



**Universidad de
San Andrés**

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

**La flexibilidad del sistema de convertibilidad
argentino.**

**Christian Broda
(Universidad de San Andrés)**

CICLO DE SEMINARIOS 1996

Día: Martes 11 de junio

9:00 hs.

Introducción¹

En general, en los libros de texto se distingue entre política monetaria activa la cual se asocia a los sistemas de tipo de cambio flexible y política monetaria pasiva asociada a los sistemas de tipo de cambio fijo. Dentro de los regímenes de tipo de cambio fijo hay dos clases, aquellos en los que la moneda es convertible y aquellos en los que no lo es. Este trabajo se concentrará en mostrar que hay grados de libertad (aunque acotados) para hacer políticas de oferta monetaria activa bajo sistemas de tipo de cambio fijo y convertible.

Dentro de los sistemas de tipo de cambio fijo y convertible existen dos grupos². El primer grupo se caracteriza por tener como única fuente de variación de la oferta monetaria (o pasivos monetarios³) a las variaciones en los activos internacionales. Este es un sistema de caja de conversión pura u ortodoxa⁴ donde la base monetaria se mueve uno a uno con las reservas y éstas son el cien por ciento de la base monetaria⁵. A diferencia de esto, en el segundo grupo de sistemas de tipo de cambio fijo y convertible los pasivos monetarios pueden variar no sólo por cambios en los activos internacionales sino también por la compra de activos domésticos tanto a los bancos comerciales como al gobierno. Además, en estos sistemas las reservas internacionales pueden variar sin que varíen los pasivos monetarios. En dicho grupo de sistemas existe un Banco Central que generalmente posee cierta libertad para hacer políticas de oferta monetaria activas dentro de límites preestablecidos. Como dice Williamson: "A currency board has no discretion as regards its monetary policy: it increases the monetary base when the private sector wants to sell foreign currency to it at the fixed exchange rate, and it decreases the monetary base when the private sector wishes to finance a balance of payments deficit by selling cash back to it and purchasing foreign exchange. In contrast, a central bank can take the initiative in deciding to change the monetary base. If it is defending a rigidly fixed exchange rate, then it still has no discretion in

¹ Este trabajo no se hubiera podido llevar a cabo sin la pasantía que realicé en el Estudio Broda. Se agradece la valiosa colaboración y comentarios de M.A.M. Broda, L. Secco, A. De Maio, A. Broda y J. Rutman.

² Esta subdivisión está implícita en Williamson (1995) "What role for currency boards?" publicado por el Institute for International Economics

³ En un sistema en especies sería indistinto hablar de oferta o pasivos monetarios, pero en un sistema de reservas fraccionales las variaciones de la oferta monetaria son un múltiplo de la variación de los pasivos monetarios. Se hace esta distinción para poder luego hablar de políticas de oferta tanto cuando hay variaciones de pasivos monetarios como variaciones del multiplicador monetario.

⁴ Para una lista completa de sistemas de caja de conversión ver apéndice C de Hanke, Jonung y Schuler (1993). Es curioso ver que las islas Malvinas es el territorio que ha conservado el sistema de caja de conversión (fijada a la libra esterlina) por mayor tiempo, desde 1899.

⁵ Williamson diferencia entre los sistemas que cumplen con el "marginal currency board rule" que nacen con parte de los pasivos monetarios sin respaldo pero a partir de ese momento todo aumento en la base monetaria debe tener un aumento en las reservas internacionales y los que cumplen con el "gold standard rule" que mantienen una relación fija entre pasivos monetarios y reservas (en el caso de caja de conversión pura esa relación es del 100%)

changing the foreign exchange component of its balance sheet, but it does have the option of buying or selling domestic assets and in that way influencing the monetary base.”⁶

Sin embargo, los dos sistemas dentro de la regla cambiaria de tipo de cambio fijo y convertible poseen la característica de éste: la cantidad de dinero en la economía es determinada por la demanda de dinero. Es decir, cualquiera sea el grado de activismo de las políticas de oferta monetaria es la demanda de dinero la que determina la cantidad de dinero de equilibrio. Aunque un Banco Central bajo tipo de cambio fijo y convertible pueda tener flexibilidades para determinar la oferta de dinero y para modificar las reservas internacionales sin variar los pasivos monetarios (ambas, de ahora en adelante, denominadas políticas de oferta monetaria activa) es la demanda la que determina la cantidad de dinero en la economía (la política monetaria endógena o pasiva⁷).

No obstante, el mecanismo por el cual la demanda de dinero determina la cantidad de equilibrio depende de si pueden existir políticas de oferta de dinero activas. En un sistema de caja de conversión pura la demanda de dinero determina automáticamente la oferta de dinero. Un aumento (disminución) de la demanda de dinero implica automáticamente la conversión de moneda extranjera (local) por moneda local (extranjera). La oferta de dinero es endógena. No existe ningún grado de activismo de la autoridad monetaria que actúa como una caja de conversión ya que no puede cambiar la oferta de dinero con compra-venta de activos domésticos. En cambio, cuando los cambios en la oferta de dinero pueden ser causados con la compra-venta de activos domésticos por parte del Banco Central el mecanismo automático no se verifica. Si el aumento (disminución) de la oferta de dinero es correspondido con un aumento (disminución) de la demanda de dinero, el aumento (disminución) de la oferta por cambios en las tenencias de activos domésticos del Banco Central no será compensado por una caída (suba) de sus activos internacionales. Cuando el Banco Central puede afectar la oferta de dinero, además de todas las variables que afectan la demanda de dinero, ésta se ve afectada por el comportamiento de la autoridad monetaria. Las políticas de oferta monetaria (una de las cuales se exterioriza a través de la composición entre activos domésticos y extranjeros en el activo del Banco Central⁸) pueden afectar la demanda de dinero y, así, la cantidad

⁶Williamson (1995), página 4.

⁷ Asimismo, cabe también señalar que, aunque no es el objetivo de este trabajo, bajo sistemas de tipo de cambio flexible no se puede hacer política monetaria activa irrestrictamente sino que los objetivos cambiarios pueden terminar por imponer límites a las política monetaria activa (y por ello la dicotomía presentada por Olivera entre política monetaria activa y pasiva muchas veces no refleja lo que ocurre empíricamente) como ocurre actualmente en Brasil.

⁸ Lo ocurrido en México antes de la crisis de Diciembre en 1994 es un buen reflejo de lo que se está tratando de describir. El Banco Central de México, manteniendo una política “restrictiva” por la cual sostenía la base monetaria a un nivel constante provocó que la proporción de activos internacionales con respecto a los activos totales cayera a medida que caía la demanda de dinero. Esto provoca una caída adicional de la demanda de dinero que retroalimenta la caída de la proporción de activos internacionales.

de dinero en la economía. Por ejemplo, frente a una abrupta caída de la demanda dinero en una caja de conversión la falta de un prestamista de última instancia puede acelerar dicha caída debido a las crecientes expectativas de iliquidez o insolvencia del sistema financiero por parte de los agentes. La presencia de una autoridad monetaria que pueda adquirir activos domésticos (redescuentos y pases activos) o sea que pueda actuar como prestamista de última instancia para el sistema financiero puede hacer que la huida de moneda doméstica (caída de demanda de dinero) y por lo tanto la pérdida de reservas, sean menores que en una pura caja de conversión. En ambos sistemas en el equilibrio pleno es la demanda de dinero la que determina la oferta. En uno a través de un proceso de ajuste, en el otro de forma automática y permanente.

A continuación se tratará de probar que el sistema de tipo de cambio fijo y convertible, que rige en Argentina desde Abril de 1991, por sus particularidades se encuadraría dentro del segundo grupo recién descrito (sección 1). Es decir, se analizarán los grados de libertad que tiene el Banco Central de la República Argentina (BCRA) para determinar la oferta monetaria, los roles que estas libertades permiten que el BCRA tenga y su efecto sobre la demanda de dinero. En la sección 2 se analizará lo ocurrido desde Abril de 1991 hasta Marzo de 1996 (en base a la metodología expuesta en el apéndice). Dicho período se subdividirá en tres subperíodos en los cuales se analizará el comportamiento que tuvo el BCRA y el Gobierno Nacional. En la sección 3 se expondrán las conclusiones del trabajo.

Sección 1: El sistema argentino

El objetivo en esta sección es destacar los puntos fundamentales de la legislación argentina que reglamentan el sistema monetario y demostrar que éste pertenece al segundo grupo de sistemas descritos en la introducción. Veremos como la legislación argentina permite que el BCRA cumpla con roles muy diferentes a los permitidos en una caja de conversión pura.

El 1 de Abril de 1991 Argentina entra en un sistema de tipo de cambio fijo y convertible. En su artículo 2 la ley n°23.928⁹ (de Convertibilidad del Austral) establece su funcionamiento: "El BCRA venderá¹⁰ las divisas que le sean requeridas para operaciones de conversión a la relación

⁹La ley de Convertibilidad del Austral aparece, en su totalidad, en el apéndice.

¹⁰ Un detalle, poco relevante para el objetivo del trabajo, es que la Ley de Convertibilidad no establece la obligación de comprar divisas a esa relación establecida. Hasta Enero de 1995, el BCRA compraba divisas a un valor menor al de la unidad, pero a partir de esa fecha se unificaron los valores a los que el BCRA compraba y vendía divisas.

establecida en el artículo anterior (10000 australes por dólar), debiendo retirar de circulación los australes recibidos en cambio". Este artículo regula el comportamiento del BCRA y lo limita a que actúe en forma similar a una caja de conversión. Sin embargo, hay una serie de artículos tanto en la Ley de Convertibilidad como en la Carta Orgánica del BCRA que permiten que la base monetaria no sólo varíe por los cambios en los activos internacionales sino también por las variaciones de los activos domésticos que el BCRA tenga en su poder y además, que las reservas líquidas varíen sin que se produzcan cambios en la base monetaria. Esta es la característica esencial del segundo grupo de regímenes de tipo de cambio fijo y convertible.

El artículo 4 de la Ley de Convertibilidad permite que las reservas de libre disponibilidad estén compuestas por depósitos, otras operaciones a interés o por títulos públicos nacionales o extranjeros pagaderos en oro, metales preciosos, dólares estadounidenses, u otros activos de similar solvencia. Sin embargo, en Septiembre de 1991, la ley número 27.225 (Ley de Presupuesto de 1991) en su artículo 37 establece lo siguiente: "En ningún caso la proporción de títulos públicos nacionales computables a los efectos de constituir las reservas de libre disponibilidad del BCRA referidas en el artículo 4 de la Ley de Convertibilidad del Austral n° 23.928 podrá exceder del diez por ciento (10%) de la base monetaria". A partir de Septiembre de 1992 la legislación que reglamenta la proporción de títulos respaldando la base es la Carta Orgánica del BCRA que en su artículo 33, vigente actualmente¹¹, permite que hasta una tercera parte de las reservas de libre disponibilidad puedan estar integradas con títulos públicos valuados a precio de mercado¹².

Como resalta Williamson¹³ "a loophole was left in the form of permission to hold as much as one third of the central's bank assets as the form of dollar denominated government debt." Es ésta la característica que hace que la política de oferta monetaria implícita en la convertibilidad argentina goce de libertades que no están presentes en los sistemas de caja de conversión pura. Sin lugar a dudas ésto impone una limitación al artículo 4 de la Ley de Convertibilidad¹⁴, pero

¹¹En el apéndice se presentan los artículos más importantes de la Carta Orgánica del BCRA incluyendo las disposiciones transitorias. Este artículo en particular recién se puso en vigencia a partir de Septiembre de 1995 cuando asumió el segundo directorio del BCRA dejando así sin validez al artículo 60 (disposición transitoria) que dice lo siguiente: "Fíjese en un veinte por ciento (20%) el límite de las reservas de libre disponibilidad mantenidas como prenda común que podrán estar integradas con títulos públicos valuados a precio de mercado, durante la gestión del primer directorio del Banco designado de acuerdo con lo prescripto por esta Ley."

¹²Hong Kong, a diferencia de Argentina, estableció una verdadera caja de conversión luego de una profunda crisis en Octubre de 1983, y fue luego, a medida que la credibilidad aumentaba, dejando un mayor margen para la discrecionalidad reduciendo el cociente reservas líquidas-pasivos monetarios requerido legalmente. Esto es lo que Anna Schwartz (1993) en "Currency boards". Their past, present and possible future" describe como "the progressive dilution of precommitment". Será éste el futuro del sistema monetario en Argentina?

¹³Williamson (1995), página 9

¹⁴La ley de Convertibilidad se refiere al respaldo de la base monetaria y no de los pasivos monetarios.

significa un grado de libertad para el uso de operaciones activas de oferta en comparación a las cajas de conversión puras.

BCRA

Reservas Internacionales (RI)	Pasivos monetarios
Reservas Líquidas	
Títulos en moneda extranjera	
Otros activos domésticos	
Títulos públicos no habilitados para ser RI	Otros Pasivos

Como está implícito en la legislación las reservas internacionales pueden no estar compuestas solamente por reservas líquidas sino que pueden incluir títulos públicos en moneda extranjera. Es ésta característica la que permite, que se aumenten (disminuyen) los pasivos monetarios sin que cambien las reservas líquidas (operación que, de ahora en adelante, se denominará aumento (disminución) de crédito interno en pesos) y, a su vez, que varíen las reservas líquidas sin que cambien los pasivos monetarios (operación que, de ahora en adelante, se denominará crédito interno en dólares)¹⁵. Es decir, el primer rol que puede tener el BCRA es el de afectar la base monetaria a través de la compra-venta de activos domésticos (crédito interno en pesos), pudiendo de esta manera, financiar tanto al sistema financiero como al Gobierno Nacional. El BCRA tiene la facultad de otorgar pases activos y redescuentos para financiar a los bancos comerciales¹⁶ por lo tanto puede actuar, acotadamente, como prestamista de última instancia. Sin embargo, se impuso un límite adicional al crédito interno en pesos al Gobierno Nacional: el artículo 20 de la Carta Orgánica del BCRA establece que "El banco sólo podrá financiar al gobierno a través de la compra, a precios de mercado, de títulos negociables emitidos por la

¹⁵En el caso de Estonia por ejemplo, ninguna de estas operaciones están permitidas. Existe un Issue Department que actúa como caja de conversión pura y existe un Banking Department cuyo rol es ayudar a instituciones financieras en problemas, pero solamente si mantiene en su poder moneda extranjera (marcos) de modo de llevar esos marcos al Issue Department y que éste los convierta. Es lo opuesto a lo que ocurre en Argentina. Es interesante notar como Estonia ha adoptado una solución que se remonta a 1844 con la aparición del Peel's Act en Inglaterra y como consecuencia de la controversia entre el Banking school y el Currency school.

¹⁶Las limitaciones específicas sobre redescuentos se establecen en los artículos 17 y 18 de la Carta Orgánica del BCRA que aparece en el apéndice. Durante la crisis de 1995 se modificaron estas normas como se detallará más adelante.

Tesorería de la Nación¹⁷. El crecimiento de las tenencias de títulos públicos del banco, a valor nominal, no podrá ser superior al diez por ciento (10%) por año calendario ni superar el límite máximo dispuesto en el artículo 33¹⁸. De donde se deduce que el diez por ciento mencionado debe aplicarse al stock total de títulos públicos que posee el BCRA que incluye tanto los que no sirven como reservas internacionales (por no ser en divisas o no tener mercado) como los que sirven¹⁹. Cabe señalar que el financiamiento al Gobierno se efectúa a través de transferencias (a las cuentas en pesos de la Tesorería en el BCRA), es decir se efectúan fuera de la “ventana” de la caja de conversión. En síntesis, el BCRA puede tener como rol otorgar crédito interno en pesos a través de redescuentos, pases activos y transferencias.

Además, el segundo rol del BCRA, que de alguna manera está implícito en lo que establece el artículo 33 de la Carta Orgánica del BCRA, es el de actuar como agente financiero del gobierno y como tal puede otorgar crédito interno en dólares. Es decir, el BCRA puede pagar los compromisos del gobierno con el exterior (siempre respetando el límite impuesto por el artículo 33) sin que éste le entregue los pesos (provenientes de superávit fiscal primario o privatizaciones) correspondientes para reducir la base monetaria en la misma magnitud en la que se han disminuido las reservas líquidas o dólares (provenientes de privatizaciones o endeudamiento con el exterior) que permita mantener las reservas líquidas. Por otra parte, el gobierno puede cancelar este crédito interno en dólares cuando le entrega dólares en exceso (provenientes de ingresos en dólares de privatizaciones o préstamos en esa moneda). Para poder distinguir entre las reservas que provienen de la “ventana” de la caja de conversión de aquellas que provienen de alguna otra fuente que no sea la venta de pesos al público se distinguirá²⁰ las reservas CON efecto monetario (las que provienen únicamente de la compra-venta de pesos al público por estar bajo un sistema de tipo de cambio fijo y convertible) de las reservas SIN efecto monetario. El incremento de este último tipo de reservas está compuesto básicamente por préstamos de organismos internacionales al Gobierno Nacional y colocaciones de deuda pública voluntaria que van directamente a las arcas del BCRA,

¹⁷Sin embargo, los pases activos al Banco Nación para que éste preste al Gobierno Nacional son una forma de financiar al gobierno eludiendo la limitación que impone este artículo.

¹⁸Para mayores referencias ver el apéndice.

¹⁹Dicha aclaración es de suma importancia ya que en un primer momento se interpretó que el diez por ciento se refería solamente al stock de títulos que pueden ser usados como respaldo para los pasivos monetarios, lo cual significaba una medida muy restrictiva. Para que el lector tenga idea de las magnitudes de las que se está hablando el stock de títulos en dólares era de 2.677M en Abril de 1996, mientras que el stock de títulos totales (en pesos y dólares) era de 10.512M a fines de 1995.

²⁰Esta distinción es el resultado del esfuerzo que ha hecho el Estudio Broda por seguir los pasos del comportamiento del BCRA. A partir de Enero de 1995 el BCRA dejó de publicar las “compras” que efectuaba que se tratan de aproximar con las variaciones de reservas CON efecto monetario.

justamente por ser éste el agente financiero del gobierno. La disminución de las reservas SIN efecto monetario se produce debido a los pagos que el BCRA realiza en nombre de la Tesorería de la Nación (básicamente intereses y amortizaciones de deuda pública denominada en moneda extranjera) sin contrapartida en sus pasivos monetarios (o sea sin haber recibido los pesos o dólares del Gobierno Nacional). Luego, se explicará más en detalle como ésta constituye una forma de hacer política de oferta activa.

Finalmente, el BCRA tiene el rol de regular y establecer el marco prudencial del sistema financiero²¹, mediante, entre otros, la determinación de los encajes legales o requisitos de liquidez que deben mantener los bancos. Además, impone la restricción de que una parte de esos encajes legales se integren en el BCRA (formando así, parte de los pasivos monetarios del BCRA que deben estar respaldados por reservas internacionales). Este comportamiento del BCRA sin duda afecta la oferta monetaria, pero no de la misma forma que mencionamos anteriormente, es decir no sólo cambiando la cantidad de pasivos monetarios (si cambia la integración), sino a través del multiplicador monetario. Los instrumentos por los cuales el BCRA puede afectar la oferta monetaria son los siguientes: el grado de manejo que tiene sobre el coeficiente $r = \text{Reservas/Depositos}$ que forma parte del multiplicador monetario, es decir el monto de encajes o requisitos de liquidez, el grado de permisividad de hacer cumplir con las reservas legales de los bancos²², la tasa de descuento, los montos y plazos de los punitivos por incumplimiento como también la integración del efectivo de los bancos como parte de las reservas legales. Más adelante, se analizará en detalle cómo se modificaron estas variables durante la crisis de 1995. Es importante hacer un comentario sobre las expectativas y cómo es posible hacer política activa a través del cambio en la composición del activo del BCRA y su efecto sobre la demanda de dinero. Cuando, por ejemplo, se pidieron al FMI préstamos sólo para "fortalecer la convertibilidad" (en realidad poco se "dejó" para fortalecerla) se esperó provocar un shock de confianza en las expectativas de los agentes reactivando así la demanda de dinero y dejar de lado toda duda sobre el peligro existente en el plan de convertibilidad.

Todos estos instrumentos han sido utilizados durante la aguda crisis que experimentó Argentina en 1995 llegando al límite en la segunda semana de Marzo de 1995²³. Surgen ahora

²¹El capítulo seis de la Carta Orgánica reglamenta las funciones del BCRA como ente regulador. Ver apéndice.

²²Como veremos en la sección 3 este rol ha vivido su período más activo desde el comienzo de la convertibilidad en Enero y Febrero de 1995.

