



Universidad de Buenos Aires
Facultad de Ciencias Económicas
Escuela de Estudios de Posgrado



Universidad de Buenos Aires Facultad de Ciencias Económicas Escuela de Estudios de Posgrado

MAESTRÍA EN FINANZAS

TRABAJO FINAL DE MAESTRÍA

Decisiones de cartera e inversión bajo el cepo cambiario

AUTOR: ARIEL ALEJANDRO WALOVNIK

DIRECTOR: GERMÁN PLESSEN

FEBRERO 2021

Dedicado a mi esposa y familia que siempre estuvieron a mi lado para apoyarme e insistirme en todos estos años de estudio y preparación. Sin ellos hubiera sido imposible tanto esfuerzo y dedicación.

Quiero agradecer a la gran cantidad de profesores y colegas tanto de la carrera de grado como de la Maestría de la Universidad de Buenos Aires con quienes tuve la fortuna de poder aprender y compartir opiniones a lo largo de muchos años.

Resumen

A lo largo de la historia argentina y bajo contextos económicos muy diferentes, se han instaurado distintas formas de controles de capital como respuesta a situaciones de emergencia o dificultades económicas, tanto globales como nacionales. Si bien existe una amplia literatura (FIEL, 1989; Edwards, 1999; Levy Yeyati, Schmukler y Van Horen, 2008) sobre las consecuencias que estos tipos de regulaciones producen en la economía, no conocemos en profundidad sobre los efectos que tienen sobre las decisiones de cartera de los individuos.

Centrando el análisis en el último control de cambios instaurado en Argentina hacia finales de 2011, el trabajo se estructurará partiendo de la observación de los principales instrumentos de ahorro para intentar comprender si fueron afectados a partir de la instauración de los controles de capital en Argentina. Posteriormente se intentará entender si dichos controles, y sus posibles efectos en los instrumentos de ahorro, afectaron las decisiones de cartera de los agentes privados no financieros. Se buscará dar cuenta del impacto de los controles de capital más allá de los aspectos usualmente trabajados y sus efectos en el mercado de capitales argentino. El análisis se limitará al período del llamado “cepo” instaurado en 2011 y dejará para futuros trabajos el análisis de la salida del mismo.

Teniendo en cuenta el efecto positivo del ahorro y la inversión sobre el desarrollo del país es importante conocer si han sido afectadas por las constantes regulaciones aplicadas a lo largo de la historia económica reciente. De esta forma, se irá delimitando hasta derivar en el foco principal del presente trabajo, respetando el orden secuencial de los estudios de enfoque cuantitativo. Se iniciará con un estudio de alcance descriptivo para entender los fenómenos, y se continuará con uno correlacional, buscando relacionar el cepo cambiario con las decisiones de cartera y con los activos que los agentes poseen.

Por esta vía, se ahonda en la comprensión de las consecuencias que dichos controles de cambio generan en una economía, concentrando el análisis sobre cuestiones no tan estudiadas como las decisiones de cartera.

Palabras clave: Decisiones de cartera, Controles de capital, inversión, reserva de valor.

Índice

1. Introducción	5
2. Planteamiento del tema	7
3. Marco teórico	13
3.1 Fuga de Capitales	13
3.2 Controles de capital	15
3.3 Efectividad de los controles de capital	16
3.4 Dolarización	17
3.5 Análisis de decisiones de cartera en Argentina	18
3.6 Inversión, ahorro y riqueza de los argentinos.....	21
4. Metodología	23
5. Hallazgos/desarrollo.....	25
5.1 Depósitos a plazo en pesos y en moneda extranjera.....	25
5.2 Evolución del sector inmobiliario	31
5.3 Turismo como forma de dolarización de consumo	37
5.4 Formas de obtener activos dolarizados.....	39
5.5 Instrumentos de Renta Fija en Dólares.....	49
5.6 Instrumentos de Renta Fija en moneda nacional.....	54
5.7 Cartera del inversor privado no financiero.....	57
5.7.1 Evolución de la cartera de privados previo al cepo	57
5.7.2 La cartera durante el cepo.....	63
6. Conclusiones/reflexiones finales	72

1. Introducción

A lo largo de la historia argentina y bajo contextos económicos muy diferentes, se han instaurado distintas formas de controles de capital como respuesta a situaciones de emergencia o dificultades económicas, tanto globales como nacionales. Establecido por primera vez en 1931, para responder a la crisis internacional y los controles impuestos por los países desarrollados, estos han sido una constante a lo largo de la historia argentina.

