

## Serie Policy Briefs N° 1

### **El desarrollo del sistema financiero en un entorno inflacionario Análisis, perspectivas y recomendaciones para el caso argentino<sup>1</sup>**

Comité de Advocacy, CFA Society Argentina

26 de julio de 2021

#### **Resumen ejecutivo**

**Existe mucha y muy reconocida evidencia académica que muestra con claridad la correlación entre el desarrollo del sistema financiero y crecimiento económico.** Desde King y Levine (1993) aparecieron diversos autores que mostraron, con diferentes ópticas y metodologías e incluyendo distintos grupos de países, que existe esa causalidad. Las ideas, los proyectos de inversión y hasta el desarrollo del capital humano encuentran más financiamiento en un sistema desarrollado. Esto redundo en más inversión, más productividad y más crecimiento. Adicionalmente, el sistema financiero puede ayudar a una más eficiente asignación de recursos poniendo más dinero en los proyectos que generan más productividad, empujando el crecimiento. Además, en mercados chicos las empresas con proyectos no consiguen fondos de largo plazo en el mercado local y van al exterior incrementando el riesgo de balance de empresas locales. Hacerlo localmente reduce este riesgo y, por ende, baja el costo de capital haciendo viable una mayor cantidad de proyectos, retroalimentando el efecto positivo.

**También existen distintos artículos académicos que muestran que el desarrollo del sistema financiero es más fácil cuando la inflación es baja, ya que facilita los contratos en la moneda del país.** En particular es especialmente difícil hacer contratos de crédito cuando no sólo la inflación es alta, sino que es volátil. Esto quita visión a los jugadores (o suma incertidumbre) para pensar contratos de largo plazo y la incertidumbre se paga con menor actividad o con tasas de interés más elevadas que en definitiva atentan contra el desarrollo del mercado, ya sea bancario o de deuda a través del mercado de capitales. La literatura destaca que tasas más altas pueden generar un problema de selección adversa en donde sólo los malos proyectos convalidan tasas altas.

**Adicionalmente, hay que señalar que la inflación es un problema complejo que, aún con las políticas adecuadas, tarda en resolverse.** El artículo de Fernando Morra<sup>2</sup> (actual Secretario de Política Económica) muestra con mucha elocuencia los casos de Chile y Colombia que tardaron más de 10 años en bajar inflación a un dígito viniendo de inflación moderada, como es el caso de la Argentina hoy. El promedio de la muestra citada en este trabajo es 4 años, pero eso no parece muy probable en el escenario actual. Es decir, ni en los casos más fáciles (ciertamente no Argentina) resolver la inflación es rápido. El desarrollo del mercado de capitales no puede esperar a que eso ocurra y, de hecho, no es conveniente que espere.

**Para no entrar en un círculo vicioso de no desarrollo del mercado, no crecimiento, no generación de políticas de largo plazo, es menester intentar desarrollar el mercado de**

---

<sup>1</sup> El presente documento ha sido elaborado por el Lic. Andrés Borenstein y revisado por miembros del Comité de Advocacy de CFA Society Argentina.

<sup>2</sup> Moderando inflaciones moderadas, 2014 Universidad de La Plata

**capitales mientras dura la inflación alta o moderada, aún con las dificultades e imperfecciones que ello acarrea.** Para eso es clave tener los instrumentos adecuados que generen más certidumbre, reduzcan la tasa real para evitar efectos de selección adversa, darles continuidad contractual y cierto incentivo desde la autoridad regulatoria: el clásico “*nudge*” que popularizaron Richard Thaler y Cass Sunstein<sup>3</sup> en su libro.

**Por último, es importante no repetir errores del pasado.** Los países emergentes tienen instrumentos de deuda atados a la inflación por 600.000 millones de dólares, aproximadamente 1.5 veces el PBI argentino, es decir se convirtieron en una herramienta de financiamiento importante. Para poder desarrollar este mercado es necesario preservar el cumplimiento de estos contratos, privilegiando la credibilidad del INDEC por encima de cualquier necesidad política y evitar salvatajes a distintos deudores (por cuestiones sociales, políticas o estratégicas) pasándole el costo al mercado. Se puede pensar en fondos de salvataje financiados con impuestos u otros mecanismos para poder tener una válvula de escape frente a situaciones imprevistas. La idea es que las eventuales pérdidas para el mercado provengan exclusivamente de las que se originan en el riesgo crédito, es decir el riesgo intrínseco del negocio financiero en cualquier mercado del mundo.

En este trabajo se revisa brevemente la literatura existente en el capítulo 1. El capítulo 2 se analizan las alternativas de instrumentos utilizables en entornos de inflación moderada y en el último capítulo se esbozan algunas recomendaciones de política a la luz de las experiencias internacionales y de la reciente historia argentina.

---

<sup>3</sup> Nudge, improving decisions about health, wealth and happiness, 2008.