²³Como se apreciará en la sección 3 el factor limitante para el BCRA (tomandola definición (1) de pasivos monetarios del anexo que se presenta en el apéndice) fue su tenencia de títulos en moneda extranjera, mientras que el límite era del 20% de los títulos públicos respaldando los pasivos monetarios, según la disposición transitoria vigente en ese

distintas corrientes sobre las verdaderas bondades del plan de convertibilidad a medida que se van solidificando la credibilidad y reputación en las instituciones monetarias. Están los que ven la posibilidad de flexibilización como la única característica buena de la convertibilidad, los que, ahora decepcionados, valoraban al máximo la rigidez de la convertibilidad y finalmente los que creemos que la flexibilidad es buena pero debe hacerse a lo largo del ciclo, debe aprovecharse para reducir la volatilidad creando un “colchón” en la eventualidad de un shock externo. Mucho se ha hablado de medidas para “hacer al país menos volátil a los capitales golondrina” y poco se ha discutido sobre la posibilidad de hacer política monetaria anticíclica para solucionar el problema²⁴.

En resumen, el BCRA posee tres roles que se diferencian nítidamente del comportamiento de una caja de conversión pura. En primer lugar, el BCRA puede adquirir o vender activos domésticos para otorgar crédito interno en pesos tanto al sistema financiero como al gobierno. En segundo lugar, puede actuar como agente financiero del gobierno y por ende hacerse cargo de compromisos externos del Gobierno Nacional sin que éste le entregue los pesos o dólares correspondientes, generando crédito interno en dólares. A su vez, el Gobierno Nacional puede entregarle pesos o dólares en exceso para reducir el crédito interno en dólares. Y en tercer lugar, el BCRA actúa como ente regulador y supervisor del sistema financiero argentino, siendo una de sus funciones establecer los requisitos de liquidez (o encajes), que en parte deben integrarse en el BCRA.

Universidad de

Sección 2: El comportamiento monetario argentino desde el comienzo del plan de convertibilidad de 1991.

El objetivo de esta sección es distinguir los distintos comportamientos que tuvo el BCRA entre Abril de 1991 y Abril de 1996 al hacer uso de las funciones (roles) que puede tener dentro del sistema monetario vigente (descrito en la sección anterior) . Se empezará analizando el Cuadro 00

momento (Marzo de 1995). Como se verá, si se toma la ecuación (3)(del anexo) para definir los pasivos monetarios que deben estar respaldados por reservas internacionales (tal como lo hace el FMI y en Carta Económica) en dicho período se hubiera violado la convertibilidad.

²⁴Este no es el objeto de este trabajo, pero se plantea la posibilidad de hacer política monetaria anticíclica con el fin de alentar discusiones sobre el tema.

que muestra tres formas de hacer política de oferta monetaria activa, cada uno de los cuales está asociado a uno de los tres roles del BCRA. Como se mencionó anteriormente, el crédito interno en pesos²⁵ está reflejando la posibilidad de que el BCRA adquiriera o venda activos domésticos para afectar la base monetaria, el crédito interno en dólares está reflejando la función del BCRA como agente financiero del gobierno, y la política de encajes (en 1995 de requerimientos de liquidez) muestra su rol como ente regulador. En esta sección se tratará de cuantificar las tres alternativas de política de oferta monetaria que puede efectuar el BCRA

Cuadro 00²⁶

Este Cuadro nos permite dividir el período en tres subperíodos en función del nivel y de la tasa de crecimiento del nivel de títulos respaldando pasivos monetarios²⁷ (o en términos de la relación reservas líquidas-pasivos monetarios)²⁸ y en donde el comportamiento del BCRA fue muy diferente. El primer subperíodo transcurre entre el segundo trimestre de 1991 y el tercer trimestre de 1994, el segundo lo hace entre el cuarto trimestre de 1994 y el primer trimestre de 1995, y el tercero desde el segundo trimestre de 1995 en adelante.

El primer subperíodo muestra un comportamiento sumamente cauto por parte del BCRA que no utiliza los límites que la legislación le impone ya que actúa con el espíritu de estar bajo una caja de conversión pura en el sentido de la relación reservas líquidas-pasivos monetarios y no en el sentido de que la única fuente de variación de los pasivos monetarios son las variaciones de los activos internacionales. Es decir, en términos generales, hasta el tercer trimestre de 1994 las reservas líquidas se mantuvieron iguales a los pasivos monetarios, es decir, la relación de reservas

²⁵ Es conveniente que el lector analice la metodología usada para cuantificar el crédito interno en pesos que se presenta en un anexo en el apéndice.

²⁶ Es necesario hacer una aclaración de como se construyó este cuadro. El total de crédito interno en pesos se obtiene a través de la metodología expuesta en el anexo del apéndice. Esta metodología es un cálculo basado en el pasivo del BCRA. Se trató de encontrar los movimientos del activo del BCRA (pases activos, redescuentos, etc.) que justifican o se corresponden con los movimientos, ya obtenidos, del pasivo. La columna "otros factores" se está refiriendo a los movimientos del pasivo de los que no se encontró el movimiento en el activo que lo explica.

²⁷ Esta es uno de los criterios que se van adoptar para distinguir entre subperíodos. Cuando se analice en detalle cada subperíodo tomando en cuenta el criterio de reservas líquidas-pasivos monetarios se va incluir otra división en función al comportamiento del crédito interno en pesos. Se verá claramente cómo si consideramos el comportamiento del crédito interno en pesos, el segundo trimestre de 1993 aparece como un punto de inflexión en donde pasa de ser contractiva a ser expansiva.

²⁸ De ahora en más, la ecuación (3) (ver anexo) será la utilizada en la relación reservas líquidas-pasivos monetarios (=1-Títulos respaldando/pasivos monetarios) salvo cuando se mencione lo contrario. Dicha definición es la adoptada por Carta Económica y por el FMI. La metodología expuesta en el apéndice se basa en la ecuación (3) que es la que logra captar todos los grados de libertad de la política de oferta que hace el BCRA. La ecuación (1) es la usada por las autoridades del BCRA y por lo tanto es esta relación de títulos/pasivos monetarios (1) que debe atenerse a los límites impuestos por la legislación. Más adelante se hará mención a la versión oficial de los pasivos monetarios (la ecuación (1) hasta Noviembre de 1995 y la ecuación (2) a partir de esa fecha).

POLITICA MONETARIA DURANTE LA CONVERTIBILIDAD - mill. de u\$s

	Crédito Interno en Dólares	Crédito Interno en Pesos						Variación de Títulos Respaldando	Efecto monetario Política encajes	Total de Política monetaria Activa	Títulos /		
		Redescuentos	Pasos Activos	Transferencias	Anses y YPF	Otros factores	Crédito Interno en Pesos (7)+2+3+4+5+6				Pasivos monetarios	Pasivos Verdaderos	
													(1)
AÑO 1991													
TRIMESTRE II	126.2	-19.0	-38.9		35.9	-16.3	-38.4	87.8	73.3	161.1		3.7%	3.7%
TRIMESTRE III	126.1	15.4	113.8	309.0	-3.8	-338.8	95.7	221.8	-120.9	100.9		4.9%	6.5%
TRIMESTRE IV	-513.7	24.4	173.1	79.0	7.0	-333.7	-50.2	-563.9	-153.8	-717.7		-5.6%	-1.7%
Total 91	-261.4	20.8	248.0	388.0	39.1	-688.8	7.1	-254.3	-201.4	-455.7			
AÑO 1992													
TRIMESTRE I	959.3	-19.4	-283.7		-391.2	-422.7	-1,117.0	-157.7	227.5	69.8		-3.7%	-3.7%
TRIMESTRE II	1,028.5	-110.0	-3.2	-70.0	-361.0	-201.5	-745.7	282.8	170.1	452.9		-0.1%	-0.1%
TRIMESTRE III	875.6	-9.0	10.6	-630.0	-330.3	-289.2	-1,247.9	-372.4	-190.7	-563.1		-4.2%	-4.0%
TRIMESTRE IV	451.8	16.0	-10.6	-120.0	-3.0	-4.8	-122.4	329.4	-122.4	207.0		-0.6%	-0.6%
Total 92	3,315.1	-122.4	-286.9	-820.0	-1,085.6	-918.2	-3,233.0	82.1	84.5	166.6			
AÑO 1993													
TRIMESTRE I	-471.6	-105.0	0.0	362.0	-69.7	-670.6	-483.3	-954.9	241.8	-713.1		-9.5%	-9.5%
TRIMESTRE II	1,188.4	-69.0	0.0	150.0	232.8	19.6	333.4	1,521.8	-417.2	1,104.6		4.3%	4.3%
TRIMESTRE III	-1,582.3	-45.8	0.0	-900.0	1,903.1	153.4	1,110.7	-471.6	531.9	60.3		0.3%	0.3%
TRIMESTRE IV	-587.4	-5.0	0.0	-86.0	183.8	354.0	446.8	-140.6	-222.9	-363.5		-0.6%	-0.6%
Total 93	-1,452.9	-224.8	0.0	-474.0	2,250.0	-143.6	1,407.6	-45.3	133.6	88.3			
AÑO 1994													
TRIMESTRE I	-82.5	-50.0	0.0	150.0	5.7	135.6	241.3	158.8	300.8	459.6		0.4%	0.4%
TRIMESTRE II	470.4	4.0	0.0	170.0	-0.1	-1,088.9	-915.0	-444.6	155.2	-289.4		-2.7%	-2.7%
TRIMESTRE III	-121.9	-37.0	0.0	165.5	0.3	7.4	136.2	14.3	-137.0	-122.7		-2.6%	-2.6%
Sub total Fase 1	1,866.8	-409.4	-38.9	-420.5	1,209.5	-2,696.5	-2,355.8	-489.0	335.7	-163.3			
TRIMESTRE IV	-1,815.1	99.3	107.3	372.0	561.6	1,354.0	2,494.2	679.1	-217.3	461.8		1.2%	1.9%
Total 94	-1,549.1	16.3	107.3	857.5	567.5	408.1	1,956.7	407.6	101.7	-1,039.8			
AÑO 1995													
TRIMESTRE I	604.0	1,300.0	702.0	-486.0	1,175.0	-500.0	2,191.0	2,795.0	2,950.0	5,745.0		17.7%	22.7%
Sub total Fase 2	-1,211.1	1,399.3	809.3	-114.0	1,736.6	854.0	4,685.2	3,474.1	2,732.7	6,206.8			
TRIMESTRE II *	-975.0	313.1	-340.9	-417.0	736.0	-55.2	236.0	-739.0	350.0	-389.0		12.6%	16.3%
TRIMESTRE III *	-240.0	-105.6	-48.1	-323.0	404.0	436.7	364.0	124.0	-850.0	-726.0		15.4%	16.1%
TRIMESTRE IV *	-1,979.0	-212.0	-133.8	-164.0	1,767.0	242.8	1,500.0	-479.0	-400.0	-879.0		10.6%	10.6%
TOTAL 95	-2,590.0	1,295.5	179.2	-1,390.0	4,082.0	124.3	4,291.0	1,701.0	2,050.0	3,761.0			
AÑO 1996													
TRIMESTRE I *	-584.0	-254.0	-62.0	-997.0	1,042.0	200.0	-71.0	-655.0	-800.0	-1,455.0		8.3%	7.1%
Sub total Fase 3	-3,778.0	-258.5	-584.8	-1,901.0	3,949.0	824.3	2,029.0	-1,749.0	-1,700.0	-3,449.0			
Abril 96	-514.0	-70.0	25.0	150.0		748.0	853.0	339.0	0.0	339.0		9.9%	9.3%

* Incluye 1er día hábil del mes posterior a la finalización de cada trimestre, y excluye el 1er día del trimestre corriente a fin de evitar ajustes contables transitorios.

líquidas a pasivos monetarios se mantuvo muy cercana al cien por ciento tal como ocurre en una caja de conversión pura. Lo interesante del subperíodo es como, a pesar de que se actúo bajo la premisa básica de no cambiar la relación reservas líquidas-pasivos monetarios (como una caja de conversión pura) los roles que posee el BCRA (justamente por estar en un sistema que no es una caja de conversión pura) se utilizaron plenamente. De donde se deduce que los roles del BCRA fueron utilizados de tal forma de no modificar la relación reservas líquidas-pasivos monetarios (más adelante se analizará en detalle este punto). El factor de precaución y de ganar reputación fueron los que más condicionaron el comportamiento del BCRA en este subperíodo.

El segundo subperíodo difiere drásticamente del primero. En este subperíodo el BCRA abandonó la premisa de mantener las reservas líquidas aproximada iguales a los pasivos monetarios y usó (se vio obligado a) el límite que le impone la legislación. Los roles descritos en la sección anterior fueron todos puestos al servicio de la emergencia de la crisis desencadenada por la devaluación mejicana que provocó una caída en la demanda de dinero (principalmente de depósitos). Esto provocó que la relación reservas líquidas-pasivos monetarios llegara al límite de lo permitido por la legislación²⁹.

El tercer subperíodo muestra, con la recuperación de la demanda de dinero, una actitud del BCRA poco decidida a reducir la relación reservas líquidas-pasivos monetarios a los niveles existentes antes del cuarto trimestre de 1994. Al igual que en los subperíodos anteriores los roles del BCRA se utilizan plenamente pero no con el objetivo de mantener constante la relación de reservas líquidas-pasivos monetarios (como en el primer subperíodo) ni debilitándola (como en el segundo subperíodo) sino que la autoridad monetaria no hizo esfuerzos para bajar sistemáticamente dicha relación. Sin embargo, a fines de Diciembre se verificó una mejora sustancial en el cociente reservas líquidas-pasivos monetarios producto de un endeudamiento en el exterior en exceso de intereses y amortizaciones y del crédito interno en pesos para financiar déficit fiscal, lo que implicó un incremento de reservas en el BCRA. Esto significó aumentos considerables de la deuda pública externa para financiar la expansión del crédito interno en pesos y un descenso del porcentaje de títulos respaldando pasivos. La estrategia de endeudamiento agrava las necesidad de ingresos futuras.

²⁹Como se verá más adelante el factor limitante para el BCRA (dado que toma la ecuación (1) como la relevante) fue su tenencia de títulos en moneda extranjera, y no el límite del 20% de los títulos públicos respaldando los pasivos monetarios según la disposición transitoria, vigente en ese momento (Marzo de 1995).

Primer subperíodo: Abril de 1991 a Octubre de 1994

Como se acaba de mencionar la relación de reservas líquidas-pasivos monetarios a lo largo de este subperíodo se mantuvo siempre cercana al cien por ciento. Sin embargo, los instrumentos que posee el BCRA para afectar la oferta monetaria fueron usados permanentemente. Estas dos afirmaciones que parecen inconsistentes, no lo son, justamente por la manera en la que actuó el BCRA. El BCRA utilizó esos instrumentos en una forma compensatoria, es decir, si contraía el crédito interno en pesos (lo hizo en todo el período por 2356M pesos), expandía el crédito interno en dólares (lo hizo en todo el período en 1867M de dólares) o viceversa. En Abril de 1991 el stock de pasivos monetarios era de 4800M de pesos y el stock de reservas líquidas era de 4620M de pesos, mientras que a fines de Septiembre el stock de pasivos monetarios era de 14372M de pesos y el de reservas líquidas era de 14742M de pesos. De donde se deduce, que aunque hayan habido comportamientos de política muy diferentes durante el subperíodo, el stock de títulos respaldando los pasivos monetarios pasó de ser 219M en Abril de 1991 (el 4.5% de los pasivos monetarios⁽³⁾³⁰) a ser de -370M en Septiembre de 1994 (el -2.6% de los pasivos monetarios⁽³⁾); la relación más baja fue de 89% (en Agosto de 1991) y la más alta de 109.5% (en Marzo de 1993)).

Tanto el crédito interno en dólares como el crédito interno en pesos son operaciones que el BCRA realiza sin recurrir a la "ventana" de la caja de conversión (justamente por no ser una caja de conversión pura). Sin embargo, el BCRA al comportarse de esta manera, actuó como si estuviera haciendo las operaciones a través de la "ventana" de la caja de conversión.

El año 1991 refleja (ver Cuadro 00) la espectacular transformación del sistema monetario argentino. El crédito interno en pesos fue prácticamente nulo (la insignificante cifra de 7.1M de pesos). Sin duda, esto representa un cambio impactante para el "historial" argentino. El crédito interno en dólares fue contractivo en 261M como también lo fue la política de encajes en 201M. Conjuntamente con el lanzamiento del Plan de Convertibilidad se establecen nuevas exigencias de efectivo mínimo y un nuevo régimen de captación de depósitos en moneda extranjera pero el promedio ponderado de exigencias no cambia significativamente ³¹ ³². La relación de reservas

³⁰ En términos de la ecuación (1) de pasivos monetarios en Abril de 1991 la relación era 3.7% y en Sept. 1994 era -2.6%..

³¹La variación de este promedio, no sólo está afectado por el cambio en la tasa de exigencias, sino también por la evolución de la estructura de los depósitos.

³²Para un análisis del régimen de encajes desde el comienzo del Plan de Convertibilidad ver A.Demaio "Evolución y situación actual de la estructura de encajes legales del sistema financiero argentino" copia preliminar publicada por el Estudio Broda.

líquidas-pasivos monetarios a fin de 1991 se encontraba por encima del 100%. La política de oferta monetaria fue levemente contractiva durante el año ya que la autoridad monetaria prefirió ganar credibilidad y reputación y así revertir delicado pasado en esta materia. Cabe señalar que aunque la legislación establecía un límite para la discrecionalidad en las políticas de oferta el mercado, en ese momento, imponía una restricción mucho más fuerte (a través de la demanda de dinero).

En el año 1992 comienzan las políticas de oferta activas por parte de la autoridad monetaria. Este año se caracterizó por el uso compensatoria de los instrumentos mediante los cuales se afecta la oferta de dinero. El BCRA otorgó crédito interno en dólares al Gobierno Nacional debido a su necesidad de divisas para cumplir con los compromisos de deuda externa y a la poca disponibilidad de crédito externo dado el alto riesgo país (por la baja credibilidad existente en el inicio del plan) y la alta tasa de interés internacional (recordemos que un aumento (disminución) de crédito interno en dólares representa una disminución (aumento) de las reservas SIN efecto monetario y es por ello que existe una clara relación entre el crédito interno en dólares y la disponibilidad del Gobierno Nacional de obtener préstamos en el extranjero³³). Sin embargo, el crédito interno en pesos fue contractivo en la misma magnitud que la expansión de crédito interno en dólares (+3315M de dólares contra -3223M de pesos). Es decir, el Gobierno Nacional tuvo que tener superávit fiscal primario para "comprar" los dólares faltantes para cumplir con los compromisos externos y no deteriorar la relación de reservas líquidas-pasivos monetarios (tal como ocurriría en una caja de conversión pura). Es por esto que se calificó al comportamiento del BCRA, en este subperíodo, como respetando el espíritu de estar bajo una caja de conversión pura por cuanto mantuvo la relación reservas líquidas-pasivos monetarios aunque no respetó la otra característica de una caja de conversión pura, la cual implica que la única variación de los pasivos monetarios son las variaciones de los activos internacionales. Con este comportamiento el BCRA intentó ganar reputación, dado que si bien la legislación le permitía otorgar crédito interno en pesos y en dólares, el mercado imponía claros límites sobre su uso.

Durante este subperíodo el gobierno nacional pudo elegir entre endeudarse con el exterior (cuando el riesgo país y la tasa de interés internacional eran altas) o tener superávit fiscal (dado el aumento en la recaudación y los ingresos provenientes de privatizaciones) no violando la premisa de mantener las reservas líquidas iguales a los pasivos monetarios. Otra manera de reflejar esta

³³ Ver apéndice donde se presentan las identidades básicas.

elección por parte del gobierno nacional es estableciendo las preferencias del gobierno por hacer un esfuerzo en el presente (tener superávit fiscal hoy) o hacer un mayor esfuerzo en el futuro (tener superávits fiscales en el futuro que permitan hacerse cargo del pago adicional de intereses). La necesidad de bajar el riesgo país obligó al Gobierno Nacional a tener superávit fiscal relevante para absorber base monetaria. La Ley de Convertibilidad y el comportamiento que tuvo el BCRA en este subperíodo le dieron al sistema argentino, más flexibilidad de la que hubiera tenido en un sistema de caja de conversión pura aunque no se haya utilizado el límite existente en la legislación acerca de la proporción de títulos respaldando los pasivos monetarios.

Las contracciones del período provinieron, en una magnitud considerable, del superávit existente en el sistema de seguridad social (los 1085M de pesos que aparecen en el cuadro 00). Recordar, que recién en Octubre se produjeron las rebajas de aportes patronales que redujeron los ingresos del Anses, tal como lo hizo el desvío de aportes personales a las administradoras de fondos de jubilaciones y pensiones. El Anses, en lo que respecta a su política de gastos, había sido sumamente austero hasta Octubre. Es en ese mes donde se anuncian ciertas medidas de expansión en el gasto previsional como por ejemplo el pago del 82% móvil a jubilados³⁴.

Durante 1992 también se hicieron algunas modificaciones estructurales al régimen de efectivo mínimo pero como refleja el Cuadro 00 no tuvieron mayores repercusiones en la oferta monetaria³⁵. Los encajes en dicho cuadro son relevantes ya que también forman parte de los pasivos del BCRA que deben estar respaldados por reservas internacionales. Con el objetivo del BCRA de mantener la proporción de reservas líquidas a pasivos monetarios, cualquier aumento del encaje legal retenido en el BCRA debía ser compensado por una entrada de reservas líquidas.

