de costos. El Costo de Canje A mide el incremento de los pagos totales (capital e intereses) por cada 100 Bs. de bonos retirados; Costo de Canje B mide el incremento del capital por cada 100 Bs. en bonos retirados; el Costo del C mide el incremento de los pagos totales por día extendido (en promedio) para la madurez de los bonos intercambiados; el Costo del Canje D mide el incremento de los pagos totales por día extendido (promedio) para la madurez del stock total de deuda. El Ministerio de Finanzas reportó en Noviembre que el costo de los canjes de noviembre (ambos 1 y 2) fue de 0,06 bolívares por cada bolívar extendido (o de manera equivalente, 6 bolívares por cada 100 bolívares extendidos) el cual es el monto calculado por la OAEF como Costo del Canje B (que se presenta para los dos canjes de nov. de manera conjunta). Como se puede observar este indicador sólo toma en cuenta el incremento del capital (o stock), pero no toma en cuenta el incremento de los pagos por concepto de intereses. Si se tomara en cuenta los intereses, entonces se tendría que decir que el costo de los canjes de noviembre fue 63,22 bolívares por cada 100 bolívares extendidos, mientras que para el de diciembre sería de 80,21 bolívares por cada 100 bolívares extendidos.

Finalmente, el indicador que consideramos más representativo del costo de cada canje es el que denominamos como Costo Relativo del Canje (línea 38). Este indicador mide en cuánto se incrementó el monto total a pagar por la deuda por cada incremento de un 1% en los días para el vencimiento de los bonos canjeados.

$$\text{Costo relativo del canje} = \frac{\text{Variación \% de los pagos totales}}{\text{Variación \% de los días extendidos de los bonos canjeados}}$$

$$\text{Costo relativo del canje} = \frac{\frac{\text{Pagos totales después del canje} - \text{Pagos totales antes del canje}}{\text{Pagos totales antes del canje}}}{\frac{\text{Madurez promedio de los bonos colocados} - \text{Madurez promedio de los bonos retirados}}{\text{Madurez promedio de los bonos retirados}}}$$

Este indicador relativo de costo nos indica en qué medida se incrementan los costos por día extendido, tomando en consideración la importancia relativa de los vencimientos de corto plazo, ya que no es lo mismo extender el promedio de vencimientos en 20% para unos bonos que se vencerán dentro de dos años, que extender el promedio de vencimientos en 20% de unos bonos que se vencerán dentro de 2 meses, o inclusive dentro de un día. Es de esperar que el costo del canje sea mayor a medida que los vencimientos de los bonos retirados sean más próximos a la fecha del canje (tal como lo muestra el Costo A en el Cuadro 5, y la línea 2), por lo que la medida de costo relativo debe tomar en cuenta la proximidad de los vencimientos (o la urgencia financiera) al realizar el canje. El 1er. canje efectuado en noviembre incrementó los pagos futuros en un 5,27% a cambio de extender los vencimientos de los bonos canjeados en un 75,36%, por lo que el indicador del costo relativo para este canje es de 6,99%. El 2do. canje de noviembre incrementó los pagos futuros en un 5,18% a cambio de extender los vencimientos de los bonos canjeados en un 459,04%, por lo que el indicador del costo relativo para este canje es de 1,129%, y finalmente para el canje de diciembre el indicador relativo es de 0,86%. De este indicador se concluye que el canje de diciembre fue el menos costoso de los tres realizados en el 2002, mientras que el 1er canje de noviembre fue el más costoso. **El primer canje de noviembre fue el más costoso porque incrementó los montos por pagos totales más que proporcionalmente que el tiempo que logró extender los vencimientos, además que este canje no era tan urgente porque los vencimientos de los bonos retirados se realizarían a partir del 2004.**



Un análisis más preciso del costo de los canjes debería tomar en cuenta la variación del valor presente¹⁵ de los pagos futuros en relación a los cambios del valor presente de los bonos canjeados (el cual se presenta en el Cuadro No. 6). Un problema que se presenta para hacer este cálculo es decidir cuál será la tasa de descuento a utilizar para estimar los indicadores de costos de canjes que definimos anteriormente en términos de valor presente. Una forma de hacerlo es tomar la tasa de interés promedio ponderada que se pagará sobre todo el stock de deuda, para lo cual se necesita saber el porcentaje de referencia promedio del stock y tener algún supuesto para el comportamiento de la tasa de interés activa en el futuro, (en nuestro caso asumiremos que la TAM a partir de Julio 2003 en adelante se mantendrá en 35%). Aquí tenemos que recalcar otra vez que nuestro análisis no está tomando en cuenta el costo contingente que implica la cláusula de cobertura cambiaria de los bonos extraordinarios, por lo que podemos decir que nuestro análisis en todo caso será una **subestimación** del verdadero costo.

En el Cuadro No. 6 se presenta el análisis usando el valor presente de los pagos mensuales. En la línea 11 se muestra que la variación del valor presente del stock es negativa, lo cual quiere decir que los canjes lograron retrasar los pagos por capital lo suficientemente como para que disminuyera el valor presente del stock, aún cuando los pagos futuros de capital (sin descontar) se incrementaron. Sin embargo, la variación del valor presente de los intereses es positiva (línea 12) y superior a la caída del valor presente del stock, por lo que la variación del valor presente de los pagos por servicio de la deuda (línea 8) es positiva. En el 1er. canje de noviembre aún cuando se disminuyó el valor presente del stock en 257.774,14 millones de bolívares, el incremento del valor presente de los intereses alcanzó la cifra de 350.767,12 millones de bolívares, por lo que el valor presente de los pagos por servicio de deuda se incrementó en 92.992,98 millones de bolívares. Usando otra vez el indicador del Costo Relativo del Canje, otra vez se refuerza la conclusión de que el costo del 1er canje de noviembre fue muy superior al costo de los canjes subsiguientes debido a que incrementó el valor presente de los intereses más que proporcionalmente a la extensión que se logró con el canje, ya que el vencimiento de los bonos sujetos al canje estaría comprendido entre el 2004 y el 2005, por lo que el impacto sobre el valor presente del stock sería mucho menor que el que el de los otros canjes. **Nuestra conclusión de este análisis es que el canje de los bonos con vencimientos en el 2004 y 2005 incrementó el valor actual de los intereses más que proporcionalmente a las extensiones que se lograron con ellos, por lo que no consideramos que haya sido una decisión acertada el canjearlos en el 2002.**

¹⁵ En nuestro caso estamos haciendo una aproximación, ya que estamos calculando el valor presente de todos los pagos mensuales que se realizarán entre el 06/12/2002 y el 24/04/2008, asumiendo que todos los pagos realizados en un mes se hacen al final del mismo. Este supuesto lo hacemos para agilizar los cálculos ya que para el 06/12/2002 tenemos 100 emisiones de bonos que tienen diferentes fechas de vencimientos, y fechas diferentes (con porcentajes de referencia diferentes) para el pago de los intereses. La metodología del cálculo del valor presente de los pagos mensuales la estamos haciendo de la misma forma tanto para el stock antes del canje, como para el stock después del canje, por lo que las conclusiones que de aquí se derivan no deben modificarse si hacemos el análisis más exacto, es decir calculando el valor presente de los pagos diarios.



Cuadro No. 6

Estimación del Costo de los Canjes de DPN a partir del Valor Presente (*) de todos los Pagos Mensuales Futuros por Capital e Intereses

(1) Tam = 35%	El stock incluye los bonos que vencen en el periodo comprendido entre (1) ---->	(a)	(a)	(a)	(a)
		06/12/02-24/04/08	06/12/02-24/04/08	06/12/02-24/04/08	06/12/02-24/04/08
Canje		21-Nov-02	26-Nov-02	Total Nov-02	05-Dic-2002
(b.1)	Variación absoluta de días promedio para madurez (colocados-retirados)	495,71	764,04	607,54	824,29
(b.2)	Variación absoluta de los días promedio para madurez del stock	76,79	82,16	158,96	31,83
(2)	Porcentaje de referencia promedio antes del canje	88,4584	88,3921	88,4584	88,2143
(3)	Porcentaje de referencia promedio después del canje	88,3921	88,2109	88,2109	88,1198
(4)	Tasa de descuento antes del canje = (1) * (2)	30,9604	30,9372	30,9604	30,8750
(5)	Tasa de descuento después del canje = (1) * (3)	30,9372	30,8738	30,8738	30,8419
(6)	Valor Presente de pagos antes del canje (Bs.)	10.632.681.063.270	10.725.674.043.959	10.632.681.063.270	11.114.522.773.587
(7)	Valor Presente de pagos después del canje (Bs.)	10.725.674.043.959	10.808.936.097.548	10.808.936.097.548	11.135.828.495.593
(8)	Variación del Valor Presente de pagos = (7)-(6)	92.992.980.688	83.262.053.590	176.255.034.278	21.305.722.006
(9)	Valor Presente del stock antes del canje (Bs.)	7.008.008.189.652	6.750.234.045.567	7.008.008.189.652	6.616.418.890.188
(10)	Valor Presente del stock después del canje (Bs.)	6.750.234.045.567	6.363.313.721.581	6.363.313.721.581	6.489.209.820.680
(11)	Variación del Valor Presente del stock = (10)-(9)	(257.774.144.085)	(386.920.323.987)	(644.694.468.072)	(127.209.069.508)
(12)	Variación del Valor Presente de los intereses= (8)-(11)	350.767.124.773	470.182.377.577	820.949.502.350	148.514.791.514
(13)	Valor presente de los bonos rescatados (Bs.)	875.078.208.517	954.677.243.798	1.829.654.379.645	293.591.510.429
(14)	Costo del Canje A = (8) / (13) * 100	10,6268	8,7215	9,6332	7,2569
(15)	Costo del Canje B = (11) / (13) * 100	(29,4573)	(40,5289)	(35,2359)	(43,3286)
(16)	Costo del Canje C= (8) / (b.1)	187.596.299	108.975.708	290.112.972	25.847.413
(17)	Costo del Canje D= (8) / (b.2)	1.210.932.309	1.013.401.845	1.108.832.715	669.430.945
(18)	Variación % del Valor presente del Stock	(3,6783)	(5,7320)	(9,1994)	(1,9226)
(19)	Variación % del valor presente de los pagos	0,8746	0,7763	1,6577	0,1917
(20)	Variación % de días promedio para madurez (colocados-retirados) (%)	75,3665	459,0414	135,4632	213,9153
(21)	Costo Relativo del canje 5= (19) / (20) * 100	1,1605	0,1691	1,2237	0,0896

(a) La TAM del 35% es asumida para los pagos a partir del 01/07/2003.

(*) Los pagos incluyen los intereses caídos en el momento del canje. No se incluye la segunda emisión de Vebonos.

Fuente: BCV, Ministerio de Finanzas y cálculos de la OAEF.

Cuando se diseña un canje de deuda se tiene que establecer un balance entre la fecha para la que se convoca el canje, la fecha de vencimientos de los bonos retirados versus los colocados, y el posible incremento de los pagos por intereses y capital. Los canjes deben convocarse con suficiente antelación al vencimiento de los bonos retirados como para que tenga un efecto positivo sobre el valor presente de los pagos, pero si se hace con mucha antelación se puede incurrir en un costo innecesario. Por otro lado, si se hace con poco tiempo de antelación (por ejemplo un día antes del vencimiento del bono) entonces se puede incurrir en un costo mucho mayor ya que los agentes tomarán ventaja de la urgencia del canje y estarán dispuestos a pagar mucho menos por los nuevos bonos que si se hace el canje con mayor antelación.

4.-Determinación de los precios de los bonos sujetos de canje (a retirar) y de los bonos objeto de Canje (a colocar):

Como se señaló anteriormente, ni el BCV ni la OAEF disponían de la metodología para la determinación de los precios en los canjes, lo cual era un elemento fundamental para evaluar el impacto del canje. Este elemento es vital porque dependiendo de la forma en la que se diseñe el método de colocación y la determinación de los precios (de los bonos a retirar y de los bonos a colocar), el incremento del servicio de la deuda será mayor o menor. Para explicar el argumento de manera más clara vamos a poner un ejemplo, haciendo el supuesto de que los bonos a colocar son sólo del tipo ordinario, (es decir que vamos a obviar que en los canjes de noviembre y diciembre habían 2 tipos de bonos a colocar -ordinarios y extraordinarios). Con esto lo que queremos es simplificar la exposición. **Queremos advertir al lector que el mecanismo utilizado para efectuar los canjes de noviembre es sumamente complicado de explicar, y bastante atípico dentro de lo que es la práctica común en el resto del mundo para la colocación de títulos públicos, sin embargo trataremos de simplificar al máximo la exposición.** Para hacerlo, primero explicaremos como se hacían los canjes de deuda antes (por ejemplo en el 2000 y el 2001) y luego trataremos de explicar el mecanismo utilizado para los canjes de noviembre y diciembre.

Supongamos que el Banco Z tiene en su poder un bono clase A por un valor facial (nominal) de 100 millones de bolívares que está próximo a vencerse. El Gobierno quiere canjear ese bono por otro bono clase B con un vencimiento dentro de un año mediante un mecanismo de subasta. Esta transacción se puede ver en varias etapas:



a) I etapa: El Ejecutivo le compra el Bono A al Banco Z a un precio Ps (asumamos que dicho precio es Ps= 99,528458%) antes de su vencimiento:

El Valor facial (nominal) del Bono A en poder del Banco Z = 100 millones de bolívares

Ps = Precio del sujeto = precio al que el Ejecutivo le comprará el bono A al Banco Z, el cual se determinó previamente mediante una subasta en reverso.