Numerosos estudios (FIEL, 1989; Edwards, 1999; Levy Yeyati, Schukler y Van Horen, 2008), han trabajado sobre las consecuencias que estos tipos de regulaciones producen sobre la economía. Tanto los riesgos asociados a su completa liberalización (mayor volatilidad y acentuación de los movimientos pro-cíclicos), como los efectos de su más fuerte instauración, han sido fuertemente debatidos.

Centrando el análisis en el último control de cambios instaurado en Argentina hacia finales de 2011 se estudiarán los cambios acontecidos sobre las decisiones de cartera de los agentes privados no financieros del país. Además, serán evaluadas las consecuencias que produjeron sobre los principales activos que estos agentes poseen en sus carteras. Se da cuenta del impacto de los controles de capital más allá de los aspectos usualmente trabajados, y sus efectos en el mercado de capitales argentino.

Existe un sinnúmero de factores que afectan las decisiones de cartera de los individuos. El contexto internacional (tanto en flujos como en tasas) y el ciclo económico (Frenkel, 2003; Levy Yeyati, Schukler y Van Horen, 2008), la elevada volatilidad macroeconómica (Fanelli, 2008; Heymann, 2006; Heymann y Kawamura, 2005; Corso, 2015) y los regímenes de tipo de cambio (Castillo y Winkelried, 2009; Ize y Levy Yeyati, 2000) han sido algunos de los elementos estudiados para explicar las decisiones de inversión de las personas, y el efecto que luego han tenido sobre la economía de un país.

La reciente experiencia de control de cambios en Argentina y sus efectos, despiertan un interesante caso para entender las implicancias de los controles de capital sobre las decisiones de cartera. Considerando el efecto positivo del ahorro y la inversión sobre el desarrollo del país, las elecciones que hacen los agentes no financieros son de vital importancia para ellas.

Los aproximadamente cuatro años de duración, del denominado “cepo cambiario”, representan una buena oportunidad para el análisis de sus efectos sobre el mercado de capitales y de activos, ya que estos pueden no haber resultado indemnes ante las restricciones impuestas en dicho período. Resulta importante, por lo tanto, conocer las consecuencias que el último control de cambios tuvo sobre las decisiones de cartera de estos agentes en Argentina y sobre los principales instrumentos de ahorro e inversión.

Por esta vía, se ahonda en la comprensión de las consecuencias que dichos controles de cambio generan en una economía, concentrando el análisis sobre cuestiones no tan estudiadas como las decisiones de cartera.

La mayoría de los estudios se han basado en los efectos macroeconómicos de los controles de capital (FIEL, 1989; Edwards, 1999) quitando el foco de los cambios en las decisiones individuales que estos generaban. El trabajo aquí planteado busca centrarse en ellas ya que son esenciales para comprender en su totalidad los efectos generados por los controles de capital y sobre todo, las consecuencias producidas por el último instaurado en Argentina.

El trabajo se estructura de la siguiente manera: Se analizara primero la evolución de los diferentes activos de inversión en Argentina durante el cepo con la intención de analizar si existieron cambios durante este periodo. En segundo lugar se analizará la cartera del inversor privado no financiero. El análisis se hará tanto para antes como para después de impuestas las restricciones de capital. El objetivo es comprender la evolución histórica de la cartera para luego abordar lo sucedido durante el periodo que el presente trabajo pretende analizar.

2. Planteamiento del tema

La historia argentina se encuentra llena de situaciones donde imperaron distintas formas de controles de capital y de regímenes cambiarios. Siguiendo un estudio realizado por FIEL podemos dividir en 4 etapas diferentes las experiencias nacionales de control y liberalización de cambios hasta 1981 (FIEL, 1989).

La instauración de los controles de cambio en Argentina, surge en 1931 como una respuesta al adverso e inédito contexto internacional generado por la Gran Depresión y posteriormente por la Segunda Guerra Mundial. El comienzo de esta fase, que culmina en 1945, se caracteriza por el desconocimiento y la falta de una base sólida en la que se intentó hacer un control total. A medida que las autoridades se fueron dando cuenta de la imposibilidad de realizar un control absoluto, se pasó a un sistema de control más acotado en el que básicamente se legalizó el mercado negro. La Segunda Guerra mundial, generó una marcada escasez en la importación de bienes junto con un marcado ingreso de capitales (que buscaban seguridad) que fue permitiendo la relajación de los controles.