Durante el año 1993 el BCRA mantiene el mismo comportamiento compensatorio, o sea que la variación de crédito interno en pesos y dólares fue aproximadamente cero, pero el comportamiento del crédito interno en pesos y en dólares fue opuesto al observado en 1992. El crédito interno en pesos pasó de ser contractivo a ser expansivo (1406M en todo el año) y la Tesorería optó por cancelar crédito interno en dólares con el BCRA (endeudándose en el exterior en exceso a sus compromisos externos) por la misma magnitud que el crédito en pesos (1452M de dólares). La política compensatoria siguió permitiendo que las reservas líquidas sean prácticamente iguales a los pasivos monetarios (la relación a fin de año era mayor que el 100%). Esto implica un

³⁴ El superávit fiscal primario en 1992 fue de 3136M y los ingresos por privatizaciones de alrededor de 1880M.

³⁵ Para obtener las modificaciones referirse a la Com. "A" 1936 (06-03-92), Com. "A" 2020 (27-11-92) y a Com. "A" 2042 (29-12-92).

comportamiento del Gobierno Nacional opuesto al que tuvo durante 1992. Es decir, frente a las mayores facilidades de endeudarse en el exterior dada la caída en la tasa de interés internacional y la disminución del riesgo país (ver en el apéndice la evolución de dichas variables) el Gobierno optó por cancelar el crédito interno en dólares no necesitando superávit fiscal primario para absorber los pasivos monetarios tal como lo requeriría la política adoptada por el BCRA. Un dato clave durante este año fue el ingreso al plan Brady, que permitió a Argentina normalizar su situación con el exterior e ingresar al mercado voluntario de crédito dada la caída de la tasa de riesgo país (hasta ese momento se percibía que Argentina estaba en default o en una situación "irregular").

Sin embargo, se expandieron los pasivos monetarios en la misma magnitud que aumentaron las reservas líquidas; dicho comportamiento del BCRA resulta cuestionable. De esta manera, en vez de lograr un fortalecimiento de la relación reservas líquidas-pasivos monetarios, ésta se mantuvo alrededor del 100% como lo había hecho durante 1991 y 1992³⁶. La percepción del mundo acerca del éxito del plan adoptado en 1991 conjuntamente con el comienzo de un ciclo de raíz política³⁷ fueron determinantes para que se abandonara la actitud ortodoxa adoptada en 1992, en lo referente a la absorción de pasivos monetarios con superávit fiscal (aunque como ya se mencionó manteniendo la política compensatoria). El tercer trimestre de 1993 tuvo especial importancia para explicar el aumento del crédito interno en pesos. Una parte de los fondos provenientes de la privatización de YPF (1734M de dólares) fueron usados para rescatar deuda existente con jubilados, es decir monetizados. A su vez, hubieron fuertes ingresos de préstamos del exterior.

Analicemos qué factores pudo haber tomado en cuenta el Gobierno Nacional para decidir entre endeudarse con el exterior o usar el superávit fiscal para contraer los pasivos monetarios, una vez recibidos los préstamos en dólares por parte del BCRA. Hay cuatro variables claves que debería haber tenido en cuenta. En primer lugar, el costo del crédito (tanto internacional como para Argentina) y la posibilidad de Argentina de acceder al mercado de créditos internacionales (sumamente limitada antes de la entrada al plan Brady en Abril de 1993). En segundo lugar, el aumento de deuda pública que podría tener un efecto sobre la prima de riesgo si se produce un

³⁶Después de la crisis vivida por Argentina en 1995 mucho se ha hablado acerca de la falencia gubernamental de no tener superávits fiscales en los años de boom en el crecimiento del PBI. Este trabajo sugiere una falencia similar en el sector monetario. Esto abre un importante campo de investigación que no está estudiado en Argentina.

³⁷El aumento más importante de crédito interno se observó en Agosto por 1367M. Llamativamente las elecciones claves en vistas a la reforma de la Constitución Nacional fueron en Octubre de 1993

divorcio entre el flujo esperado de ingresos fiscales y las compromisos que debe afrontar el Gobierno. Luego, la maximización del nivel de actividad (una absorción monetaria hubiera restringido la capacidad prestable del sistema financiero), y por último los ciclos políticos (que hacen prevalecer los objetivos de corto plazo frente a los de largo). Claramente la decisión de política adoptada en 1992 fue más ortodoxa que la adoptada en 1993. Aunque el resultado en términos de la relación de reservas líquidas-pasivos monetarios fue el mismo, el resultante nivel de actividad, nivel de pasivos monetarios y principalmente el nivel de deuda pública fueron diferentes. En 1992 las reservas con efecto monetario aumentaron en 6392M de dólares mientras que en 1993 aumentaron en 2772M de dólares. Sin embargo, en 1992 el gobierno contrajo pesos por 3231M de pesos y en 1993 expandió el crédito interno en pesos por 1407M. Por lo tanto, la demanda de base monetaria por parte del público en 1992 fue de 3161M de pesos mientras que en 1993 fue de 4179M (ver fórmula (6) del anexo en el apéndice).

La decisión del Gobierno Nacional de endeudarse en un año donde la recaudación aumentó significativamente³⁸ (dado su comportamiento cíclico), y en el cual hubo importantes ingresos por privatizaciones, motivó la discusión sobre la conveniencia de hacer política fiscal anticíclica. En este trabajo se trata de incentivar la discusión acerca de la posibilidad de hacer política monetaria anticíclica, sin ahondar en las consideraciones de política fiscal. Dentro de este contexto, podría ser cuestionable la política de expansión en pesos del BCRA (1407M de pesos) a través de la compra de activos domésticos durante 1993.

Por otro lado, el BCRA en este subperíodo actuó como ente regulador modificando el sistema de encajes hacia fines de Enero de 1993. Sin embargo, dicha modificación no produjo cambios significativos en el efectivo mínimo integrado en el BCRA por lo cual no se analizarán más específicamente las medidas³⁹.

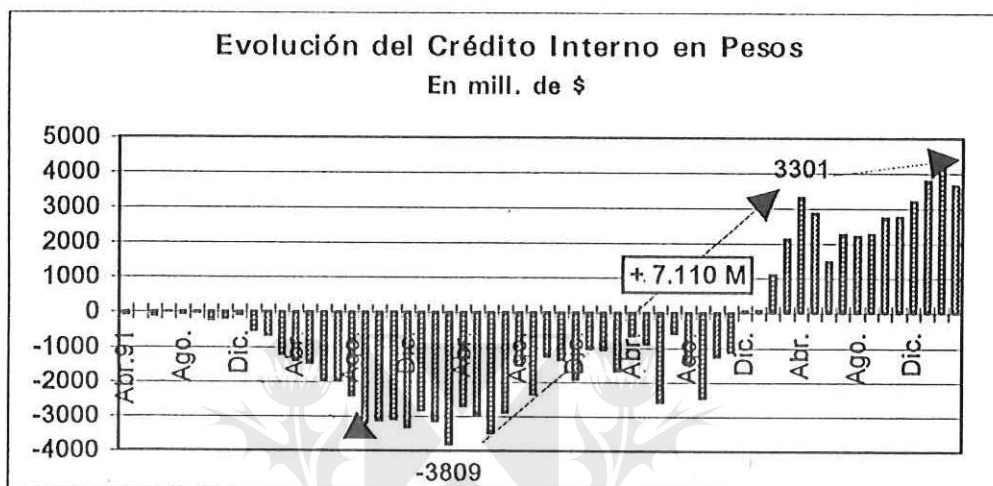
Antes de pasar a lo ocurrido durante los primeros trimestres de 1994, es importante mencionar como el período que se desarrolla entre 1991 y 1996 puede dividirse en dos, según el comportamiento que haya tenido el crédito interno en pesos. El gráfico 00 muestra el primer trimestre de 1993 como un punto de inflexión en la evolución del crédito interno acumulado en pesos. Desde Abril de 1991 hasta Marzo de 1995 el crédito interno en pesos había sido contractivo

³⁸ El superávit fiscal primario en 1993 fue de 5121M mientras que el ingreso por privatizaciones (incluyendo YPF) fue de cerca de 3523M. El resultado fiscal sin privatizaciones fue de 2207M. Como dicho superávit no fue usado para contraer los pasivos monetarios la hipótesis es que se dejaron esos montos en las cuentas de la Tesorería en el Banco Nación.

³⁹ Ver De Maio (1996)

en 3809M de pesos. No obstante, lo más sorprendente es el espectacular crecimiento del crédito interno en pesos desde el primer trimestre de 1993 y no recién en 1995. El crecimiento fue de 7110M entre Abril de 1993 y Abril de 1996.

Gráfico 00



Volviendo al análisis del subperíodo que va desde el 1 de Abril de 1991 hasta el 31 de Marzo de 1994 el cambio de títulos respaldando los pasivos monetarios prácticamente no presentaron modificaciones (de hecho disminuyeron en 119M).

El comportamiento fiscal del año 1994 fue muy dispar entre trimestres. Durante el segundo trimestre de 1994 la recaudación alcanzó registros muy altos (habitualmente en los segundos trimestres hay importantes vencimientos impositivos). Sin embargo el tercer trimestre de 1994 significó el primer gran déficit fiscal desde el comienzo del plan de 1991. El análisis monetario⁴⁰, que debe hacerse tomando en cuenta las cuentas fiscales del año que fueron deficitarias en 1018M, está sesgado por el comportamiento del Gobierno Nacional a fines de cada trimestre. Es decir, para afectar la relación reservas líquidas-pasivos monetarios se contraían los pasivos monetarios durante los últimos días del trimestre y se expandían en la misma magnitud en los primeros días del siguiente trimestre. Esto se hacía ya que las metas con el FMI son trimestrales y de esta manera se

⁴⁰ Se recomienda al lector analizar este período con ayuda de los datos mensuales que aparecen en el apéndice y no los trimestrales del cuadro 00 que pueden traer confusión.

lograba fortalecer artificialmente la convertibilidad (“contabilidad creativa” del BCRA)⁴¹. Hasta el tercer trimestre de 1994 el menor ingreso de divisas generó un menor nivel de crédito interno en pesos y fue en este trimestre donde se cortaron las relaciones con el FMI⁴². Estos primeros trimestres de 1994 representan una transición entre el comportamiento bien definido de 1992 y 1993 y el que se observará a fines de 1994 y principios de 1995.

Segundo subperíodo: Segundo trimestre de 1994 y primer trimestre de 1995

En este período el BCRA se vio obligado a utilizar instrumentos de política monetaria activa, no con el objeto de realizar políticas compensatorias, sino para poder proveer de liquidez al sistema financiero frente a la caída de depósitos, actuando como prestamista de última instancia. Este comportamiento del BCRA hizo que la relación de reservas líquidas-pasivos monetarios, que hasta el cuarto trimestre de 1994 no había experimentado grandes cambios, alcance niveles cercanos al 80% limitante (el 31 de Marzo la relación llegó a ser del 83.3% tomando como denominador los pasivos monetarios ecuación (1), si se hubiera usado la ecuación (3) para el cálculo de dicho cociente se hubiera violado la Convertibilidad, se llegó al 78.3%)⁴³. Este período se caracterizó por el abandono del uso compensatorio del crédito interno por parte del BCRA y la utilización de los límites que la legislación impone sobre su comportamiento que no habían sido utilizados hasta entonces.

El cuarto trimestre de 1994 fue de fundamental importancia no solamente por el 20 de Diciembre, día de la devaluación mejicana que gatilla la crisis financiera del primer trimestre de 1995, sino por que el crédito interno en pesos se hace fuertemente expansivo. La situación fiscal se agrava antes de la crisis especialmente en el sistema de seguridad social donde se potencian los aumentos del gasto con la reducción de los aportes patronales (el déficit estaba calculado en alrededor de 600M lo que concuerda con las transferencias observadas(561M)). Durante el mes de

⁴¹ Como curiosidad, ver en el apéndice el día a día del crédito interno en 1995 para ver como el BCRA disminuye la base monetaria el último día de cada trimestre (a través de una cuenta en pesos que pertenece a la base monetaria) y la aumenta , en el mismo monto, a principios del trimestre siguiente. Esto se hace porque las metas con el FMI son trimestrales y con ese movimiento se logra fortalecer la relación de convertibilidad artificialmente en un período específico.

⁴² Sin embargo, y como aparece ejemplificado en el movimiento de la cuenta 2020 se hace el “dibujo” de fin de trimestre para mejorar la relación de convertibilidad.

⁴³Para ese período el artículo 60 de la Carta Orgánica, como ya se ha mencionado, establecía el 20% como límite de los títulos públicos en moneda extranjera que podían respaldar la base monetaria.

Diciembre hubieron fuertes entradas de dólares al sistema argentino (por préstamos del exterior) que permitieron tener este comportamiento más laxo en términos de crédito interno en pesos. Del 1 de Diciembre al día 18 crédito interno en pesos aumenta en 650M y del día 19 al día 30 en 550M. Sin embargo, un análisis ex post obliga una reflexión sobre los 1100M de pesos que fueron usados antes de la crisis vivida por Argentina (los 550M no parecen responder a urgencias del sistema financiero). Es en este período donde Argentina va usar la limitación que le impone la legislación acerca de la cantidad de títulos que puede tener respaldando los pasivos monetarios. Pese a la entrada de reservas el aumento de los títulos respaldando pasivos monetarios debido a este comportamiento fue de 572M. Como se mencionará más adelante esta expansión podría haber significado la libertad que el BCRA necesitaba en Marzo para seguir emitiendo pesos y evitar que el Gobierno tenga que recurrir por ejemplo al llamado Bono Argentino. Probablemente, si no hubiera habido fase expansiva del crédito interno en pesos desde principios de 1993 la base monetaria hubiera sido menor, y por lo tanto la huida de depósitos hubiera sido inferior.

En Enero de 1995 cobró importancia el rol del BCRA como ente regulador y, a diferencia de lo ocurrido hasta entonces, las medidas adoptadas por las autoridades monetarias implicaron cambios tanto en el multiplicador monetario (afectando la oferta monetaria) como en los pasivos monetarios (al cambiar la integración del efectivo mínimo en el BCRA). El primer instrumento utilizado por el BCRA para superar las diferencias que presentaban algunas entidades financieras fue la liberalización de encajes⁴⁴. Luego, el BCRA introdujo varios cambios a la legislación vigente con el fin de ayudar a resolver los problemas del sistema financiero. Dentro de los cambios efectuados se destaca la reforma de la Carta Orgánica del BCRA⁴⁵, la Ley de entidades financieras, la creación del sistema de Seguro de Garantía de los Depósitos Bancarios y el Fondo Fiduciario de Capitalización Bancaria y las Nuevas Normas de Liquez Bancaria. Así, la exigencia legal promedio pasó de ser 18.35% en Diciembre 1994 a ser 14.34% en Marzo de 1995, el "rojo tolerado bruto"⁴⁶ pasó de ser 7.58% en Diciembre a ser 29.37% en Marzo, se permitió en Marzo imputar el 50% del efectivo en bancos como integración. La tasa que cobraba el BCRA por los

⁴⁴ La versión definitiva de la larga lista de Comunicados "A" es el Com.2359. La evolución del sistema de encajes en todo el año 1995 aparece en el apéndice.

⁴⁵ Los límites que impone la Carta Orgánica para redescuentos y adelantos quedan inalterados para problemas de liquidez individuales, pero cuando se trata de un problema de liquidez sistémico se ha modificado dichas normas en tren de flexibilizar y alargar el plazo de los redescuentos y adelantos. El BCRA puede otorgar redescuentos a las entidades financieras por un máximo de 90 días (el artículo 17b lo limitaba a 30 días corridos, los montos mínimos no se vieron modificados), en tanto "circunstancias generales y extraordinarias lo hicieran aconsejable". Se agrega además la posibilidad de vender los créditos adquiridos a las entidades financieras con problemas de liquidez.

⁴⁶ Este concepto se obtiene como diferencia entre el monto efectivamente integrado y el porcentaje de exigencia multiplicado por la cantidad de depósitos. Ver Cuadro en el apéndice.

redescuentos que hasta Septiembre⁴⁷ la determinaba discrecionalmente el BCRA y el Directorio estaba entre el 14% y el 16%.

Por otra parte, la caída inicial de los depósitos en pesos (3710M en todo el trimestre, 1806M en Enero, 356M en Febrero y 1547M en Marzo) debido a las expectativas de devaluación y su posterior generalización a los depósitos en dólares (2800M en todo el trimestre, +379M en Enero, -785M en Febrero y -2399M en Marzo) dada la percepción de insolvencia del sistema financiero, hizo que las medidas iniciales fueran insuficientes para enfrentar dicha masiva salida de depósitos. Hubieron en el primer trimestre redescuentos⁴⁸ por 1300M de pesos y pases activos por otros 700M de pesos por lo que la ayuda total del BCRA, actuando como prestamista de última instancia y como regulador de encajes, fue de 5141M de pesos (la salida total de depósitos en este primer trimestre fue de 6510M; el esfuerzo del BCRA por salvar al sistema financiero fue mayúsculo (79% del esfuerzo total), utilizando toda la flexibilidad que la legislación le provee es decir, sin reparo por la relación reservas líquidas-pasivos monetarios (siempre respetando el límite del 20%). El 14 de Mayo se anuncia un programa económico (que incluía un severo plan de ajuste fiscal) y la obtención de préstamos internacionales (incluido el retorno al FMI) por 7000M de dólares, que provocaron un importante shock de confianza que revirtió la caída de la demanda de dinero. Hasta esta fecha todo el exceso de dinero en la economía se volcaba a comprar divisas internacionales reduciendo el stock de reservas líquidas en el BCRA. Es decir, durante estos tres primeros meses las reservas líquidas del BCRA caían no sólo porque caía la demanda de dinero sino por el aumento de la oferta de dinero (el exceso de dinero se vuelca a comprar divisas). Si el BCRA decide una política expansiva, pero el público no está dispuesto a modificar su demanda de saldos reales el exceso de oferta vuelve al BCRA para comprar dólares. Por lo tanto, cualquier emisión de dinero no demandada por el público se transforma en salida de reservas. A principios de 1995, la demanda de dinero también se reducía por lo que la salida de reservas se explicaba por los dos factores. El momento más crítico del plan de convertibilidad se vivió en los primeros días de Marzo. El límite del 20% de títulos impuesto por la legislación vigente no fue alcanzado en ningún momento en estos tres meses (según la definición del BCRA tomando la ecuación (1) del anexo). El límite operativo para el BCRA fue el stock de títulos públicos en moneda extranjera que poseía el

⁴⁷ Comunicación "A" 2369 proporciona las tasas de interés vigentes a partir de esta fecha. Esta implica tasas sumamente subsidiadas, teniendo en cuenta que la tasa Prime fue ampliamente superior al 14% durante el período Enero95/Julio95 (llegando a su máximo en Marzo: 33.7%)

⁴⁸ La importancia del período requiere un análisis diario. En el apéndice aparecen las variaciones diarias de crédito interno en pesos y dólares del año 1995.

BCRA⁴⁹. El 13 de Marzo (día crítico para la Convertibilidad) aunque la relación de títulos con pasivos monetarios estaba en 14.2% (tomando la ecuación (1)) el stock de títulos sobrantes llegó a ser de solamente 113M⁵⁰. Es decir, la verdadera restricción en esa fecha era el stock de títulos que podían utilizarse como respaldo. Dicho stock era en Marzo de 1995 de 2299M de dólares, mientras que el stock de títulos respaldando los pasivos monetarios era de 2186M de dólares. Con ese nivel de títulos permitidos como respaldo y sin haber tenido el aumento de los pasivos monetarios a fines de 1994, el BCRA hubiera tenido más margen para aumentar los base monetaria. Para llegar al 20% de los pasivos monetarios en Marzo de 1995 el BCRA hubiera necesitado 250M de dólares adicionales a los 113M de títulos excedentes que poseía (el 20% de los pasivos monetarios(1) sería de⁵¹ 2549M).

Sin embargo, el gran interrogante que se plantea es cuál fue el efecto del aumento de la oferta de dinero sobre la demanda del público. Es decir, si no se hubiera aumentado la oferta monetaria en 5141M, ¿el BCRA hubiera perdido más o menos reservas? La impresión (aunque no es algo que no se demuestra en este trabajo) es que la oferta de dinero afectó positivamente a la demanda de dinero. Es decir, sin el marcado aumento de la oferta monetaria, que fue posible sólo gracias a la flexibilidad de legislación argentina (en una caja de conversión pura no se hubiera podido tener), la demanda de dinero hubiera caído más rápidamente de lo que cayó y el sistema de convertibilidad difícilmente se hubiera podido sostener. Si el BCRA no hubiera actuado como prestamista de última instancia y ente regulador de los bancos (lo que no hubiera podido hacer en un sistema de caja de conversión pura). La impresión es que se hubieran declarado insolventes más bancos de los que lo hicieron. Dada la fragilidad de las expectativas de los agentes económicos, la caída de la demanda de dinero hubiera sido mayor (y aún mayor al aumento de oferta que hubo en este período (2191M)). Estas son sólo hipótesis, pero deberían motivar una mayor discusión con el fin de obtener enseñanzas para el hacedor de política monetaria.