El Ejecutivo puede comprar el Bono A al Banco Z a descuento (Ps < 100%), con prima (Ps > 100%) o a valor Par (Ps = 100%). Si este bono esta muy próximo a vencerse entonces Ps= 100%, de lo contrario el precio del bono dependerá de las condiciones del mercado y de las características del título. A medida que el bono tiene un vencimiento muy lejano en el futuro el bono se venderá a mayor descuento, a menos que tenga unas características excepcionales.

En nuestro caso, con los supuestos enunciados anteriormente el monto en efectivo que el Ejecutivo pagará al Banco Z será igual a: MEs = $100 * (99,528458\% / 100) = 99,528458$ millones de Bs.

b) II Etapa: el Banco Z le compra al Ejecutivo un bono B con todo el efectivo adquirido por la venta del bono A :

Valor Facial (nominal) del Bono B que puede adquirir el Banco Z = 99,528458 millones de Bs./ Po = $100 * (Ps / Po)$

Po= Precio del Objeto = Precio al que el Ejecutivo le venderá el bono B al Banco Z, el cual se determinó previamente mediante una subasta. Asumamos para ejemplificar que Po= 93,938199%

Una Vez realizado el canje descrito anteriormente el monto total retirado del mercado será: 100 millones de Bs. mientras que el monto total colocado en el mercado será: $100 * (Ps/Po)$ millones de bolívares, es decir que en nuestro ejemplo serían:

$100 * (99,528458\% / 93,938199\%) = 105,9509959$ millones de bolívares. Por lo que la variación del stock de la deuda como consecuencia del canje será: $[100 * (Ps / Po)] - 100 = 5,9509959$ millones de bolívares.

Es decir que se incrementó el stock de la deuda a pagar en el futuro en 5.950.995,9 bolívares como consecuencia del canje de bonos.

Si el Gobierno logra colocar los nuevos bonos (objeto) con prima y rescatar los antiguos (sujeto) con un buen descuento se puede obtener un efecto beneficioso para las finanzas públicas, adicional a la simple extensión de los vencimientos. Eso ocurrió con los canjes realizados en Venezuela en el 2000 y 2001. Esto último quiere decir que es el precio relativo, es decir (Ps / Po) lo que realmente determina la variación del stock de la deuda, y por lo tanto uno de los factores que incidirá sobre los pagos futuros por concepto de capital e intereses (los otros factores son la tasa de interés y la madurez de los bonos rescatados versus los colocados). De esta conclusión se puede deducir lo siguiente:

- Siempre que el precio Ps sea mayor que Po el canje incrementará el stock de la deuda.
- Siempre que el precio Ps sea menor que Po el canje disminuirá el stock de la deuda, y
- Siempre que el precio Ps sea igual que Po el canje no afectará el stock de la deuda.

Como lo que importa es el precio relativo de los bonos canjeados, el proceso en sí puede ser diseñado de diferentes formas para que los bancos establezcan los precios relativos, y cualquiera de estos mecanismos debería de dar el mismo resultado mediante un mecanismo de subasta:

- 1-Cada uno de los bancos ofrece un precio Ps y la cantidad que están dispuestos a vender del bono sujeto de canje, y el precio Po al que están dispuestos a comprar; o
- 2-Cada uno de los bancos ofrece el precio relativo al cual están dispuestos a canjear, es decir un Pc, tal que $Pc = Ps/Po$, y el monto que quiere vender del bono A.
- 3- Si el bono A se vence muy pronto entonces se puede fijar Ps=100%, por lo que los bancos tendrán que decidir cuál será su correspondiente precio Po, y el monto de los bonos que quieren vender.



En los canjes realizados en el 2000 y 2001 el Ministerio fijaba $P_s=100\%$, debido a la proximidad del vencimiento, mientras que las instituciones participantes en los canjes ofrecían el precio P_o mediante subastas; **esto sin que se diera ninguna información previa a los participantes acerca de a qué precio estaría dispuesto el Ministerio a vender el bono B, por lo que en las subastas siempre existía un elemento de incertidumbre y variabilidad en cuanto al precio relativo que exigiría cada banco, aún cuando se pre-fijase el precio del sujeto.** Luego se ordenaban las ofertas de menor precio relativo a mayor, y se escogía a las instituciones que exigieran menores precios relativos para asignarles los bonos (o que ofrecieran el mayor precio del objeto P_o , si P_s ya estaba pre-fijado) asegurando de esa forma que el stock de la deuda no se incrementaría más de lo necesario. **En cualquiera de los tres mecanismos mencionados anteriormente existía un elemento de incertidumbre, ya que no necesariamente todos los bancos exigirían los mismos precios relativos.** El deseo de adquirir los nuevos títulos, y la información imperfecta acerca de las preferencias de todos los agentes participantes en la subasta produciría la competencia necesaria para impulsar el precio de P_o hacia arriba, y así disminuir el costo del canje para la República.

Ahora bien, en los canjes de Noviembre se **prefijaron** y **anunciaron públicamente** los precios para todos los bonos a ser intercambiados, justo en la mañana antes de cada subasta, es decir se estableció un precio para el bono a retirar y un precio para los bonos a colocar, por lo que de antemano se prefijó el precio relativo. A éstos precios se les denominó **“precios no competitivos”**. No sabemos cual fue el criterio que utilizó el Ministerio de Finanzas para determinar los precios (tanto del objeto como del sujeto) ya que como demostraremos más adelante, los precios a los cuales la República retiró algunos bonos del mercado (bonos sujeto) estaba muy por encima de los precios a los cuales se estaban comercializando dichos bonos en el mercado secundario, mientras que los bonos que se estaban colocando eran totalmente nuevos en el mercado.

De acuerdo a una comunicación donde se explica el método de adjudicación de los títulos enviada por el BCV a la Comisión de Contraloría por requerimiento de ésta última, el BCV declara (en una nota de pie de página) que el **“precio-no competitivo”** era el precio que **garantizaba** que las instituciones financieras entrarían al proceso de canje. Ahora bien, determinar un precio que garantizara que las instituciones entrarían al proceso de canje implicaba una de dos cosas: i) O se negoció con la banca antes de los procesos de canje para determinar los precios a los cuales ellos garantizarían que entrarían al proceso de canje, o (ii) se preestableció un precio muy por encima del precio del mercado para los bonos sujetos de canje, y un precio con un buen descuento para los bonos objeto de canje para que la banca encontrara muy beneficioso entrar al canje (dado el diseño del canje del cual hablaremos más adelante). Cualquiera de las dos opciones anteriores implica entonces que el proceso escogido no fue realmente una subasta, y que se utilizó un método bastante costoso para retardar los pagos de amortización de la deuda, el cual benefició a la banca.

Junto con los precios de los títulos se reportaron (antes de la subasta) las tasas de rendimiento implícito relacionadas con los precios reportados (ver Anexo A) y sus diferenciales (Colocados – retirados), advirtiéndose que **no se aceptarían que las diferencias entre las tasas de rendimiento de los bonos colocados menos la de los bonos retirados fuesen distintas** a las previamente establecidas implícitamente mediante los precios no-competitivos de los bonos. Igualmente se estableció que las instituciones interesadas en participar en los canjes de noviembre podían hacerlo de dos formas:

- A) **Participando en una Subasta No Competitiva (según la definición del Ministerio):** Los participantes dirían la cantidad de bonos sujetos de canje que querían vender al precio **prefijado** para dichos bonos, y comprarían los bonos objeto de canje al precio **prefijado**.
- B) **Participando en una Subasta Competitiva (según la definición del Ministerio):** Los participantes dirían la cantidad de bonos sujetos de canje que querían vender al precio prefijado y **ofrecerían un precio** para los *bonos ordinarios* objeto de canje (los bonos a colocar), con dos condiciones: i) el precio del objeto ordinario **no podía ser mayor** que el precio prefijado para el mismo bono; y ii) en caso de que el precio ofrecido para el bono objeto de canje fuese menor al precio prefijado se ajustaría el precio al cual se estaba adquiriendo la vieja deuda (es decir el precio del sujeto de canje, P_s) para garantizar que el diferencial de rendimiento se mantenía constante en los valores reportados.



Una vez recibidas todas las ofertas y precios para la **subasta competitiva**, los precios se ordenarían de mayor a menor y se establecería el precio único de corte. El precio único de corte es el precio mínimo al cual el Ministerio esta dispuesto a vender los bonos en una subasta, el cual no es de conocimiento público. Dadas las características de los canjes de noviembre y las restricciones que ya señalamos, el precio único de corte del bono objeto ordinario sólo podía ser menor o igual al precio prefijado y publicado. Por otro lado, en el canje de diciembre sólo se permitió la participación de las instituciones interesadas a través del mecanismo de subasta (?) no-competitiva. **Aquí llama la atención cuál fue la razón por la que se limitó (mediante el diseño de la subasta) el precio que podían ofrecer los participantes del canje para adquirir los bonos objeto de canje siendo que mientras más grande fuera ese precio más pequeño sería el incremento del stock de la deuda, y por lo tanto menor el costo financiero para la República.**

En el Cuadro No. 7 que se presenta a continuación se presentan diferentes estrategias (para algunos bonos sujetos de canje) que podían seguir los participantes en los canjes de noviembre. En el cuarto recuadro se presenta los precios prefijados y los rendimientos declarados para el canje del bono (sujeto) DPBS00765E0043. En este caso se estableció que el diferencial del rendimiento sería de 6%, de acuerdo a los siguientes precios de compra y de venta:

Sujeto MF	DPBS00765E0043	29/03/2003	30,0000%	99,528500
Objeto MF	DPN0304	29/03/2004	36,0000%	93,938200

Usando los datos, la metodología y el instrumental proporcionado por el Ministerio a los participantes en el canje, la OAEF encontró que en el caso de que los bonos (sujeto y objeto) se vendieran a los precios antes señalados el diferencial de rendimiento para este caso en particular sería de 8,8480% y no de 6%, ya que el precio del sujeto de canje no concordaba con un rendimiento del 30% (en el cuadro se especifica el rendimiento implícito dado el precio, y el precio implícito dado el rendimiento declarado usando la metodología oficial). Para el análisis que sigue tomaremos el rendimiento implícito calculado por la OAEF para los precios a los cuales se vendieron (y compraron) los bonos, los cuales fueron finalmente los precios prefijados para la **subasta no competitiva**, los cuales denotaremos sujeto OAEF D. y objeto OAEF D. El precio del sujeto OAEF D. y el precio del objeto OAEF D serán los precios (con los rendimientos implícitos calculados por la OAEF) que obtendrían los participantes si decidían participar en el canje mediante la subasta no competitiva.

Ahora bien, queremos saber cuáles hubiesen sido las estrategias a seguir por un banco que tuviera posesión de uno de éstos títulos y lo quisiera canjear mediante el mecanismo de subasta competitiva diseñado para estos canjes. En el Cuadro No. 7 se presentan algunas de las estrategias que hubiese podido seguir un banco asumiendo en un primer momento que el mismo podía ofrecer cualquier par de precios para el objeto y el sujeto siempre que el diferencial de rendimiento entre ellos se mantuviera fijo en el diferencial propuesto para la subasta no competitiva (con los rendimientos calculados OAEF). Para el caso particular del bono DPBS00765E0043 con fecha de vencimiento 29/03/2003 vemos que algunas de las estrategias a seguir podían ser:

Caso	Rendimiento Objeto	Precio Objeto	Rendimiento. Sujeto	Precio Sujeto	P. Sujeto / P. Objeto
A	35,0000%	94,931146	26,1520%	99,839981	1,051709434
B	36,0000%	93,938199	27,1520%	99,528458	1,059509959
C	37,0000%	92,958957	28,1520%	99,218643	1,067338176

Donde la estrategia B era ofrecer los mismos precios de la subasta no-competitiva. Sabemos que a medida que Ps/Po crece, la deuda pública se incrementa más, por lo que el banco privado podría estar mejor con ofrecer C si supiera de antemano que su oferta va a ser satisfecha, es decir que no estaría por debajo del precio de corte. Por otro lado, si el banco hubiese estado muy interesado en obtener los bonos extraordinarios (y dado el desconocimiento de las preferencias de los otros bancos) entonces podría haber escogido una estrategia como la A ya que le hubiese incrementado el chance de obtener los bonos extraordinarios dado que el costo para la República hubiese sido menor, y sabiendo que en condiciones normales el subastador hubiese preferido entregarle los bonos a un banco con estrategia A que a otro banco con estrategia B (asumiendo que el subastador tiene el mismo objetivo que la República, es decir el mismo objetivo de disminuir el costo del canje).



Sin embargo, el canje fue diseñado de una manera que la estrategia A nunca hubiese podido ser tomada por cuanto una de las reglas era que el precio del objeto no podía ser mayor al precio prefijado para la subasta no competitiva. De no existir la **regla del diferencial de rendimiento fijo** los bancos hubiesen podido ofrecer pares de precios (para el sujeto y el objeto) con diferenciales de rendimiento menores que los prefijados en la subasta no competitiva, y la República hubiese sido beneficiada con ello. Con las reglas atípicas que se implantaron en los canjes de noviembre las estrategias posibles para los bancos (diferentes de tomar los precios prefijados en la subasta no-competitiva) siempre implicaban un costo mayor para la República, por cuanto siempre los precios de los bonos objeto serían **menores** a los de la subasta no-competitiva. Ahora bien, un Banco que estuviese evaluando estas posibilidades (por ejemplo entre la estrategia B y C denotadas arriba) tendería a escoger la estrategia B (o unos pares de precios muy cercanos a ellos) ya que en este caso el temor a quedar fuera del canje superaba el estímulo de obtener una ganancia mayor. Por otro lado, el Ministerio siempre tenía la potestad de establecer como precio de corte el mismo precio de la subasta no competitiva, y eso lo sabían con anterioridad las instituciones financieras (como de hecho pasó de acuerdo a los resultados oficiales). Es por ello que vemos que una gran mayoría de las ofertas recibidas (un 86,45% según reportes oficiales) se realizaron mediante las **subastas no competitivas**, y que las instituciones que participaron en la subasta competitiva lo hicieran ofreciendo precios iguales o muy cercanos a los precios no competitivos. Estas son las verdaderas razones por las cuales vemos finalmente que los precios mínimos de corte de las subastas competitivas son exactamente iguales a los precios de la subasta no competitiva, es decir a los precios prefijados y anunciados antes de la subasta.

