

ESTUDIO FINANCIERO DEL BONO EMITIDO POR
EL GOBIERNO DE LA PROVINCIA DE TUCUMAN

Dr. Ernesto R. Cerro
Universidad Nacional de Tucumán

CAPITULO I

Contexto Económico-Jurídico

A consecuencia de que las obligaciones financieras de la Provincia de Tucumán excedían su capacidad de pago, se desencadenó a comienzos de 1985 una situación de agudo desequilibrio. A su vez, la posibilidad de solicitar ayuda al Gobierno Nacional prácticamente no existía, considerando la también delicada posición financiera de este último y los intereses políticos en pugna entre las dos administraciones. Por ello, y antes de encarar una actitud de austeridad en el gasto público, se pensó en implementar un sistema de "bonos" muy similar al que ya había desarrollado el Gobierno de la Provincia de Salta.

Desde el punto de vista jurídico la Constitución de la Provincia de Tucumán en su artículo 67 expresa:

"Atribuciones del Poder Legislativo"

Art. 67.- Corresponde al Poder Legislativo:

- Empréstitos. Autorizar al Poder Ejecutivo para contraer Empréstito basados en el crédito de la Provincia.
- Deuda interna. Arreglar el pago de la deuda interna de la Provincia."

En virtud de estas facultades, el P.E. de la Provincia de Tucumán, gestionó y obtuvo del Poder Legislativo la sanción de la Ley N° 5728 del 29-07-85 por la que lo autorizó a emitir "Bonos de Cancelación de Deudas". Los bonos comenzaron a circular en la comunidad desde setiembre de 1985, mientras que la caducidad de los títulos fue prevista para el 30 de noviembre de 1987, plazo que resultó prorrogado posteriormente hasta noviembre de 1991.

Características Técnicas

El Poder Legislativo facultó al Poder Ejecutivo a emitir "Bonos de Cancelación de Deudas" por la suma de A 10.000.000 (diez millones de Australes) en las series que se determinen en cada oportunidad para ser aplicados al pago de deudas del Estado Provincial. El monto autorizado se actualizaría en cada emisión conforme a las variaciones que experimentase el Índice de Precios Mayoristas no Agropecuarios del INDEC.

Los títulos se emitieron al portador conteniendo las formalidades dispuestas por los arts. 744 y 745 del Código de Comercio, los que se refieren a que las obli

gaciones emitidas por cuenta o autorización de los poderes públicos, sociedades o empresas particulares deben estar redactados, numerados o impresos de acuerdo a las leyes que los autoricen. Los derechos y condiciones de pago deben estar claramente expresados en ellos con transcripción al dorso de los textos legales, decretos, ordenanzas o reglamentos que los hayan creado. Deben contener también la numeración y las enunciaciones esenciales para garantizar los derechos de los tenedores. Si faltase alguna de estas circunstancias los emisores estarían obligados al pago de los daños e intereses que causaren.

La denominación utilizada en la emisión inicial fue:

Serie A	Bonos de A 0,10
Serie B	Bonos de A 0,50
Serie C	Bonos de A 1.-
Serie D	Bonos de A 5.-
Serie E	Bonos de A 10.-

El canje de los bonos se efectuaba a través del Banco de la Provincia de Tucumán por moneda de curso legal al 100% del valor nominal de cada bono entre los días 20 y 30 de cada mes para las Series C, D y E. Desde el 18-11-85 mediante decreto 3887, la Secretaría de Hacienda dispuso el canje diario sin limitación alguna para las series A y B. Cuando la Tesorería de la Provincia observó que sus problemas financieros se agudizaban, dispuso prorrogar y modificar las fechas de canje, causando así grandes perjuicios a los tenedores por cuanto la utilización de los títulos se limitaba exclusivamente al territorio de la Provincia de Tucumán.

Los bonos tenían un poder cancelatorio equivalente a su valor nominal y podían ser entregados por las Entidades Descentralizadas, Autárquicas, Empresas y Sociedades del Estado a los acreedores en pago de sus créditos pudiendo también ser utilizados para cancelar deudas de organismos estatales entre sí; la recepción de los bonos implicaba la cancelación total e irrevocable del crédito existente.

Asimismo los tenedores de bonos podían cancelar hasta el 100% de las obligaciones que mantuviesen con la Administración Central, Dirección General de Rentas, Organismos Descentralizados, Entidades Autárquicas y Sociedades o Empresas del Estado, siendo también aplicables las normas que dispongan bonificaciones o descuentos por pagos de contado, pagos anticipados y similares.

Posteriormente la Municipalidad de San Miguel de Tucumán adhirió a esta medida permitiendo la recepción de bonos para el pago de sus tasas y servicios. Igual resolución fueron tomando cada uno de los municipios y comunas del interior de Tucumán.

La Ley 5728 en su art. 6° establecía que los bonos podían devengar un interés nominal mensual durante los tres primeros meses a contar de la fecha de emisión de cada serie, el que sería pagado mensualmente y en bonos. Es de agregar que esta medida nunca estuvo en vigencia, o sea que no se pagó interés sobre el capital emitido en

bonos.

Por otro lado también se autorizó la recirculación de los bonos en tanto dicha suma no exceda el monto autorizado por Ley N° 5728.

Metodología de Análisis

Como se aprecia al leer las características de emisión de los "Bonos de Cancelación de Deuda", se trata de un empréstito muy particular, en donde el beneficio que concede a los tenedores de los títulos aparece difuso, sin que se precise la tasa de rentabilidad que ofrece, o lo que es lo mismo, el costo financiero que representa para el ente emisor.

Esta situación hace pensar que la manera adecuada de estudiar el caso, debe conducir a explicitar los costos financieros del esquema de tal modo que se pueda dar respuesta a las siguientes preguntas. Cuáles fueron los costos teóricos que presupuestó el Gobierno de la Provincia de Tucumán? Cuáles fueron los costos que efectivamente erogó el Estado? Cuáles fueron los costos alternativos que evitó la administración tucumana?

Para responder al primer interrogante se contemplaron todos los gastos que afrontó el gobierno bajo una hipótesis de máxima, lo que implica computar los gastos efectivamente erogados y los premios teóricos, suponiendo para este rubro que todos los títulos estaban en poder de la comunidad y que a su vez los tenedores favorecidos en los sorteos se presentaban a cobrarlos sin excepción.