El cambio de expectativas de los agentes económicos el 14 de Marzo de 1995 (programa económico y anuncios de ayuda externa por 7000M de dólares), que permitió que la demanda de

⁴⁹ Ver apéndice. En Mayo el stock excedente era solamente de 47M.

⁵⁰ Si se toma la definición (3) hubieran faltado 697M para respaldar a los pasivos monetarios que responden a esta ecuación.

⁵¹ El cálculo para sacar la cantidad de títulos que necesitaría para llegar al 20% de pasivos monetarios limitante es el siguiente: $RL + TTRP - PM = TE$, $PM = RL + (TTRP - TE)$, y dado que $RL/PM = 0.8$ se obtiene que $RL/0.8 - PM - TE = TF$ y por lo tanto $RL/0.8 - RL - TTRP = TF$ donde RL =Reservas líquidas, $TTRP$ = total de títulos que pueden respaldar pasivos y TF = son los títulos adicionales a los títulos sobrantes para llegar al 20% de los pasivos monetarios(PM) y TE =títulos excedentes. Lo más llamativo del cálculo es que los títulos necesarios para llegar al 20% de los pasivos monetarios es independiente del nivel de pasivos monetarios.

dinero dejara de caer y se dejaran de perder reservas , marca un hito en la historia de esta crisis. Hasta esa fecha hubo una serie de anuncios que no tuvieron repercusión en las expectativas de los agentes y no pudieron detener la caída en la demanda de dinero. A partir de Abril, la gravedad de la crisis fiscal de las provincias y la cercanía a las elecciones pasaron a ser fundamentales (esto será analizado en la próxima sección) fueron paulatinamente siendo más prioritarios que el sistema financiero.

Tercer subperíodo: Segundo trimestre de 1995 hasta Marzo de 1996

Durante la crisis del sistema financiero la relación reservas líquidas-pasivos monetarios llegó a ser del 76.9% a principios de Abril. Sin embargo, después de la crisis, no se observan mejoras substanciales en este indicador (encontrándose a principios de Diciembre en 83%). Recién en Enero de 1996 dicha relación alcanza el 90% debido al fuerte ingreso de reservas sin efecto monetario.

En términos generales, desde Abril de 1995 hasta Marzo de 1996 el crédito interno en pesos aumentó en 1520M con los objetivos básicos de financiar déficit fiscal (especialmente al sistema de seguridad social) estimular el nivel de actividad siguiendo un comportamiento anticíclico. Mientras que el cobro de redescuentos y pases activos es lento la expansión para solucionar problemas fiscales (y no financieros como en el primer trimestre) provocando así el crédito interno en pesos positivo que se puede observar en el Cuadro 00.

En Abril de 1995, luego de haber pasado el momento más difícil de la crisis financiera, se anuncia un cambio en el régimen de encajes: se cambió los encajes tradicionales (no remunerados) por requisitos de liquidez (remunerados). El BCRA absorbió, durante todo el subperíodo buena parte de la liquidez que había dado al sistema (de los 2950M que liberó, recuperó al 31 de Marzo de 1996, 2050M de pesos sin tener en cuenta el crecimiento de los depósitos).

Por un lado, el primer tramo de los préstamos del exterior (esencialmente el primer tramo del FMI) y el bono argentino por un total de 1500M de dólares tuvieron importantes consecuencias para el comportamiento de los agentes. Por otro lado, el BCRA al ver agotadas sus posibilidades de actuar requirió del esfuerzo del sector privado y del sector externo dando una importante señal para el público (no iba violar las reglas de juego como hizo tantas veces en su historia). Por otra

parte, los dólares que ingresaron permitieron que se expandieran los pasivos monetarios sin un mayor deterioro de la relación reservas líquidas-pasivos monetarios y por lo tanto manteniendo la credibilidad en el sistema. Sin embargo, el factor de incertidumbre política frente a la cercanía de las elecciones pudo haber sido una de los factores influyentes para que, pese a que la demanda de dinero había parado de caer, no creciera⁵². Así, los aumentos de oferta hasta el 14 de Mayo se volcaran a comprar divisas. Una vez despejada la incertidumbre política el sistema argentino comenzó un importante proceso de monetización y los aumentos de crédito interno en pesos que persistieron fueron absorbidos por el público evitando así un deterioro adicional de la relación reservas líquidas-pasivos monetarios.

A partir de Junio de 1995, el promedio de crédito interno en pesos fue de aproximadamente 400M mensuales, lo que responde al déficit fiscal. En términos del comportamiento del crédito interno en pesos y en dólares este período se asemeja al del año 1993 donde el Gobierno se endeudaba en el exterior y recibía crédito interno en pesos. A diferencia de esa oportunidad, el aumento de reservas líquidas debido a la cancelación de crédito interno en dólares en el bimestre Diciembre de 1995-Enero de 1996 (dado el endeudamiento externo en exceso a los compromisos fiscales, 1783M) fue mayor que la expansión del crédito interno en pesos (1017M) lo cual llevó a un aumento en la relación reservas líquidas-pasivos monetarios (766M explican la mejora en dicha relación). Desde Julio de 1995 la proporción de títulos repaldando pasivos monetarios rondaba el 14-18% mientras que, en Diciembre-Enero, se verificó una disminución "once and for all" en dicho indicador que pasa a ubicarse en niveles cercanos al 10% hasta Abril de 1996.

Sección 3: Conclusión

En este trabajo se demostró que, bajo sistemas de tipo de cambio fijo y convertible, pueden existir grados de libertad para hacer políticas de oferta monetaria activa. Es decir, las reservas pueden no variar al unísono con la base monetaria como ocurriría en una caja de conversión pura. En Argentina rige, desde 1991, un sistema que presenta dichos grados de libertad.

La legislación argentina permite al BCRA adquirir o vender activos domésticos para otorgar crédito interno en pesos al sistema financiero y al Gobierno. Asimismo, le permite actuar

⁵² Ver en el apéndice la evolución de M4. Hasta Marzo cae vertiginosamente y a fines de Marzo se estanca para recién crecer después del 14 de Mayo, día de las elecciones presidenciales.

como agente financiero del gobierno al hacerse cargo de sus compromisos externos, generando crédito interno en dólares. Por último, el BCRA puede actuar como ente regulador y supervisor del sistema financiero. En síntesis se puede decir que no es cierto que el BCRA no pueda actuar como prestamista de última instancia como tampoco es cierto que no pueda otorgar crédito interno en pesos o en dólares. Sin embargo, el accionar de la autoridad monetaria está condicionada por las legislaciones y por el mercado. En estos sistemas con tipo de cambio fijo cualquiera sea el grado de activismo de las políticas de oferta monetaria es la demanda de dinero la que determina la cantidad de dinero de equilibrio.

Al inicio del Plan de Convertibilidad el BCRA mantuvo un comportamiento cauto tratando de ganar reputación. La poca confianza en el programa que recién se implementaba limitó su accionar. Frente a la crisis de caída de demanda de dinero que desató la devaluación mejicana (probablemente intensificada por el deterioro fiscal del segundo semestre de 1994) el BCRA hizo uso de toda la flexibilidad que le otorgaba la legislación argentina para proveer de liquidez al sistema financiero. Así, cuando llegó al límite permitido hizo uso de los grados de libertad compensatorio que le deja el actual marco institucional. O sea habiéndose quedado prácticamente sin título públicos excedentes para respaldar pasivos monetarios intenta conseguir más títulos de la Tesorería de la Nación que le sirvan para ser considerados como reservas internacionales, pero no tiene éxito en esta tarea. Sin embargo, consigue rápidamente instrumentar préstamos externos (cancelación de crédito interno en dólares) que le permitieron otorgar crédito interno en pesos hasta la desaparición de la incertidumbre política el 14 de Mayo sin violar la convertibilidad. A partir de entonces y dado el déficit fiscal mensual que el Gobierno necesita financiar la política macroeconómica adoptada por el Gobierno ha sido (posibilitada por las condiciones del mercado financiero mundial) colocar deuda externa en exceso de los compromisos de vencimientos de amortizaciones e intereses y aún por encima del financiamiento del déficit fiscal. Esto permitió apreciar una leve mejora en la relación reservas líquidas-pasivos monetarios. En síntesis el BCRA, en estos últimos meses, no adoptó una política monetaria como para retornar a los niveles de dicha relación observadas antes del cuarto trimestre de 1994.

Finalmente, este trabajo mostró como los grados de libertad que el sistema argentino deja al manejo de la oferta de dinero (comportamiento de Banco Central y no de caja de conversión) permitieron distinguir la relación de las cuentas fiscales con la prima de riesgo país, la capacidad de endeudamiento en el sistema financiero internacional y el ciclo económico. El trabajo también sugiere la necesidad de investigar las ventajas y desventajas de los sistemas de tipo de cambio fijo y

convertible del tipo analizado, con relación a una caja de conversión pura y como el comportamiento de un Banco Central flexible pero con límites puede modificar las ventajas (desventajas) relativas entre el tipo de cambio fijo y el flexible.

La experiencia internacional indica que con el paso del tiempo los grados de libertad que tienen los Bancos Centrales se van ampliando, a medida que el comportamiento moderado le permita a la autoridad monetaria ir ganando credibilidad y reputación. Por lo tanto, queda por investigar cuál es la política monetaria óptima para los ciclos de corto plazo donde un factor clave será la causalidad que tengan sobre el comportamiento de la demanda de dinero determinadas políticas de oferta monetaria activa del BCRA.



Universidad de
San Andrés

Anexo: Metodología utilizada ⁵³

Con el fin de mostrar nítidamente las operaciones de política de oferta monetaria activa es útil, partiendo de las definiciones dadas por el BCRA, redefinir algunos conceptos más rigurosamente. Así, se presenta una definición que permite cuantificar más precisamente el crédito interno en pesos.

A seguir se presentan las definiciones según la versión del BCRA:

(1) PASIVOS MONETARIOS VERSIÓN BCRA = CIRCULACIÓN MONETARIA +
DEPÓSITOS DE LOS BANCOS EN EL BCRA

(2) PASIVOS FINANCIEROS VERSION BCRA = PASIVOS MONETARIOS + (PASES PASIVOS - PASES ACTIVOS) + LELIBAN + DEPOSITOS EN DOLARES DEL GOBIERNO EN EL BCRA

A diferencia de los conceptos utilizados por el el BCRA, se utilizará la siguiente definición de pasivos del BCRA:

(3)⁵⁴ PASIVOS MONETARIOS/FINANCIEROS (o VERDADEROS)= PASIVOS MONETARIOS VERSION BCRA + PASES PASIVOS + LELIBAN ⁵⁵

En adelante, se utilizará la definición (3) en lugar de la (1) ó (2) a los efectos de contabilizar el efecto expansivo de un pase activo que no está contemplado en (2) y, además de excluir los depósitos en dólares del gobierno dado que afectarían incorrectamente la relación de convertibilidad.

Según lo presentado anteriormente, para el caso argentino las reservas internacionales (RI) deben ser iguales a los pasivos monetarios/financieros (PM) de la definición 3, entendiendo como

⁵³La metodología empleada es la misma que la utilizada por el Estudio Broda desde el comienzo del plan de convertibilidad de 1991.

⁵⁴ A partir de Septiembre de 1995 se toma esta definición de pasivos monetarios como la que debe estar respaldada en un 100% por las reservas internacionales.

⁵⁵Una forma alternativa de expresar esta ecuación puede ser: PASIVOS MONETARIOS/FINANCIEROS = PASIVOS FINANCIEROS VERSION BCRA + PASES ACTIVOS -DEPÓSITOS EN DÓLARES DEL GOBIERNO EN EL BCRA

reservas internacionales a la suma del total de reservas líquidas (RL) y los títulos públicos en moneda extranjera con los cuales se puede respaldar los pasivos monetarios (TRP).

$$(4) RI = RL + TRP = PM$$

de donde se deduce:

$$(5) \text{Var. PM} - \text{Var. RL} = \text{Var. TRP} = \text{Var. Crédito Interno Total}$$

Con la finalidad de determinar el rol del BCRA como agente financiero de la Tesorería y de poder comparar el sistema argentino al de una caja de conversión pura es necesario subdividir las reservas líquidas (RL) en reservas CON efecto monetario (RLC) que tienen como contrapartida variaciones de sus pasivos monetarios y las reservas SIN efecto monetario (RLS) que no tienen como contrapartida dichas variaciones. Las RLC reflejan las reservas que se obtienen o que se pierden por la "ventana" de la caja de conversión⁵⁶. En un sistema de caja de conversión los pasivos monetarios y las reservas CON efecto monetario tendrían que moverse al unísono ya que un peso (dólar) puede entrar en circulación si y sólo si un agente vende un dólar (peso) al BCRA para adquirir un peso (dólar). En el caso de que toda la variación de reservas líquidas sea por variaciones de reservas sin efecto monetario no se debería producir expansión alguna de pasivos monetarios si es que se desea respetar a "rajatablas" el funcionamiento del sistema como una verdadera caja de conversión. Por lo tanto, si los pasivos monetarios se expanden ante un ingreso neto de reservas sin efecto monetario, es una señal de política de oferta monetaria activa del gobierno (ya que se ha monetizado un préstamo), por cuanto se ha expandido sin tener como contrapartida una variación de reservas CON efecto monetario (lo que implicará un aumento de títulos públicos respaldando los pasivos monetarios).

Dado lo mencionado anteriormente y para facilitar la medición de la variación del crédito interno en pesos, se utilizará la siguiente expresión:

$$(6) \text{VAR.PASIVO MON/FINANCIEROS(3)} - \text{VAR.RESERVAS CON EFECTO MONETARIO} = \text{VAR. CREDITO INTERNO}^{57}$$

Cabe señalar porqué no se han incluido los depósitos del gobierno en la definición (2) para lo cual se utilizarán los ejemplos en el Cuadro YY. Al entrar un préstamo del exterior por 10

⁵⁶Dado que dicha subdivisión no se encuentra disponible públicamente, a partir de los movimientos de las cuentas en dólares que el Tesoro posee en el BCRA se obtienen las variaciones de reservas SIN efecto monetario y, como residuo de las variaciones de las reservas internacionales líquidas totales obtenemos las variaciones de reservas CON efecto monetario (ver cuenta 4000 de Carta Económica en este apéndice).

⁵⁷Sin duda en una caja de conversión pura esta diferencia sería siempre nula.

dólares aumentan las reservas SIN efecto monetario y también los depósitos del gobierno por idéntica magnitud, pero no se modifican las reservas CON efecto monetario. Si dentro de la definición de pasivos monetarios/financieros (definición 2) se incluyeran los depósitos del gobierno, el sólo hecho de la entrada de un préstamo del exterior estaría reflejando que el crédito interno en pesos fue expansivo por el monto del préstamo, cuando en realidad ese préstamo no fue monetizado. Si, en cambio, se excluyeran los depósitos del gobierno de la definición (tal como hace el FMI), al entrar el préstamo (y no ser monetizado) los pasivos monetarios/financieros no variarían, como tampoco lo harían las reservas CON efecto monetario: esto implicaría, tal como lo indica la ecuación (6), que no hubo expansión de crédito interno. Si el préstamo se monetizara, aumentarían los pasivos monetarios financieros verdaderos (porque crece la circulación monetaria), pero no variarían las reservas CON efecto monetario, por lo que obtenemos justamente una política de oferta monetaria activa por el monto de la monetización.

Cuadro YY

Circulación monetaria:		100	
Dépositos del gobierno (en U\$s):		10	
Pases pasivos :		10	
Pases activos:		10	
Leliban:		0	
Pasivos Monetarios Financieros verdaderos:		110	
<hr/>			
<u>Ejemplo 1: Si el préstamo no se monetiza</u>		<u>Ejemplo 2: si el préstamo se monetiza</u>	
Var depósitos (en U\$s) del gobierno:	+10	Var depósitos (en U\$s) del gobierno:	+10
Var. circulación monetaria:	0	Var. circulación monetaria:	+10
Var reservas CON efecto monetario:	0	Var reservas CON efecto monetario:	0
Var reservas SIN efecto monetario:	+10	Var reservas SIN efecto monetario:	+10
Var pasivos monetarios financieros verdaderos:	0	Var pasivos monetarios financieros verdaderos:	+10
Var pasivos financieros versión BCRA:	+10	Var pasivos financieros versión BCRA:	+20
Var crédito interno por ecuación (7):	0	Var crédito interno por ecuación (7):	+10

Apéndice Estadístico



Universidad de
San Andrés

LEY DE
CONVERTIBILIDAD DEL AUSTRAL

LEY N° 23.928

Sancionada y Promulgada el 27 - marzo - 1991

Publicada el 28 de marzo de 1991

TITULO I
DE LA CONVERTIBILIDAD DEL AUSTRAL

Artículo 1º — Declárase la convertibilidad del Austral con el Dólar de los Estados Unidos de América a partir del 1º de abril de 1991, a una relación de diez mil (10.000) australes por cada dólar, para la venta, en las condiciones establecidas por la presente ley.

Art. 2º — El Banco Central de la República Argentina venderá las divisas que le sean requeridas para operaciones de conversión a la relación establecida en el artículo anterior, debiendo retirar de circulación los australes recibidos en cambio.

Art. 3º — El Banco Central de la República Argentina podrá comprar divisas a precios de mercado, con sus propios recursos, por cuenta y orden del Gobierno Nacional, o emitiendo los australes necesarios para tal fin.

Art. 4º — En todo momento, las reservas de libre disponibilidad del Banco Central de la República Argentina en oro y divisas extranjeras, serán equivalentes a por lo menos el ciento por ciento (100 %) de la base monetaria. Cuando las reservas se inviertan en depósitos, otras operaciones a interés, o en títulos públicos nacionales o extranjeros pagaderos en oro, metales preciosos, dólares estadounidenses u otras divisas de similar solvencia, su

cómputo a los fines de esta ley se efectuará a valores de mercado.

Art. 5º — El Banco Central de la República Argentina deberá introducir las modificaciones pertinentes en su balance y estados contables para reflejar el monto, composición e inversión de las reservas de libre disponibilidad, por un lado, y el monto y composición de la base monetaria, por el otro.

Art. 6º — Los bienes que integran las reservas mencionadas en el artículo anterior constituyen prenda común de la base monetaria, son inembargables, y pueden aplicarse exclusivamente a los fines previstos en la presente ley. La base monetaria en australes está constituida por la circulación monetaria más los depósitos a la vista de las entidades financieras en el Banco Central de la República Argentina, en cuenta corriente o cuentas especiales.

TITULO II
DE LA LEY DE CIRCULACION DEL
AUSTRAL CONVERTIBLE

Art. 7º — El deudor de una obligación de dar una suma determinada de australes, cumple su obligación dando el día de su vencimiento la cantidad nominalmente expresada. En ningún caso se admitirá la actualización monetaria, indexación por precios, variación de costos o repotenciación de deudas, cualquiera fuere su causa, haya o no mora del deudor, con posterioridad al 1º del mes de abril de 1991, en que entra en vigencia la convertibilidad del austral. Quedan derogadas las disposiciones legales y reglamentarias y serán inaplicables las disposiciones contractuales o convencionales que contravinieren lo dispuesto.

Art. 8º — Los mecanismos de actualización monetaria o repotenciación de créditos dispuestos en sentencias judiciales respecto a sumas expresadas en australes

no convertibles, se aplicarán exclusivamente hasta el día 1º del mes de abril de 1991, no devengándose nuevos ajustes por tales conceptos con posterioridad a ese momento.

Art. 9º — En todas las relaciones jurídicas nacidas con anterioridad a la convertibilidad del austral, en las que existan prestaciones pendientes de cumplimiento por ambas partes, o en aquellas de ejecución continuada con prestaciones y contraprestaciones periódicas, el precio, cuota o alquiler a pagar por el bien, obra, servicio o período posterior a ella, se determinará por aplicación de los mecanismos previstos legal, reglamentaria o contractualmente, salvo que dicho ajuste fuera superior en más de un doce por ciento (12 %) anual al que surja de la evolución de la cotización del austral en dólares estadounidenses entre su origen o el mes de mayo de 1990, lo que fuere posterior, y el día 1º del mes de abril de 1991, en las condiciones que determine la reglamentación. En este último caso la obligación de quien debe pagar la suma de dinero, se cancelará con la cantidad de australes que corresponda a la actualización por la evolución del dólar estadounidense por el período indicado, con más un doce por ciento (12 %) anual, siéndole inoponibles las estipulaciones o condiciones originales.

Art. 10. — Deróganse, con efecto a partir del 1º del mes de abril de 1991, todas las normas legales o reglamentarias que establecen o autorizan la indexación por precios, actualización monetaria, variación de costos o cualquier otra forma de repotenciación de las deudas, impuestos, precios o tarifas de los bienes, obras o servicios. Esta derogación se aplicará aun a los efectos de las relaciones y situaciones jurídicas existentes, no pudiendo aplicarse ni esgrimirse ninguna cláusula legal, reglamentaria, contractual o convencional — inclusive convenios colectivos de trabajo — de fecha anterior, como causa de ajuste en las sumas de australes que corresponda pagar, sino hasta el día 1º de abril de 1991, en que entra en vigencia la convertibilidad del austral.