Llama la atención el mecanismo tan complicado que se diseñó para efectuar éstos canjes, cuando ya Venezuela había realizado algunos canjes en los años anteriores con mecanismos más simples que dieron como resultado costos mucho menores para la República. Por otro lado llama la atención los mecanismos de subastas competitivas y no competitivas que se están usando en el país para los DPN por cuanto **no son lo que normalmente se conoce como subasta competitiva y no competitiva en el resto del mundo**. Aquí hay que aclarar que aún cuando existen unas resoluciones firmadas entre el BCV y el Ministerio de Finanzas para los mecanismos de colocación de bonos DPN en donde se señala que los mismos se podían colocar mediante subastas competitivas y no competitivas, dichas resoluciones no hacen una definición formal de dichos términos, razón por la cual se añade otro elemento de interpretación discrecional de las normas legales establecidas.

En la **literatura financiera** se llama **subasta no competitiva** el mecanismo mediante el cual algunas instituciones solicitan que se les adjudique una cierta cantidad de títulos pagando a cambio el precio que se definirá en una subasta competitiva, precio que las instituciones **no conocen de antemano**. Esto se hace sobre todo para que participen pequeñas instituciones que no tienen grandes conocimientos de los mecanismos de fijación de los precios de los títulos, o que son adversos al riesgo de incurrir en la maldición del ganador (es decir que terminen pagando un precio muy por encima del precio que pagó el comprador promedio en la subasta competitiva, obteniendo así pérdidas financieras). En los países donde se realizan subastas no competitivas se trata de estimular que las instituciones participen en la subasta competitiva ya que en general éstas tienden a reducir los costos de financiamiento para los Gobiernos, para lo cual se limita el monto de los títulos que pueden ser adjudicados en la subasta no competitiva.

En la misma literatura se define como subasta competitiva el mecanismo mediante el cual se adjudica el bien (o los bienes) al mejor postor (o a las mejores ofertas recibidas) y donde la competencia estimulada por el deseo de adquirir el bien que es subastado presiona a los participantes a dar los mejores precios para el subastador. En dicha literatura no se concibe la existencia de una subasta no-competitiva sin la existencia de una subasta competitiva que ofrezca el precio de mercado que servirá de marcador para adjudicar los títulos a las instituciones que deciden participar en la subasta no-competitiva. Tener un mecanismo de subasta no competitiva con precios prefijados sin la existencia de una subasta competitiva bien diseñada no puede ser llamada "**subasta**". Tener una subasta competitiva que toma como marcador el precio máximo prefijado para una subasta no-competitiva pone en duda la utilización del término "**competitiva**", por cuanto lo que hace es estimular una colusión tácita (tal como la demostramos en el ejemplo explicado arriba) entre los participantes alrededor del precio prefijado disminuyendo así la competencia entre ellos (como podría suceder en cualquier cartel o en los modelos teóricos del líder y del seguidor).



Existen muchos mecanismos para la fijación del precio mínimo de corte y los precios que finalmente pagarán cada uno de los participantes (subasta a precios únicos conocida también como subasta holandesa, a precios diferenciados, y subastas híbridas de las dos anteriores –como la Vickery, etc). La literatura revisada se establece que para cada tipo de bien que se está subastando (una obra de arte, títulos públicos, una licitación para la compra de bienes públicos, etc.) y dependiendo de la información de que dispongan los participantes antes de la subasta, (así como de sus preferencias, aversión al riesgo y la misma interacción entre ellos antes de la subasta) existirá un mecanismo de subasta que minimice los costos sociales (o que maximice las ganancias para el subastador en el corto y largo plazo). El mecanismo usado para los canjes de noviembre y diciembre claramente no lograría dichos objetivos.

En el Cuadro No. 7 se presenta entonces los costos para la República de retirar 100 millones de bolívars de un bono a cambio de la colocación de otro bono a los pares de precios preestablecidos, así como el incremento porcentual de la deuda por la realización de dicho canje. Como se puede observar entonces la estrategia de los precios no competitivos -para el cuarto bono que se presenta- incrementaría la deuda en un 5,95% por cada 100 millones de Bs. retirados, mientras que si se hubiese flexibilizado el mecanismo de la subasta se hubiese podido alcanzar un costo menor (como por ejemplo un 4,39%).



ASAMBLEA NACIONAL

Oficina de Asesoría Económica y Financiera

Cuadro No. 7
Evaluación de las estrategias de precios a ofrecer por los participantes del Canje de noviembre 2002 y del
Impacto sobre la Deuda Pública Nacional para algunos bonos sujetos y objeto de canje

Titulo	Vencimiento	Rendimiento	Precio	Estrategias					Incremento de la Deuda (Bs.)	Incto. De la Deuda (%)	
				Rend. Obj.	Precio Obj.	Rend. Suj.	Precio Suj.	P. Suj. /P. Obj.			
Sujeto MF	DPBS01068D0010	10/05/2003	32,0000%	98,787700	35,0000%	94,227020	29,7774%	99,596290	1,056982278	5,698.228	5,70
Objeto MF	DPN0604	17/06/2004	37,0000%	92,009900	36,0000%	93,109749	30,7774%	99,190675	1,065309229	6.530.923	6,53
Sujeto OAEF	DPBS01068D0010	10/05/2003	32,0000%	98,698327	37,0000%	92,009874	31,7774%	98,787674	1,073663834	7.366.383	7,37
Sujeto OAEF D.	DPBS01068D0010	10/05/2003	31,7774%	98,787674	38,0000%	90,927077	32,7774%	98,387264	1,08204583	8.204.583	8,20
Objeto OAEF D.	DPN0604	17/06/2004	37,0000%	92,009874	39,0000%	89,861047	33,7774%	97,989424	1,090454949	9.045.495	9,05
Diferencial de rendimiento MF		5,0000%	Diferencial de rendimiento OAEF D.		5,2226%			Por cada 100 Mill. Retirados			
Sujeto MF	DPBS00944E0011	15/08/2003	33,0000%	97,902114	36,0000%	89,147697	31,1400%	99,123705	1,073572264	7.357.226	7,36
Objeto MF	DPN0904	10/09/2004	38,0000%	89,927795	37,0000%	91,118790	32,1400%	98,510237	1,081118793	8.111.879	8,11
Sujeto OAEF	DPBS00944E0011	15/08/2003	33,0000%	97,986932	38,0000%	89,927795	33,1400%	97,902114	1,088674688	8.867.469	8,87
Sujeto OAEF D.	DPBS00944E0011	15/08/2003	33,1400%	97,902114	39,0000%	88,757317	34,1400%	97,299278	1,096239515	9.623.951	9,62
Objeto OAEF D.	DPN0904	10/09/2004	38,0000%	89,927795	40,0000%	87,606943	35,1400%	96,701669	1,103812837	10.381.284	10,38
Diferencial de rendimiento MF		5,0000%	Diferencial de rendimiento OAEF D.		4,8600%			Por cada 100 Mill. Retirados			
Sujeto MF	DPBS00761G0014	02/04/2004	36,0000%	93,285200	37,0000%	89,147697	30,9376%	95,341089	1,069473383	6.947.338	6,95
Objeto MF	DPN0405	28/04/2005	39,0000%	86,309400	38,0000%	87,712934	31,9376%	94,305844	1,075164637	7.516.464	7,52
Sujeto OAEF	DPBS00761G0014	02/04/2004	36,0000%	90,247883	39,0000%	86,309412	32,9376%	93,285201	1,080823034	8.082.303	8,08
Sujeto OAEF D.	DPBS00761G0014	02/04/2004	32,9376%	93,285201	40,0000%	84,936348	33,9376%	92,278916	1,08644789	8.644.789	8,64
Objeto OAEF D.	DPN0405	28/04/2005	39,0000%	86,309412	41,0000%	83,592976	34,9376%	91,286751	1,09203853	9.203.853	9,20
Diferencial de rendimiento MF		3,0000%	Diferencial de rendimiento OAEF D.		6,0624%			Por cada 100 Mill. Retirados			
Sujeto MF	DPBS00765E0043	29/03/2003	30,0000%	99,528500	34,0000%	95,938024	25,1520%	100,153227	1,043936738	4.393.674	4,39
Objeto MF	DPN0304	29/03/2004	36,0000%	93,938200	35,0000%	94,931146	26,1520%	99,839981	1,051709434	5.170.943	5,17
Sujeto OAEF	DPBS00765E0043	29/03/2003	30,0000%	98,650558	36,0000%	93,938199	27,1520%	99,528458	1,059509959	5.950.996	5,95
Sujeto OAEF D.	DPBS00765E0043	29/03/2003	27,1520%	99,528458	37,0000%	92,958957	28,1520%	99,218643	1,067338176	6.733.818	6,73
Objeto OAEF D.	DPN0304	29/03/2004	36,0000%	93,938199	38,0000%	91,993193	29,1520%	98,910524	1,075193947	7.519.395	7,52
Diferencial de rendimiento MF		6,0000%	Diferencial de rendimiento OAEF D.		8,8480%			Por cada 100 Mill. Retirados			
Sujeto MF	DPBS00546I0039	01/12/2004	37,0000%	92,942100	38,0000%	85,968437	31,6332%	95,713515	1,113356463	11.335.646	11,34
Objeto MF	DPN1105	18/11/2005	40,0000%	82,887000	39,0000%	84,408034	32,6332%	94,314450	1,117363427	11.736.343	11,74
Sujeto OAEF	DPBS00546I0039	01/12/2004	37,0000%	88,510304	40,0000%	82,886977	33,6332%	92,942090	1,121311136	12.131.114	12,13
Sujeto OAEF D.	DPBS00546I0039	01/12/2004	33,6332%	92,942090	41,0000%	81,404115	34,6332%	91,595846	1,125199206	12.519.921	12,52
Objeto OAEF D.	DPN1105	18/11/2005	40,0000%	82,886977	42,0000%	79,958336	35,6332%	90,275143	1,12902728	12.902.728	12,90
Diferencial de rendimiento MF		3,0000%	Diferencial de rendimiento OAEF D.		6,3668%			Por cada 100 Mill. Retirados			
Sujeto MF	DPBS01102H0011	01/06/2005	38,0000%	86,983700	42,1115%	84,981159	32,7125%	90,035848	1,059480119	5.948.012	5,95
Objeto MF	DPN0306	31/03/2006	40,0000%	82,020600	43,1115%	83,482563	33,7125%	88,492277	1,060009107	6.000.911	6,00
Sujeto OAEF	DPBS01102H0011	01/06/2005	38,0000%	82,259690	44,1115%	82,020621	34,7125%	86,983693	1,060510055	6.051.006	6,05
Sujeto OAEF D.	DPBS01102H0011	01/06/2005	34,7125%	86,983693	45,1115%	80,594298	35,7125%	85,509188	1,060983095	6.098.310	6,10
Objeto OAEF	DPN0306	31/03/2006	40,0000%	88,270770	46,1115%	79,202592	36,7125%	84,067877	1,061428364	6.142.836	6,14
Objeto OAEF D.	DPN0306	31/03/2006	44,1115%	82,020621							
Diferencial de rendimiento MF		2,0000%	Diferencial de rendimiento OAEF D.		9,3990%			Por cada 100 Mill. Retirados			

Fuente: Ministerio de Finanzas y cálculos OAEF

En dicho cuadro llama la atención el hecho de que los bonos DPBS00546I0039 con fecha de vencimiento 01/12/2004 (son la misma emisión que los bonos adjudicados a CEDEL) incrementaran la deuda en un 12,13% por cada 100 millones de Bs. rescatados en la primera fase del canje, es decir al cambiar el sujeto por el bono ordinario, sin tomar en cuenta la segunda fase (cambiar parte del objeto ordinario por bonos objeto extraordinarios) por cuanto el canje de



éstos bonos que vencen en el 2004 sería más costoso que el canje de un bono que vence en el 2003. Las diferencias de algunos precios de bonos pagados por la República y los precios del mercado se presentan a continuación.

Bono Sujeto	Fecha de Pacto del canje (cuando se da a conocer los precios no competitivos)	Fecha de vencimiento	Precio pagado por la República (%)	Fecha del último precio disponible en el mercado secundario antes del canje	Precio en el mercado secundario (%)	Diferencial de Precio Pagado por la República
DPBS01068D0010	26/11/2002	10/05/2003	98,787700	20/11/02	91,3750	7,4127
DPBS00944E0011	26/11/2002	15/08/2003	97,902114	25/11/02	87,5000	10,402114
DPBS00761G0014	21/11/2002	02/04/2004	93,285200	18/11/02	76,0000	17,2852
DPBS00765E0043	26/11/2002	29/03/2003	99,528500	11/10/02	87,8000	11,7285
DPBS00546I0039	21/11/2002	01/12/2004	92,942100	20/11/02	81,3334	11,6087
DPBS01102H0011	21/11/2002	01/06/2005	86,983700	20/11/02	64,7500	22,2337

En el Cuadro No. 8 se presentan los precios a los cuales se estaban cotizando los bonos sujetos de canje en el mercado secundario. Llama la atención el hecho de que los precios prefijados para la compra de los bonos sujeto de canje por parte del Gobierno (por lo menos para la muestra que presentamos) estuviesen muy por encima de los precios a los que se estaban cotizando dichos bonos en el mercado secundario en fechas muy cercanas y antes de la realización de los canjes.