Para responder a la segunda pregunta, se desarrolla un esquema similar al anterior, excepto que en este caso sólo se consideran los premios efectivamente abonados, sin realizar suposición de ningún tipo.

Por último, y considerando como capital prestado por la comunidad a la cantidad de bonos que estuvo mensualmente en promedio, se determina el costo que hubiese representado para el Gobierno Provincial acudir a las fuentes de financiación tradicionales.

CAPITULO II

CIRCULACION DE LOS BONOS

Mecanismo de Circulación de los Bonos

El Gobierno Provincial comenzó a emitir los bonos en Agosto de 1985 con valores de distinta denominación, desde A 0,10 a A 10.-

La Ley Provincial N° 5728 autorizaba al ejecutivo a realizar emisiones complementarias. El Estado utilizó tales facultades en distintas oportunidades.

Los bonos, lanzados para cancelar deudas del gobierno, se emplearon para abonar salarios atrasados de los empleados públicos, facturas de proveedores, certificados de contratistas y demás acreedores del Estado en general. Si bien la aceptación de

los bonos era formalmente voluntaria, en los hechos se transformó en compulsiva, ya que su eventual rechazo significaba la imposibilidad de cancelar el crédito.

Los bonos eran reciclados, ya que el Estado los recibía de los particulares a su valor nominal como cancelatorios de impuestos, tasas, contribuciones, fianzas y cauciones reales y se reputaban válidos para compensar deudas de los organismos estatales entre sí. Los particulares los empleaban, asimismo, para realizar toda clase de transacciones entre ellos.

En otras palabras el Estado Provincial emitió una moneda con patrón austral, de libre canje en su comienzo, uno por uno, y que sólo tenía empleo efectivo dentro de los límites de la Provincia de Tucumán.

Debe subrayarse que los valores nominales de los bonos no reconocen actualización ni interés, por lo que el ~~impuesto~~^{impuesto} inflacionario usufructuado por la Nación a través del Austral, era compartido por el Gobierno Provincial a través de los bonos. Una de las desventajas de la moneda tucumana en relación con la de curso legal, residía en la imposibilidad de realizar ningún tipo de inversión financiera. La exposición a la inflación del poseedor de bonos era lisa y llana, por lo que estaba especialmente interesado en desprenderse de ese valor, a una velocidad dependiente de las tasas inflacionarias.

A medida que sus problemas se acrecentaban, el Gobierno dispuso la colocación en el público de sumas cada vez mayores, a tal extremo que le resultó imposible poder cumplir con las fechas programadas de canje de bonos por australes, dado el desequilibrio que se provocaba en los medios de pagos.

Para alentar la tenencia de los bonos e intentar reducir la velocidad de circulación, el Gobierno dispuso el otorgamiento de premios semanales a los tenedores de estos créditos.

Se instruyó a la Caja Popular de Ahorros de la Provincia de Tucumán -organismo estatal administrador de los juegos de azar en la Provincia- para que, a modo de lotería conceda premios de veinte veces su valor nominal a los bonos cuyos cuatro últimos números de serie coincidieran con las bolillas extraídas por sorteo.

Para los sorteos extraordinarios, la numeración de los bonos premiados debía coincidir con las cinco últimas cifras del número sorteado.

A partir de septiembre de 1987 se intentó ampliar las posibilidades de otorgar beneficios, incrementando los números sorteados pero reduciendo el valor de los premios de 20 a 5 veces la denominación de cada bono.

El público tenía un breve plazo de 48 horas desde el momento del sorteo para presentarse a cobrar sus premios. Vencido tal término, el beneficio caducaba automáticamente.

Los bonos que participaban en los sorteos eran únicamente los que el público mantenía en su poder. La existencia de títulos en poder del Gobierno, organismos descentralizados y entidades autárquicas se identificaba y resguardaba para evitar el pago indebido de beneficios.

CAPITULO III

COSTOS REALES DE LA EMISION

Objetivos

En el presente capítulo se procura analizar los costos reales que asumió el Gobierno de la Provincia por las distintas emisiones de los Bonos de Cancelación de Deudas.

Por "costo real" se entiende al total de gastos que originó la emisión, es decir, que se incluye a la impresión, el traslado, los impuestos, la administración del sistema y los premios efectivamente pagados.

La elaboración de los cuadros se realizó en base a la información suministrada por Contaduría General de la Provincia, Tesorería General de la Provincia y Caja Popular de Ahorro de la Provincia de Tucumán. El período analizado comprende desde la promulgación de la Ley 5728, hasta el mes de octubre de 1987.

VARIABLES CONSIDERADAS PARA EL ANÁLISIS

El empleo de la información recopilada se orientó a precisar dos conceptos fundamentales para el análisis de este capítulo. Ellos fueron: 1) total de gastos mensuales y 2) saldos promedios mensuales de bonos en circulación.

1) Total de gastos mensuales:

Se clasificaron y agruparon los distintos gastos bajo los siguientes rubros:

a) Gastos de impresión:

Corresponde a los gastos abonados por la impresión de las distintas series de bonos emitidos. La apropiación a cada mes se hizo en función de la fecha de los respectivos libramientos de pagos parciales que se efectuaron, de acuerdo a lo informado por Contaduría General de la Provincia.

b) Gastos de transporte:

Corresponde a los gastos efectuados en concepto de flete por traslado de los bonos desde el lugar de impresión hasta San Miguel de Tucumán. Se adoptó igual criterio de apropiación que el indicado en el punto anterior, es decir imputando el mes de pago del respectivo libramiento.

c) Gastos originados en Caja Popular de Ahorros.

Corresponde a los gastos por sorteos que liquida la Caja Popular de Ahorros al

ceptos durante los meses del período analizado.

El total de gastos mensuales que informa la columna 7 fue relacionado con los saldos promedios mensuales de bonos en circulación que se consignan en la columna 8. Partiendo del hecho de que estos saldos constituyen un capital colocado a comienzo de cada mes y que los gastos totales se liquidan al fin de cada período mensual, es posible determinar una tasa de interés mensual vencida, como representación del costo real que significó para el Gobierno de la Provincia este "préstamo" que le efectuó la comunidad.

A título ilustrativo se incorporan las columnas 10 y 11 del cuadro, que muestran el total de gastos mensuales y los bonos en circulación convertidos a dólares estadounidenses, según la cotización del dólar libre vigente al último día hábil de cada mes (fuente Diario La Nación). Así es como se determina un costo total en moneda constante para el período analizado de u\$s 1.445.755.