## **1. La literatura del desarrollo del sistema financiero**

La obra seminal de Robert King y Ross Levine de 1993 <sup>4</sup> recabó información de 80 países entre 1960 y 1989 y encontró una alta correlación entre el desarrollo del sistema financiero y el crecimiento económico y la inversión. Los estudios mostraron que la fortaleza de la banca privada, la penetración del crédito y del crédito al sector privado no financiero están correlacionados positivamente con el crecimiento económico. Beck, Levine y Loayza (2000)<sup>5</sup> resolvieron bien la cuestión de la causalidad, mostrando que el desarrollo del mercado viene primero y luego el crecimiento, y no al revés.

**Para la misma época Pablo Guidotti y José de Gregorio <sup>6</sup> encuentran la misma relación para América Latina, aunque el canal no es el tamaño del sistema, sino cómo el desarrollo del sistema propende a inversiones más eficientes.** Una de las conclusiones para América Latina es que no sirve el desarrollo del sistema si la regulación es pobre. Levine y Zerbos (1998)<sup>7</sup> hallaron que el desarrollo del mercado accionario también correlaciona muy bien con el crecimiento de la economía.

**Más allá de las regresiones, y muchos artículos más que con diferentes metodologías y diferentes muestras temporales y de países llegan a la misma conclusión, es importante entender los canales de transmisión.** En primer lugar, un sistema grande, líquido y profesional aumenta significativamente la probabilidad que los buenos proyectos consigan financiamiento. Esto a su vez implica una alta probabilidad de aumento de productividad en la economía.

**Sin embargo, cierta evidencia académica rompe con la idea de que mayor desarrollo del sistema financiero implica más crecimiento con datos posteriores a 1990.** Cechetti y Karroubi<sup>8</sup> (2015) ponen énfasis en temas de eficiencia y del excesivo traslado del capital humano del sector real al financiero. Sin embargo, esta literatura se podría aplicar a países con “demasiadas” finanzas, un umbral impreciso, pero que de todas maneras le queda grande a la Argentina y le quedará grande al menos en un par de generaciones. Dabla (2013)<sup>9</sup> va por el lado de que “exceso de finanzas” puede poner en jaque la estabilidad macro por el efecto de aumento en la volatilidad. Nuevamente, un punto válido a la luz de la gran recesión de 2008/2009, pero poco relevante en el caso argentino.

**Kahn, Senhadji y Smith (2001)<sup>10</sup> encontraron que una inflación más alta lleva a racionamiento de crédito y, por ende, menos inversión y crecimiento más bajo.** Según sus conclusiones existe una relación no lineal e inversa entre inflación y desarrollo del mercado. Cuando aumenta la inflación suelen caer las tasas de interés en términos reales, lo que hace descender la tasa de

---

<sup>4</sup> Robert King y Ross Levine, Finance and growth: Schumpeter might be right. Quarterly Journal of Economics, Agosto de 1993

<sup>5</sup> Beck, Levine y Loayza, Financial intermediation and growth: causality and causes, Journal of Monetary Economics, año 2000.

<sup>6</sup> Guidotti Pablo y de Gregorio José, Financial development and economic growth, IMF 1992

<sup>7</sup> Levine Ross y Zerbos Sara. Stock Market, Banks and Economic Growth, American Economic Review 1998.

<sup>8</sup> Cecchetti, S. G. y E. Kharroubi. “Why does financial sector growth crowd out real economic growth?”, BIS working paper 490, 2015.

<sup>9</sup> Dabla-N., E. y N. Srivisal. “Revisiting the link between finance and macroeconomic volatility”, IMF working paper 13/29, 2013.

<sup>10</sup> Kahn, Senhadji y Smith: Inflation and financial Depth, IMF 2001.

ahorro, y los bancos y el mercado de capitales terminan racionando el crédito. La definición es que con una inflación más alta hay menos incentivos a dejar depósitos a la vista en el sistema y al menos esa parte reduce el monto disponible para crédito.

**Otra forma de ver el problema es a través del nivel de inflación.** Cuando éste es bajo, una pequeña suba en la inflación puede no tener efectos de racionamiento de crédito. Más aún, en el margen puede inducir a acumular capital físico y humano, lo que debería ser bueno para el crecimiento de largo plazo de la economía. Pero una vez que se pasa cierto nivel, aparecen las fricciones en el mercado de crédito que indefectiblemente reducen la profundidad del sistema financiero.

**La literatura no describe cuál es el nivel en donde se pasa de un equilibrio bueno al malo.** En el escenario argentino que, ininterrumpidamente, está en una inflación de dos dígitos desde 2007 y desde el 2010 por encima del 20%, parecería bastante claro que el mercado se encuentra en un equilibrio malo. Una prueba de ello es que, por ejemplo, a nivel crédito bancario, nunca se recuperaron los valores de la Convertibilidad en donde los préstamos al sector privado como porcentaje del PBI llegaron a más del 24%, contra menos de un 10% en la actualidad.