Por todo lo dicho anteriormente es que la OAEF considera que los canjes realizados en noviembre y diciembre de 2002 incrementaron el servicio de la deuda -sobre todo para los años 2004 y 2005- más de lo que lo hubiera hecho un canje con un mecanismo de subasta y de fijación de precios mejor diseñado que el que se utilizó. El canje de por sí no es lo discutible, como ya lo mencionamos esta no era la primera vez que se realizaba un canje en Venezuela (aunque no de la magnitud en que se realizó en el 2002) con resultados exitosos. También es discutible dicha magnitud por cuanto, como ya nos lo indicaron los indicadores de costos relativos a los cuales hicimos referencia en la sección anterior, se incluyeron bonos como sujetos de canje que vencían en el 2004 y 2005 los cuales no implicaban una necesidad verdadera desde el punto de vista de la presión fiscal, ya que no representaban una necesidad de erogación inminente ni de corto ni de mediano plazo. Al canjear estos bonos lo que se hizo fue incrementar el servicio de la deuda de corto plazo por concepto de intereses, adicionalmente a los pagos contingentes por la cláusula de cobertura cambiaria, pero además se incrementó el servicio de la deuda de largo plazo por el incremento del stock de deuda que implicó el canje de dichos bonos.

En los Gráficos 6 y 7 (y en el anexo A) que se presentan a continuación se evalúa el efecto del incremento del servicio de deuda como consecuencia del canje de cada uno de los bonos, sin tomar en cuenta los intereses. El ejercicio que nos planteamos responde a las siguientes preguntas: ¿Cuánto le costaría a la República retirar 100 millones de bolívares de cada uno de los bonos elegibles para el canje (bonos sujeto) a cambio de colocar el 100% del efectivo obtenido por los bancos a la adquisición de los bonos ordinarios (objeto) a los precios prefijados para las subastas no-competitivas, extendiendo su vencimiento por aprox. un año? Y ¿Cuánto le costaría a la República retirar 100 millones de bolívares de cada uno de los bonos elegibles para el canje (bonos sujeto) a cambio de colocar el 80% del efectivo obtenido por los bancos a la adquisición de los bonos ordinarios (objeto) y el 20% restante a la adquisición de los bonos extraordinarios - a los precios prefijados para las subastas no-competitivas- extendiendo su vencimiento en un año para el 80% y en 2 años para el 20%?.



ASAMBLEA NACIONAL

Oficina de Asesoría Económica y Financiera

Cuadro No. 8

Evolución Histórica de las Transacciones y Precios de Algunos Bonos DPN en el Mercado Secundario																	
Instrumento DPBS01068D0010					Instrumento DPBS00944E0011					Instrumento DPBS00761G0014							
10/05/2003					15/08/2003					02/04/2004							
Vencimiento	Fecha	Millones	PRECIO			Vencimiento	Fecha	Millones	PRECIO			Vencimiento	Fecha	Millones	PRECIO		
		Bs	Min.	Máx.	Prom.			Bs	Min.	Máx.	Prom.			Bs	Min.	Máx.	Prom.
	14/05/02	8.000,00	94,9491	96,2500	95,8530		01/04/02	20,00	99,9375	99,9375	99,9375		31/07/02	2.000,00	86,0000	86,0000	86,0000
	21/05/02	320,00	96,5000	96,5000	96,5000		13/06/02	500,00	93,8000	93,8000	93,8000		01/08/02	6.043,28	81,7500	87,1250	86,8797
	29/05/02	500,00	94,9500	94,9500	94,9500		08/07/02	500,00	91,0000	91,0000	91,0000		06/08/02	1.699,63	83,7500	85,6250	85,2734
	07/06/02	200,00	92,5000	92,5000	92,5000		11/07/02	1.000,00	91,2500	91,4000	91,3250		09/08/02	2.166,95	84,5000	87,0717	86,8822
	10/06/02	2.914,00	93,0000	93,5000	93,2500		29/07/02	1.000,00	91,5000	91,8750	91,6875		12/08/02	1.627,14	82,2500	84,3750	82,8215
	13/06/02	5.914,00	93,3777	94,3750	93,8440		23/08/02	2.000,00	89,0000	89,0000	89,0000		14/08/02	132,65	81,0000	81,2500	81,0754
	14/06/02	1.065,00	94,0000	94,0000	94,0000		26/08/02	7.745,36	88,0000	89,0000	88,7095		16/08/02	451,86	80,5000	81,2500	80,8280
	17/06/02	1.665,00	94,1250	94,7000	94,2736		27/08/02	200,00	88,2500	88,2500	88,2500		22/08/02	1.708,40	80,1250	81,0000	80,9591
	18/06/02	800,00	94,5000	94,9500	94,6688		28/08/02	480,13	88,2500	88,2500	88,2500		23/08/02	291,63	78,0000	80,5000	79,9715
	19/06/02	6.500,00	94,7000	95,5000	95,1769		30/08/02	430,67	88,0000	88,0000	88,0000		26/08/02	241,83	79,8750	80,0000	79,8899
	20/06/02	850,00	94,5000	94,5000	94,5000		10/09/02	1.500,00	83,5000	83,5000	83,5000		27/08/02	930,00	78,7500	81,2500	81,1694
	02/08/02	500,00	94,0000	94,0000	94,0000		16/09/02	577,39	92,8771	92,8771	92,8771		28/08/02	3.029,64	79,6250	81,3750	80,9148
	07/08/02	6.000,00	93,2500	94,0000	93,6167		18/09/02	1.141,00	85,0000	85,0000	85,0000		02/09/02	202,35	75,0000	78,5000	77,8657
	16/08/02	1.000,00	91,2500	91,2500	91,2500		18/09/02	1.141,00	84,9948	84,9948	84,9948		05/09/02	586,11	75,3750	83,0000	76,7531
	20/08/02	2.097,00	94,5795	94,5795	94,5795		20/09/02	500,00	82,5000	82,5000	82,5000		06/09/02	380,91	74,6250	74,7500	74,6875
	06/09/02	500,00	89,3750	89,3750	89,375		25/09/02	2.000,00	81,5000	81,7500	81,6250		09/09/02	55,08	73,5000	76,0000	75,7696
	09/09/02	4.172,00	94,0222	94,2500	94,1355		26/09/02	10.000,00	78,7500	81,5000	79,6500		10/09/02	2.051,00	82,0000	82,0000	82,0000
	12/09/02	6.007,31	86,5000	87,5000	87,0000		27/09/02	12.000,00	78,7500	83,7500	80,3333		12/09/02	1.507,31	69,8750	70,0000	69,9832
	20/09/02	1.400,00	82,7500	83,6250	83,1875		30/09/02	10.000,00	78,7500	81,5000	80,5750		13/09/02	1.901,65	71,1250	73,7500	72,4375
	24/09/02	3.000,00	82,5000	83,1250	82,8125		01/10/02	8.000,00	78,5000	79,6250	79,0625		16/09/02	1.550,00	69,3750	73,7500	71,9919
	25/09/02	827,00	82,5000	82,5000	82,5000		18/10/02	10.200,00	78,0000	79,5000	78,7500		18/09/02	106,70	70,0000	70,0000	70,0000
	27/09/02	2.780,00	82,5000	83,3750	82,9586		24/10/02	1.937,54	79,5000	80,2000	79,8246		19/09/02	1.662,97	67,7500	69,8750	68,4193
	30/09/02	11.265,00	82,7500	93,5938	84,8959		29/10/02	1.000,00	81,5000	81,5000	81,5000		20/09/02	4.735,94	66,5000	68,5000	67,1222
	01/10/02	1.810,00	83,0000	83,3750	83,2072		31/10/02	2.000,00	82,0000	88,0000	85,0000		23/09/02	9.270,02	68,0000	81,0000	80,9018
	02/10/02	3.801,71	82,8750	83,7500	83,3123		01/11/02	2.500,00	80,4375	80,7500	80,5250		24/09/02	1.750,00	66,7500	68,5000	67,3143
	07/10/02	1.354,00	83,7500	83,7500	83,7500		05/11/02	2.000,00	80,3125	80,3750	80,3438		26/09/02	210,00	65,2500	65,2500	65,2500
	11/10/02	1.020,00	90,5000	90,5000	90,5000		06/11/02	156,37	79,5000	79,5000	79,5000		27/09/02	1.704,54	66,0000	66,3750	66,3300
	15/10/02	17.000,00	83,8000	85,0000	84,1934		07/11/02	1.500,00	80,1250	80,6250	80,2917		30/09/02	600,00	67,2500	67,3750	67,2750
	16/10/02	3.000,00	84,0000	85,0000	84,6667		08/11/02	10.021,79	79,5500	82,5000	80,1924		01/10/02	285,55	66,1250	67,7500	67,0615
	18/10/02	2.660,00	84,2500	85,2500	84,4154		11/11/02	5.269,52	80,0000	82,1250	81,6562		02/10/02	5.160,10	66,0000	74,7500	66,8698
	22/10/02	718,30	84,1250	84,1250	84,1250		12/11/02	12.500,00	83,5000	85,2500	84,5760		04/10/02	3.170,53	66,2500	68,5000	67,5767
	23/10/02	5.263,39	84,2500	84,2500	84,8433		13/11/02	9.693,19	80,5000	85,0000	84,0606		08/10/02	900,00	66,0000	66,6250	66,3472
	24/10/02	2.000,00	85,0000	85,1250	85,0625		14/11/02	9.950,00	85,0000	87,0000	86,1410		09/10/02	691,04	66,2500	66,5000	66,3947
	25/10/02	1.000,00	85,0000	85,1250	85,0625		18/11/02	9.750,75	82,7500	88,5000	87,8605		10/10/02	230,00	65,6250	66,6250	66,6250
	29/10/02	2.000,00	85,0000	85,0000	85,0000		20/11/02	630,00	84,7500	85,5000	85,1071		11/10/02	3.000,00	66,2500	75,0000	67,7292
	01/11/02	6.708,00	84,0000	85,0000	84,7225		21/11/02	4.105,90	84,5000	85,1250	84,7984		14/10/02	410,00	66,0000	66,7500	66,5488
	05/11/02	1.000,00	84,9156	84,9156	84,9156		25/11/02	7.375,39	84,5000	87,5000	85,4605		16/10/02	59,43	66,0000	66,0000	66,0000
	08/11/02	4.000,00	86,0000	87,3750	86,7344		26/11/02	4.461,63	82,8750	85,3750	84,9255		17/10/02	637,15	65,8750	65,8750	65,8750
	12/11/02	1.500,00	86,8750	88,8750	87,5417		27/11/02	23.101,47	81,5000	85,6250	84,4656		18/10/02	100,00	66,4375	66,4375	66,4375
	14/11/02	9.000,00	89,6250	92,2500	91,1781		28/11/02	24.629,66	81,5000	85,8750	83,9372		24/10/02	1.219,97	64,2500	64,5000	65,4450
	15/11/02	200,00	91,5000	91,5000	91,5000		29/11/02	31.710,00	85,5000	87,0625	86,6023		29/10/02	272,00	63,1250	63,1250	63,1250
	18/11/02	8.450,00	91,2500	91,5000	91,3269		02/12/02	330,00	86,8750	86,8750	86,8750		30/10/02	3.689,04	63,8750	65,2500	64,8732
	19/11/02	5.550,00	91,2500	91,3750	91,2950		03/12/02	10.182,28	50,0000	86,6250	72,1471		01/11/02	1.623,75	64,2500	64,7500	64,5713
	20/11/02	61,00	91,3750	91,3750	91,3750		04/12/02	4.086,92	63,4336	84,5000	63,8816		06/11/02	528,87	64,5000	65,5000	65,4454
	29/11/02	8.538,39	91,3750	93,2500	91,9972								08/11/02	12.500,00	65,0000	66,3750	65,9910
	06/12/02	6.000,00	91,7500	93,75	92,75								11/11/02	7.000,00	66,6250	67,3750	66,8482
	10/12/02	104,81	91,4375	91,4375	91,4375								12/11/02	9.675,00	68,0000	72,0000	69,8656
													13/11/02	3.082,09	71,0000	72,5000	71,8843
													14/11/02	10.078,88	71,0000	73,5000	72,0224
													15/11/02	15.400,00	66,0170	73,8750	67,8506
													18/11/02	1.617,99	72,6250	76,0000	73,9497
													25/11/02	7.791,34	72,5000	74,1250	73,0824
													28/11/02	317,99	73,8750	73,8750	73,8750
													29/11/02	3.111,84	74,0000	76,2500	75,8168
													02/12/02	1.947,19	75,5000	76,5000	76,2281

Fuente: BCV



Cuadro No. 8 (continuación)