5

Art. 11. — Modifícanse los Arts. 617, 619 y 623 del Código Civil, que quedarán redactados como sigue:

Art. 617. — Si por el acto por el que se ha constituido la obligación, se hubiere estipulado dar moneda que no sea de curso legal en la República, la obligación debe considerarse como de dar sumas de dinero.

Art. 619. — Si la obligación del deudor fuese de entregar una suma de determinada especie o calidad de moneda, cumple la obligación dando la especie designada, el día de su vencimiento.

Art. 623. — No se deben intereses de los intereses, sino por convención expresa que autorice su acumulación al capital con la periodicidad que acuerden las partes, o cuando liquidada la deuda judicialmente con los intereses, el juez mandase pagar la suma que resultare y el deudor fuese moroso en hacerlo. Serán válidos los acuerdos de capitalización de intereses que se basen en la evolución periódica de la tasa de interés de plaza.

Art. 12. — Dado el diferente régimen jurídico aplicable al austral, antes y después de su convertibilidad, considérase a todos sus efectos como una nueva moneda. Para facilitar dicha diferenciación, facúltase al Poder Ejecutivo Nacional para reemplazar en el futuro la denominación y expresión numérica del austral, respetando la relación de conversión que surge del Art. 1º.

Art. 13. — La presente ley es de orden público. Ninguna persona puede alegar en su contra derechos irrevocablemente adquiridos. Derógase toda otra disposición que se oponga a lo en ella dispuesto. La vigencia se fija a partir del día siguiente de su publicación oficial.

Art. 14. — Comuníquese al Poder Ejecutivo Nacional.

Carta Orgánica del B.C.R.A.

CAPITULO IV

Administración general del Banco

ARTICULO 16: La administración del Banco será ejercida por intermedio de los subgerentes generales, los cuales deberán ser argentinos nativos o por naturalización, con no menos de diez (10) años de ejercicio de la ciudadanía. Deberán reunir los mismos requisitos de idoneidad que los directores.

Los subgerentes generales son los asesores del presidente y del directorio. En ese carácter asistirán a sus reuniones, a pedido del presidente o del directorio. Dependen funcionalmente del presidente o del funcionario que éste designe, que actuará en esta función con el nombre de gerente general.

Son responsables del cumplimiento de las normas, reglamentos y resoluciones del directorio y del presidente, para cuya aplicación, previa autorización por el mismo, podrán dictar las reglamentaciones internas que fueren necesarias. Asimismo, deberán mantener informado al presidente sobre la marcha del Banco.

CAPITULO V

Operaciones del Banco

ARTICULO 17: El Banco está facultado para realizar las siguientes operaciones:

- a) Emitir billetes y monedas conforme a la delegación de facultades realizada por el Honorable Congreso de la Nación;
- b) Otorgar redescuentos a las entidades financieras por razones de iliquidez transitoria, que no excedan los

treinta (30) días corridos, hasta un máximo por entidad equivalente al patrimonio de ésta;

- c) Otorgar adelantos en cuenta a las entidades financieras por iliquidez transitoria, que no excedan los treinta (30) días corridos, con caución de títulos públicos u otros valores, o con garantía o afectación especial o general sobre activos determinados, siempre y cuando la suma de los redescuentos y adelantos concedidos a una misma entidad no supere, en ninguna circunstancia, el límite fijado en el inciso anterior;
- d) Las derivadas de convenios internacionales en materia de pagos.

Los recursos que se proporcionen a las entidades financieras a través de los regímenes previstos en los incisos b) y c) precedentes, bajo ninguna circunstancia podrán carecer de garantías o ser otorgados en forma de descubierto en cuenta corriente.

Los valores que en primer lugar se deberán afectar como garantía de estas operaciones serán aquellos que tengan oferta pública y serán valorados según su cotización de mercado.

Los recursos que se proporcionen a las entidades financieras a través de los regímenes previstos en los incisos b) y c) precedentes, podrán ser renovados luego de transcurrido un período de cuarenta y cinco (45) días desde su cancelación.

ARTICULO 18⁽⁷⁾: El Banco podrá:

- a) Comprar y vender a precios de mercados, en operaciones de contado y a término, títulos públicos, divisas y otros activos financieros con fines de regulación monetaria y cambiaria;
- b)
- c) Comprar y vender oro y divisas. En caso que lo haga por cuenta y orden del Ministerio de Economía y Obras y Servicios Públicos, en su carácter de agente financiero del Estado Nacional, las pérdidas o utilidades que se generen deberán ser acreditadas o debitadas al gobierno nacional;

(7) Inciso b) observado por el Artículo 6º del Decreto 1860/92.

- d) Recibir oro en custodia;
- e) Actuar como corresponsal o agente de otros bancos centrales, o representar o formar parte de cualquier entidad de carácter internacional existente o que se cree con el propósito de cooperación bancaria, monetaria o financiera;
- f) Recibir depósitos en moneda nacional o extranjera.

ARTICULO 19: Queda prohibido al Banco:

- a) Conceder préstamos al gobierno nacional, a los bancos, provincias y municipalidades, excepto lo prescripto en el artículo 20;
- b) Garantizar o endosar letras y otras obligaciones del gobierno nacional, de las provincias, municipalidades y otras instituciones públicas;
- c) Conceder préstamos a personas físicas o jurídicas no autorizadas para operar como entidades financieras;
- d) Efectuar redescuentos, adelantos u otras operaciones de crédito, excepto en los casos previstos por el artículo 17, incisos b) y c) o los que eventualmente pudieran técnica y transitoriamente originarse en las operaciones de mercado previstas por el artículo 18, inciso a);
- e) Comprar y vender inmuebles, con la excepción de aquellas operaciones que sean necesarias para el normal funcionamiento del Banco;
- f) Comprar acciones salvo las emitidas por organismos financieros internacionales;
- g) Participar directa o indirectamente en cualquier empresa comercial, agrícola, industrial o de otra clase;
- h) Colocar sus disponibilidades en moneda nacional o extranjera en instrumentos que no gocen sustancialmente de inmediata liquidez;
- i) Emitir títulos, bonos o certificados de participación, de colocación o de cumplimiento obligatorio para las entidades financieras;
- j) Pagar intereses en cuentas de depósitos;

k) Otorgar garantías especiales que directa o indirectamente, implícita o explícitamente, cubran obligaciones de las entidades financieras, incluso las originadas en la captación de depósitos.

ARTICULO 20: El Banco sólo podrá financiar al gobierno nacional a través de la compra, a precios de mercado, de títulos negociables emitidos por la Tesorería General de la Nación.

El crecimiento de las tenencias de títulos públicos del Banco, a valor nominal, no podrá ser superior al diez por ciento (10%) por año calendario, ni superar el límite máximo dispuesto en el artículo 33.

ARTICULO 21: El Banco, directamente o por medio de las entidades financieras, se encargará de realizar las remesas y transacciones bancarias del gobierno nacional, tanto en el interior del país como en el extranjero, recibirá en depósito los fondos del gobierno nacional y de todas las reparticiones autárquicas y efectuará pagos por cuenta de los mismos, sujeto a lo establecido en el artículo anterior.

El Banco no pagará interés alguno sobre las cantidades depositadas en la cuenta del gobierno nacional ni percibirá remuneración por los pagos que efectúe por su cuenta pero podrá cargarle los gastos que a su vez haya pagado a las entidades financieras.

El Banco podrá disponer el traspaso de los depósitos del gobierno nacional y los de entidades autárquicas a las entidades financieras. Podrá, asimismo, encargar a los bancos la realización de las operaciones bancarias de cualquier índole del gobierno nacional y de las reparticiones o empresas del Estado Nacional.

ARTICULO 22^(B): En su carácter de agente financiero del Estado Nacional, el Banco podrá reemplazar por valores escriturales, los títulos cuya emisión le fuera encomendada, expidiendo certificados globales. En tal caso los valores deberán registrarse en los respectivos antes autorizados por la Comisión Nacional de Valores de conformidad con las disposiciones de

(B) Texto según observación del Artículo 5º del Decreto 1350/92.

la Ley 20.643 y sus modificatorias. Cuando las circunstancias lo justifiquen el Banco podrá extender certificados provisionales.

El Banco podrá colocar los valores en venta directa en el mercado o mediante consorcios financieros. Podrá promover y fiscalizar el funcionamiento de éstos. No podrá tomar suscripciones por cuenta propia. Cobrará comisión por los servicios mencionados, cargando su importe a la cuenta del gobierno nacional.

ARTICULO 23⁽⁹⁾:

ARTICULO 24: El Banco cargará a la cuenta del gobierno nacional el importe de los servicios de la deuda pública interna y externa atendida por su cuenta y orden, así como los gastos que dichos servicios irroguen. El gobierno nacional pondrá a disposición del Banco los fondos necesarios para la atención de dichos gastos, pudiendo el Banco adelantarlos dentro de las limitaciones establecidas por el artículo 20.

ARTICULO 25: El Banco facilitará al Ministerio de Economía y Obras y Servicios Públicos el control de todos los actos relativos a la colocación de empréstitos públicos y a la atención de los servicios de la deuda pública, incluso la inutilización y destrucción de valores y la inspección de los libros, registros y demás documentos relativos a tales operaciones, debiendo suministrarle, además, una información especial y detallada concerniente a su desempeño como Agente Financiero del Estado.

ARTICULO 26⁽¹⁰⁾: El Banco deberá informar al Ministerio de Economía y Obras y Servicios Públicos, sobre la situación monetaria, financiera, cambiaria, flujo de fondos y balance de pagos.

ARTICULO 27: El Ministerio de Economía y Obras y Servicios Públicos, suministrará al Banco las

(9) Observado por el Artículo 10 del Decreto 1860/82.
(10) Texto según observación del Artículo 11 del Decreto 1860/82.

siguientes informaciones correspondientes a cada trimestre:

- a) Movimiento de entradas y salidas de la Tesorería General de la Nación por sus distintos conceptos;
- b) Detalle de la recaudación de los recursos en efectivo y del producto de los del crédito;
- c) Gastos comprometidos, conforme lo permita la implantación de la respectiva contabilidad;
- d) Estado de la deuda consolidada y flotante, tanto interna como externa.

Aparte de dichas informaciones, el Banco deberá requerir al Ministerio de Economía y Obras y Servicios Públicos, como a los demás ministerios y reparticiones públicas aquellas otras que le fuesen necesarias o útiles a los fines del mejor cumplimiento de sus funciones.

CAPITULO VI

Efectivos mínimos

ARTICULO 28: Con el objeto de regular la cantidad de dinero y vigilar el buen funcionamiento del mercado financiero, el Banco Central de la República Argentina puede exigir que las entidades financieras mantengan disponibles determinadas proporciones de los depósitos y otros pasivos, denominados en moneda local o extranjera. Estos requisitos de reservas no podrán ser remunerados.

No podrá exigirse la constitución de otro tipo de depósitos indisponibles o inmovilizaciones a las entidades financieras.

La integración de los requisitos de reserva no podrá constituirse sino en dinero en efectivo o en depósitos a la vista en el Banco Central de la República Argentina, o en cuenta en divisas, según se trate de pasivos de las entidades financieras denominados en moneda local o extranjera respectivamente.

CAPITULO VII

Régimen de cambios

ARTICULO 29: El Banco deberá:

- a) Asesorar al Ministerio de Economía y Obras y Servicios Públicos y al Honorable Congreso de la Nación, en todo lo referente al régimen de cambios y establecer las reglamentaciones de carácter general que correspondiesen, las que serán implementadas por la Superintendencia de Entidades Financieras y Cambiarias y de alcance obligatorio para los entes públicos y privados;
- b) Dictar las normas de cambios y ejercer o hacer ejercer a través de la Superintendencia de Entidades Financieras y Cambiarias la fiscalización que su cumplimiento exija.

CAPITULO VIII

Emisión de monedas y reservas en oro y divisas

ARTICULO 30: El Banco es el encargado exclusivo de la emisión de billetes y monedas de la Nación Argentina y ningún otro órgano del gobierno nacional, ni los gobiernos provinciales, ni las municipalidades, bancos u otras instituciones cualesquiera, podrán emitir billetes ni monedas metálicas ni otros instrumentos que fuesen susceptibles de circular como moneda.

ARTICULO 31: Los billetes y monedas del Banco tendrán curso legal, en los términos de la Ley 23.926 en todo el territorio de la República Argentina por el importe expresado en ellos. Los billetes llevarán el facsímil de la firma del presidente del Banco, acompañada de la del presidente de la Honorable Cámara de Senadores o de la Honorable Cámara de Diputados, según disponga el directorio del Banco para las distintas denominaciones. Facúltase también al Banco Central de la República Argentina a acuñar moneda con valor numismático o conmemorativo. Dichas monedas no estarán sujetas a las disposiciones contenidas en el primer párrafo de este artículo.

ARTICULO 32: Toda vez que el Banco compruebe la violación de su función exclusiva de emitir moneda denunciará el hecho ante la autoridad correspondiente y comunicará al Poder Ejecutivo Nacional para que éste tome las medidas correspondientes.

ARTICULO 33: Hasta una tercera parte de las reservas de libre disponibilidad mantenidas como prenda común, podrán estar integradas con títulos públicos valorados a precio de mercado.

El Banco podrá mantener una parte de sus activos externos en depósitos u otras operaciones a interés, en instituciones bancarias del exterior o en papeles de reconocida solvencia y liquidez pagaderos en oro o en moneda extranjera.

CAPITULO IX

Cuentas, estados contables y fiscalización

ARTICULO 34: El ejercicio financiero del Banco durará un (1) año y se cerrará el 31 de diciembre. Los estados contables del Banco deberán ser elaborados de acuerdo a normas generalmente aceptadas, siguiendo los mismos principios generales, que sean establecidos por la Superintendencia de Entidades Financieras y Cambiarias para el conjunto de entidades.

ARTICULO 35: El Banco publicará a más tardar dentro de la semana siguiente, los estados resumidos de su activo y pasivo al cierre de operaciones de los días siete (7), quince (15), veintitrés (23), y último de cada mes.

ARTICULO 36: La observancia por el Banco Central de la República Argentina de las disposiciones de esta Carta Orgánica y demás normas aplicables será fiscalizada por un síndico titular y uno adjunto, nombrados por el Poder Ejecutivo Nacional con acuerdo del Senado.

Sus actuaciones comprenderán a la Superintendencia de Entidades Financieras y Cambiarias.

tencia nacional será concurrente con la de la justicia ordinaria de las provincias. El Banco podrá asimismo, prorrogar jurisdicción a favor de tribunales extranjeros.

ARTICULO 56: El presidente del Banco y el superintendente podrán absolver posiciones en juicio por escrito, no estando obligados a hacerlo personalmente.

CAPITULO XIII

Disposiciones transitorias

ARTICULO 57: Las operaciones crediticias vigentes al momento de promulgarse la presente Ley deberán estar detalladas en un balance inicial y, durante los plazos que se establezcan para su recuperación final, no estarán sujetas a las restricciones generales que sobre este tipo de operación se fijan en la presente Ley.

ARTICULO 58: El primer directorio que sea designado de acuerdo con lo prescripto por esta Ley, con la excepción del presidente y vicepresidente, dispondrá a través de un sorteo que la mitad de sus integrantes permanezcan en funciones sólo por medio periodo. Una vez alcanzado el mismo, quienes los reemplacen serán designados por un mandato completo de seis (6) años, mediante el procedimiento establecido en el artículo 7º.

ARTICULO 59: Los miembros del directorio y de la sindicatura que se hallen en funciones al promulgarse la presente Ley, continuarán ejerciéndolas hasta que sean confirmados en sus cargos por el procedimiento establecido en el artículo 7º o se proceda a su reemplazo.

ARTICULO 60: Fijase en un veinte por ciento (20%) el límite de las reservas de libre disponibilidad mantenidas como prenda común que podrán estar integradas con títulos públicos valuados a precio de mercado, durante la gestión del primer directorio del Banco designado de acuerdo con lo prescripto por esta Ley.

Sólo por necesidad de dotar de adecuada liquidez al sistema financiero o por verse afectados los precios de mercado de los activos mantenidos como prenda común, la participación de títulos públicos mencionada en el párrafo anterior podrá llegar, transitoriamente, hasta el límite establecido en el artículo 53. Tal circunstancia deberá ser puesta en conocimiento del Honorable Congreso de la Nación y no podrá extenderse por plazos superiores a los noventa (90) días corridos.

CAPITULO II

Reformas a la Carta Orgánica del

BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA.

DECRETO 290/95
J. MARZO 95
B.O. 28.093

Art. 26. — Agrégase como último párrafo del inciso c) del artículo 17 de la Carta orgánica del BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA, aprobada por Ley N° 24.144, el siguiente texto:

“Solamente cuando sea necesario dotar de adecuada liquidez al sistema financiero, o cuando circunstancias generales y extraordinarias lo hicieren aconsejable, podrán excederse los plazos y demás condiciones previstos en el inciso b) precedente y en el primer párrafo de este inciso, sin que en ningún caso puedan comprometerse para ello las reservas de libre disponibilidad que respaldan la base monetaria”.

Art. 27. — Agregar como inciso e) al artículo 17 de la Carta Orgánica del BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA, aprobada por Ley N° 24.144, el siguiente texto:

“e) Ceder, transferir o vender a las entidades financieras que tuvieren excedentes de liquidez, los créditos que hubiere adquirido de las entidades financieras afectadas de problemas de iliquidez”.

Art. 28. — Modificase el último párrafo del artículo 28 de la Carta Orgánica del BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA, aprobada por la Ley 24.144, que quedará redactado de la siguiente forma:

“La integración de los requisitos de reserva no podrá constituirse sino en dinero en efectivo o en depósitos a la vista en el BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA, en la moneda que éste indique”.

Art. 29. — Agrégase como última parte al primer párrafo del artículo 49 de la Carta Orgánica del BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA, aprobada por Ley 24.144, el siguiente texto:

“Si al vencimiento del plazo de suspensión el Superintendente propiciara su renovación, sólo podrá ser autorizada por el Directorio, no pudiendo exceder de los NOVENTA (90) días. En tal caso el Superintendente podrá prorrogar prudentemente el plazo máximo establecido en el artículo 34, segundo párrafo, de la Ley N° 21.526”.

Identidades básicas de la Convertibilidad.

(1) Variación Títulos Públicos respaldando Pasivos Monetarios del BCRA = Variación Pasivos Monetarios del BCRA - Variación Reservas Internacionales Líquidas del BCRA

Dado que:

(2) Variación Reservas Internacionales Líquidas del BCRA = Variación Reservas Internacionales del BCRA con Efecto Monetario + Variación Reservas Internacionales del BCRA sin Efecto Monetario

(3) Variación Reservas Internacionales del BCRA sin Efecto Monetario = Ingresos - Egresos de Reservas del BCRA en cumplimiento de las funciones de agente financiero del gobierno = - Var. Crédito Interno en dólares

(4) Variación Pasivos Monetarios del BCRA = Variación Reservas Internacionales del BCRA con Efecto Monetario + Var. Crédito Interno en pesos

Reemplazando:

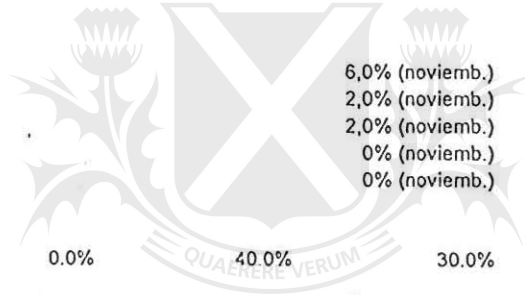
(5) Variación Títulos Públicos respaldando Pasivos Monetarios del BCRA = Variación Pasivos Monetarios del BCRA - Variación Reservas Internacionales del BCRA con Efecto Monetario - Variación Reservas Internacionales del BCRA sin Efecto Monetario

(6) Variación Títulos Públicos respaldando Pasivos Monetarios del BCRA = Var. Crédito Interno en Pesos - Variación Reservas Internacionales del BCRA sin Efecto Monetario

(6') Variación Títulos Públicos respaldando Pasivos Monetarios del BCRA
= Var. Crédito Interno en Pesos + Var. Crédito Interno en Dólares

Evolucion de los Requisitos de Liquidez

	Encajes a noviembre 1994	Encajes a julio 1995	Com. "A" 2350 Ago. 95	Com. "A" 2359 Nov. 95	Com. "A" 2378 Nov. 95	Com. "A" 2378 Marzo 96
Efectivo Mínimo						
Cuentas Corrientes	43.0%	33.0%	30.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Caja de Ahorro	43.0%	33.0%	30.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Plazo Fijo	3.0%	2.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Requisito de Liquidez						
Cuentas Corrientes			0.0%	15.0%	15.0%	15.0%
Caja de Ahorro			0.0%	15.0%	15.0%	15.0%
Saldos no utilizados sobre acuerdos			0.0%	15.0%	15.0%	15.0%
Plazo Fijo						
-hasta 59 días			6.0%	15.0%	15.0%	15.0%
-de 60 a 89 días			2.0%	15.0%	15.0%	15.0%
-de 89 a 179 días			2.0%	10.0%	10.0%	10.0%
-de 180 a 359 días			0.0%	5.0%	5.0%	5.0%
-más de 360 días			0.0%	2.5%	0.0%	0.0%
Otros pasivos sujetos a R.L.						
Depositos a plazo de Títulos Valores, obligaciones con bancos del exterior y obligaciones negociables						
-hasta 59 días			6,0% (noviemb.)	15.0%	0.0%	15.0%
-de 60 a 89 días			2,0% (noviemb.)	15.0%	0.0%	15.0%
-de 89 a 179 días			2,0% (noviemb.)	10.0%	0.0%	10.0%
-de 180 a 359 días			0% (noviemb.)	5.0%	0.0%	5.0%
-más de 360 días			0% (noviemb.)	2.5%	0.0%	2.5%
Caja de Bcos Imputable a la integración del R. L.	0.0%	40.0%	30.0%	0.0%	20.0%	0.0%



Universidad de
San Andrés

Evolución del tercer rol del BCRA (ente regulador v supervisor del sistema financiero durante el año 1995.