**La volatilidad de la inflación hace poco viable cualquier contrato nominal que vaya más allá de unos pocos meses (el horizonte de previsibilidad de los agentes más sofisticados como banqueros, especialistas del mercado de capitales y grandes empresas).** Esto lleva a un racionamiento implícito. Los jugadores más sofisticados pueden, en teoría, endeudarse en el exterior en moneda extranjera (una máxima no siempre viable en Argentina). Los jugadores más vulnerables sólo conseguirán crédito a tasas altas y por plazos cortos, lo que saca del mercado a muchos potenciales agentes y deja un sistema financiero poco profundo.

**Jorge Streb<sup>11</sup> muestra cómo la inflación tiende a la desmonetización y funciona como una fuente informal de violación de contratos al licuar las deudas.** La relación de cantidad de moneda e inflación desde la década del 40 hasta la Convertibilidad muestra una inequívoca correlación. También abreva en la literatura institucional como uno de los requisitos para el desarrollo del mercado de capitales. La forma más tangible de incumplimiento de contratos es la tasa real de interés negativa medida ex post.

**Pablo Guidotti y Carlos Rodríguez<sup>12</sup> hablan de la ley de Gresham “al revés” que muestra cómo la moneda buena (el dólar) desplaza a la moneda mala y hace impulsar la dolarización de las economías.** Y lógicamente esto se termina exportando al sistema financiero. La estadística en la Argentina es elocuente. De acuerdo con los datos del INDEC, los argentinos (sector privado solamente) tienen activos en el exterior por 340.000 millones de dólares de los cuales 300.000 millones son líquidos. Es decir que esto es más importante que el volumen del sistema financiero local en donde los bancos cuentan con depósitos del sector privado por unos 60.000 millones de dólares y los fondos comunes de inversión tienen activos por algo más de 20.000 millones. Los números hay que manejarlos con cuidado sabiendo que hay una doble contabilidad ya que parte de los depósitos los tienen los fondos comunes de inversión. A esto hay que sumarle el dinero que los argentinos manejan de manera personal en bonos y acciones a través de cuentas comitentes, pero este es un número relativamente chico.

---

<sup>11</sup> Jorge Streb. Y, si no hay más remedio...inflación, desconfianza y la desintegración del sistema financiero en la Argentina, *Desarrollo Económico*, Vol 38 otoño de 1998

<sup>12</sup> Pablo Guidotti y Carlos Rodríguez, *Dollarization in Latin America: Gresham's law in reverse*. IMF staff papers 1992.

**El libro de Guillermo Laura y Ergasto Riva<sup>13</sup> destaca 4 logros de utilizar instrumentos indexados por inflación como en el caso de Chile.** Primero, se trató de conseguir una moneda universalmente aceptada (ver próxima sección). El segundo objetivo fue lograr una moneda estable que en el largo plazo siguió casi perfectamente los patrones de devaluación nominal. En tercer lugar, destacan el logro del desarrollo de mercado de capitales y financiamiento de infraestructura. En cuarto lugar, plantean que la moneda indexada contribuyó a solucionar el problema de la vivienda, aumentando el alcance del crédito con operaciones de hasta 25 años con tasas reales del 5%. Un dato no menor es que, por ejemplo, el mercado de hipotecas chilenos es de 20 puntos del PBI contra algo menos de 1 punto en el caso argentino. Es claro que hay una endogeneidad porque el mercado de capitales no se desarrolló solamente por la existencia de una moneda de cuenta indexada, pero hay consenso entre autores que este es uno de los pilares del desarrollo en presencia de inflación moderada.

---

<sup>13</sup> Laura Guillermo y Riva Ergasto (2012). La moneda virtual: unidad de cuenta ontológicamente estable. Pluma ediciones.

## 2. Desarrollando el mercado en un contexto inflacionario

Habiendo establecido que la inflación es un problema para el desarrollo del mercado y que la volatilidad de la inflación es aún más nociva, nos encontramos que la Argentina tiene los dos problemas. Desde 2009 hasta 2021 (tomando la estimación del REM a marzo de este año), la inflación promedia el 31% con un desvío estándar de 11 puntos. Es decir que en un 95% de probabilidad la inflación cae entre 9 y 53% anual si la curva fuera normal.

**Ya vimos que la volatilidad hace que sea muy difícil establecer, ex ante, si la tasa de interés será negativa o positiva en términos reales.** Y en economía y finanzas se dice que “manda el brazo corto del mercado”. Es decir, el mercado va a desaparecer o achicarse sustancialmente ante la incertidumbre de la existencia de una tasa real positiva que remunere adecuadamente el riesgo.

**Esto implica buscar otro esquema de tasas.** Y ahí no hay que innovar mucho. Chile creó la unidad de fomento (UF) en 1967. Ese instrumento fue ampliamente utilizado en la época en que Chile aún tenía “inflación moderada” en las décadas de 1980 y 1990, es decir un escenario compatible con la Argentina de hoy. El instrumento resultó muy poderoso. Chile hace años que no tiene inflación alta (allá por 1994 cruzó hacia abajo la línea del 10%) y en los últimos 20 años se mantuvo debajo de 5% con muy breves excepciones. Además de Chile hay muchos otros mercados emergentes que cuentan con una tasa de interés que ajusta por inflación. Brasil, Uruguay, Colombia, entre otros, son los ejemplos más cercanos para la Argentina.