Evolución Histórica de las Transacciones y Precios de Algunos Bonos DPN en el Mercado Secundario														
Instrumento DPBS00765E0043				Instrumento DPBS00546I0039				Instrumento DPBS01102H0011						
Vencimiento 29/03/2003				Vencimiento 01/12/2004				Vencimiento 01/06/2005						
Fecha	Millones	PRECIO		Fecha	Millones	PRECIO		Fecha	Millones	PRECIO		Prom.		
	Bs	Min.	Máx.		Bs	Min.	Máx.		Bs	Min.	Máx.			
25/02/02	3.000,00	75.0000	75.0000	75.0000	02/08/02	5.662,00	80.0000	90.0000	82,7587	06/02/02	60,00	80.0000	80.0000	80.0000
26/02/02	3.440,00	75.0000	75.0449	75.0392	06/08/02	4.100,00	79.9789	79.9789	79,9789	24/05/02	693,00	99.0000	99.0000	99.0000
27/02/02	440,00	75.0449	75.0449	75.0449	07/08/02	108,16	85.9633	85.9633	85,9633	27/09/02	2.029,93	70.3196	70.3196	70.3196
14/03/02	520,00	70.0000	70.0000	70.0000	09/08/02	1.562,00	89.7607	89.7607	89,7607	02/10/02	3.583,06	65.0000	72.2501	68.0009
15/03/02	520,00	70.0354	70.0354	70.0354	12/08/02	500,00	78.8000	78.8000	78,8000	03/10/02	4.580,00	65.0000	72.5000	70.4694
24/04/02	2.250,00	95.5000	96.0000	95.7778	13/08/02	1.000,00	79.1000	79.2500	79,1750	11/10/02	678,86	69.7500	69.7500	69.7500
25/04/02	1.080,00	95.0000	97.5000	96.7361	16/08/02	3.000,00	78.0001	78.0001	78,0001	17/10/02	4.582,66	60.0000	70.4724	68.0713
04/06/02	500,00	94.5000	94.5000	94.5000	27/08/02	4.500,00	79.1250	79.2500	79,1667	23/10/02	5.420,02	59.0000	63.0000	60.1125
07/06/02	2.200,00	94.3750	94.8750	94.6307	30/08/02	2.868,00	78.5000	78.5000	78,5000	24/10/02	60,00	56.0000	56.0000	56.0000
10/06/02	500,00	94.3750	94.3750	94.3750	10/09/02	955,08	79.2332	79.2500	79,2416	25/10/02	910,00	59.0000	62.2500	60.2253
17/06/02	98,70	104.7203	104.7203	104.7203	13/09/02	2.868,00	78.5000	78.5000	78,5000	28/10/02	1.564,42	56.7500	58.0000	57.8658
03/07/02	3.000,00	93.5000	93.5000	93.5000	30/09/02	477,24	78.6780	78.6780	78,6780	29/10/02	711,86	56.0000	57.5000	57.3407
10/07/02	6.000,00	93.3875	94.5000	93.9438	07/10/02	767,94	79.1875	79.1875	79,1875	30/10/02	811,39	56.5000	57.7500	57.6777
06/08/02	1.000,00	94.5000	94.5000	94.5000	25/10/02	1.028,93	79.0915	79.0915	79,0915	31/10/02	3.054,27	56.7500	57.6250	57.0465
03/10/02	520,00	92.0000	92.0000	92.0000	01/11/02	4.675,36	64.0000	81.6205	79,5707	01/11/02	7.334,63	56.2500	56.7500	56.6656
11/10/02	1.500,00	87.5000	87.8000	87.6417	06/11/02	148,48	79.0290	79.0290	79,0290	07/11/02	1.737,34	56.7500	57.1250	56.9657
28/11/02	8.000,00	95.2500	95.7500	95.5313	11/11/02	1.000,00	64.0000	66.2500	65,1250	08/11/02	1.000,00	57.5000	57.5000	57.5000
29/11/02	4.000,00	95.7500	95.7500	95.7500	13/11/02	4.006,84	64.0000	81.4955	79,7170	12/11/02	843,00	59.0000	59.0000	59.0000
					14/11/02	281,03	79.3350	79.3350	79,3350	13/11/02	7.218,58	62.0000	63.5000	62.6097
					18/11/02	691,11	79.3354	81.4584	80,6603	14/11/02	3.396,37	61.6250	64.5000	63.0711
					20/11/02	317,05	81.3334	81.3334	81,3334	15/11/02	4.715,30	63.0000	67.0000	64.8852
					21/11/02	1.990,00	79.3980	79.4052	79,4016	18/11/02	6.023,82	61.5000	75.0000	66.6404
					26/11/02	154,84	79.3355	79.3427	79,3391	19/11/02	9.511,77	56.9652	64.8750	58.1218
					29/11/02	2.502,32	79.3915	79.3987	79,3951	20/11/02	7.054,47	56.9867	64.7500	57.8100
					03/12/02	85,56	79.3289	79.3289	79,3289	21/11/02	22.854,00	57.0151	63.5000	91.4180
										25/11/02	1.181,71	64.0000	67.0000	64.5961
										26/11/02	15.068,24	64.1250	66.0000	65.5415
										27/11/02	11.347,00	56.7574	66.5000	60.8301
										28/11/02	3.211,66	64.8750	66.5000	65.7353
										29/11/02	13.710,00	63.0000	69.5000	65.6402
										02/12/02	11.000,00	63.0000	66.0000	64.4926
										05/12/02	3.713,11	65.8750	75.5000	70.3641

Fuente: BCV

El Gráfico 6 nos dice, por ejemplo, que la República tendrá que pagar un 3,03% adicional de amortización por retirar en el 2002 100 millones de bolívares que se vencían el 17/02/2004 (Emisión 419) y extender su vencimiento hasta el 2005. La República tendrá que pagar un 12,13 % adicional de amortización por retirar en el 2002 100 millones de bolívares que se vencían el 01/12/2004 (Emisión 411, igual a la emisión de los bonos CEDEL) y extender su vencimiento por un año adicional. De este gráfico resulta evidente la inconveniencia de haber realizado el canje en el 2002 de los bonos con vencimientos entre el 2004-2005 por cuanto la extensión de los vencimientos de dichos bonos incrementarían el servicio de la deuda por concepto de intereses en el corto plazo y el servicio de la deuda por amortización en el largo plazo sin ninguna necesidad real (para la República) para hacerlo. Adicionalmente resulta paradójico que extender el vencimiento de una deuda que vencía dentro de dos años resultara más costoso que extender los vencimientos de una deuda que se vencía de manera más inminente, siendo que el costo de oportunidad de extender los vencimientos para los bancos que tenían los bonos con vencimientos entre el 2002-2003 era mucho mayor que el costo de oportunidad que tenían los bancos con posesión de los títulos con vencimiento entre el 2004-2005.

El mismo análisis se presenta en el Gráfico 7, pero en ese caso estamos haciendo el supuesto de que cada institución retiró 100 millones de bolívares, y a cambio recibió 80% de bonos ordinarios y un 20% de bonos extraordinarios. Aquí hay que tener presente que para que una institución hiciera el canje adicional que implicaba la obtención del bono extraordinario era por que ese canje era más conveniente que uno donde la institución solo obtuviera el 100% de los nuevos bonos en bonos ordinarios, esa salvedad hay que tenerla en cuenta al interpretar el Gráfico 7. Otra vez se llega a la misma conclusión, es decir que extender la madurez de los bonos con vencimientos entre el 2004-2005 significó un incremento de los costos más que proporcional a lo que significaba extender los vencimientos de los bonos con madurez entre el 2002-2003, y sobre todo para la emisión 411 (bonos del caso CEDEL) lo cual resultó



totalmente ineficiente desde el punto de vista de las finanzas públicas, y eso explica por qué el canje tuvo una mayor efectividad en extender los vencimientos de los bonos con vencimientos entre el 2004-2005 que la efectividad alcanzada con los bonos con vencimientos entre el 2002-2003.

Gráfico 6
Incremento % de la Deuda por cada 100 Millones de Bs. Retirados con Bonos Ordinarios según el vencimiento del Bono Retirado
Canjes de Noviembre



Gráfico 7
Incremento % de la Deuda por cada 100 Millones de Bs. Canjeados según el vencimiento del Bono Retirado
Canjes de Noviembre



Concluyendo entonces los mecanismos de canje de la deuda utilizados en el 2002 resultaron inconvenientes por varias razones:

a) Por lo poco transparente en el mecanismo de fijación de precios de los bonos objetos y bonos sujetos de canje.



b) Por el mecanismo de subasta que anunciaba previamente los precios a los participantes y por las limitaciones que se impusieron para restringir las estrategias que cada uno de ellos podía seguir, limitando así la competencia entre las instituciones.

c) Por canjear bonos con vencimiento en el 2004-2005 los cuales no implicaban una verdadera necesidad desde el punto de vista fiscal, pero que sí incrementó el servicio de la deuda en el corto, mediano y largo plazo por los incrementos por concepto de intereses, pago contingente por cláusula cambiaria y por el incremento del stock de la deuda.

d) Por empezar los canjes con los bonos que vencían en el 2004-2005 y hacer público sus resultados antes de la realización de los canjes que sí eran más urgentes para el Fisco, dándole mayor poder de negociación a las instituciones que tenían posesión de los bonos con vencimientos entre el 2002-2003, en lugar de haber realizado todos los canjes en un mismo día.

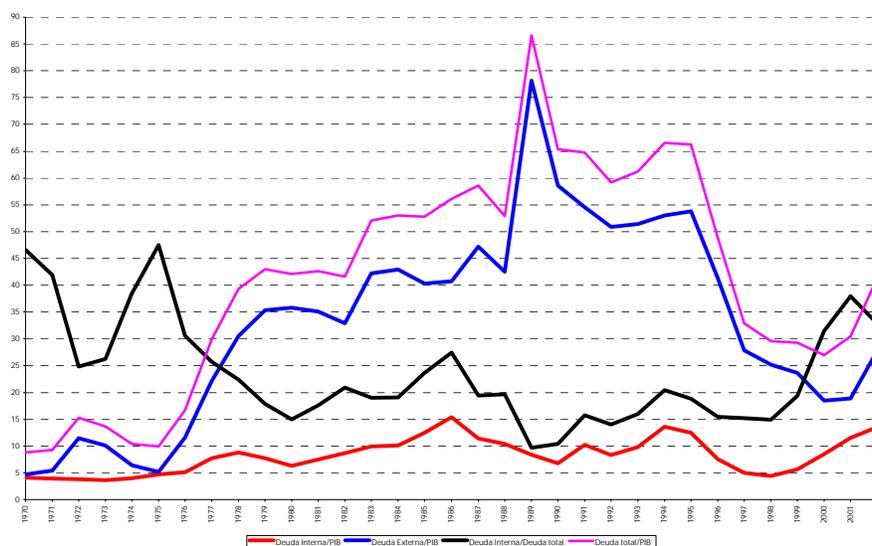
e) Por el aparente sobrepago que pagó la República por los bonos sujetos de canje.

f) Por todo el diseño del mecanismo de la subasta en general, el cual resulta sumamente atípico dentro de lo que es la práctica mundial de canje y subasta de títulos públicos.

5.- Indicadores de la deuda para el año 2002

Para el cierre del 2002 el stock de la deuda externa era de 22.504 millones de US\$ mientras que el stock de la deuda interna se ubicó en 15.391.281 millones de bolívares (ver anexo B), colocándose la deuda pública bruta total en 46.925.011 millones de bolívares, lo cual representó un incremento del 68,86% con respecto al año anterior. El crecimiento de la deuda total se explica por el incremento de la deuda interna en 46,08% y por el incremento de la deuda externa (medida en bolívares) en un 82,76% como consecuencia de la depreciación del tipo de cambio. Mientras que en 1998 el 14,9% de la deuda total correspondía a la deuda interna, en el año 2002 ese porcentaje se ubicó en 32,80% como consecuencia del acelerado crecimiento de la deuda interna (ver Gráfico 8).

Gráfico 8
Deuda Pública Bruta





Como proporción del Producto interno bruto la deuda bruta pasó de un 29,63% en 1998 a un 41,39% en el año 2002 (todo medido en bolívars¹⁶).