	Exigencias legales						Rojo Tolerado				Imputacion del Efec. en Bcos. para integ.		Integracion efectiva / depositos	
	Cta Cte y Caja de A.		Plazo fijo		Promedio ponderado	Total de exig	Bruto		Neto		%	Monto	%	Monto
	%	Monto	%	Monto	%	Monto	%	Monto	%	Monto				
Dic.94	43	7.432,7	3	832,3	18,35	8.265,0	7,58	626,1	7,58	626,1	0	0,0	16,96%	7.638,9
Ene.95	35	5.956,8	1	269,7	14,16	6.226,5	11,25	700,7	11,25	700,7	0	0,0	12,56%	5.525,7
Feb.	32	5.272,6	1	260,5	13,01	5.533,1	7,20	398,4	7,20	398,4	0	0,0	12,07%	5.134,6
Mar.	33	5.126,2	2	469,9	14,34	5.596,1	29,37	1.643,5	14,06	786,6	50	856,9	10,13%	3.952,6
Abr.	33	5.224,3	2	438,6	15,00	5.662,9	28,05	1.588,3	13,55	767,6	50	820,8	10,79%	4.074,6
May.	33	5.201,3	2	433,5	15,05	5.634,8	29,70	1.673,5	14,18	798,9	50	874,5	10,58%	3.961,3
Jun.	33	5.132,5	2	462,5	14,47	5.595,1	30,04	1.680,8	17,01	951,7	40	729,1	10,12%	3.914,2
Jul.	33	5.207,4	2	473,5	14,40	5.680,9	26,77	1.520,9	13,29	755,1	40	765,8	10,54%	4.160,1
Ago.	30	4.622,2	6	1.472,7	15,26	6.094,9	24,68	1.504,0	15,38	937,2	30	566,8	11,49%	4.590,9
Sep.	26	4.057,9	6	1.488,9	13,72	5.546,8	17,53	972,4	11,13	617,4	20	355,0	11,32%	4.574,4
Oct.	20	3.153,3	10	2.585,2	13,79	5.738,5	12,31	706,3	6,35	364,4	20	341,9	12,09%	5.032,2

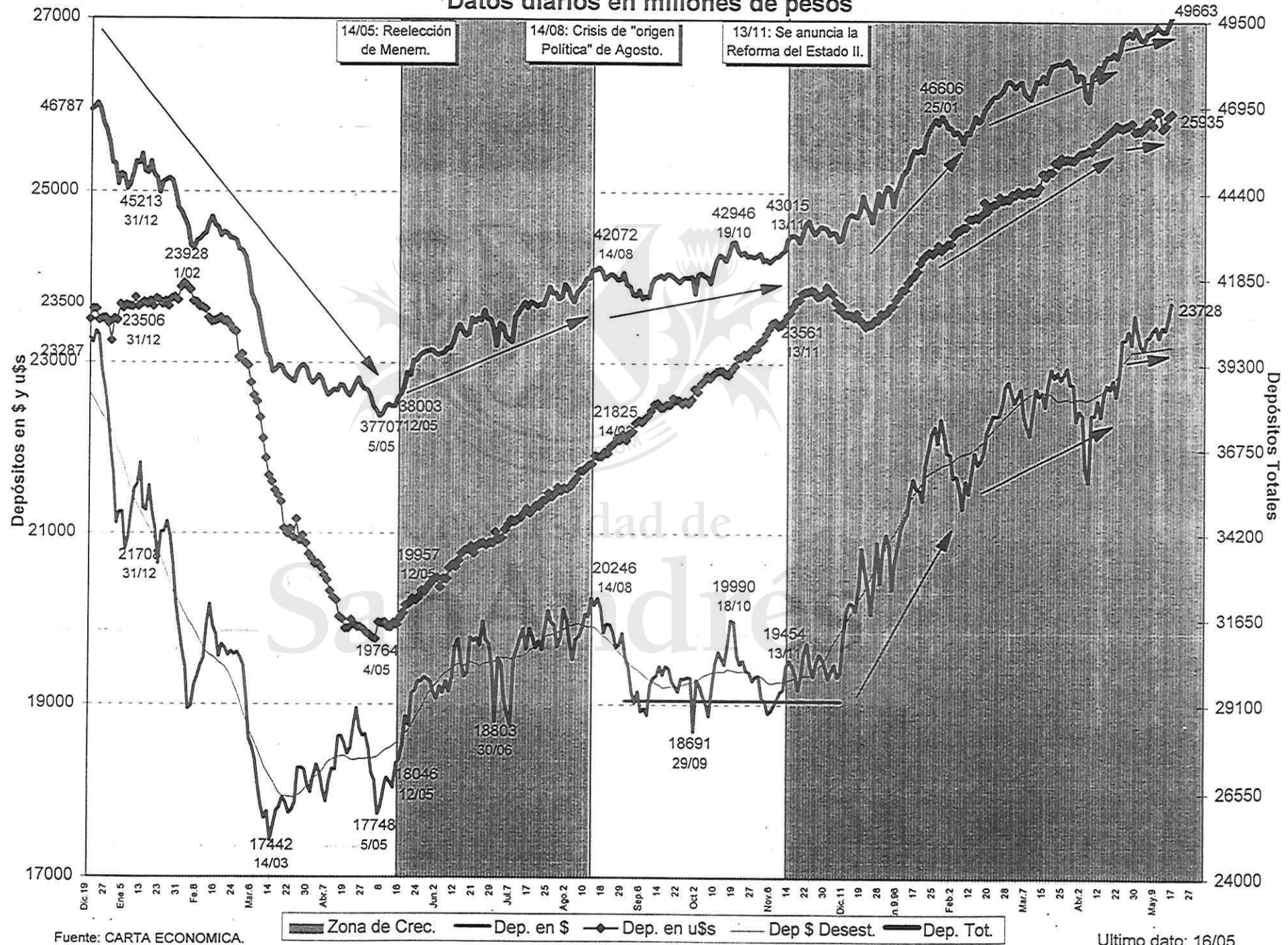
San Andrés

STOCKS DE ACTIVOS Y PASIVOS DEL BCRA DURANTE LA CONVERTIBILIDAD (mill. de u\$s y %)

	Reservas	Total Titulos	Total	Pasivos del BCRA		Stock Titulos respaldando		Stock Titulos excedentes	Titulos Publicos		
	liquidas	Publicos en	Reservas	monetarios	Verdaderos	Pasivos	Pasivos	Version	Verda-	resp. Pasivos del BCRA	
del BCRA	Reservas Int.	Ley 23928	4	5	6=4-1	7=5-1	8=2-6	9=2-7	Monetarios	Verdaderos	
1	2	3=1+2							10=6/4	11=7/5	
Mar.91	4620	862	5482	4800	4839	180	219	682	643	3.7%	4.5%
Abr.	4551	966	5517	4906	4906	355	355	611	611	7.2%	7.2%
May.	4980	1037	6017	5498	5498	518	577	519	460	9.4%	10.4%
Jun.	5410	996	6406	5617	5617	207	207	789	789	3.7%	3.7%
Jul.	5661	984	6645	6015	6015	354	354	630	630	5.9%	5.9%
Ago.	5468	1123	6591	6141	6141	673	673	450	450	11.0%	11.0%
Sep.	6129	1141	7270	6444	6558	315	429	826	712	4.9%	6.5%
Oct.	6157	1142	7299	6727	6727	570	570	572	572	8.5%	8.5%
Nov.	6806	1100	7906	7221	7321	415	515	685	585	5.7%	7.0%
Dic.	7987	1106	9093	7565	7852	-422	-135	1528	1241	-5.6%	-1.7%
Ene.92	8013	1116	9129	7993	8188	-20	175	1136	941	-0.3%	2.1%
Feb.	7752	1121	8873	8300	8424	548	672	573	449	6.6%	8.0%
Mar	8325	1161	9486	8029	8032	-296	-293	1457	1454	-3.7%	-3.6%
Abr.	8732	1169	9901	8551	8579	-181	-153	1350	1322	-2.1%	-1.8%
May.	9320	1127	10447	9352	9359	32	39	1095	1088	0.3%	0.4%
Jun.	9279	1011	10290	9269	9269	-10	-10	1021	1021	-0.1%	-0.1%
Jul.	9912	912	10824	9918	9979	6	67	906	845	0.1%	0.7%
Ago.	9888	862	10750	9920	9939	32	51	830	811	0.3%	0.5%
Sep.	9852	941	10793	9459	9470	-393	-382	1334	1323	-4.2%	-4.0%
Oct.	10161	1500	11661	9714	9932	-447	-229	1947	1729	-4.6%	-2.3%
Nov.	9666	1484	11150	9551	9728	-115	62	1599	1422	-1.2%	0.6%
Dic.	11064	1432	12496	11011	11011	-53	-53	1485	1485	-0.5%	-0.5%
Ene.93	11362	1405	12767	11891	11912	529	550	876	855	4.4%	4.6%
Feb.	11490	1409	12899	11681	11681	191	191	1218	1218	1.6%	1.6%
Mar	11648	1367	13015	10640	10640	-1008	-1008	2375	2375	-9.5%	-9.5%
Abr.	11216	1476	12692	12036	12053	820	837	657	640	6.8%	6.9%
May.	11351	1492	12843	12098	12103	747	752	745	740	6.2%	6.2%
Jun.	11382	1447	12829	11896	11896	514	514	933	933	4.3%	4.3%
Jul.	12750	1596	14346	13395	13395	645	645	951	951	4.8%	4.8%
Ago.	14198	1785	15983	14750	14750	552	552	1233	1233	3.7%	3.7%
Sep.	13258	1757	15015	13300	13300	42	42	1715	1715	0.3%	0.3%
Oct.	13393	1761	15154	14360	14360	967	967	794	794	6.7%	6.7%
Nov.	13468	1758	15226	14609	14609	1141	1141	617	617	7.8%	7.8%
Dic.	15287	1936	17223	15189	15189	-98	-98	2034	2034	-0.6%	-0.6%
Ene.94	15343	1821	17164	16376	16376	1033	1033	788	788	6.3%	6.3%
Feb.	15234	1910	17144	16162	16162	928	928	982	982	5.7%	5.7%
Mar	14761	1915	16676	14822	14822	61	61	1855	1855	0.4%	0.4%
Abr.	14384	1694	16078	15380	15651	996	1267	698	427	6.5%	8.1%
May.	14753	1700	16453	15718	15777	965	1024	735	676	6.1%	6.5%
Jun.	14842	1803	16645	14458	14458	-384	-384	2187	2187	-2.7%	-2.7%
Jul.	15438	1860	17298	16087	16859	649	1421	1211	439	4.0%	8.4%
Ago.	15172	1702	16874	15922	15922	750	750	952	952	4.7%	4.7%
Sep.	14742	1892	16634	14372	14372	-370	-370	2262	2262	-2.6%	-2.6%
Oct.	14610	1897	16507	15432	15445	821	835	1076	1062	5.3%	5.4%
Nov.	14318	1878	16196	14978	15185	660	867	1218	1011	4.4%	5.7%
Dic.	16066	1901	17967	16268	16375	202	309	1699	1592	1.2%	1.9%
Ene.95	13792	1756	15548	14310	14472	518	680	1238	1076	3.6%	4.7%
Feb.	13077	1747	14824	14142	14521	1065	1444	682	303	7.5%	9.9%
Mar	10197	2299	12496	12383	13193	2186	2996	113	-697	17.7%	22.7%
Abr.	11501	2360	13861	13639	14325	2138	2824	222	-464	15.7%	19.7%
May.	10898	2434	13332	13287	13840	2389	2942	45	-508	18.0%	21.3%
Jun.	12602	2405	15007	13185	13653	583	1051	1822	1354	4.4%	7.7%
Jul.	12805	2416	15221	14671	15020	1866	2215	550	201	12.7%	14.7%
Ago.	11269	2428	13697	13520	13877	2251	2608	177	-180	16.6%	18.8%
Sep.	12837	2451	15288	13824	14244	987	1407	1464	1044	7.1%	9.9%
Oct.	12199	2455	14654	14207	14494	2008	2295	447	160	14.1%	15.8%
Nov.	12276	2476	14752	13998	15119	1722	2843	754	-367	12.3%	18.8%
Dic.	15963	2543	18506	16405	16691	442	728	2101	1815	2.7%	4.4%
Ene.96	14811	2655	17466	16495	16885	1684	2074	971	581	10.2%	12.3%
Feb.	16463	2568	19031	17256	17471	793	1008	1775	1560	4.6%	5.8%
Mar.	16138	2643	18781	16481	16706	343	568	2300	2076	2.1%	3.4%
Abr.	15516	2647	18163	16876	17102	1360	1586	1287	1061	8.1%	9.3%
Var.Mar.91											
- Abr.96	10896	1785	12681	12076	12263	1180	1367	605	418	4.3%	4.7%

DEPOSITOS TOTALES DEL SISTEMA FINANCIERO

Datos diarios en millones de pesos



Fuente: CARTA ECONOMICA.