**Algunos números que ilustran la penetración de estas tasas.** En Chile el sistema bancario tiene depósitos por 226.000 millones de dólares. Los plazos fijos son unos 135.000 millones y unos 55.000 millones están ajustados por inflación, especialmente los de largo plazo. De manera análoga casi el 60% del crédito bancario está ajustado por inflación y una abrumadora mayoría del crédito a más de un año y más de dos años está ajustado por UF. Esto genera varias externalidades positivas. Por un lado, la indexación es entendida por toda la sociedad que está expuesta tanto del lado de los ahorros como de los préstamos. Esto hace mucho más difícil que el contrato se incumpla por una necesidad política puntual dado que afectaría a un número muy significativo de personas.

**Por otro lado, esto no sólo hizo un sistema bancario mucho más profundo que a su vez hace que más proyectos y más familias cuenten con la flexibilidad de tener financiación, sino que además ayuda a desarrollar el mercado de capitales.** Los bancos suelen empaquetar estos créditos transformándolos en “*securities*” y dan la oportunidad a inversores más sofisticados de financiar a empresas o familias a través de “*trusts*” o fideicomisos. Esto a su vez le reduce el descalce de plazos a los bancos y posibilita que se multiplique la liquidez para la plataforma comercial del banco.

**Adicionalmente, el mercado de capitales tradicional en Chile adoptó los papeles ajustados por inflación.** En el 2019 se emitieron bonos por 11.000 millones de dólares en moneda nacional y la gran mayoría de los papeles fueron con ajuste inflacionario. Los bancos mayoristas emiten certificados de depósitos ajustados por inflación a inversores institucionales en una práctica común. Estos instrumentos, si bien no tienen oferta pública, ayudan a desarrollar el mercado de crédito.

**En Brasil también hay una tradición de papeles ajustados por inflación.** El mercado de títulos públicos ajustados por IPCA llegó a 200.000 millones de dólares. Se trata de los famosos bonos soberanos NTN-B. El público minorista, y desde luego los inversores institucionales, se acostumbraron a invertir en este tipo de papeles de manera de asegurarse rendimientos reales de largo plazo. En 2003, con un mercado mucho más pequeño, más del 85% de los bonos soberanos eran a tasa flotante o en dólares, mientras que hoy la tasa indexada por inflación y la tasa fija son mayoritarios. Una parte ínfima de la deuda pública brasileña está denominada en moneda extranjera.

**Adicionalmente, el sector privado también opera más papeles ajustados por inflación que en instrumentos de tasa fija en el mercado de capitales.** En una semana típica, como la primera de abril, en el mercado de valores se negocian 1.161 obligaciones negociables (debentures) de más de 500 empresas. De los 1.161 bonos, 731 estaban indexados al índice de inflación IPCA.

**En Uruguay la deuda pública indexada a la inflación o a los salarios es la más importante dentro del tramo de deuda local.** Y eso teniendo en cuenta que Uruguay junto a Perú y Bolivia son tradicionalmente los países más “dolarizados” de América Latina. De todas maneras, en Uruguay el mercado de capitales está en una etapa de desarrollo y los títulos indexados por inflación no se han popularizado fuera del sector público. De hecho, los bancos casi no captan depósitos indexados, aunque es una operatoria permitida por la regulación bancaria. De todas maneras, hay una semilla porque el mercado hipotecario sí tomó el ajuste por inflación como base. Lo esperable sería que, tarde o temprano, los bancos fueran empaquetando esos créditos y vendiéndolos en el mercado de capitales.

**En México se creó en los ochenta la UDI (unidad de inversión) mientras que en Colombia se creó la UVR (unidad de Valor Real) en los noventa.** Si bien estos países tuvieron sus problemas en la implementación por diversas razones, como por ejemplo el shock del Efecto Tequila en México, se puede decir que en líneas generales funcionaron. Es decir, de alguna manera los países más grandes de América Latina hicieron el esfuerzo de desarrollo de una moneda ajustada por inflación antes de tener la baja inflación que muestran en la última década. Dicho de otro modo, la institucionalidad de la unidad de cuenta fue anterior a los esfuerzos macroeconómicos que devinieron en inflaciones más bajas en todos los países de la región.

**En la Argentina los títulos atados a la inflación (CER o UVA) se vienen haciendo más populares.** En las últimas licitaciones de títulos públicos el gobierno ha emitido una porción mayoritaria de estos instrumentos. Hasta ahora los compradores han sido casi exclusivamente fondos institucionales e inversores relativamente sofisticados. Por ejemplo, de las colocaciones de deuda soberana en pesos en el primer trimestre del año un 32% fue en deuda indexada. El restante 68% se dividió entre deuda a tasa fija y deuda vinculada a una tasa variable como la tasa de política monetaria del Banco Central.