Gráfico 9
Servicio de la Deuda Pública Total
Como proporción del PIB

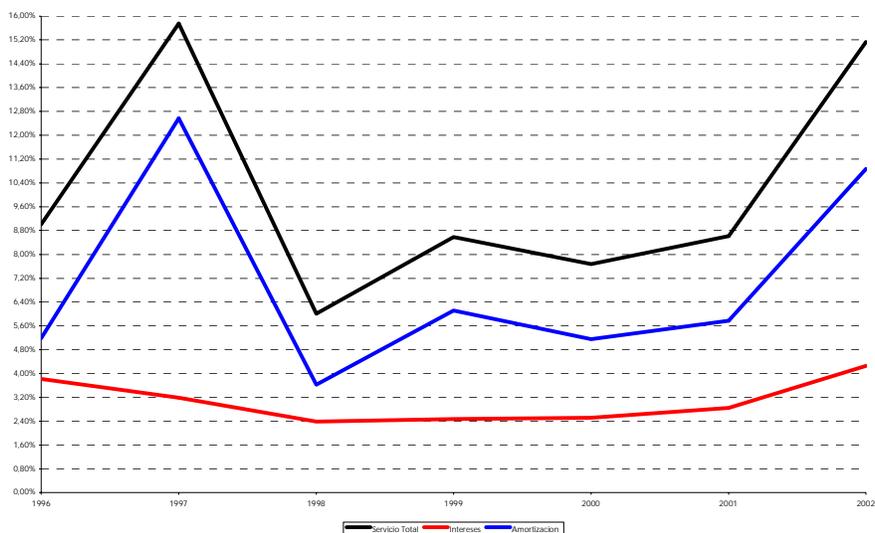
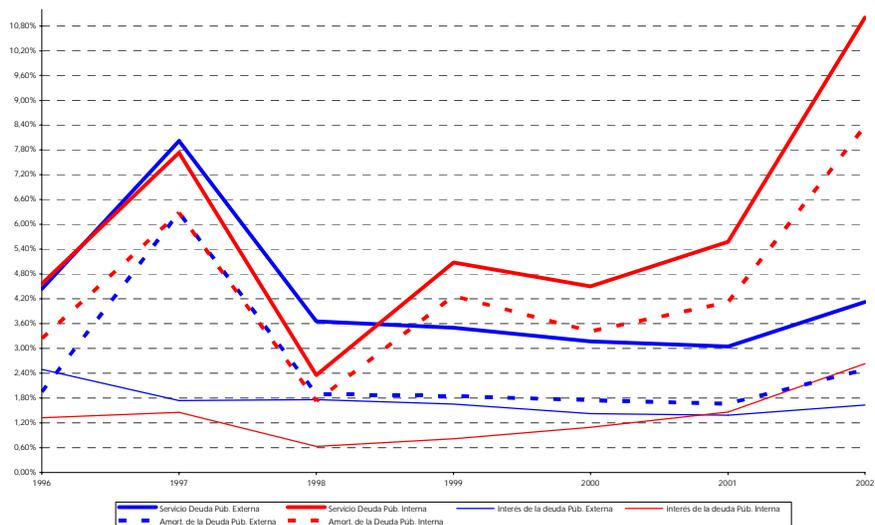


Gráfico 10
Servicio de la Deuda Externa e Interna
Como proporción del PIB



El incremento acelerado de la deuda interna que se ha venido experimentando en los últimos 4 ha comenzado a tener sus efectos sobre el servicio de la deuda pública. Mientras que en 1998 el servicio total de la deuda era 6,01% del PIB, en el año 2002 ese porcentaje pasó a ser 15% (ver Gráficos 9 y 10). Ese crecimiento se explica fundamentalmente por el servicio de la deuda interna, el cual pasó de un 2,35% del PIB en 1998 a un 11% en el año

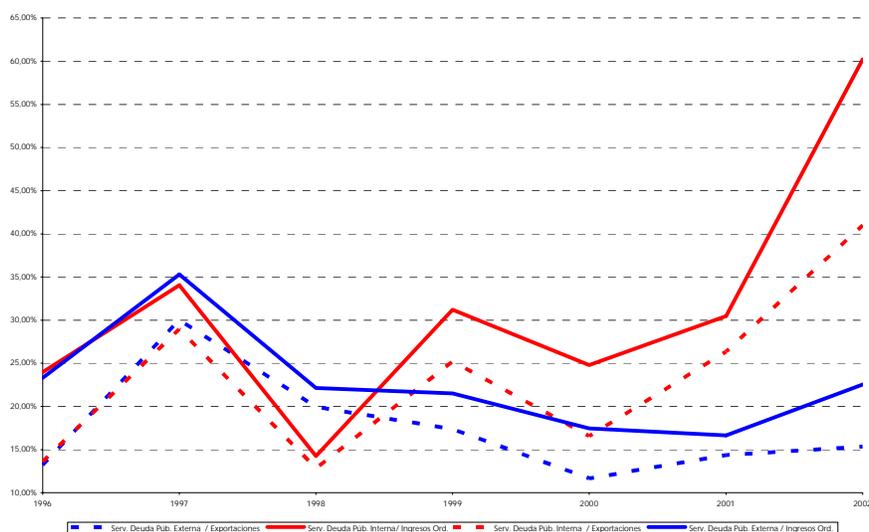
¹⁶ En el anexo B se muestran algunas proporciones a partir de los datos medidos en bolívars y otras a partir de datos medidos en dólares. Hay que aclarar que las diferencias radican en el hecho de que para las variables de flujo (como el PIB, el servicio de la deuda y las exportaciones) se utiliza el tipo de cambio promedio, mientras que para las variables de stock (como la deuda al final del año) el tipo de cambio utilizado es el correspondiente al mismo periodo en que se mide dicho stock. Cuando hay diferencias en las proporciones a partir de la utilización de datos medidos en dólares y de datos medidos en bolívars presentamos ambas proporciones, de lo contrario sólo se presenta una. Esas diferencias aparecerán cuando calculemos proporciones entre variables de stock y variables de flujo (ejemplo stock de deuda/PIB).



2002. Ese cambio fundamental en la estructura del servicio de la deuda se explica por las amortizaciones de la deuda interna que se realizaron en el año 2002, las cuales alcanzaron un 8% del PIB, y por los intereses de la deuda interna los cuales se ubicaron en un 2,6% del PIB (estos últimos casi duplicando los intereses de la deuda externa para el año 2002)

Ese crecimiento de la deuda interna ha ejercido presión sobre la estructura del gasto público (ver Gráfico 11), ya que una mayor parte de los ingresos ordinarios han tenido que ser dirigidos al pago del servicio de la deuda interna. Mientras que en el año 1998 un 14,24% de los ingresos ordinarios se destinaban al pago del servicio de la deuda interna, en el año 2002 se tuvo que destinar un 60% para el mismo gasto, dejando así poco espacio para el financiamiento del gasto social (educación, salud y vivienda). Ese incremento desproporcionado no se observa en el servicio de la deuda externa ya que como proporción del valor de las exportaciones (medido en dólares) el servicio de la deuda externa ha tendido a caer, ubicándose en el 2002 en un 15,34% del valor de las exportaciones.

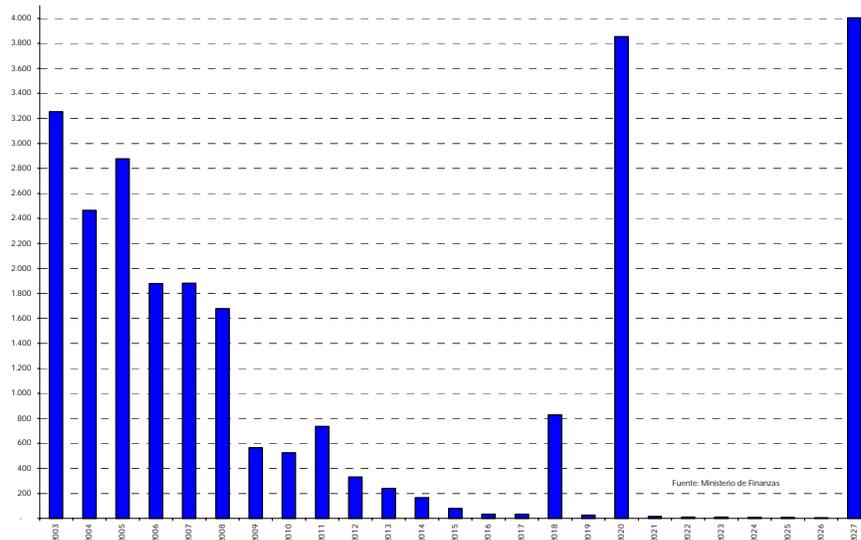
Gráfico 11
Servicio de la Deuda Pública
Como porcentaje de las exportaciones y de los Ingresos Fiscales Ordinarios



Todo lo dicho anteriormente nos señala la importancia de manejar cautelosamente la deuda interna ya que últimamente se ha convertido un peso importante en las finanzas públicas y en la estructura del gasto. Como ya lo hemos expuesto, existe un amplio margen de discrecionalidad de los funcionarios en el manejo de la deuda pública interna, y en menor medida con la deuda externa, discrecionalidad que sin el adecuado control por parte de la Asamblea y de la Contraloría General de la República podría resultar bastante costosa desde el punto de vista financiero, económico y social en los próximos años, particularmente si tomamos en cuenta que en los próximos tres años habrá una concentración importante del servicio de la deuda (ver Gráficos 3 y 12), que estamos en una economía en recesión, con una sostenida destrucción de su planta física industrial y empresarial, y que la recaudación fiscal no ha crecido lo suficientemente (debido a la misma recesión y a la informalización de la economía). Finalmente, es necesario señalar que también existe un amplio margen de acción que puede tomar el legislador para mejorar el marco legal e institucional que rige las operaciones de crédito público, para lograr la estabilización y el crecimiento de la economía, y finalmente para aumentar y mejorar la recaudación fiscal.



Gráfico 12
Pagos por Capital de la Deuda Pública Externa Directa
Millones de USD



Fuente: Ministerio de Finanzas

6.- Conclusiones:

El manejo de la deuda pública interna durante el año 2002 pone en evidencia las debilidades institucionales existentes en la economía Venezolana en general, así como la necesidad urgente de hacer una verdadera transformación de las mismas y del marco legal que las rige. En el caso del endeudamiento interno, siendo que este es una fuente importante del financiamiento extraordinario del sector público es necesario fortalecer el marco legal existente de forma que se garantice la permanencia y la sostenibilidad de este tipo de ingreso, de lo contrario, si sigue funcionando tal como lo ha venido haciendo durante todo el año 2002 se hará cada vez más difícil la obtención de recursos financieros mediante este mecanismo.

Es necesario la elaboración urgente de una Ley de Crédito Público, enmarcada dentro del contexto de una nueva Ley Orgánica de la Administración Financiera, que regule de manera estable, transparente, y eficiente la ejecución de las operaciones de crédito público, y que de manera clara y sin ambigüedades asigne responsabilidades y sanciones a los funcionarios públicos encargados de su funcionamiento. Esta ley debe regular aspectos tan básicos como la convocatoria a una subasta, el mecanismo de subasta a utilizar, lo que recibirá la República a cambio de los títulos públicos, que información se le proporcionará a los participantes antes de la subasta, cómo se determinará el precio mínimo de corte en las subastas, etc., pero fundamentalmente, que de una vez por todas limite y regule la colocación de los títulos públicos mediante cualquier otro mecanismo que no sea la subasta. Así mismo, es necesario que esta ley regule la forma de contratación de empresas extranjeras que presten servicios en materia de crédito público, ya que cómo la misma sentencia del TSJ dejó claro, esto sería un contrato de interés público nacional para lo cual se requeriría la autorización y regulación por parte de la Asamblea Nacional, pero no existe un marco regulatorio que permita establecer la pertinencia de dichos contratos. De igual manera se requiere de la elaboración del reglamento del crédito público y una reforma a la Ley del mercado de Capitales.

Por otro lado, se necesita desarrollar el mercado secundario de deuda, es decir el mercado donde los agentes podrán acudir a comercializar (al detal) los títulos colocados previamente en el mercado primario (mercado al mayor). En la actualidad el mercado secundario presenta el problema de ser poco profundo y muy volátil, por lo cual se hace necesario su fortalecimiento. Entre las medidas que podrían tomarse para hacerlo más profundo estarían: la transferencia de la comercialización de los títulos públicos en el mercado secundario a través de la Bolsa de Valores (tal como se hace en la actualidad con los Vebonos), o en una primera instancia, requerir a todas las instituciones financieras que informen al BCV los precios a los cuáles están comercializando los títulos en el mercado secundario



ASAMBLEA NACIONAL

Oficina de Asesoría Económica y Financiera

mediante operaciones sin afectación financiera, ya que las mismas en la actualidad no reportan dichos precios, y los mismos se necesitan para hacer el mercado más transparente.

De igual forma, y más urgente, se hace necesario un estudio del funcionamiento del mercado primario en Venezuela, y que se evalúe la posibilidad de que otras instituciones que manejan recursos financieros puedan ir al mercado primario, como son las compañías aseguradoras, empresas que manejan fondos de pensión, etc. De igual forma, se debe evaluar la posibilidad de que ciertas instituciones tengan el privilegio de ir al mercado primario, o que tengan el derecho exclusivo de comprar los títulos al mayor (junto con otros privilegios asociados al mismo) a cambio del compromiso de que las mismas participen activamente en las subastas, tal como se hace en otros países.