Conclusiones

De la lectura de la columna 9 surge que el costo mensual se ubica entre una tasa del 0,5% a 1,5% con excepción del mes de julio de 1987 en que el gasto representa el 2,5% mensual. (Este incremento tiene su origen en el significativo monto del costo de impresión de una nueva serie de bonos y que en el total de gastos del mes representa el 85%). En promedio resulta una tasa de interés mensual vencido equivalente al 0,83%.

El capital promedio que la comunidad prestó al Gobierno asciende a u\$s 7.093.478, mientras que los costos mensuales que en promedio afrontó el Gobierno alcanza a los u\$s 53.546, siempre para el período considerado. El costo teórico mensual promedio de la emisión se estimó en u\$s 175.298.

Otro análisis interesante, resulta de relacionar mensualmente los premios abonados con los premios teóricos. De ello se desprende que en promedio se pagó el 23,4% de los premios presupuestados para la hipótesis de que el 100% de los títulos hubieran permanecido todo el tiempo en circulación, y que los tenedores favorecidos se presentaban a cobrarlos sin excepción.

Al descomponer por conceptos a los costos reales, se observa que los premios abonados en promedio representan el 0,35% de los bonos en circulación, lo que equivale a decir que del total gastado sólo el 47% se destinó a remunerar a los tenedores de los títulos, mientras que el complemento (53%) se aplicó a los gastos de impresión y de administración del esquema.

CAPITULO IV

COSTOS FINANCIEROS ALTERNATIVOS

Introducción

En capítulos anteriores se analizaron los costos financieros, teóricos y rea-

les, que representó para el Gobierno de la Provincia de Tucumán financiar su déficit a través del Bono de Cancelación de Deudas. Otro modo de cuantificar el beneficio o pérdida de una decisión, es determinar cuánto hubiese costado seguir una alternativa diferente, concepto que en economía se conoce como costo de "oportunidad" o "alternativo". En el caso particular de este trabajo, la idea que se quiere desarrollar es la de conocer la carga financiera que hubiera significado para el Gobierno de la Provincia acudir a otras fuentes de financiación en lugar de hacerlo a través del bono.

Para ello se supone que el crédito que hubiese demandado el Estado es equivalente a la cantidad de títulos que permanecieron en circulación, esto es, en poder de la comunidad, y más los intereses mensuales que se fueron devengando. Luego de conocer las necesidades de financiación, se determina el costo financiero mensual que hubiera erogado el Gobierno Provincial en caso de acudir al mercado financiero tradicional.

En ese contexto, se supone que la Administración Provincial dispuso de los siguientes cursos de acción:

ALTERNATIVA A: solicitar al Banco de la Provincia de Tucumán (B.P.T.) en su carácter de agente financiero, un préstamo común. Se considera que obtiene el crédito bajo la mejor condición, vale decir, a la tasa regulada activa más el sellado de ley.

ALTERNATIVA B: captar fondos de inversores a través del B.P.T. Lógicamente, que dado el volumen del crédito requerido y el segmento del mercado que ofrece el dinero, se debe abonar la tasa pasiva libre.

ALTERNATIVA C: demandar al Gobierno Nacional un auxilio financiero vía redes-cuentos del Banco Central de la República Argentina.

Costo Financiero

A continuación se presentan los cuadros en donde se determinan los costos financieros que debía enfrentar el Gobierno Provincial de haber acudido a las alternativas señaladas.

Como se indicó anteriormente, se considera que el crédito solicitado es equivalente al total de títulos en circulación (suponiendo valores promedios) y que se acredita el primer día de cada mes. A su vez, la carga financiera se devenga vencida (el último día de cada mes), y se refinancia mensualmente acumulándose al capital para calcular los intereses del período siguiente.

En lo que se refiere a la metodología de cálculo, es preciso señalar que las tasas consignadas corresponden al concepto de "tasas efectivas" para meses de 30 días. En los meses en que difiere la cantidad de días, se trabaja con la tasa equivalente a cada período.

Consideraciones

Como se aprecia en los cuadros, la opción de menor costo para el Gobierno Pro

vincial resulta la alternativa de acudir al P.B.T. y solicitarle un crédito a tasa activa regulada. En este caso la tasa promedio para el período considerado asciende al 7,25%, mientras que para la alternativa B (tasa ~~pasiva~~^{pasiva} libre) resulta del 7,29% y para la alternativa C (redescuento del B.C.R.A.) del 8,94%.

Los menores costos corresponden a Marzo de 1987, mientras que los máximos se obtienen en Setiembre del mismo año.

Si el Gobierno de la Provincia de Tucumán hubiera adoptado la decisión de solicitar préstamos a tasa activa regulada, para el período considerado el costo total ascendería a u\$s 19.547.494,41, resultando un promedio mensual de u\$s 849.891.

- - - - -

Otra manera de encarar el problema es analizar la desvalorización del austral respecto al dólar con respecto a la emisión, hecho que se analiza en el cuadro N° 6.

En dicho cuadro consideramos la colocación de la emisión como un préstamo en dólares que recibe el Gobierno. Ese ingreso de fondos se compara frente al desembolso que a fin de cada mes tendría que realizar el Gobierno en dólares para rescatar el total de bonos emitidos. Como los títulos no tienen cláusula de actualización viene a resultar por el proceso inflacionario que a medida que transcurre el tiempo el Gobierno necesitaría cada vez menor cantidad de dólares para cancelar su deuda.

El cuadro que se acompaña supone la colocación inmediata de la emisión y que el público conserva permanentemente en su poder todos los títulos. Por ello la estimación del beneficio está hecha en exceso.

CAPITULO V

OTRAS CONSIDERACIONES

De lo desarrollado hasta el presente se desprende que los bonos son dinero dentro del territorio de la Provincia de Tucumán. Su grado de liquidez puede ser considerado como el de los billetes y monedas emitidos por el B.C.R.A. Los bonos no se computan en los cálculos de la base monetaria.

El stock de bonos que se mantuvo sin grandes variantes crece significativamente a partir de agosto de 1987 y muchos de los problemas actuales parecen surgir de este último crecimiento.

Los bonos en circulación en la Provincia de Tucumán son una proporción insignificante frente a la ~~base~~^{oferta} Monetaria Promedio ^(M3) Total del país (efectivo más total de depósitos), alrededor de un 4 por diez mil.

Es interesante analizar el conjunto de bonos frente al total de medios de

circulación monetaria en Tucumán.