**Al cierre del año 2020 la deuda soberana ajustada por inflación alcanzó el equivalente de 42.000 millones de dólares, es decir algo más del 13% de toda la deuda pública del gobierno nacional.** Es un número que parece exiguo. Sin embargo, este es un problema de endogeneidad. Si no se desarrolla el mercado, tampoco se puede pretender que haya más deuda en pesos. En la Argentina la deuda pública total llega a 335.000 millones de dólares, de los cuales 200.000 millones están en manos de acreedores distintos del sector público repartidos entre el mercado (60%) y organismos internacionales (40%). La deuda que tiene el propio sector público se divide entre el Banco Central, la seguridad social y algunas otras agencias más pequeñas. Para abril de

2021 ya hay el equivalente a 46.000 millones de dólares de deuda atada a la inflación. Se estima que al menos la mitad está en manos de organismos oficiales.

**Existe un esfuerzo por llegar al inversor minorista.** Los bancos están regulatoriamente obligados a aceptar depósitos ajustados por inflación de 3 meses con un rendimiento real de 1% anual. Si bien este rendimiento no es alto, la falta de otras alternativas en presencia de restricciones cambiarias le dio cierto impulso a este instrumento que, si bien empezó lentamente, con el aumento de la inflación que se verificó desde octubre no ha parado de crecer. Los datos muestran que los depósitos ajustables pasaron de ser el 2% de todos los depósitos a plazo fijo en promedio en octubre 2020 a 3,5% en abril 2021. Medidos contra todos los depósitos bancarios, los depósitos indexados por inflación son aún menos del 2% del total.

**Lógicamente los datos coinciden con un salto esperado y materializado de la inflación.** Una prueba de fuego será ver cómo se comportan estos depósitos cuando la inflación baje. Hay que aclarar que estos depósitos crecen pese a que los bancos no los incentivan. En lo que va de 2021 el stock creció 124%, cuando el devengamiento de la inflación fue de 17%, es decir, que ha habido un fuerte impulso a invertir en plazos fijos indexados. Estos depósitos hoy son un costo de fondeo caro frente a otras alternativas que tienen los bancos en un momento en donde los préstamos no crecen en términos reales. Esto es así porque la inflación le viene ganando a la tasa de 34% y 37% que tienen los plazos fijos tradicionales. De todas maneras, el incentivo que tienen los bancos para captar estos depósitos es que los encajes son mucho más bajos que en los plazos fijos tradicionales (7% versus 32%). Otra forma de ver el costo para los bancos: si invirtieran esos fondos que captan en plazos fijos indexados en bonos del gobierno en plazos idénticos, se generarían pérdidas para los bancos. Es decir que para tener un margen positivo (aunque pequeño) el banco está obligado a correr un riesgo de descalce de plazo importante. De todas maneras, el desarrollo de este mercado es muy importante porque cuánto más gente entienda la mecánica de la tasa de interés o el capital indexado por la inflación, más difícil será alterar los contratos, quizás el enemigo número uno de estos mecanismos.

**Sin embargo, este nuevo despertar de activos atados al índice de inflación no ha atraído a muchos emisores más allá del soberano.** La mayoría de las empresas o fideicomisos que colocan papeles en el mercado de capitales optan por una tasa variable como la BADLAR o incluso utilizan el bono atado al dólar. Esto puede obedecer a dos fenómenos. Por un lado, sería lógico pensar que no hay suficiente demanda de inversores allí, aunque es un argumento cuestionable. No hay razón para pensar que si el mercado compra bonos soberanos no compraría bonos corporativos, incluso ganando una prima sobre los soberanos. No obstante, la evidencia muestra que no es la falta de inversores el problema. El “brazo corto” viene por el lado de la falta de emisores. Quizás el problema sea que la muestra de compañías más activas en el mercado de capitales tenga un sesgo a ingresos más atados al dólar y, por ende, prefieren emitir con cláusulas de ajuste al dólar. Otra hipótesis es que frente a la perspectiva de atraso cambiario y tasas reales negativas no sea interesante para muchos atar su pasivo al índice de inflación.

**El principal argumento para el desarrollo de instrumentos atados a la inflación es que en un contexto de baja credibilidad como es el caso argentino, el tener activos atados a la inflación elimina, al menos, el riesgo de licuación que implica la inflación.** En muchas ocasiones en la historia argentina, la inflación fue la solución sencilla para resolver el problema fiscal del gobierno de turno. Desde el lado del deudor, sea público o privado se asume que los ingresos están de alguna manera atados a la inflación (industriales, individuos, compañías de servicios, aunque no necesariamente aplica a exportadores y empresas reguladas), de manera que no debería haber un descalce generalizado ni aumentar el riesgo crédito el tener la deuda indexada.