ASAMBLEA NACIONAL

Oficina de Asesoría Económica y Financiera

Anexo A: Características de los de los Titulos Sujetos de Canje y Objeto de Canje (Ordinario y Extraordinario) y sus Precios en la Subasta No Competitiva de Los Canjes de 2002

Emisión	Bono Sujeto				Bono Objeto Ordinario				Bono Objeto Extraordinario				P. sujeto/ P. obj. Ord.	P. obj. ord/ P. obj. Ext.	Variación de la Deuda (Bs)			Variación (%) de la Deuda	
	Vcto.	Cupón %	% de ref.	Precio	Rndto.	Precio	Rndto.	Vcto.	% ref.	Vcto.	% ref.	Precio			Tera etapa	2da. etapa (*)	1 y 2 etapa	Tera etapa	etapas 1 y 2
474	06/12/02	26.1	84.84	99.9814	30	93.9382	36	26/03/04	90	20/02/06	80	92.25	1.0643	1.0183	6.433.166	389.551	6.822.717	6.43	6.82
342	06/12/02	28.85	93.80	100.0556	30	93.9382	36	26/03/04	90	20/02/06	80	92.25	1.0651	1.0183	6.512.154	389.840	6.901.994	6.51	6.90
413	06/12/02	28.85	93.80	100.0556	30	93.9382	36	26/03/04	90	20/02/06	80	92.25	1.0651	1.0183	6.512.154	389.840	6.901.994	6.51	6.90
304	08/12/02	29.22	95.00	100.0792	30	93.9382	36	26/03/04	90	20/02/06	80	92.25	1.0654	1.0183	6.537.277	389.932	6.927.209	6.54	6.93
441	14/12/02	25.54	81.05	99.902	30	93.9382	36	26/03/04	90	20/02/06	80	92.25	1.0635	1.0183	6.348.642	389.242	6.737.884	6.35	6.74
476	19/12/02	26.67	84.84	99.946	30	93.9382	36	26/03/04	90	20/02/06	80	92.25	1.0640	1.0183	6.395.481	389.413	6.784.895	6.40	6.78
481	19/12/02	26.67	84.84	99.946	30	93.9382	36	26/03/04	90	20/02/06	80	92.25	1.0640	1.0183	6.395.481	389.413	6.784.895	6.40	6.78
405	23/12/02	28.85	91.79	100.0969	30	93.9382	36	26/03/04	90	20/02/06	80	92.25	1.0656	1.0183	6.556.119	390.001	6.946.120	6.56	6.95
409	23/12/02	28.85	91.79	100.0969	30	93.9382	36	26/03/04	90	20/02/06	80	92.25	1.0656	1.0183	6.556.119	390.001	6.946.120	6.56	6.95
410	23/12/02	28.85	91.79	100.0969	30	93.9382	36	26/03/04	90	20/02/06	80	92.25	1.0656	1.0183	6.556.119	390.001	6.946.120	6.56	6.95
466	27/12/02	25.49	84.84	99.9191	30	93.9382	36	26/03/04	90	20/02/06	80	92.25	1.0637	1.0183	6.366.845	389.308	6.756.154	6.37	6.76
403	28/12/02	27.47	91.46	100.1009	30	93.9382	36	26/03/04	90	20/02/06	80	92.25	1.0656	1.0183	6.560.377	390.017	6.950.394	6.56	6.95
407	28/12/02	27.47	91.46	100.1009	30	93.9382	36	26/03/04	90	20/02/06	80	92.25	1.0656	1.0183	6.560.377	390.017	6.950.394	6.56	6.95
408	28/12/02	27.47	91.46	100.1009	30	93.9382	36	26/03/04	90	20/02/06	80	92.25	1.0656	1.0183	6.560.377	390.017	6.950.394	6.56	6.95
412	28/12/02	27.47	91.46	100.1009	30	93.9382	36	26/03/04	90	20/02/06	80	92.25	1.0656	1.0183	6.560.377	390.017	6.950.394	6.56	6.95
414	28/12/02	27.47	91.46	100.1009	30	93.9382	36	26/03/04	90	20/02/06	80	92.25	1.0656	1.0183	6.560.377	390.017	6.950.394	6.56	6.95
314	29/12/02	28.54	95.00	100.2053	30	93.9382	36	26/03/04	90	20/02/06	80	92.25	1.0667	1.0183	6.671.514	390.424	7.061.937	6.67	7.06
316	29/12/02	28.54	95.00	100.2053	30	93.9382	36	26/03/04	90	20/02/06	80	92.25	1.0667	1.0183	6.671.514	390.424	7.061.937	6.67	7.06
321	03/01/03	27.46	95.00	100.2256	30	93.9382	36	26/03/04	90	20/02/06	80	92.25	1.0669	1.0183	6.693.124	390.503	7.083.626	6.69	7.08
382	25/01/03	30.33	94.00	100.2655	30	93.9382	36	26/03/04	90	20/02/06	80	92.25	1.0674	1.0183	6.735.599	390.658	7.126.257	6.74	7.13
4	25/01/03	26.15	81.05	99.6016	30	93.9382	36	26/03/04	90	20/02/06	80	92.25	1.0603	1.0183	6.028.857	388.071	6.416.929	6.03	6.42
417	25/01/03	28.44	88.14	99.9651	30	93.9382	36	26/03/04	90	20/02/06	80	92.25	1.0642	1.0183	6.415.814	389.488	6.805.301	6.42	6.81
417	25/01/03	28.44	88.14	99.9651	30	93.9382	36	26/03/04	90	20/02/06	80	92.25	1.0642	1.0183	6.415.814	389.488	6.805.301	6.42	6.81
406	25/01/03	30.16	93.46	100.2378	30	93.9382	36	26/03/04	90	20/02/06	80	92.25	1.0671	1.0183	6.706.111	390.550	7.096.661	6.71	7.10
380	30/01/03	30.33	94.00	100.2773	30	93.9382	36	26/03/04	90	20/02/06	80	92.25	1.0675	1.0183	6.748.160	390.704	7.138.864	6.75	7.14
383	30/01/03	30.33	94.00	100.2773	30	93.9382	36	26/03/04	90	20/02/06	80	92.25	1.0675	1.0183	6.748.160	390.704	7.138.864	6.75	7.14
1	17/02/03	24.63	73.53	98.8667	30	93.9382	36	26/03/04	90	20/02/06	80	92.25	1.0525	1.0183	5.246.534	385.208	5.631.742	5.25	5.63
427	29/03/03	25.5	84.89	99.5285	30	93.9382	36	26/03/04	90	20/02/06	80	92.25	1.0595	1.0183	5.951.040	387.787	6.338.827	5.95	6.34
434	29/03/03	25.5	84.89	99.5285	30	93.9382	36	26/03/04	90	20/02/06	80	92.25	1.0595	1.0183	5.951.040	387.787	6.338.827	5.95	6.34
426	02/04/03	25.32	84.29	98.8274	32	92.0099	37	17/06/04	90	20/02/06	80	92.25	1.0741	0.9974	7.409.529	-55.911	7.353.618	7.41	7.35
2	04/04/03	25.08	86.74	99.0743	32	92.0099	37	17/06/04	90	20/02/06	80	92.25	1.0768	0.9974	7.677.869	-56.051	7.621.819	7.68	7.62
422	16/04/03	27.86	88.61	99.2037	32	92.0099	37	17/06/04	90	20/02/06	80	92.25	1.0782	0.9974	7.822.093	-56.126	7.765.967	7.82	7.77
5	10/05/03	28.7	86.74	98.7877	32	92.0099	37	17/06/04	90	20/02/06	80	92.25	1.0737	0.9974	7.366.381	-55.889	7.310.493	7.37	7.31
336	09/06/03	24.39	79.28	97.3942	32	92.0099	37	17/06/04	90	20/02/06	80	92.25	1.0585	0.9974	5.851.870	-55.100	5.796.770	5.85	5.80
436	14/06/03	27.92	88.61	98.852	32	92.0099	37	17/06/04	90	20/02/06	80	92.25	1.0744	0.9974	7.436.265	-55.925	7.380.340	7.44	7.38
438	14/06/03	27.92	88.61	98.852	32	92.0099	37	17/06/04	90	20/02/06	80	92.25	1.0744	0.9974	7.436.265	-55.925	7.380.340	7.44	7.38
442	14/06/03	27.92	88.61	98.852	32	92.0099	37	17/06/04	90	20/02/06	80	92.25	1.0744	0.9974	7.436.265	-55.925	7.380.340	7.44	7.38
4	25/07/03	28.59	88.61	98.0826	33	89.9278	38	10/09/04	90	20/02/07	85	93.75	1.0907	0.9592	9.068.164	-889.345	8.178.819	9.07	8.18
449	15/08/03	29.68	88.61	97.9021	33	89.9278	38	10/09/04	90	20/02/07	85	93.75	1.0887	0.9592	8.867.447	-887.708	7.979.739	8.87	7.98
451	15/08/03	29.68	88.61	97.9021	33	89.9278	38	10/09/04	90	20/02/07	85	93.75	1.0887	0.9592	8.867.447	-887.708	7.979.739	8.87	7.98
452	15/08/03	29.68	88.61	97.9021	33	89.9278	38	10/09/04	90	20/02/07	85	93.75	1.0887	0.9592	8.867.447	-887.708	7.979.739	8.87	7.98
2	04/10/03	25.62	88.61	96.8857	34	89.0139	38	03/12/04	90	20/02/07	85	93.75	1.0884	0.9495	8.843.338	-1.099.718	7.743.620	8.84	7.74
457	04/10/03	25.62	88.61	96.8857	34	89.0139	38	03/12/04	90	20/02/07	85	93.75	1.0884	0.9495	8.843.338	-1.099.718	7.743.620	8.84	7.74
463	04/10/03	25.62	88.61	96.8857	34	89.0139	38	03/12/04	90	20/02/07	85	93.75	1.0884	0.9495	8.843.338	-1.099.718	7.743.620	8.84	7.74
465	04/10/03	25.62	88.61	96.8857	34	89.0139	38	03/12/04	90	20/02/07	85	93.75	1.0884	0.9495	8.843.338	-1.099.718	7.743.620	8.84	7.74
5	10/11/03	29.32	88.61	96.5403	34	89.0139	38	03/12/04	90	20/02/07	85	93.75	1.0846	0.9495	8.455.309	-1.095.798	7.359.511	8.46	7.36
6	01/12/03	26.57	88.61	96.3282	34	89.0139	38	03/12/04	90	20/02/07	85	93.75	1.0822	0.9495	8.217.031	-1.093.390	7.123.641	8.22	7.12
404	23/12/03	27.5	87.49	95.8646	34	89.0139	38	03/12/04	90	20/02/07	85	93.75	1.0770	0.9495	7.696.214	-1.088.128	6.608.086	7.70	6.61
416	28/12/03	26.28	87.49	95.825	34	89.0139	38	03/12/04	90	20/02/07	85	93.75	1.0765	0.9495	7.651.726	-1.087.679	6.564.048	7.65	6.56
400	28/12/03	27.74	92.33	97.2449	34	89.0139	38	03/12/04	90	20/02/07	85	93.75	1.0925	0.9495	9.246.870	-1.103.795	8.143.075	9.25	8.14
415	25/01/04	30.74	95.26	96.1452	36	86.9753	39	11/02/05	90	20/02/07	85	93.75	1.1054	0.9277	10.543.108	-1.597.646	8.945.463	10.54	8.95
419	17/02/04	25.59	76.40	89.8461	36	86.9753	39	11/02/05	90	20/02/07	85	93.75	1.0330	0.9277	3.300.707	-1.492.973	1.807.734	3.30	1.81
428	29/03/04	26.56	88.40	93.3165	36	86.9753	39	11/02/05	90	20/02/07	85	93.75	1.0729	0.9277	7.290.806	-1.550.641	5.740.164	7.29	5.74
429	29/03/04	26.56	88.40	93.3165	36	86.9753	39	11/02/05	90	20/02/07	85	93.75	1.0729	0.9277	7.290.806	-1.550.641	5.740.164	7.29	5.74
433	29/03/04	26.56	88.40	93.3165	36	86.9753	39	11/02/05	90	20/02/07	85	93.75	1.0729	0.9277	7.290.806	-1.550.641	5.740.164	7.29	5.74
432	29/03/04	26.74	89.03	93.5344	36	86.97													



ASAMBLEA NACIONAL

Oficina de Asesoría Económica y Financiera

Anexo B

INDICADORES DEL COMPORTAMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA EXTERNA E INTERNA DE ACUERDO A DIFERENTES ESCENARIOS DE PIB NOMINAL PARA EL 2002