En el cuadro N° 7 se reproducen los saldos de los depósitos de la Provincia de Tucumán tomados del Boletín Estadístico del Banco Central de la República Argentina y la proporción que le corresponde a Tucumán en cada uno de esos rubros dentro del total del país.

El efectivo en poder del público (columna (9)) se ha estimado tomando la misma relación entre efectivo y depósitos que presenta el país. Si Tucumán tiene entre el 1,15% y 1,32% de los depósitos del país, se estima que tiene esa misma proporción respecto al efectivo en poder del público. Consideramos a ésta como una estimación de mínima y sobre esa base se realizan los cálculos (Tucumán tiene el 3% de la población del país).

En base a los datos presentados resulta que el stock promedio de bonos en circulación representó en los trimestres analizados respecto al total de efectivo y depósitos en la Provincia un porcentaje que osciló entre el 3,22 y 4,93%.

Al no ser aceptados para depósitos a la vista ni para inversiones financieras si comparamos el stock de bonos con respecto al total de efectivo en poder del público, incorporando dentro de este último concepto a los mismos bonos, observamos que los bonos representan entre el 15,93 y el 21,64% del total.

Un análisis especial merece la situación de setiembre de 1987, mes en el que se utiliza una nueva emisión para saldar una serie de compromisos del fisco y donde nos encontramos que los bonos en circulación representan el 10,46% del dinero y depósitos de la Provincia y el 42,52% del efectivo en poder del público.

Hubiéramos deseado comparar el stock de bonos promedio con el de las otras Provincias que han tomado medidas similares al respecto (La Rioja y Salta).

Disponemos datos de algunos trimestres de los bonos en circulación en la Provincia de Salta ("Los bonos de cancelación de deuda de la Provincia de Salta", Eusebio Cleto del Rey y Gerardo Alberto Orive). La Provincia de Salta fue la primera en llevar la iniciativa en la creación de este tipo de bonos y es interesante efectuar la comparación con la circulación en Tucumán en los trimestres comunes:

	Bonos en circulación (*)		Depósitos totales respecto a los del país		Bonos en circulación respecto			
	Tucumán	Salta	Tucumán	Salta	a depósitos y efectivo		a efectivo	
	Tucumán	Salta	Tucumán	Salta	Tucumán	Salta	Tucumán	Salta
IV 1985	6.864	7.071	1,32%	0,71%	4,93%	9,44%	20,45%	32,99%
I 1986	6.481	7.078	1,26%	0,77%	4,30%	7,69%	21,64%	33,05%
II 1986	6.660	9.006	1,19%	0,68%	4,03%	9,54%	20,36%	37,69%

(*) En miles de australes.

CAPITULO VI

RESULTADO FINANCIERO

A lo largo de este trabajo se efectuaron estudios que tendieron a brindar respuesta a los interrogantes que se plantearon originariamente, y en ese sentido se considera que se alcanzó el objetivo previsto, y más aún se aportaron elementos de juicio que pueden interesar a otros fines específicos. Sin embargo todavía falta caracterizar de un modo preciso a la ganancia o pérdida financiera que el modelo brindó al Gobierno de la Provincia.

Esa intención, conduce a concentrar la mirada en el capítulo de los costos reales y alternativos. Así, se puede leer en el cuadro N° 2 que el total gastado por el Gobierno tucumano en el período de tiempo comprendido entre Agosto de 1985 y Octubre de 1987, ascendió a u\$s 1.445.755, lo que expresado como promedio mensual equivale a u\$s 53.546. Ahora bien: a cambio de ese costo el Gobierno obtuvo para ese lapso un préstamo de la comunidad tucumana que en promedio alcanzó a u\$s 7.093.487. Si en lugar de acudir a la financiación de su déficit vía Bonos de Cancelación de Deudas, lo hubiera hecho a través de un crédito común con la menor tasa del mercado, el costo financiero habría llegado a u\$s 19.547.494, lo que expresado como valor promedio mensual representa u\$s 849.891.

Al efectuar la diferencia entre el costo alternativo (u\$s 849.891) y el costo real (u\$s 53.546), el resultado indica la ganancia mensual que en promedio obtuvo el Gobierno de la Provincia de Tucumán a consecuencia de la utilización del bono para financiar su déficit fiscal: u\$s 796.345. Si se computa desde el lanzamiento (Setiembre/85) de los títulos, y se proyecta hasta junio de 1988, el producto del beneficio mensual por la cantidad de meses (34), señalará una utilidad total de u\$s 27.100.00 por el período.

Otra comparación que muestra de manera contundente el beneficio logrado, surge de analizar las tasas de interés. Así en el capítulo III se determinó que la tasa mensual promedio que reflejaba el costo real sobre los bonos en circulación, ascendía al 0,83%, mientras que el costo financiero alternativo se ubicaba en el 7,25%, lo cual está indicando que el Gobierno logró una economía del 89% sobre las condiciones del mercado.

Para tener una idea de la cuantía de los bonos en circulación, es conveniente relacionarlo con el déficit fiscal mensual, que conforme a información oficial se puede estimar para el mes de Marzo/88 en el orden de u\$s 5.000.000.

Las ventajas financieras que el esquema de los bonos otorgaba al Gobierno no fueron apreciadas en su justa medida por los funcionarios gubernamentales, ya que ni aun en su lanzamiento los títulos fueron acompañados por medidas que le dieran credibilidad, respaldo y confianza. Muy por el contrario: no se promocionaron los

sorteos (y posteriormente resultaron cancelados), no se respetó el importe máximo a emitir que autorizaba la ley 5728 (A 10.000.000 actualizado por el Índice de Precio Mayorista No Agropecuario), el canje por australes siempre resultó un riesgo cierto para los tenedores, y el Estado lejos de mostrar una conducta de austeridad y orden en el manejo de sus finanzas, profundizó la línea política que lo condujo a su situación de falencia. Debe quedar muy en claro que los bonos son un medio para cubrir el déficit, pero lógicamente si éste no es atacado en su raíz y se permite su crecimiento indefinido, inevitablemente arrastrará a los títulos en la insolvencia y el descrédito. Para colmo de males, la corrida financiera que se desencadenó en el Banco Provincia de Salta (Enero de 1988), repercutió con toda virulencia en el Banco Provincia de Tucumán, provocando el golpe de gracia a una posición tambaleante.