Claramente para el deudor desaparece el beneficio de la licuación que la inflación genera en las deudas, pero en un mercado eficiente eso ya debería estar en los precios de los bonos o las tasas de interés de la deuda. Además, en la medida que existan instrumentos, las empresas que cuyos ingresos no están atados a la inflación podrán cubrir ese riesgo con otros instrumentos y así tomar deuda en el mercado de pesos indexados a la inflación.

**La deuda atada a la inflación no es la única forma de ayudar a resolver el problema del desarrollo del mercado en un contexto inflacionario.** La deuda atada al tipo de cambio y la deuda en moneda nacional a tasa variable podrían ayudar también, aunque probablemente sean subóptimas.

El problema de atarse al dólar es que genera los problemas del “pecado original”<sup>14</sup>, en referencia a los problemas que puede generar para un país cuando se endeuda en moneda extranjera. Es decir que se pierden grados de libertad en política cambiaria en el sentido que una devaluación termina generando un costo fiscal y un problema de balance, de manera que las autoridades tienden a usarlo como un último recurso.

**Usar una tasa variable como podría ser la tasa BADLAR (la que más usan las empresas emisoras de bonos) o la de política monetaria, que usa principalmente el gobierno, tiene en teoría una lógica económica.** Es esperable que haya una correlación muy alta entre la inflación y las tasas de interés, al menos en su dirección. ¿Cuál es el problema entonces? Nuevamente la Argentina tiene una larga historia de tasas de interés negativas en términos reales. Si bien el Banco Central es formalmente independiente, en la práctica rara vez los bancos centrales lo han sido de manera efectiva. La mayoría de los últimos directorios del Banco Central en la Argentina no han tenido confirmación del Congreso Nacional, lo que implica que con un decreto el Presidente de la Nación puede modificar su composición. Adicionalmente, es importante señalar que la tasa BADLAR está fuertemente regulada y por ende no necesariamente refleja las ofertas y demandas del mercado. Hoy el Banco Central pone un piso a esa tasa, lo que genera una asimetría.

---

<sup>14</sup> The Pain of Original Sin. Hausmann, Eichengreen, Panizza, agosto 2003. Universidad de Berkeley.

### 3. Recomendaciones de política

La Argentina necesita fortalecer su mercado de capitales como un punto de partida hacia otras mejoras institucionales. Para eso es necesario lograr un conjunto de consensos básicos incluyendo institucionales, económicos y jurídicos que den certidumbre a los instrumentos.

Visto y considerando que países que tienen inflación más baja que la Argentina siguen usando mucho y cada vez más instrumentos atados a la inflación parecería que se trata de un vehículo crucial para lograr estabilidad en la Argentina.

1. **Por más obvio que suene, la primera condición para usar este instrumento es dar toda la certidumbre posible de que el INDEC nunca más volverá a enfrentar un déficit de credibilidad como ocurrió entre 2007 y 2015.** Es un evento relativamente reciente como para que los inversores sofisticados y minoristas se lo olviden. Esto debe forzar a las autoridades a no dejar la más mínima duda que las estadísticas no tienen más error que el margen propio de cualquier estimación y carecen de cualquier intencionalidad política. Así como la mayoría de los países que redujo la inflación optó por darle independencia al Banco Central (de jure o de facto), sería sumamente útil darle un rango legislativo más elevado al INDEC y si se pudiera nombrar a algún referente de la oposición en el directorio sería una señal contundente.

**Se puede argumentar que los problemas de credibilidad del INDEC actuaron como una especie de default para los inversores (que incide sobre el stock de inversiones que ya tenía títulos atados a la inflación). El segundo efecto fue una sequía de nuevas emisiones ya que la demanda por instrumentos indexados desapareció de la escena (efecto flujo).** Esto llevó al surgimiento de instrumentos atados al dólar, lo que a su vez tiene el problema descrito como el “pecado original” y que, en teoría, genera mucho más riesgo de balance para el deudor y potencialmente también para el inversor local con pasivo en pesos (por ejemplo, una compañía de seguros o un cliente de un fondo que solamente quiere asegurar la preservación de un capital que gastará en el futuro).

2. **Una única unidad de cuenta.** Al ajustar por inflación surgen problemas lógicos porque no siempre los deudores tienen ingresos que ajustan por inflación. En la Argentina se intentó hacer un ajuste por salarios, como una alternativa. El problema de este tipo de medidas que pueden parecer más simpáticas, en realidad son más complejas. De lo que se trata es de generar liquidez como condición necesaria para el desarrollo del mercado. Entonces, si el esfuerzo de evitar licuaciones por inflación se dispersa en muchos instrumentos es posible que no se logre una masa crítica de liquidez. Además, la idea del desarrollo del mercado es que esos créditos minoristas se “securiticen” y se descarguen en el mercado. Incluso visto desde el marketing financiero, no hay razón para que los instrumentos indexados se llamen CER y UVA. Menos sentido tiene aún que se lance un nuevo sistema de créditos ajustados por salarios como se anunció recientemente.
3. **Cumplimiento de los contratos de manera estricta.** La Argentina tiene una vasta experiencia en incumplimiento de contratos. La macroeconomía es en buena medida la culpable. Pero hay cuestiones microeconómicas que se podrían evitar. El ejemplo clásico es el problema de los préstamos hipotecarios que se dieron con cláusula de ajuste por