Variables	1996	1997	1998	1999	2000	2001(1)	2002(*)	2002(**)	2002(***)
Reservas Internacionales (Mill. de USD)	15.229	17.818	14.849	15.379	20.471	18.522	14.860	14.860	14.860
Variación interanual de las Reservas Internacionales	-	17,00	-16,66	3,57	33,11	-9,52	-19,77	-19,77	-19,77
Exportaciones Bienes y Servicios (Mill. de USD)	23.707	23.703	17.576	20.819	32.998	26.726	26.219	26.219	26.219
Exportaciones Bienes y Servicios (Mill. de Bs.) (2)	9.893.879	11.581.049	9.623.739	12.610.068	22.436.330	19.340.804	30.438.948	30.438.948	30.438.948
Variación interanual de las Exportaciones en USD.	-	-0,02	-25,85	18,45	58,50	-19,01	-1,90	-1,90	-1,90
(2) Tipo de Cambio Promedio Venta Bs./USD	417,34	488,59	547,55	605,70	679,93	723,67	1160,95	1160,95	1160,95
(3) Tipo de Cambio Cierre del año Venta Bs./USD	476,50	504,50	564,50	648,25	699,75	763,00	1401,25	1401,25	1401,25
Variación interanual del Tipo de cambio al cierre	-	5,88	11,89	14,84	7,94	9,04	83,65	83,65	83,65
							Escenarios de PIB nom. 2002		
PIB a Precios Corrientes (Mill. de Bs.)	29.437.682	43.343.669	52.482.466	62.577.039	82.450.674	91.324.773	108.794.669	113.367.926	114.755.836
PIB (Mill. de USD) (2)	70.536,45	88.711,74	95.849,63	103.313,59	121.263,47	126.196,71	93.711,76	97.651,00	98.846,49
Ingresos Fiscales Ordinarios (Mill. De Bs.)	5.605.187	9.845.040	8.667.055	10.191.741	14.976.964	16.712.963	20.725.622	20.725.622	20.725.622
Ingresos Fiscales Ordinarios (Mill. De USD)(2)	13.430,74	20.149,90	15.828,79	16.826,38	22.027,21	23.094,73	17.852,30	17.852,30	17.852,30
Deuda Pública Externa Bruta (Mill. de Bs.)(3)	12.155.039	12.082.775	13.231.880	14.793.065	15.264.347	17.253.719	31.533.730	31.533.730	31.533.730
Deuda Pública Externa Bruta (Mill. de USD)	25.509,00	23.950,00	23.440,00	22.820,00	21.814,00	22.613,00	22.504,00	22.504,00	22.504,00
Variación interanual de la DP Externa en Bs.	-	-0,59	9,51	11,80	3,19	13,03	82,76	82,76	82,76
Variación interanual de la DP Externa en USD	-	-6,11	-2,13	-2,65	-4,41	3,66	-0,48	-0,48	-0,48
Deuda Pública Interna Bruta (Mill. de Bs.)	2.226.878	2.164.139	2.317.604	3.552.290	7.006.655	10.536.000	15.391.281	15.391.281	15.391.281
Deuda Pública Interna Bruta (Mill. de USD) (3)	4.673,41	4.289,67	4.105,59	5.479,81	10.013,08	13.808,65	10.983,97	10.983,97	10.983,97
Variación interanual de la DP Interna en Bs.	-	-2,82	7,09	53,27	97,24	50,37	46,08	46,08	46,08
Variación interanual de la DP Interna en USD	-	-8,21	-4,29	33,47	82,73	37,91	-20,46	-20,46	-20,46
Deuda Pública Bruta (Mill. de Bs.) (3)	14.381.917	14.246.914	15.549.484	18.345.355	22.271.002	27.789.719	46.925.011	46.925.011	46.925.011
Deuda Pública Bruta (Mill. de USD)	30.182,41	28.239,67	27.545,59	28.299,81	31.827,08	36.421,65	33.487,97	33.487,97	33.487,97
Variación interanual de la DP Bruta en Bs.	-	-0,94	9,14	17,98	21,40	24,78	68,86	68,86	68,86
Variación interanual de la DP Bruta en USD	-	-6,44	-2,46	2,74	12,46	14,44	-8,05	-8,05	-8,05
Servicio Deuda Pública Externa (Mill. de USD)	3.130	7.113	3.505	3.616	3.847	3.840	4.022	4.022	4.022
Interés pagado Deuda Pública Externa (Mill. de USD)	1.758	1.539	1.686	1.710	1.730	1.746	1.593	1.593	1.593
Amortización de la Deuda Pública Externa (Mill. de USD)	1.372	5.574	1.819	1.906	2.117	2.094	2.430	2.430	2.430
Servicio Deuda Pública Externa (Mill. de Bs.)(2)	1.306.274	3.475.341	1.919.163	2.190.211	2.615.691	2.778.893	4.669.838	4.669.838	4.669.838
Interés pagado Deuda Pública Externa (Mill. de Bs.)(2)	733.684	751.940	923.169	1.035.747	1.176.279	1.263.528	1.849.229	1.849.229	1.849.229
Amortización de Deuda Pública Externa (Mill. de Bs.) (2)	572.590	2.723.401	995.993	1.154.464	1.439.412	1.515.365	2.820.609	2.820.609	2.820.609
							Servicio deuda indirecta al 30/09/02 (4)		
Servicio Deuda Pública Interna (Mill. de Bs.)	1.344.354	3.350.888	1.234.052	3.178.387	3.713.892	5.093.694	12.477.290	12.477.290	12.477.290
Interés pagado Deuda Pública Interna (Mill. de Bs.)	390.354	629.058	328.735	509.805	900.243	1.337.363	2.979.660	2.979.660	2.979.660
Amortización de la Deuda Pública Interna (Mill. de Bs.)	954.000	2.721.830	905.317	2.668.582	2.813.649	3.756.331	9.497.630	9.497.630	9.497.630
Servicio Deuda Pública Interna (Mill. de USD)(2)	3.221	6.858	2.254	5.247	5.462	7.039	10.747	10.747	10.747
Interés pagado Deuda Pública Interna (Mill. de USD)(2)	935	1.287	600	842	1.324	1.848	2.567	2.567	2.567
Amortización de Deuda Pública Interna (Mill. de USD.) (2)	2.286	5.571	1.653	4.406	4.138	5.191	8.181	8.181	8.181
Servicio Deuda Pública (Mill. de USD)	6.351	13.971	5.759	8.863	9.309	10.879	14.770	14.770	14.770
Interés pagado Deuda Pública (Mill. de USD)	2.693	2.826	2.286	2.552	3.054	3.594	4.159	4.159	4.159
Amortización de la Deuda Pública (Mill. de USD.)	3.658	11.145	3.472	6.312	6.255	7.285	10.610	10.610	10.610
Servicio Deuda Pública (Mill. de Bs.)	2.650.628	6.826.229	3.153.215	5.368.598	6.329.583	7.872.587	17.147.128	17.147.128	17.147.128
Interés pagado Deuda Pública (Mill. de Bs.)	1.124.038	1.380.998	1.251.904	1.545.552	2.076.522	2.600.891	4.828.889	4.828.889	4.828.889
Amortización de la Deuda Pública (Mill. de Bs.)	1.526.590	5.445.231	1.901.310	3.823.046	4.253.061	5.271.696	12.318.239	12.318.239	12.318.239



ASAMBLEA NACIONAL

Oficina de Asesoría Económica y Financiera

Anexo B (continuación)

INDICADORES DEL COMPORTAMIENTO DE LA DEUDA PUBLICA EXTERNA E INTERNA DE ACUERDO A DIFERENTES ESCENARIOS DE PIB NOMINAL PARA EL 2002 (CONT.)

Indicadores de Deuda	1996	1997	1998	1999	2000	2001(1)	2002(**)	2002(**)	2002(**)
Deuda Pública Bruta Interna (\$) / Deuda Pública Bruta (\$)	15,48%	15,19%	14,90%	19,36%	31,46%	37,91%	32,80%	32,80%	32,80%
Deuda Pública Bruta Externa (\$) / Deuda Pública Bruta (\$)	84,52%	84,81%	85,10%	80,64%	68,54%	62,09%	67,20%	67,20%	67,20%
Deuda Pública Bruta (\$) / PIB (\$)	42,79%	31,83%	28,74%	27,39%	26,25%	28,86%	35,74%	34,29%	33,88%
Deuda Pública Externa Bruta (\$) / PIB (\$)	36,16%	27,00%	24,45%	22,09%	17,99%	17,92%	24,01%	23,05%	22,77%
Deuda Pública Interna Bruta (\$) / PIB (\$)	6,63%	4,84%	4,28%	5,30%	8,26%	10,94%	11,72%	11,25%	11,11%
Deuda Pública Bruta (Bs.) / PIB (Bs.)	48,86%	32,87%	29,63%	29,32%	27,01%	30,43%	43,13%	41,39%	40,89%
Deuda Pública Externa Bruta (Bs.) / PIB (Bs.)	41,29%	27,88%	25,21%	23,64%	18,51%	18,89%	28,98%	27,82%	27,48%
Deuda Pública Interna Bruta (Bs.) / PIB (Bs.)	7,56%	4,99%	4,42%	5,68%	8,50%	11,54%	14,15%	13,58%	13,41%
Deuda Pública Bruta (\$) / Exportaciones (\$)	127,31%	119,14%	156,72%	135,93%	96,45%	136,28%	127,72%	127,72%	127,72%
Deuda Pública Externa Bruta (\$) / Exportaciones (\$)	107,60%	101,04%	133,36%	109,61%	66,11%	84,61%	85,83%	85,83%	85,83%
Deuda Pública Interna Bruta (\$) / Exportaciones (\$)	19,71%	18,10%	23,36%	26,32%	30,34%	51,67%	41,89%	41,89%	41,89%
Deuda Pública Bruta (Bs.) / Exportaciones (Bs.)	145,36%	123,02%	161,57%	145,48%	99,26%	143,68%	154,16%	154,16%	154,16%
Deuda Pública Externa Bruta (Bs.) / Exportaciones (Bs.)	122,85%	104,33%	137,49%	117,31%	68,03%	89,21%	103,60%	103,60%	103,60%
Deuda Pública Interna Bruta (Bs.) / Exportaciones (Bs.)	22,51%	18,69%	24,08%	28,17%	31,23%	54,48%	50,56%	50,56%	50,56%
Servicio Deuda Pública (\$) / PIB (\$)	9,00%	15,75%	6,01%	8,58%	7,68%	8,62%	15,76%	15,13%	14,94%
Servicio Deuda Pública Externa (\$) / PIB (\$)	4,44%	8,02%	3,66%	3,50%	3,17%	3,04%	4,29%	4,12%	4,07%
Servicio Deuda Pública Interna (\$) / PIB (\$)	4,57%	7,73%	2,35%	5,08%	4,50%	5,58%	11,47%	11,01%	10,87%
Interés de la deuda Pública (\$) / PIB (\$)	3,82%	3,19%	2,39%	2,47%	2,52%	2,85%	4,44%	4,26%	4,21%
Interés de la deuda Pública Externa (\$) / PIB (\$)	2,49%	1,73%	1,76%	1,66%	1,43%	1,38%	1,70%	1,63%	1,61%
Interés de la deuda Pública Interna (\$) / PIB (\$)	1,33%	1,45%	0,63%	0,81%	1,09%	1,46%	2,74%	2,63%	2,60%
Amortización de la Deuda Pública (\$) / PIB (\$)	5,19%	12,56%	3,62%	6,11%	5,16%	5,77%	11,32%	10,87%	10,73%
Amortización de la Deuda Pública Externa (\$) / PIB (\$)	1,95%	6,28%	1,90%	1,84%	1,75%	1,66%	2,59%	2,49%	2,46%
Amortización de la Deuda Pública Interna (\$) / PIB (\$)	3,24%	6,28%	1,72%	4,26%	3,41%	4,11%	8,73%	8,38%	8,28%
Servicio Deuda Pública (\$) / Exportaciones (\$)	26,79%	58,94%	32,76%	42,57%	28,21%	40,70%	56,33%	56,33%	56,33%
Servicio Deuda Pública Externa (\$) / Exportaciones (\$)	13,20%	30,01%	19,94%	17,37%	11,66%	14,37%	15,34%	15,34%	15,34%
Servicio Deuda Pública Interna (\$) / Exportaciones (\$)	13,59%	28,93%	12,82%	25,21%	16,55%	26,34%	40,99%	40,99%	40,99%
Interés Pagado Deuda Pública (\$) / Exportaciones (\$)	11,36%	11,92%	13,01%	12,26%	9,26%	13,45%	15,86%	15,86%	15,86%
Interés Pagado Deuda Pública Externa (\$) / Export. (\$)	7,42%	6,49%	9,59%	8,21%	5,24%	6,53%	6,08%	6,08%	6,08%
Interés Pagado Deuda Pública Interna (\$) / Export. (\$)	3,95%	5,43%	3,42%	4,04%	4,01%	6,91%	9,79%	9,79%	9,79%
Amortización de la Deuda Pública (\$) / Export. (\$)	15,43%	47,02%	19,76%	30,32%	18,96%	27,26%	40,47%	40,47%	40,47%
Amortización Deuda Pública Externa (\$) / Export. (\$)	5,79%	23,52%	10,35%	9,16%	6,42%	7,84%	9,27%	9,27%	9,27%
Amortización Deuda Pública Interna (\$) / Export. (\$)	9,64%	23,50%	9,41%	21,16%	12,54%	19,42%	31,20%	31,20%	31,20%
Deuda Pública (\$) / Reservas (\$)	198,19%	158,49%	185,50%	184,02%	155,47%	196,64%	225,36%	225,36%	225,36%
Deuda Pública Externa (\$) / Reservas (\$)	167,50%	134,41%	157,86%	148,38%	106,56%	122,09%	151,44%	151,44%	151,44%
Deuda Pública Interna (\$) / Reservas (\$)	30,69%	24,07%	27,65%	35,63%	48,91%	74,55%	73,92%	73,92%	73,92%
Serv. Deuda Pública (\$) / Ingresos Ord. (\$)	47,29%	69,34%	36,38%	52,68%	42,26%	47,10%	82,73%	82,73%	82,73%
Serv. Deuda Pública Externa (\$) / Ingresos Ord. (\$)	23,30%	35,30%	22,14%	21,49%	17,46%	16,63%	22,53%	22,53%	22,53%
Serv. Deuda Pública Interna (\$) / Ingresos Ord. (\$)	23,98%	34,04%	14,24%	31,19%	24,80%	30,48%	60,20%	60,20%	60,20%
Interés de la deuda Pública (\$) / Ingresos Ord. (\$)	20,05%	14,03%	14,44%	15,16%	13,86%	15,56%	23,30%	23,30%	23,30%
Interés de la deuda Pública Externa (\$) / Ingresos Ord. (\$)	13,09%	7,64%	10,65%	10,16%	7,85%	7,56%	8,92%	8,92%	8,92%
Interés de la deuda Pública Interna (\$) / Ingresos Ord. (\$)	6,96%	6,39%	3,79%	5,00%	6,01%	8,00%	14,38%	14,38%	14,38%
Amort. de la Deuda Pública (\$) / Ingresos Ord. (\$)	27,24%	55,31%	21,94%	37,51%	28,40%	31,54%	59,43%	59,43%	59,43%
Amort. de la Deuda Pública Externa (\$) / Ingresos Ord. (\$)	10,22%	27,66%	11,49%	11,33%	9,61%	9,07%	13,61%	13,61%	13,61%
Amort. de la Deuda Pública Interna (\$) / Ingresos Ord. (\$)	17,02%	27,65%	10,45%	26,18%	18,79%	22,48%	45,83%	45,83%	45,83%

Fuentes: BCV; PIB hasta el 2001 y Tipo de cambio

MF: Sacado de los Boletines "Finanzas Opina"

Cálculos de la OAEF a partir de la información del BCV y MF.

Notas: (1) Publicado por el MF en base a cifras preliminares. (2) Calculado utilizando el Tipo de Cambio de Venta Promedio para cada año.

(3) Calculado utilizando el Tipo de Cambio de Venta al Cierre de cada año.

(4) Las cifras de deuda interna y externa (indirectas) corresponden al 30/09/02, ya que no se disponen de cifras más actualizadas, mientras que las cifras correspondientes a la deuda externa e interna (directa) corresponden al 31/12/02. La suma de las cifras de deuda directa e indirecta corresponden a la deuda bruta total. Lo mismo corresponde para el servicio de la deuda indirecta, tanto interna como externa.