Por otra parte se presenta un nuevo interrogante. Como se intufía desde el mismo momento en que se puntualizaron las condiciones de emisión, el bono representó una excelente herramienta para financiar el déficit fiscal y evitar costos financieros, pero lógicamente que a ese beneficio se contraponen un quebranto que alguien soportó en ese lapso. Sin duda alguna que ese sector se llama la comunidad tucumana, la que tal cual lo mostró el estudio y aún reconociendo de que pudo proceder forzada por las circunstancias, apoyó y retuvo en su poder a los bonos.

Esa línea de razonamiento lleva a establecer por un lado que el bono representó un alivio para las finanzas del gobierno, y con un bajo costo financiero, y por otra parte que la comunidad tucumana resultó notoriamente perjudicada con el sistema. Corresponde preguntarnos: el balance final, el resultado neto, fue positivo o negativo para la Provincia de Tucumán? Para responder al interrogante final se deben considerar otros aspectos.

Al margen de los costos explicitados en el trabajo, los tenedores de bonos debieron soportar costos adicionales que no fueron contemplados hasta ahora bajo la forma de sobrepuestos por pagar en bonos y acceso a productos de inferior calidad.

¿Cómo se distribuyó esta carga en la comunidad? Evidentemente de un modo inequitativo ya que quienes percibieron sus salarios en bonos (empleados públicos y sectores de menores recursos) fueron los más perjudicados. Para estos grupos fue un impuesto altamente regresivo.

De lo que se conoce a nivel público se desprende que el Gobierno no efectuó ningún estudio que le permitiera medir la tasa de rentabilidad social del proyecto y de esa manera cuantificar el resultado final o neto.

El último aspecto negativo por señalar es que el bono de cancelación de deudas no fue la herramienta que ayudó a que el Gobierno ordenara y saneara sus finanzas, adecuando su nivel de gastos a las reales y lógicas posibilidades tributarias.

Muy por el contrario esa fuente de recursos adicional y transitoria le dio motivo para incrementar sus egresos y con ello su desequilibrio fiscal. Todos estos argumentos hacen concluir que el resultado final fue negativo para la Provincia de Tucumán, por cuanto se le exigió un sacrificio a la comunidad sin que el Gobierno a su vez pueda retribuir ese esfuerzo exhibiendo resultados satisfactorios de su gestión.

CUADRO N° 1

COSTOS TEORICOS DE LA EMISION DE BONOS DE CANCELACION DE DEUDA
(Ley 5.728) - PROVINCIA DE TUCUMAN

Meses	Gastos Mensuales	Premios Teóricos	Impuestos Leyes N° 20.630-22.916	Costo Mensuales Totales	Valor Nominal de las Emisiones participantes en los Sorteos	Costo Mensual sobre la Emisión
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<u>1985</u>						
Octubre (*)	93.076	40.212	9.776	143.060	10.000.000	1,4306 %
Noviembre	25.121	96.321	23.406	144.848	10.188.000	1,4218 %
Diciembre	27.886	96.417	23.429	147.732	10.188.000	1,4501 %
<u>1986</u>						
Enero	17.942	115.337	28.027	161.306	9.938.000	1,6231 %
Febrero	15.370	96.084	23.348	134.802	9.938.000	1,3564 %
Marzo	19.966	94.115	22.870	136.951	9.938.000	1,3781 %
Abril	18.872	88.508	21.507	128.887	8.950.000	1,4401 %
Mayo	15.264	107.477	26.117	148.858	8.950.000	1,6632 %
Junio	17.921	90.257	21.932	130.110	9.671.000	1,3454 %
Julio	14.949	108.863	26.454	150.266	9.671.000	1,5538 %
Agosto	14.236	93.710	22.772	130.718	9.671.000	1,3516 %
Setiembre	39.645	94.739	23.022	157.406	9.671.000	1,6276 %
Octubre	23.601	114.969	33.111	171.681	9.671.000	1,7752 %
Noviembre	25.954	97.473	28.072	151.499	9.671.000	1,5665 %
Diciembre	30.472	104.979	30.234	165.685	9.671.000	1,7132 %

CUADRO N° 1 - (Continuación)

Meses	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<u>1987</u>						
Enero	23.698	125.960	36.276	185.934	9.671.000	1,9226 %
Febrero	29.017	108.262	31.179	168.458	9.671.000	1,7419 %
Marzo	21.525	195.971	56.440	273.936	15.121.000	1,8116 %
Abril	36.082	185.638	53.464	275.184	17.600.000	1,5635 %
Mayo	91.312	159.813	46.026	297.151	17.600.000	1,6884 %
Junio	1.207	192.401	55.411	249.019	19.000.000	1,3106 %
Julio	316.507	245.060	70.577	632.144	60.296.200	1,0484 %
Agosto	15.892	184.738	53.205	253.835	60.296.200	0,4210 %
Setiembre	215.480	1.135.411	326.998	1.677.889	60.296.200	2,7827 %
Octubre	237.000	1.960.500	564.624	2.762.124	60.296.200	4,5809 %

NOTA: Valores en A Corrientes.

(*) Incluye los gastos de impresión de agosto y setiembre de 1985.

FUENTE: Elaboración Propia.