inflación y que se hicieron relativamente populares en 2017 y 2018. Como hubo pérdida de poder adquisitivo del salario, las cuotas de los préstamos se hicieron más onerosas para muchas familias que, de todas maneras, patrimonialmente están en una posición mejor porque sus activos en dólares crecieron más que el valor de su deuda. Pero el lobby de un sector con una tasa de morosidad inferior al 0.5% consiguió que se suspenda la indexación de la deuda por un tiempo. Si hubiera habido un mercado secundario para esos títulos, habría ocurrido un default masivo.

**Esto no quiere decir que no haya mecanismos para evitar esos descalces.** En la legislación argentina se había planteado que ante determinados gatillos (diferencia de inflación versus salarios) los bancos tienen obligación de refinanciar de manera de hacer una cuota sustentable, pero sin pérdida de valor presente para el acreedor. De manera que, si ocurriera una contingencia, cambiaría la estructura del activo, pero no su valor. Hay muchas alternativas incluyendo la contratación de un seguro que se incluye en el precio. Es decir, existe un swap entre inflación y precios cuyo costo se hace invisible para el usuario, aunque lógicamente se paga de alguna manera. Los inversores sofisticados como bancos y tenedores de fideicomisos con préstamos indexados como subyacente entenderían perfectamente esta lógica.

**Quizás la alternativa más económica es que el Tesoro Nacional, a través del proceso presupuestario, otorgue ese seguro.** Un esquema así tiene Colombia, por poner un ejemplo. Es una potencial inversión de los pagadores de impuestos de un país que se recupera con desarrollo del mercado de capitales.

**Como señalan Galinsky y Grandes,<sup>15</sup> se puede plantear una estructura de swaps en donde el deudor pague un costo adicional por ese seguro con distintos sistemas de gatillo.** De esta manera se puede aislar al deudor de esos cambios bruscos en la macroeconomía, entendibles cuando la inflación no sólo es alta sino volátil. La ingeniería financiera tiene sentido ya que la volatilidad del salario real ha sido importante, lo que genera en potencia no sólo un problema económico financiero sino un problema social en las partes bajas del ciclo.

Si bien esto está enfocado en hipotecas, que es el sector más sensible políticamente y es el instrumento que más usualmente se securitiza y por ende influencia el mercado de capitales, es aplicable a todo tipo de préstamos o bonos. De cierta manera, esto podría agrandar el mercado de capitales creando swaps entre dólar e inflación que se negocien entre inversores institucionales y corporativos. Si una empresa cuyo flujo es dolarizado tuviese préstamos en moneda local indexada, podría cubrir su riesgo sin dificultades. Esta situación no es tan excepcional como se podría pensar. Un exportador argentino podría encontrar créditos de más largo plazo en el sistema financiero local, pero una apreciación real del peso importante lo dejaría con pérdidas de magnitud.

- 4. Fortalecer la presencia de inversores institucionales.** Más allá del éxito de las monedas indexadas en lugares como Chile y Brasil, los desarrollos de dichos mercados financieros son multicausales. Otros factores claves han sido la estabilidad macroeconómica (en el

---

<sup>15</sup> Galinsky Damián y Grandes Martin (2018). How can the risk from mismatch between inflation rates in the mortgage and labor markets be mitigated?

caso de Brasil conseguida pese a la inestabilidad política) y la presencia de inversores institucionales. En muchos casos en América Latina el desarrollo de estos jugadores vino de la mano de la privatización total o parcial de los sistemas de pensiones. La Argentina recorrió el camino inverso y no parece que vaya a haber espacio para un nuevo giro de política. Sin embargo, Brasil no ha privatizado los fondos de pensión, pero tiene un mercado de fondos de inversión que hacen que los volúmenes operados en renta fija y variable hayan tenido un importante crecimiento.

**El caso brasileño es especialmente interesante.** En las últimas dos décadas se expandió la cantidad de instrumentos disponibles, se multiplicó la base de inversores, se crearon centenas de fondos comunes de inversión, se creó una estructura abierta que facilita que inversores no sofisticados y clientes de banca privada se muevan de un fondo a otro, se mejoró la estructura de gobierno corporativo y el aparato regulatorio. Claramente la macroeconomía jugó un papel clave con tasas de inflación que por años lograron estacionarse en un dígito alto y luego bajaron del 5%. Parte de la historia se construyó con tasas reales muy altas que convivieron con gobiernos que tenían raíces más populares, pero que entendieron los beneficios del desarrollo del mercado y dejaron actuar a banqueros centrales que, aunque no eran independientes de jure, fueron independientes de facto. Henrique Meireles como banquero central de Lula es quizás el mejor ejemplo. Los cientos de IPOs y aumentos de capital que tuvo Brasil en la última década pagan tributo a estas políticas.