Ultimo dato: 16/05

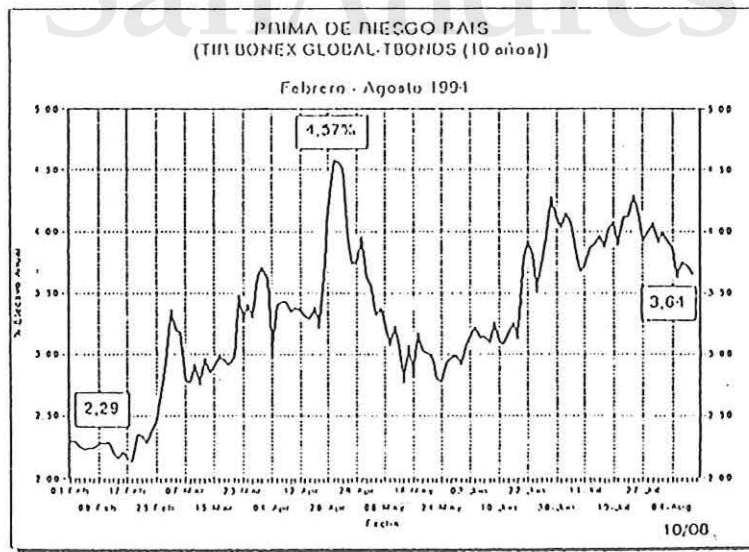
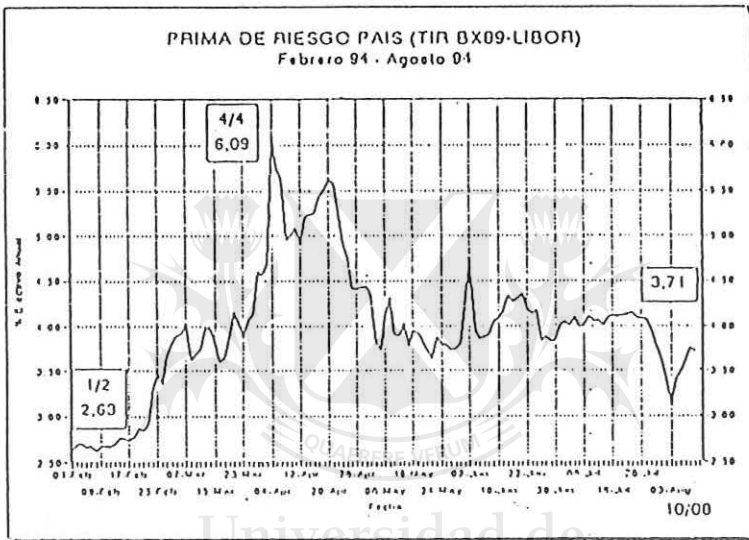
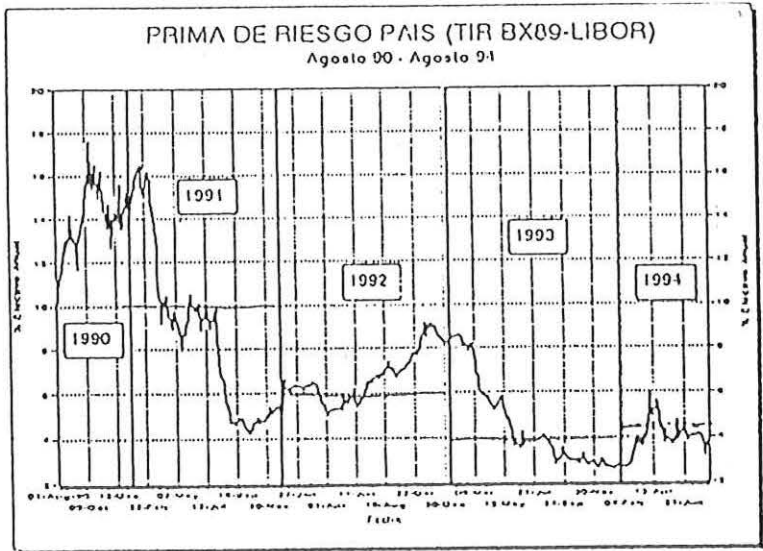
Variación del Crédito Interno				Crédito Interno Acumulado				Títulos Públicos	
	en Pesos	en Dólares	Total	en Pesos	en Dólares	Total	Respaldo Pasivos del BCRA		
	(Var P.M. Var.-Res COG) (1)	(Res S%) (2)	(3)=(1)+(2)	(Var P.M. Var.-Res COG) (1)	(Res S%) (2)	(3)=(1)+(2)	Monet.Financ.	"Verdaderos"	
Dic 29 94				Dic 29 94				1.2%	1.9%
Ene 2 95	510.1	17.3	527.4	Ene 2 95	510.1	17.3		4.5%	5.1%
3	269.9	-75.9	194.0	3	760.0	-58.6		5.6%	6.2%
4	-89.8	-322.7	-412.5	4	690.2	-381.3		3.4%	3.7%
5	186.0	0.0	186.0	5	876.2	-381.3		4.5%	4.7%
6	101.6	8.4	110.0	6	977.8	-372.9		5.1%	5.4%
9	106.7	62.3	169.0	9	1,084.5	-310.6		6.1%	6.4%
10	-64.0	-279.0	-343.0	10	1,020.5	-589.6		4.1%	4.4%
11	-236.3	4.7	-231.6	11	784.2	-584.9		2.9%	3.1%
12	66.3	31.7	98.0	12	850.5	-553.2		3.5%	3.7%
13	-250.2	0.2	-250.0	13	600.3	-553.0		2.0%	2.2%
16	-102.0	0.0	-102.0	16	498.3	-553.0		1.4%	1.6%
17	-69.0	140.0	71.0	17	429.3	-413.0		1.8%	2.1%
18	-84.9	224.9	140.0	18	344.4	-188.1		2.8%	3.0%
19	2.1	367.9	370.0	19	346.5	179.8		5.2%	5.4%
20	141.6	0.0	141.6	20	488.1	179.8		5.6%	6.3%
23	-43.7	148.8	105.1	23	444.4	328.6		6.6%	7.1%
24	-10.1	-2.5	-12.6	24	434.3	326.1		6.4%	7.1%
25	-88.8	109.0	20.2	25	345.5	435.1		6.5%	7.2%
26	49.3	0.0	49.3	26	394.8	435.1		6.7%	7.6%
27	-9.4	0.0	-9.4	27	385.4	435.1		6.6%	7.6%
30	-398.8	26.9	-371.9	30	-13.4	462.0		4.2%	5.2%
31	-77.4	0.6	-76.8	31	-92.8	462.6		3.6%	4.7%
ENERO 95	-90.8	462.6	371.8						
Feb. 1 95	221.2	0.0	221.2	Feb. 1 95	130.4	462.6	593.0	4.9%	6.0%
2	345.7	-49.2	296.5	2	476.1	413.4	889.5	6.7%	7.8%
3	-13.0	32.8	19.8	3	463.1	446.2	909.3	6.8%	7.9%
6	123.2	-39.7	83.5	6	586.3	406.5	992.8	7.3%	8.4%
7	178.0	-170.2	7.8	7	764.3	236.3	1,006.6	7.3%	8.4%
8	12.0	-230.9	-218.9	8	776.3	5.4	781.7	5.7%	6.9%
9	-31.3	0.0	-31.3	9	745.0	5.4	750.4	5.6%	6.8%
10	125.3	3.2	128.5	10	870.3	8.6	878.9	6.4%	7.5%
13	-16.2	0.7	-15.5	13	854.1	9.3	863.4	6.4%	7.5%
14	-60.0	34.8	-25.2	14	794.1	44.1	838.2	6.1%	7.4%
15	-323.3	0.4	-322.9	15	470.8	44.5	515.3	4.0%	5.4%
16	-11.2	18.3	7.1	16	459.6	62.8	522.4	4.2%	5.6%
17	2.9	-178.8	-175.9	17	462.5	-116.0	346.5	3.1%	4.5%
20	101.6	3.4	105.0	20	564.1	-112.6	451.5	3.1%	5.2%
21	21.6	98.9	120.5	21	585.7	-13.7	572.0	3.9%	6.1%
22	60.5	25.3	85.8	22	646.2	11.6	657.8	4.1%	6.7%
23	18.5	2.6	21.1	23	664.7	14.2	678.9	4.2%	6.9%
24	186.7	64.8	251.5	24	851.4	79.0	930.4	5.8%	8.5%
27	-13.6	-47.0	-60.6	27	837.8	32.0	869.8	5.7%	8.1%
28	84.6	181.5	266.1	28	922.4	213.5	1,135.9	7.5%	9.9%
FEBRERO 95	1,013.2	-249.1	764.1						
Mar. 1 95	274.6	-81.1	193.5	Mar. 1 95	1,197.0	132.4	1,329.4	8.0%	11.2%
2	14.2	322.2	336.4	2	1,211.2	454.6	1,665.8	10.0%	13.7%
3	212.1	25.9	238.0	3	1,423.3	480.5	1,903.8	10.8%	15.5%
6	43.0	10.7	53.7	6	1,469.3	491.2	1,957.5	11.4%	15.9%
7	63.6	8.1	71.7	7	1,529.9	499.3	2,029.2	11.7%	16.5%
8	169.5	9.8	179.3	8	1,699.4	509.1	2,208.5	12.3%	17.6%
9	122.5	0.3	122.8	9	1,821.9	509.4	2,331.3	13.0%	18.6%
10	199.6	-34.3	165.3	10	2,021.5	475.1	2,496.6	14.1%	19.7%
13	-36.6	2.4	-34.2	13	1,984.9	477.5	2,462.4	14.2%	19.6%
14	-143.8	0.2	-143.6	14	1,841.1	477.7	2,318.8	14.2%	19.1%
15	-44.6	74.0	29.4	15	1,796.5	551.7	2,348.2	14.8%	19.6%
16	81.9	13.3	95.2	16	1,878.4	565.0	2,443.4	15.0%	20.2%
17	55.6	2.3	57.9	17	1,934.0	567.3	2,501.3	15.0%	20.7%
20	-8.7	2.4	-6.3	20	1,925.3	569.7	2,495.0	15.2%	20.8%
21	-6.4	-28.0	-34.4	21	1,918.9	543.7	2,462.6	15.3%	20.7%
22	10.2	75.2	85.4	22	1,929.1	618.9	2,548.0	16.3%	21.4%
23	-0.6	0.9	0.3	23	1,928.5	619.8	2,548.3	16.3%	21.5%
24	-45.9	2.5	-43.4	24	1,882.6	622.3	2,504.9	16.5%	21.4%
27	14.7	-59.0	-44.3	27	1,897.3	563.3	2,460.6	16.3%	21.1%
28	-34.2	125.9	91.7	28	1,863.1	689.2	2,552.3	17.2%	22.0%
29	12.5	-2.6	9.9	29	1,875.6	686.6	2,562.2	17.3%	22.1%
30	48.9	28.0	76.9	30	1,924.5	714.6	2,639.1	17.7%	22.6%
31	48.5	0.0	48.5	31	1,973.0	714.6	2,687.6	17.7%	22.7%
MARZO 95	1,050.6	501.1	1,551.7						
I TRIM	1,973.0	714.6	2,687.6						
Abr. 3 95	73.6	3.6	77.2	Abr. 3 95	2,046.5	718.3	2,764.8	17.6%	23.1%
4	26.5	-84.9	-58.4	4	2,073.1	653.3	2,726.4	17.1%	22.5%
5	43.8	0.8	44.6	5	2,116.9	654.1	2,771.0	17.4%	22.7%
6	-30.4	12.8	-17.6	6	2,086.5	666.9	2,753.4	17.3%	22.6%
7	137.6	-389.8	-252.2	7	2,224.1	277.1	2,501.2	15.3%	20.3%
10	195.9	-12.6	183.3	10	2,420.0	264.5	2,684.5	16.4%	21.2%
11	2.6	-1,183.0	-1,180.4	11	2,422.6	-918.5	1,504.1	7.4%	12.9%
12	262.0	21.0	283.0	12	2,684.6	-897.5	1,787.1	9.8%	14.7%
17	32.9	8.1	41.0	17	2,717.4	-889.3	1,828.1	10.2%	15.0%
18	67.5	-38.7	28.8	18	2,785.0	-928.1	1,856.9	10.4%	15.2%
19	42.7	278.0	320.7	19	2,827.7	-650.1	2,177.6	12.8%	17.5%
20	66.8	13.7	80.5	20	2,894.5	-636.4	2,258.1	13.4%	18.0%
21	-14.1	2.2	-11.9	21	2,880.4	-634.2	2,246.2	13.4%	17.9%
24	21.9	0.7	22.6	24	2,902.4	-633.6	2,268.8	13.6%	18.1%
25	27.4	5.6	33.0	25	2,929.8	-628.0	2,301.8	13.8%	18.3%
26	-61.7	0.0	-61.7	26	2,868.1	-628.0	2,240.1	13.5%	18.1%
27	17.8	0.0	17.8	27	2,885.9	-628.0	2,257.9	13.8%	18.2%
28	258.4	0.0	258.4	28	3,144.3	-628.0	2,516.3	15.7%	19.7%
ABRIL 95	1,171.3	-1,342.6	-171.3						
May. 2 95	84.7	81.0	165.7	May 2 95	3,229.0	-547.0	2,682.0	16.4%	20.8%
3	31.7	0.0	31.7	3	3,260.7	-547.0	2,713.7	16.6%	21.1%
4	169.0	-309.0	-140.0	4	3,429.7	-856.0	2,573.7	15.2%	20.1%
5	-48.0	29.0	-19.0	5	3,381.7	-827.0	2,554.7	15.4%	20.0%
8	236.4	79.0	315.4	8	3,618.1	-748.0	2,870.1	16.8%	22.0%
9	-334.9	-34.0	-368.9	9	3,283.2	-782.0	2,501.2	15.4%	19.7%
10	366.4	-194.0	172.4	10	3,649.6	-976.0	2,673.6	16.6%	20.8%
11	184.8	-126.0	58.8	11	3,834.4	-1,102.0	2,732.4	16.9%	21.2%
12	68.7	4.0	72.7	12	3,903.1	-1,098.0	2,805.1	16.9%	21.7%
15	-307.2	145.0	-162.2	15	3,595.9	-953.0	2,642.9	16.4%	20.6%
16	0.6	5.0	5.6	16	3,596.5	-948.0	2,648.5	16.2%	20.5%
17	-21.9	-76.0	-97.9	17	3,574.6	-1,024.0	2,550.6	15.5%	19.9%
18	-26.2	7.0	-19.2	18	3,548.4	-1,017.0	2,531.4	15.5%	19.9%
19	-139.8	29.0	-110.8	19	3,408.6	-988.0	2,420.6	15.5%	19.2%
22	53.7	25.0	78.7	22	3,462.3	-963.0	2,499.3	15.7%	19.8%
23	-168.2	-24.0	-192.2	23	3,294.1	-987.0	2,307.1	14.8%	18.6%
24	-102.9	2.0	-100.9	24	3,191.2	-985.0	2,206.2	14.4%	18.0%
26	-293.2	-59.0	-352.2	26	2,898.0	-1,044.0	1,854.0	12.0%	15.7%
29	34.2	783.0	817.2	29	2,932.2	-261.0	2,671.2	18.2%	21.5%
30	-131.5	2.0	-129.5	30	2,800.7	-259.0	2,541.7	17.2%	20.6%
31	-93.1	185.0	91.9	31	2,707.6	-74.0	2,633.6	18.0%	21.3%
MAYO 95	-436.7	554.0	117.3						

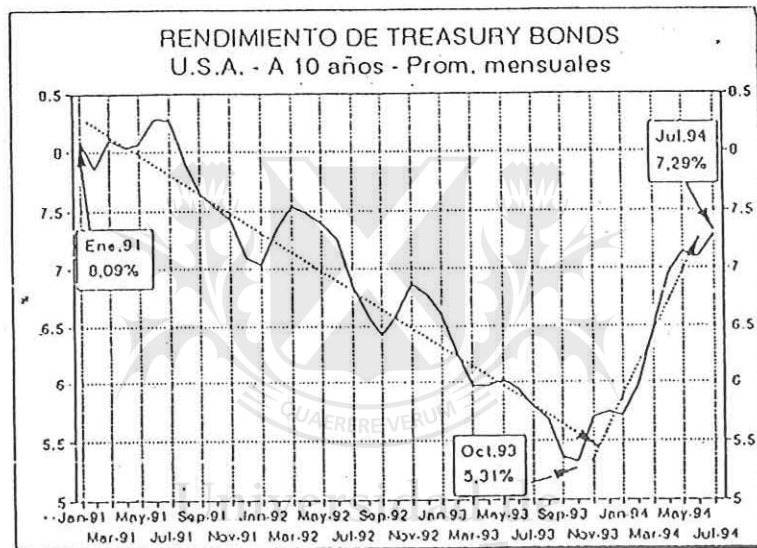
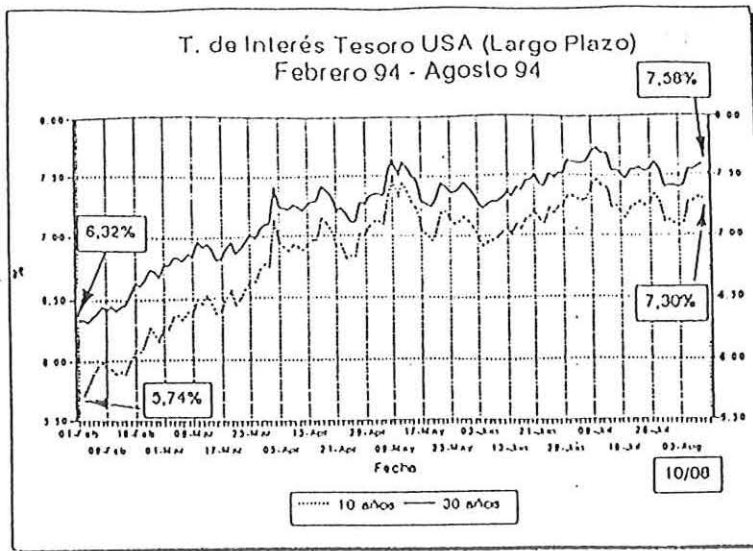
Variación del Crédito Interno				Crédito Interno Acumulado				Títulos Públicos	
en Pesos		en Dólares		en Pesos		en Dólares		Respaldo Pasivos del BCRA	
(N° P.M.V. - R. I. C. O. N.)	(R. I. S. N.)	(D. - (1) + (2))	Total	(N° P.M.V. - R. I. C. O. N.)	(R. I. S. N.)	(D. - (1) + (2))	Total	Monet. Financ.	"Verdaderos"
(1)	(2)	(3)	(4)	(1)	(2)	(3)	(4)		
Jun.1.95	-12.4	82.0	69.6	Jun.1.95	2,695.2	8.0	2,703.2	18.5%	21.7%
2	-44.8	6.0	-38.8	2	2,650.4	14.0	2,664.4	17.9%	21.1%
5	7.1	13.0	20.1	5	2,657.5	27.0	2,684.5	17.7%	20.9%
6	-64.2	-231.0	-295.2	6	2,593.3	-204.0	2,389.3	15.6%	18.8%
7	-22.3	-6.0	-28.3	7	2,571.0	-210.0	2,361.0	15.5%	18.7%
8	-5.4	1.0	-4.4	8	2,565.6	-209.0	2,356.6	15.6%	18.6%
9	-63.3	30.0	-33.3	9	2,502.3	-179.0	2,323.3	15.9%	18.7%
12	40.1	1.0	41.1	12	2,542.4	-178.0	2,364.4	16.3%	19.0%
13	-4.4	0.0	-4.4	13	2,538.0	-178.0	2,360.0	16.2%	18.9%
14	-79.7	6.0	-73.7	14	2,458.3	-172.0	2,286.3	15.8%	18.5%
15	-71.4	82.0	10.6	15	2,386.9	-90.0	2,296.9	16.0%	18.8%
16	-8.7	49.0	40.3	16	2,378.2	-41.0	2,337.2	16.4%	19.1%
20	0.5	-22.0	-21.5	20	2,378.7	-63.0	2,315.7	16.1%	18.9%
21	53.1	12.0	65.1	21	2,431.8	-51.0	2,380.8	16.7%	19.4%
22	-15.6	30.0	14.4	22	2,416.2	-21.0	2,395.2	16.7%	19.4%
23	90.2	-3.0	87.2	23	2,506.4	-24.0	2,482.4	16.4%	19.0%
26	-150.3	-3.0	-153.3	26	2,356.1	-27.0	2,329.1	16.1%	18.9%
27	3.7	-2.0	1.7	27	2,359.8	-29.0	2,330.8	16.0%	18.8%
28	-28.7	107.0	78.3	28	2,331.1	78.0	2,409.1	16.6%	19.2%
29	-255.4	0.0	-255.4	29	2,075.7	78.0	2,153.7	14.8%	17.7%
30	-749.9	-661.0	-1,410.9	30	1,325.8	-583.0	742.8	4.4%	7.7%
JUNIO95	-1,381.8	-509.0	-1,890.8						
II TRIM	-647.2	-1,297.6	-1,944.8						
Jul.3.95	884.0	323.0	1,207.0	Jul.3.95	2,209.8	-260.0	1,949.8	12.6%	15.3%
4	14.0	26.0	40.0	4	2,223.8	-234.0	1,989.8	13.0%	15.6%
5	156.1	-183.0	-26.9	5	2,379.9	-417.0	1,962.9	12.7%	15.2%
6	-212.6	29.0	-183.6	6	2,167.3	-388.0	1,779.3	11.5%	14.1%
7	9.8	0.4	10.2	7	2,177.1	-387.6	1,789.5	11.5%	14.1%
10	17.2	109.0	126.2	10	2,194.3	-278.6	1,915.7	12.4%	14.8%
11	0.5	1.0	1.5	11	2,194.8	-277.6	1,917.2	12.3%	14.7%
12	3.5	2.0	5.5	12	2,198.3	-275.6	1,922.7	12.4%	14.8%
13	13.0	-5.0	8.0	13	2,211.3	-280.6	1,930.7	12.4%	14.8%
14	-24.9	-5.0	-29.9	14	2,186.4	-285.6	1,900.8	12.2%	14.6%
17	-11.5	-0.4	-11.9	17	2,174.9	-286.0	1,888.9	12.2%	14.6%
18	-16.5	-30.0	-46.5	18	2,158.4	-316.0	1,842.4	11.9%	14.3%
19	-19.5	2.0	-17.5	19	2,138.9	-314.0	1,824.9	11.9%	14.2%
20	-0.8	0.0	-0.8	20	2,138.1	-314.0	1,824.1	11.9%	14.2%
21	5.6	0.0	5.6	21	2,143.7	-314.0	1,829.7	12.1%	14.4%
24	-17.0	27.0	10.0	24	2,126.7	-287.0	1,839.7	12.2%	14.5%
25	-41.7	0.0	-41.7	25	2,085.0	-287.0	1,798.0	12.0%	14.2%
26	8.0	2.0	10.0	26	2,093.0	-285.0	1,808.0	12.1%	14.2%
27	-1.7	-96.0	-97.7	27	2,091.3	-381.0	1,710.3	11.4%	13.5%
28	5.8	143.0	148.8	28	2,097.1	-238.0	1,859.1	12.4%	14.4%
31	12.7	35.0	47.7	31	2,109.8	-203.0	1,906.8	12.7%	14.7%
JULIO95	784.0	380.0	1,164.0						
Ago.1.95	122.3	0.0	122.3	Ago.1.95	2,232.1	-203.0	2,029.1	14.9%	15.4%
2	-34.0	12.0	-22.0	2	2,198.1	-191.0	2,007.1	14.7%	15.3%
3	-42.0	4.0	-38.0	3	2,156.1	-187.0	1,969.1	14.3%	15.0%
4	-12.4	93.0	80.6	4	2,143.7	-94.0	2,049.7	14.3%	15.4%
7	0.4	4.0	4.4	7	2,144.1	-90.0	2,054.1	14.2%	15.4%
8	5.5	-1.0	4.5	8	2,149.6	-91.0	2,058.6	14.3%	15.5%
9	23.9	0.0	23.9	9	2,173.5	-91.0	2,082.5	13.8%	15.6%
10	42.8	0.0	42.8	10	2,216.3	-91.0	2,125.3	14.4%	16.0%
11	15.0	16.0	31.0	11	2,231.3	-75.0	2,156.3	14.6%	16.4%
14	-7.4	5.0	-2.4	14	2,223.9	-70.0	2,153.9	14.6%	16.4%
15	5.6	38.0	43.6	15	2,229.5	-32.0	2,197.5	14.8%	16.8%
16	-51.3	-9.0	-60.3	16	2,178.2	-41.0	2,137.2	14.6%	16.6%
17	-18.7	-4.0	-22.7	17	2,159.5	-45.0	2,114.5	14.7%	16.5%
18	-18.7	3.0	-15.7	18	2,140.8	-42.0	2,098.8	14.6%	16.6%
22	-0.7	14.0	13.3	22	2,140.1	-28.0	2,112.1	15.2%	17.2%
23	-2.4	6.0	3.6	23	2,137.7	-22.0	2,115.7	15.3%	17.3%
24	104.8	0.0	104.8	24	2,242.5	-22.0	2,220.5	15.4%	18.0%
25	7.6	2.0	9.6	25	2,250.1	-20.0	2,230.1	15.5%	18.0%
28	-108.8	-29.0	-137.8	28	2,141.3	-49.0	2,092.3	15.5%	17.3%
29	9.5	0.0	9.5	29	2,150.8	-49.0	2,101.8	15.6%	17.4%
30	-0.1	23.0	22.9	30	2,150.7	-26.0	2,124.7	16.7%	17.7%
31	-86.3	262.0	175.7	31	2,064.4	236.0	2,300.4	16.8%	18.8%
AGOSTO95	-45.4	439.0	393.6						
Sep.1.95	-33.3	20.0	-13.3	Sep.1.95	2,031.1	256.0	2,287.1	15.7%	18.3%
4	9.5	10.0	19.5	4	2,040.6	266.0	2,306.6	15.9%	18.4%
5	154.7	-11.0	143.7	5	2,195.3	255.0	2,450.3	16.3%	18.7%
6	27.0	-501.0	-474.0	6	2,222.3	-246.0	1,976.3	14.8%	15.2%
7	61.3	85.0	146.3	7	2,283.6	-161.0	2,122.6	14.8%	16.2%
8	-6.0	4.0	-2.0	8	2,277.6	-157.0	2,120.6	14.5%	16.2%
11	109.0	-705.0	-596.0	11	2,386.6	-862.0	1,524.6	14.0%	12.1%
12	182.1	-116.0	66.1	12	2,568.7	-978.0	1,590.7	14.0%	12.4%
13	-150.3	0.0	-150.3	13	2,418.4	-978.0	1,440.4	14.1%	11.5%
14	-22.7	133.0	110.3	14	2,395.7	-845.0	1,550.7	14.4%	12.5%
15	-34.4	32.0	-2.4	15	2,361.3	-813.0	1,548.3	14.5%	12.6%
18	70.9	20.0	90.9	18	2,432.2	-793.0	1,639.2	14.4%	13.3%
19	-11.9	100.0	88.1	19	2,420.3	-693.0	1,727.3	14.6%	13.9%
20	-9.7	-9.0	-18.7	20	2,410.6	-702.0	1,708.6	14.3%	13.7%
21	-101.4	-113.0	-214.4	21	2,309.2	-815.0	1,494.2	14.1%	12.4%
22	12.9	56.0	68.9	22	2,322.1	-759.0	1,563.1	14.3%	12.9%
25	-77.0	47.0	-30.0	25	2,245.1	-712.0	1,533.1	14.3%	12.8%
26	-13.0	65.0	52.0	26	2,232.1	-647.0	1,585.1	14.5%	13.1%
27	-14.0	7.0	-7.0	27	2,218.1	-640.0	1,578.1	14.5%	13.2%
28	8.0	86.0	94.0	28	2,226.1	-554.0	1,672.1	14.3%	13.8%
29	-116.0	-457.0	-573.0	29	2,110.1	-1,011.0	1,099.1	15.0%	9.9%
SEPTIEMBRE95	45.7	-1,247.0	-1,201.3						
III TRIM	784.3	-428.0	356.3						