CUADRO N° 2
COSTOS REALES DE LOS BONOS DE CANCELACION DE DEUDAS
(Ley 5.728) PCIA. DE TUCUMAN

Meses	Gastos de Impresión	Gastos de Transp.	Gastos de la Caja Popular	Premios Netos	Impuestos	Gastos del Bco. Prov.	Costo Mensual Total	Sdo. Promedio Bonos en circulación	Costo Real Mens.	Costo Mensual Total	Sdo. Promed. Bono en Circ.
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)
	A	A	A	A	A	A	A	A	%	U\$S	U\$S
1985											
Agosto	22.120	-	-	-	-	-	22.120	-	-	22.922	-
Setiembre	6.403	-	-	-	-	-	6.403	-	-	7.095	-
Octubre	42.785	7.500	-	1.956	475	14.268	66.984	-	-	70.883	-
Noviembre	8.290	1.640	930	29.216	7.100	14.268	61.437	6.191.121	0,99%	71.231	7.178.111
Diciembre	11.414	-	2.204	37.941	9.220	14.268	75.047	7.538.386	0,99%	84.798	8.740.158
1986											
Enero	-	-	3.674	27.691	6.729	14.268	52.362	6.795.275	0,77%	59.166	7.678.277
Febrero	-	-	1.099	33.739	8.199	14.271	57.308	6.527.722	0,87%	66.061	7.375.957
Marzo	-	-	6.676	19.228	4.672	13.290	43.866	6.118.863	0,71%	46.419	7.053.444
Abril	-	-	5.582	21.239	5.161	13.290	45.272	7.020.816	0,64%	49.477	7.429.435
Mayo	-	-	1.974	23.089	5.611	13.290	43.964	6.841.729	0,64%	49.121	7.477.299
Junio	1.465	-	3.166	14.320	3.480	13.290	35.721	6.117.273	0,58%	40.249	6.834.942
Julio	-	-	1.659	18.021	4.379	13.290	37.349	6.570.085	0,57%	40.160	7.402.913
Agosto	-	-	951	22.365	5.435	13.285	42.036	6.657.597	0,63%	35.324	7.158.706
Setiembre	-	-	2.389	21.883	5.317	37.256	66.845	6.330.020	1,05%	54.903	5.319.345
Octubre	2.198	-	2.713	50.175	14.450	18.690	88.226	7.322.284	1,20%	59.332	6.014.196
Noviembre	1.803	1.206	4.309	17.158	4.942	18.636	48.074	8.051.865	0,59%	36.443	6.327.595
Diciembre	3.833	-	6.521	24.612	7.080	20.118	62.172	8.071.939	0,77%	36.166	5.615.262
1987											
Enero	1.546	-	2.373	18.634	5.366	19.779	47.698	7.908.164	0,60%	29.352	4.679.387
Febrero	4.234	-	6.392	53.169	15.313	18.391	97.499	10.124.624	0,96%	56.357	6.230.538
Marzo	-	-	3.949	20.396	5.874	17.576	47.795	9.617.834	0,49%	23.343	5.559.442
Abril	19.557	-	6.136	14.130	4.070	10.389	54.282	12.772.987	0,42%	26.034	6.238.333
Mayo	29.345	4.512	5.386	80.443	23.168	52.069	194.923	12.528.010	1,55%	94.165	6.008.638
Junio	-	-	1.207	19.255	5.545	-	26.007	13.972.465	0,18%	12.040	6.749.983
Julio	304.149	6.801	5.557	30.280	8.720	-	355.507	14.204.262	2,50%	138.060	6.576.047
Agosto	12.303	-	3.589	41.149	11.851	-	68.892	23.917.702	0,28%	22.080	9.288.428
Setiembre	158.000	52.361	5.119	248.783	71.650	-	535.913	44.346.968	1,21%	148.864	14.213.771
Octubre	237.000	-	-	-	-	-	237.000	-	-	58.088	-

CUADRO N° 3

Alternativa "A": Costo financiero mensual proveniente de captar fondos a tasa activa regulada.

Provincia de Tucumán

MES/AÑO	Bonos en Circulación (2) A	Costo Financ. Acumulado (3) A	Capital al Inicio (4)=(2)+(3) A	Tasa de Interés		Interés Mensual (7)	Sellado (1 %) (8)	Costo total Vencido (9)=(7)+(8) A	Costo total vencido En % (10)	Costo total vencido en U\$S (11) (**)
				Efectivo mensual (5) (*)	Equivalent. (6)					
1985										
Noviembre	6.191.121	-	6.191.121	4,5%	4,5 %	278.600,44	61.911,21	340.511,65	5,50 %	394.796,12
Diciembre	7.538.386	340.511,65	7.878.897,65	4,5%	4,65344%	366.639,77	78.788,98	445.428,75	5,65 %	503.309,32
1986										
Enero	6.795.275	785.940,40	7.581.215,40	4,5%	4,65344%	352.787,31	75.812,15	428.599,46	5,65 %	484.293,18
Febrero	6.527.722	1.214.639,86	7.742.261,86	4,5%	4,1938 %	324.694,98	77.422,62	402.117,60	5,19 %	463.536,14
Marzo	6.118.863	1.616.657,46	7.735.520,46	4,5%	4,65344%	359.967,80	77.355,20	347.323,-	5,65 %	462.775,66
Abril	7.020.816	2.053.980,46	9.074.796,46	4,5%	4,5 %	408.365,84	90.747,96	499.113,80	5,50 %	545.479,56
Mayo	6.841.729	2.553.094,26	9.394.823,26	4,5%	4,65344%	437.182,46	93.948,23	531.130,69	5,65 %	593.442,11
Junio	6.117.273	3.084.224,95	9.201.497,95	4,5%	4,5 %	414.067,41	92.014,98	506.082,39	5,50 %	570.233,68
Julio	6.570.085	3.590.307,34	10.160.392,34	5,7%	5,8955%	599.005,93	101.603,92	700.609,85	6,90 %	753.343,92
Agosto	6.657.597	4.290.917,19	10.948.514,19	5,7%	5,8955 %	645.469,65	109.485,14	754.954,79	6,90 %	634.415,79
Setiembre	6.330.020	5.045.871,98	11.375.891,98	7,0%	7,0 %	796.312,44	113.758,92	910.071,36	8,00 %	747.491,88
Octubre	7.322.284	5.955.943,34	13.278.227,34	7,0%	7,24159%	961.554,78	132.782,27	1094.337,05	8,24 %	859.989,82
Noviembre	8.051.865	7.050.280,39	15.102.145,39	7,0%	7,0%	1.057.150,18	151.021,45	1208.171,63	8,00 %	840.467,22
Diciembre	8.071.939	8.258.452,02	16.330.391,02	7,0%	7,24159%	1.182.579,96	163.303,91	1345.883,87	8,24 %	796.380,99
1987										
Enero	7.908.164	9.604.335,89	17.512.499,89	7,0%	7,24159%	1.268.183,44	175.125,-	1443.308,44	8,24 %	888.189,81
Febrero	10.124.624	11.047.644,33	21.172.268,33	7,0%	6,51845%	1.380.103,72	211.722,68	1591.826,40	7,52%	920.130,87
Marzo	9.617.834	12.639.470,73	22.257.304,73	4,0%	4,13605%	920.573,25	222.573,05	1143.146,30	5,14 %	558.313,21
Abril	12.772.987	13.782.617,03	26.555.604,03	5,0%	5,0 %	1.327.780,20	265.556,04	1593.336,24	6,00 %	764.190,04
Mayo	12.528.010	15.375.953,27	27.903.963,27	5,5%	5,68845%	1.587.303,-	279.039,63	1866.342,63	6,69 %	901.614,80
Junio	13.972.465	17.242.295,90	31.214.760,90	7,0%	7,0 %	2.185.033,26	312.147,61	2497.180,87	8,00 %	1.156.102,25
Julio	14.204.262	19.739.476,77	33.943.738,77	9,0%	9,31356%	3.161.370,48	339.437,39	3500.807,87	10,31 %	1.359.534,04
Agosto	23.917.702	23.240.284,64	47.157.986,64	10,0%	10,35003%	4.880.865,76	471.579,87	5352.445,63	11,35%	1.715.527,45
Setiembre	44.346.968	28.592.730,27	72.939.698,27	12,0%	12,0 %	8.752.763,79	729.396,98	9482.160,77	13,00 %	2.633.933,55
TOTALES						33.648.355,85	4426.535,19	38074.891,04		19.547.494,41

(*) : Tasas establecidas por el Banco Central de la República Argentina. (B.C.R.A.).