**La industria de fondos en Brasil se multiplicó por más de 8 en términos nominales en los últimos 15 años.** En la actualidad el stock de activos supera el billón de dólares, es decir que es 50 veces más grande que en la Argentina cuando el tamaño de la economía es aproximadamente 5 veces más grande, es decir tiene un tamaño relativo de 10 veces. Brasil aumentó la diversificación de productos, base de inversores, forma de comercialización, profesionalización.

5. **Incentivos gubernamentales. Hay muchas cosas que el gobierno puede hacer para ayudar a desarrollar el mercado aun en un entorno inflacionario. Son un conjunto de medidas fiscales y regulatorias. Aquí algunas ideas:**
  - a. **Incentivar seguros de retiro y de vida contratados bajo las leyes argentinas con deducción de pago de impuesto a las ganancias, una política que se implementó hace casi 30 años y luego no se actualizó.** La situación fiscal seguramente no permite una excesiva generosidad. La recientemente aprobada ley que exime del pago de ganancias a trabajadores que cobren menos de 150.000 pesos va en sentido contrario ya que la clase media no tendría incentivos a reducir sus pagos de impuestos a través de instrumentos de capitalización y ahorro. De todas formas, es algo que de a poco iría generando cierta demanda. Se podría también trabajar con empresas para plantear el un esquema en por cada peso de aporte de los empleados la empresa pone otro peso o una fracción pre-establecida para que sea más atractivo para los empleados sumarse a este tipo de esquemas de ahorro. También podría ser el Tesoro Nacional el que lo haga. En lugar de sacrificar recaudación de impuestos en el corto plazo complementa la cuenta de ahorro con títulos de deuda soberana.

- b. **Muchos observadores han planteado que, frente a la alta conflictividad laboral, se podría emular un sistema de seguro de desempleo como tiene el sector de la construcción en la Argentina o como se hace en Brasil.** Allí el empleador aporta un monto que se invierte y que luego lo exime de la indemnización. No sólo esto podría ser bueno para reducir pasivos contingentes de empresas y fomentar el empleo sino para generar esa masa de recursos que el trabajador no puede tocar mientras trabaja, pero podrían ser invertidos en títulos atados a la inflación y en menor medida en otros activos de mayor riesgo, aportando el granito de arena a la creación del mercado de capitales.
  
- c. **El rol de ANSES.** Las carteras del sector público son muy importantes y se utilizan habitualmente como herramientas de influencia, por ejemplo, para reducir la brecha cambiaria. El mercado conoce a nivel agregado el número de bonos en poder de ANSES, pero conoce muy poco sobre qué bonos tiene y cómo se operan. La información que provee el sector público en esta materia es escasa y llega muy tarde. Si bien no se trata de pedirle a los gerentes de portafolio que compartan su estrategia, esta política aumenta la incertidumbre en el mercado. Mayor transparencia y vocación por proveer liquidez serían un plus para el mercado de bonos.
  
- d. Para incentivar el uso de préstamos con CER o UVA se podría **pensar en una ventaja regulatoria** de la misma manera que existe cuando un banco da créditos a pequeñas compañías industriales o a través del sistema “Ahora 12”. Esta ventaja regulatoria se materializa a través de una baja de encajes o se puede pensar en alguna otra. Al generar más deudores con o sin seguro, se ayuda a desarrollar el mercado.
  
- e. **La educación financiera** es uno de los déficits más grandes que se ven en la Argentina. Hay muchos países que tienen programas de educación financiera desde el colegio primario y secundario que no sólo llevan a menos errores en materia de política financiera, sino que acercan a más gente a conceptos básicos. Esto hace que a la postre las personas no expertas le pierdan el miedo a invertir en productos más sofisticados que un plazo fijo. Y al mismo tiempo algunos conceptos básicos como restricción presupuestaria, costo de oportunidad, riesgo-retorno pasan a ser conceptos que los no expertos entienden y utilizan.

### **Consideraciones finales**

La Argentina enfrenta al menos 4 o 5 años de inflación alta o moderada y no se puede dar el lujo de poner el desarrollo del mercado financiero y de capitales en pausa hasta que la inflación baje a un dígito como en el resto de la región.

Una parte sustancial del ahorro local permanece en el exterior o fuera de los circuitos formales y al mismo tiempo hay un déficit de inversión, ya sea en proyectos productivos o familiares como puede ser la compra de una vivienda. El mercado financiero puede ser un igualador de oportunidades para financiar las ideas de los que no tienen una un stock de riqueza previo ni garantías.

Para lograr esto es necesario dar con los instrumentos adecuados. La Argentina los tiene y en cierta forma hay un desarrollo en la materia. Pero hay mucho más por hacer desde lo institucional, desde lo práctico y desde la generación de credibilidad para que esos instrumentos puedan volar más alto.