Variación del Crédito Interno				Crédito Interno Acumulado				Títulos Públicos	
en Pesos			en Dólares	en Pesos			en Dólares	Respaldo Pasivos del BCRA	
(Var.P.M. Var. Res. COF)	(Res. SIB)	(D)-(1)+(2)	(3)-(1)+(2)	(Var.P.M. Var. Res. COF)	(Res. SIB)	(D)-(1)+(2)	(D)-(1)+(2)	Monet./Financ.	"Verdaderos"
Oct 2.95	463.0	511.0	974.0	Oct 2.95	2,573.1	-500.0	2,073.1	15.4%	16.1%
3	96.0	46.0	142.0	3	2,669.1	-454.0	2,215.1	15.2%	16.8%
4	19.0	58.0	77.0	4	2,688.1	-396.0	2,292.1	14.9%	17.1%
5	70.6	23.0	93.6	5	2,758.7	-373.0	2,385.7	15.0%	17.7%
6	-8.6	2.0	-6.6	6	2,750.1	-371.0	2,379.1	15.0%	17.8%
9	273.0	-236.0	37.0	9	3,023.1	-607.0	2,416.1	14.9%	17.9%
10	68.3	-33.0	35.3	10	3,091.4	-640.0	2,451.4	14.9%	18.1%
11	-103.6	24.0	-79.6	11	2,987.8	-616.0	2,371.8	14.9%	17.8%
12	-181.2	-77.0	-258.2	12	2,806.6	-693.0	2,113.6	14.3%	16.1%
13	245.5	25.0	270.5	13	3,052.1	-668.0	2,384.1	14.2%	17.6%
17	26.0	-2.0	24.0	17	3,078.1	-670.0	2,408.1	14.5%	17.9%
18	53.9	-151.0	-97.1	18	3,132.0	-821.0	2,311.0	14.3%	17.2%
19	-15.9	-76.0	-91.9	19	3,116.1	-897.0	2,219.1	14.3%	16.8%
20	7.0	0.0	7.0	20	3,123.1	-897.0	2,226.1	14.3%	16.9%
23	-7.0	107.0	100.0	23	3,116.1	-790.0	2,326.1	14.4%	17.6%
24	-544.0	182.0	-362.0	24	2,572.1	-608.0	1,964.1	13.8%	15.5%
25	101.0	-92.0	9.0	25	2,673.1	-700.0	1,973.1	14.4%	15.6%
26	14.0	9.0	23.0	26	2,687.1	-691.0	1,996.1	14.5%	15.8%
27	-11.0	7.0	-4.0	27	2,676.1	-684.0	1,992.1	14.4%	15.8%
30	-27.0	72.0	45.0	30	2,649.1	-612.0	2,037.1	14.5%	16.2%
31	-67.0	17.0	-50.0	31	2,582.1	-595.0	1,987.1	14.5%	15.8%
OCTUBRE'95	472.0	416.0	888.0						
Nov. 1.95	-64.0	54.0	-10.0	Nov. 1.95	2,518.1	-541.0	1,977.1	14.0%	15.5%
2	-36.7	6.0	-30.7	2	2,481.4	-535.0	1,946.4	13.8%	15.2%
3	-21.3	-7.0	-28.3	3	2,460.1	-542.0	1,918.1	13.6%	15.1%
6	-14.6	85.0	70.4	6	2,445.5	-457.0	1,988.5	13.1%	15.4%
7	109.2	-49.0	60.2	7	2,554.7	-506.0	2,048.7	13.4%	15.6%
8	82.4	2.0	84.4	8	2,637.1	-504.0	2,133.1	13.3%	16.0%
9	42.8	1.0	43.8	9	2,679.9	-503.0	2,176.9	13.3%	16.3%
10	78.8	-118.0	-39.2	10	2,758.7	-621.0	2,137.7	13.5%	16.2%
13	-5.9	1.0	-4.9	13	2,752.8	-620.0	2,132.8	13.4%	16.1%
14	75.5	-259.0	-183.5	14	2,828.3	-879.0	1,949.3	12.9%	14.9%
15	39.0	363.0	402.0	15	2,867.3	-516.0	2,351.3	13.3%	17.6%
16	-173.9	43.0	-130.9	16	2,693.4	-473.0	2,220.4	13.2%	16.9%
17	105.7	49.0	154.7	17	2,799.1	-424.0	2,375.1	13.2%	17.9%
20	107.8	86.0	193.8	20	2,906.9	-338.0	2,568.9	13.3%	19.2%
21	-94.1	1.0	-93.1	21	2,812.8	-337.0	2,475.8	13.3%	18.7%
22	-20.8	15.0	-5.8	22	2,792.0	-322.0	2,470.0	13.2%	18.7%
23	78.5	8.0	86.5	23	2,870.5	-314.0	2,556.5	13.0%	19.2%
24	11.9	27.0	38.9	24	2,882.4	-287.0	2,595.4	12.6%	19.6%
27	-5.9	12.0	6.1	27	2,876.5	-275.0	2,601.5	12.6%	19.5%
28	-53.0	19.0	-34.0	28	2,823.5	-256.0	2,567.5	12.8%	19.2%
29	-26.3	30.0	3.7	29	2,797.2	-226.0	2,571.2	12.6%	19.1%
30	-192.4	154.0	-38.4	30	2,604.8	-72.0	2,532.8	12.5%	18.8%
NOVIEMBRE'	22.7	523.0	545.7						
Dic. 1.95	-157.7	112.0	-45.7	Dic. 1.95	2,447.1	40.0	2,487.1	12.3%	18.5%
4	28.9	-410.0	-381.1	4	2,476.0	-370.0	2,106.0	12.2%	16.1%
5	98.5	1.0	99.5	5	2,574.5	-369.0	2,205.5	12.2%	16.6%
6	-7.2	44.0	36.8	6	2,567.3	-325.0	2,242.3	12.0%	16.6%
7	4.2	46.0	50.2	7	2,571.5	-279.0	2,292.5	12.0%	16.8%
11	-17.4	16.0	-1.4	11	2,554.1	-263.0	2,291.1	11.8%	16.7%
12	178.8	-85.0	93.8	12	2,732.9	-348.0	2,384.9	12.0%	17.1%
13	94.2	15.0	109.2	13	2,827.1	-333.0	2,494.1	12.0%	17.8%
14	-20.5	22.0	1.5	14	2,806.6	-311.0	2,495.6	12.0%	17.9%
15	-4.6	-162.0	-166.6	15	2,802.0	-473.0	2,329.0	11.8%	16.9%
18	-45.2	62.0	16.8	18	2,756.8	-421.0	2,335.8	11.6%	16.7%
19	-7.6	59.0	51.4	19	2,749.2	-362.0	2,387.2	11.7%	16.8%
20	-383.6	-324.0	-707.6	20	2,365.7	-686.0	1,679.7	9.2%	12.3%
21	390.8	-16.0	374.8	21	2,756.5	-702.0	2,054.5	11.2%	14.0%
22	36.5	-865.0	-828.5	22	2,793.0	-1,567.0	1,226.0	10.6%	9.3%
26	740.2	66.0	806.2	26	3,533.2	-1,501.0	2,032.2	10.6%	13.4%
27	11.2	-300.0	-288.8	27	3,544.4	-1,801.0	1,743.4	10.4%	11.7%
28	-506.3	-817.0	-1,323.3	28	3,038.1	-2,618.0	420.1	7.8%	4.4%
DICIEMBRE'9	433.3	-2,546.0	-2,112.7						
IV TRIM	928.0	-1,607.0	-679.0						

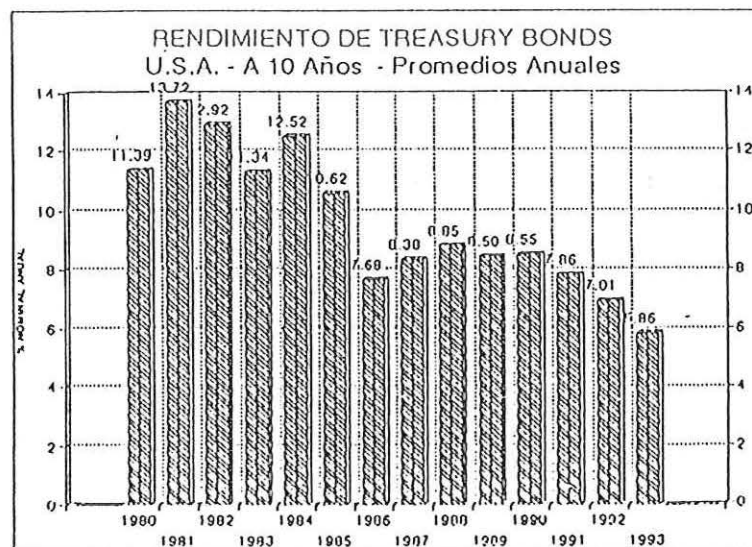
San Andrés

Variación del Crédito Interno				Crédito Interno Acumulado			Títulos Públicos		
en Pesos		en Dólares		en Pesos		en Dólares		Respaldo Pasivos del BCRA	
(Var.P.M.Ver.-Res COF)	(-Res SB)	(1)+(2)	(3)+(1)+(2)	(Var.P.M.Ver.-Res COF)	(-Res SB)	(3)+(1)+(2)	Monet/Financ.	"Verdaderos"	
(1)	(2)			(1)	(2)				
Ene.2.96	1,035.6	139.0	1,174.6	Ene 2.96	4,073.7	-2,479.0	1,594.7	10.6%	10.8%
3	-89.6	61.0	-28.6	3	3,984.1	-2,418.0	1,566.1	10.6%	10.6%
4	-1.1	14.0	12.9	4	3,983.0	-2,404.0	1,579.0	10.7%	10.7%
5	-34.6	-25.0	-59.6	5	3,948.4	-2,429.0	1,519.4	10.6%	10.4%
8	64.8	69.0	133.8	8	4,013.2	-2,360.0	1,653.2	10.6%	11.1%
9	-1.3	-45.0	-46.3	9	4,011.9	-2,405.0	1,606.9	10.5%	10.9%
10	32.4	1.0	33.4	10	4,044.3	-2,404.0	1,640.3	10.6%	11.0%
11	-48.4	6.0	-42.4	11	3,995.9	-2,398.0	1,597.9	10.4%	10.7%
12	135.7	2.0	137.7	12	4,131.6	-2,396.0	1,735.6	10.4%	11.4%
15	-64.8	3.0	-61.8	15	4,066.8	-2,393.0	1,673.8	10.2%	11.1%
16	2.0	18.0	20.0	16	4,068.8	-2,375.0	1,693.8	10.3%	11.3%
17	7.7	11.0	18.7	17	4,076.5	-2,364.0	1,712.5	10.4%	11.5%
18	-9.9	-94.0	-103.9	18	4,066.6	-2,458.0	1,608.6	10.4%	10.9%
19	1.7	-9.0	-7.3	19	4,068.3	-2,467.0	1,601.3	10.4%	11.0%
22	-7.1	20.0	12.9	22	4,061.2	-2,447.0	1,614.2	10.4%	11.1%
23	-8.4	55.0	46.6	23	4,052.8	-2,392.0	1,660.8	10.4%	11.4%
24	-24.0	12.0	-12.0	24	4,028.8	-2,380.0	1,648.8	10.4%	11.4%
25	-16.6	0.0	-16.6	25	4,012.2	-2,380.0	1,632.2	10.4%	11.4%
26	-18.1	-17.0	-35.1	26	3,994.1	-2,397.0	1,597.1	10.2%	11.2%
29	-11.1	81.0	69.9	29	3,983.0	-2,316.0	1,667.0	10.2%	11.6%
30	-273.5	-352.0	-625.5	30	3,709.5	-2,668.0	1,041.5	9.9%	8.0%
31	-87.3	812.0	724.7	31	3,622.2	-1,856.0	1,766.2	10.3%	12.3%
ENERO'96	584.1	762.0	1,346.1						
Feb.1.96	178.7	-275.0	-96.3	Feb.1.96	3,800.9	-2,131.0	1,669.9	9.9%	11.4%
2	-81.6	1.0	-80.6	2	3,719.3	-2,130.0	1,589.3	9.7%	11.0%
5	-20.3	1.0	-19.3	5	3,699.0	-2,129.0	1,570.0	9.7%	10.8%
6	-307.6	4.0	-303.6	6	3,391.4	-2,125.0	1,266.4	9.4%	9.1%
7	-52.7	-666.0	-718.7	7	3,338.7	-2,791.0	547.7	8.7%	4.9%
8	193.1	99.0	292.1	8	3,531.8	-2,692.0	839.8	8.5%	6.5%
9	31.0	-81.0	-50.0	9	3,562.8	-2,773.0	789.8	8.7%	6.2%
12	68.2	0.0	68.2	12	3,631.0	-2,773.0	858.0	8.7%	6.6%
13	38.9	5.0	43.9	13	3,669.9	-2,768.0	901.9	8.9%	6.9%
14	6.2	74.0	80.2	14	3,676.1	-2,694.0	982.1	8.7%	7.3%
15	-5.8	34.0	28.2	15	3,670.3	-2,660.0	1,010.3	8.8%	7.5%
16	19.6	0.0	19.6	16	3,689.9	-2,660.0	1,029.9	7.7%	7.6%
19	94.4	2.0	96.4	19	3,784.3	-2,658.0	1,126.3	8.2%	8.1%
20	97.4	3.0	100.4	20	3,881.7	-2,655.0	1,226.7	8.3%	8.7%
21	56.7	13.0	69.7	21	3,938.4	-2,642.0	1,296.4	8.6%	9.0%
22	-18.0	0.0	-18.0	22	3,920.4	-2,642.0	1,278.4	8.6%	9.0%
23	51.8	-841.0	-789.2	23	3,972.2	-3,483.0	489.2	8.5%	4.5%
26	-6.3	0.0	-6.3	26	3,965.9	-3,483.0	482.9	8.5%	4.5%
27	-4.4	0.0	-4.4	27	3,961.5	-3,483.0	478.5	8.5%	4.5%
28	30.2	19.0	49.2	28	3,991.7	-3,464.0	527.7	8.5%	4.7%
29	1.3	171.0	172.3	29	3,993.0	-3,293.0	700.0	8.7%	6.8%
FEBRERO	370.8	-1,437.0	-1,066.2						
Mar.1.96	99.8	282.2	382.0	Mar.1.96	4,092.8	-3,010.8	1,082.0	8.5%	7.9%
4	-4.3	5.0	0.7	4	4,088.5	-3,005.8	1,082.7	8.6%	7.9%
5	-108.1	0.4	-107.7	5	3,980.4	-3,005.4	975.0	8.6%	7.2%
6	22.1	1.4	23.5	6	4,002.5	-3,004.0	998.5	8.6%	7.4%
7	21.6	7.0	28.6	7	4,024.1	-2,997.0	1,027.1	8.6%	7.6%
8	18.4	-214.0	-195.6	8	4,042.5	-3,211.0	831.5	8.4%	6.4%
11	75.6	-9.6	66.0	11	4,118.1	-3,220.6	897.5	8.5%	6.7%
12	57.7	1.4	59.1	12	4,175.8	-3,219.2	956.6	8.5%	7.0%
13	10.6	0.0	10.6	13	4,186.4	-3,219.2	967.2	8.5%	7.1%
14	67.7	0.0	67.7	14	4,254.1	-3,219.2	1,034.9	8.7%	7.6%
15	-11.7	147.0	135.3	15	4,242.4	-3,072.2	1,170.2	9.0%	8.5%
18	60.5	35.0	115.5	18	4,322.9	-3,037.2	1,285.7	8.7%	9.2%
19	68.8	0.0	68.8	19	4,391.7	-3,037.2	1,354.5	9.1%	9.5%
20	69.8	0.0	69.8	20	4,451.5	-3,037.2	1,414.3	9.1%	9.9%
21	206.0	-97.0	109.0	21	4,657.5	-3,134.2	1,523.3	10.0%	10.5%
22	20.5	60.0	80.5	22	4,678.0	-3,074.2	1,603.8	10.2%	11.1%
25	-231.3	206.0	-25.3	25	4,446.7	-2,868.2	1,578.5	10.2%	11.0%
26	-4.7	0.0	-4.7	26	4,442.0	-2,868.2	1,573.8	10.1%	11.0%
27	-550.3	2.4	-547.9	27	3,891.7	-2,865.8	1,025.9	8.6%	7.9%
28	0.3	49.4	49.7	28	3,892.0	-2,816.4	1,075.6	8.5%	8.1%
29	-399.0	-417.0	-816.0	29	3,493.0	-3,233.4	259.6	8.5%	3.4%
MARZO'96	-500.0	59.6	-440.4						
1 TRIM '96	454.9	-615.4	-160.5						
Abr.1.96	509.0	170.0	679.0	Abr.1.96	4,002.0	-3,063.4	938.6	8.3%	7.1%
2	10.5	34.0	44.5	2	4,012.5	-3,029.4	983.1	8.3%	7.4%
3	36.9	298.0	334.9	3	4,049.4	-2,731.4	1,318.0	8.4%	9.3%
8	9.4	-62.0	-52.6	8	4,058.8	-2,793.4	1,265.4	8.3%	8.9%
9	25.0	0.0	25.0	9	4,083.8	-2,793.4	1,290.4	8.4%	9.1%
10	78.4	-488.0	-409.6	10	4,162.2	-3,281.4	880.8	8.2%	6.7%
11	19.1	4.0	23.1	11	4,181.3	-3,277.4	903.9	8.2%	6.9%
12	60.5	120.0	170.5	12	4,231.8	-3,157.4	1,074.4	8.2%	7.9%
15	-13.4	36.0	22.6	15	4,218.4	-3,121.4	1,097.0	8.3%	8.1%
16	69.0	0.0	69.0	16	4,287.4	-3,121.4	1,166.0	8.0%	8.3%
17	-115.0	0.0	-115.0	17	4,172.4	-3,121.4	1,051.0	7.4%	7.7%
18	139.9	0.0	139.9	18	4,312.3	-3,121.4	1,190.9	7.8%	8.4%
19	33.3	-294.0	-260.7	19	4,345.6	-3,415.4	930.2	7.7%	7.1%
22	70.8	-89.0	-18.2	22	4,416.4	-3,504.4	912.0	7.7%	7.0%
23	62.9	-8.0	54.9	23	4,479.3	-3,512.4	966.9	7.8%	7.3%
24	-2.8	7.0	4.2	24	4,476.5	-3,505.4	971.1	7.8%	7.4%
25	-11.3	-74.0	-85.3	25	4,465.2	-3,579.4	885.8	7.7%	6.9%
26	364.3	-129.0	235.3	26	4,829.5	-3,708.4	1,121.1	9.6%	8.3%
29	11.9	47.0	58.9	29	4,841.4	-3,661.4	1,180.0	9.8%	8.7%
30	12.7	85.0	97.7	30	4,854.1	-3,576.4	1,277.7	9.9%	9.3%
Abril'96	1,362.0	-344.0	1,018.0						





San Andrés



Bibliografía:

- Williamson, John (1995) "What role for currency boards?" Institute of International Economics
- Walters, Alan (1987)"currency boards" In John Eatwell, Murray Milgate, and Peter Newman, eds., *The New palgrave: A Dictionary of Economics*, 1: 740-42. London: Macmillian.
- Walters, A and Hanke, S. (1992) "Currency boards" *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance*, 1: 558-61. London: Macmillian.
- Steve Hanke and Kurt Schuler, (1994) "Currency boards for developing countries" Number 9 in the ICEG (International Center for Economic Growth) publication.
- Hanke, Jonung and Schuler (1993) "Russian Currency and Finance. A currency board approach to reform" London. Routledge.
- Schwartz, Anna (1992) "Currency boards: their past, present and possible future" Unpublished paper, National Bureau of Economic Research.
- "Do currency boards have a future"(1992) Occasional paper. London: Institute of Economic Affairs"
- Sargent, T and Wallace, N "Some unpleasant monetarist arithmetic",-----
- Fischer, S. "The economics of the budget constraint",
- Kotlikoff, L. and Auerbach "Dynamic Fiscal Policy" Cambridge University Press 1987.
- Carta Económica (Abril 1991, Octubre 1992, Agosto 1994, Diciembre 1994, Enero 1995, Febrero 1995, Marzo 1995, Abril 1995, Diciembre 1995)
- Sachs and Larraín "Macroeconomía en la economía global" Méjico- Prentice Hall Hispanoamericana 1994
- Viner, J. *Studies in the theory of trade.* (Capítulo Banking school vs. Currency school)
- Flynn, D. A new perspective of the spanish price revolution. "A monetary approach of the balance of payments".
- De Maio, A. (1996)"Evolución de los encajes legales desde el comienzo de la convertibilidad" Versión preliminar publicada por Estudio Broda.

San Andrés