(**) : Cotización del dólar: Fuente: diario "La Nación", tipo vendedor libre, del último día hábil de cada mes.

CUADRO N° 4

Alternativa "B": Costo financiero mensual proveniente de captar fondos a tasa pasiva libre.

Provincia de Tucumán

MES/AÑO (1)	Bonos en Circulación (2)	Costo Financiero Acumulado (3)	Capital al Inicio (4)=(2)+(3)	Tasa de Interés		Costo total Vencido (7)	Costo total Vencido en US\$ (8) (**)
	A	A	A	Efectiva mensual (5) (*)	Equivalent. (6)		
1985							
Noviembre	6.191.121	-	6.191.121,-	5,10%	5,10%	315.747,17	366.083,68
Diciembre	7.538.386	315.747,17	7.854.133,17	5,16%	5,33651%	419.136,60	473.600,68
1986							
Enero	6.795.275	734.883,77	7.530.158,77	5,39%	5,57459%	419.775,48	474.322,58
Febrero	6.527.722	1.154.659,25	7.682.381,25	4,66%	4,34269%	333.622,-	384.578,67
Marzo	6.118.863	1.488.281,25	7.607.144,25	4,59%	4,74658%	361.079,19	382.094,38
Abril	7.020.816	1.849.360,44	8.870.176,44	4,18%	4,18%	370.773,38	405.216,81
Mayo	6.041.729	2.220.133,82	9.061.862,82	4,31%	4,45682%	403.870,91	451.252,41
Junio	6.117.273	2.624.004,73	8.741.277,73	4,33%	4,33%	378.497,33	426.475,86
Julio	6.570.085	3.002.502,06	9.572.587,06	4,68%	4,83972%	463.286,41	498.157,43
Agosto	6.657.085	3.465.788,47	10.123.385,47	6,80%	7,03446%	712.125,50	598.424,79
Setiembre	6.330.020	4.177.913,97	10.507.933,97	7,11%	7,11%	747.114,11	613.646,09
Octubre	7.322.284	4.925.028,08	12.247.312,08	7,60%	7,86305%	963.012,27	756.787,64
Noviembre	8.051.865	5.888.040,35	13.939.905,35	7,82%	7,82%	1.090.100,60	758.330,85
Diciembre	8.071.939	6.978.140,95	15.050.079,95	8,43%	8,72292%	1.312.806,43	776.808,54
1987							
Enero	7.908.164	8.290.947,38	16.199.111,38	7,59%	7,85269%	1.272.066,-	782.809,85
Febrero	10.124.624	9.563.013,38	19.687.637,38	7,85%	7,30801%	1.438.774,51	831.661,57
Marzo	9.617.834	11.001.787,89	20.619.621,89	4,37%	4,51891%	931.782,16	455.082,86
Abril	12.772.987	11.933.570,05	24.706.557,05	7,49%	7,49%	1.850.521,12	887.540,11
Mayo	12.528.010	13.784.091,17	26.312.101,17	7,47%	7,72839%	2.033.501,80	982.368,02
Junio	13.972.465	15.817.592,97	29.790.057,97	8,58%	8,58%	2.555.986,97	1.183.327,30
Julio	14.204.262	18.373.579,94	32.577.841,94	12,11%	12,53799%	4.084.606,56	1.586.254,97
Agosto	23.917.702	22.458.186,50	46.375.888,50	13,79%	14,28105%	6.622.963,82	2.122.744,81
Setiembre	44.346.968	29.081.150,32	73.428.118,32	16,01%	16,01%	11.755.841,74	3.265.511,59
TOTALES						40.836.992,06	19.463.081,49

(*): Información lograda en base a la encuesta diaria que emite el B.C.R.A. de las tasas pasivas libres en 20 instituciones de plaza.

(**): Cotización libre del dólar: fuente: diario "La Nación", del último día hábil de cada mes.

CUADRO N° 5

Alternativa C: Costo financiero mensual proveniente de captar fondos a través de redescuentos

del B.C.R.A. Provincia de Tucumán

MES/AÑO (1)	Bonos en Circulación (2) A	Costo financiero Acumulado (3) A	Capital al Inicio (4)=(2)+(3) A	Tasa de Interés		Costo total Vencido (7) A	Costo total Vencido en U\$S (8) (**)
				Efectiva mensual (5) (*)	Equivalent. (6)		
<u>1985</u>							
Noviembre	6.191.121	-	6.191.121.-	5,00%	5,00%	309.556,05	358.905,57
Diciembre	7.538.386	309.556,05	7.847.942,05	5,00%	5,1709%	405.809,24	458.541,51
<u>1986</u>							
Enero	6.795.275	715.365,29	7.510.640,29	5,00%	5,1709%	388.367,70	438.833,56
Febrero	6.527.722	1.103.732,99	7.631.454,99	5,00%	4,65902%	355.551,01	409.857,07
Marzo	6.118.863	1.459.284.-	7.578.147.-	6,69%	6,92055%	524.449,45	554.972,96
Abril	7.020.816	1.983.733,45	9.004.549,45	6,18%	6,18%	556.481,16	608.176,13
Mayo	6.841.729	2.540.214,61	9.381.943,61	6,18%	6,39245%	599.736,05	670.096,15
Junio	6.117.273	3.139.950,66	9.257.223,66	6,18%	6,18%	572.096,42	644.615,68
Julio	6.570.085	3.712.047,08	10.282.132,08	6,68%	6,91019%	710.514,86	763.994,47
Agosto	6.657.085	4.422.561,94	11.080.158,94	8,79%	9,09595%	1.007.845,72	846.929,18
Setiembre	6.330.020	5.430.407,66	11.760.427,66	9,79%	9,79%	1.151.345,87	945.663,96
Octubre	7.332.284	6.581.753,53	13.904.037,53	10,59%	10,96169%	1.524.117,49	1.197.734,77
Noviembre	8.051.865	8.105.871,02	16.157.736,02	10,59%	10,59%	1.711.104,24	1.190.333,38
Diciembre	8.071.939	9.816.975,26	17.888.914,26	11,19%	11,58383%	2.072.221,42	1.226.166,52
<u>1987</u>							
Enero	7.908.164	11.889.196,68	19.797.360,68	10,76%	11,13795%	2.205.020,13	1.356.935,46
Febrero	10.124.624	14.094.216,81	24.218.840,81	10,76%	10,00795%	2.423.809,48	1.401.045,94
Marzo	9.617.834	16.518.026,29	26.135.860,29	6,25%	6,46493%	1.689.665,07	825.233,25
Abril	12.772.987	18.207.691,36	30.980.678,36	9,00%	9,00%	2.788.261,05	1.337.295,47
Mayo	12.528.010	20.995.952,41	33.523.962,41	9,00%	9,31356%	3.122.274,35	1.508.345,10
Junio	13.972.465	24.118.226,76	38.090.691,76	10,50%	10,50%	3.999.522,63	1.851.630,85
Julio	14.204.262	28.117.749,39	42.322.011,39	12,80%	13,25379%	5.609.270,51	2.178.357,48
Agosto	23.917.702	33.727.019,90	57.644.721,90	15,20%	15,74464%	9.075.953,94	2.908.959,60
Setiembre	44.346.968	42.802.973,84	87.149.941,84	15,70%	15,70%	13.682.540,87	3.800.705,80
TOTALES						56.485.514,71	27.483.329,86

(*): Tasas establecidas por el B.C.R.A.

(**): Cotización del dólar: Fuente: diario "La Nación", tipo vendedor libre, del último día hábil de cada mes.

CUADRO N° 6

BONOS DE CANCELACION DE DEUDA

Ganancia de la emisión por diferencia de cotización del dólar estadounidense

<u>MES</u>	<u>Emisión</u> <u>A</u>	<u>Emisión</u> <u>Acumulada A</u>	<u>Emisión</u> <u>U\$S</u>	<u>Ingreso</u> <u>Acumulado U\$S</u>	<u>Costos Totales</u> <u>Acumulados U\$S</u>	<u>Rescate de la</u> <u>Emisión U\$S</u>	<u>Egreso Total</u> <u>U\$S</u>	<u>Ganancia Acumulada</u> <u>U\$S</u>
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)=(6 +7)	(9)= (5 - 8)
1985	Octubre	10.000.000	11.594.203	11.594.203	165.867	11.594.203	11.760.070	- 165.867
	Noviembre	188.000	217.970	11.812.173	333.806	11.812.173	12.145.979	- 333.806
1986	Junio	721.000	812.394	12.624.567	1.437.099	12.291.830	13.728.929	- 1.104.362
	Noviembre	3.475.000	2.417.391	15.041.958	2.078.112	10.006.260	12.084.372	+ 2.957.586
1987	Enero	1.975.000	1.215.385	16.257.343	2.290.569	10.067.080	12.357.649	+ 3.899.694
	Abril	3.500.000	1.678.657	17.936.000	2.653.712	9.524.700	12.178.412	+ 5.757.588
	Junio	1.394.000	645.370	18.581.370	2.912.546	9.839.346	12.751.892	+ 5.829.478
	Julio	44.100.000	17.126.213	35.707.583	3.158.037	25.379.805	28.537.842	+ 7.169.741
	Octubre	--	--	35.707.583	4.382.458	16.017.827	20.400.285	+15.307.298

FUENTE: Elaboración propia.

CUADRO N° 7

Depósitos y efectivo en Tucumán. (en miles de Australes)

Trimestre	Depósitos de particulares c/c		Depósitos de Particulares caja ahorro		Depósitos Oficiales		Total de Depósitos (*)		Efectivo poder público	Total	Bonos en Circulación		Relación Bonos/ efectivo p.púb.
	(1)	(2)%	(3)	(4)%	(5)	(6)%	(7)	(8)%	(9)	(10)	(11)	(12)%	(13)%
IV 1985	15.044	1,51	20.181	1,37	15.718	0,65	112.539	1,32	26.705	139.244	6.864	4,93	20,45
I 1986	14.889	1,27	22.210	1,39	12.948	0,47	127.234	1,26	23.462	150.696	6.481	4,30	21,64
II 1986	17.565	1,29	25.139	1,32	14.802	0,44	139.184	1,19	26.055	165.239	6.660	4,03	20,36
III 1986	18.187	1,37	29.957	1,38	20.217	0,53	156.782	1,15	34.398	191.180	6.519	3,41	15,93
IV 1986	22.788	1,43	33.969	1,32	24.753	0,64	204.317	1,24	38.534	242.851	7.815	3,22	16,86
I 1987	28.129	1,41	42.214	1,31	26.953	0,66	235.722	1,20	39.128	274.910	9.217	3,25	19,06
II 1987	34.278	1,51	53.811	1,47	25.335	0,56	287.431	1,21	55.344	342.775	13.091	3,82	19,13
Sept. 1987	30.042	1,32	56.678	1,25	30.436	0,58	364.174	1,24	59.942	424.116	44.346	10,46	42,52

(1), (3), (5) y (7) Datos de depósitos en miles de Australes en Tucumán.-

(2), (4), (6) y (8) Proporción de esos depósitos respecto al total del país.

(9) Estimado efectivo en poder del público en Tucumán C = Efectivo en poder del público país. D = Depósitos totales país

C/D = Relación en el total del país que aplicamos a Tucumán (I 86) = 18,44% (II 86) = 18,72% (III 86) = 21,94%

(IV 86) = 18,86% (I 87) = 16,60 (II 87) = 19,25% y setiembre 1987 = 16,46%

(12) Relación Bonos s/total (efectivo más depósitos totales) o sea (11) / (10) . 100.

(13) Relación Bonos s/efectivo total, o sea (11) / ((9) + (11)) . 100.

(*) Total de depósitos incluye otros que los señalados en (1), (3) y (5).