La segunda fase, que culmina en 1958, se caracterizó por mantener los instrumentos de control heredados de la fase anterior. Se puede mencionar la existencia de altibajos de endurecimiento y relajación de los controles (enfocados principalmente en las importaciones), en las brechas cambiarias y finalmente las progresivas facilidades para el ingreso de capitales. A partir de 1955 comenzó un proceso que culminaría en la unificación cambiaria hacia 1959 acompañando la inserción argentina en organismos internacionales de colaboración monetaria y financiera (FMI, Banco Mundial, entre otros), y la normalización internacional del sistema financiero luego de la Segunda Guerra Mundial.

La tercera fase destacada en el estudio de FIEL va desde 1959 hasta 1971. Durante los primeros cuatro años de esta fase, prevaleció un mercado único cambiario con libre transferencia de fondos y con una política de flotación administrada. A partir de 1964 se impusieron límites a la liquidación de las exportaciones, regulaciones para ciertos tipos de exportaciones y trabas al movimiento de fondos. Reapareció así, aunque en menor medida, un sistema de control de cambios.

Finalmente, hacia 1967, se iniciaron reformas cambiarias con la intención de unificar el mercado de cambios y favorecer la integración financiera, pero en un contexto de un tipo de

cambio fijo. Para el final de este periodo, bajo una acelerada inflación y crecientes desequilibrios fiscales, se culminó con una devaluación y el restablecimiento de un sistema de control de cambios.

El periodo que abarca desde 1971 hasta 1981 puede separarse en dos etapas diferentes. En la primera, se restablecieron de forma plena los controles de capital bajo diferentes sistemas de administración del tipo de cambio que culminaron con fuertes devaluaciones. Se creó un mercado comercial para exportaciones tradicionales e importaciones permitidas, y otro para las transferencias y el restante de las exportaciones no tradicionales.

La segunda, estuvo signada por la unificación del mercado cambiario y de una apertura total de la cuenta de capitales del balance de pagos (habiendo pasado por intentos previos de controlar la entrada de los mismos). En relación a la administración del tipo de cambio, a partir de la unificación definitiva en 1978, entro en vigencia un sistema de crawling-peg activo en lo que fue denominado “la tablita” y que consistió en devaluaciones preanunciadas. Este periodo culmino con una fuerte crisis, con la reinstauración de los controles de capital y con fuertes devaluaciones, en un contexto económico muy frágil.

Pese a los intentos del gobierno Radical y los efectos positivos, aunque en el corto plazo del plan Austral, los controles de cambio fueron repuestos e incluso se dispuso el cierre total del mercado de cambiario tras el decreto nro. 1187. El cambio de gobierno tampoco generó grandes modificaciones en términos de las restricciones cambiarias hasta la instauración de la convertibilidad. De hecho, se obligó en diciembre de 1989 a congelar los depósitos a plazo fijo y a su cambio por bonos, en lo que se denominó “plan BONEX”. La convertibilidad impondría un esquema de caja de conversión que obligaba al banco central a comprar y vender divisas en una paridad fija establecida (luego del cambio de signo de la moneda) en un peso por un dólar. Se quitaron además los controles de capitales impuestos con anterioridad en un proceso de liberalización absoluto de la economía.

Con la insostenibilidad de la convertibilidad volverían los controles de capital. A partir de las corridas bancarias sucedidas hacia finales de 2001 se instaló el llamado “corralito” que imponía restricciones en el retiro de depósitos, a las transacciones en dólares y a los movimientos de capital.

Luego de la salida del sistema de caja de conversión, bajo una fuerte devaluación, los controles de cambio comenzaron a levantarse hasta que en 2003 fueron prácticamente

eliminados. A pesar de ello y en un escenario sumamente diferente, a partir de 2005 los controles al flujo de capitales reaparecieron. Con la intención de evitar los movimientos de capitales de corto plazo, se obligó a los capitales que ingresaran al país a mantenerse en el mismo por al menos 365 días, y a mantener un 30% del capital en la forma de un encaje no remunerativo.

Diversos factores que no forman parte del análisis de este trabajo, influyeron en un deterioro del sector externo argentino que pasó a ser deficitario. Bajo un contexto de fuerte fuga de capitales y caída de las reservas internacionales y con el objeto de evitar una devaluación, el gobierno decidió en Octubre de 2011 reinstaurar los controles de capital dando inicio a lo que se conoció como “cepo cambiario”.

En un primer lugar se obligó a todas las personas a pedir autorización a la AFIP para realizar compras de moneda extranjera (Resolución General 3210 – AFIP). Con una fórmula que se desconocía, el organismo determinaba si se era consistente o no para dicha compra, y los montos permitidos, los cuales fueron reduciéndose paulatinamente (LA NACION, 2012). A medida que las personas desarrollaban diferentes formas de ir sorteando las restricciones para poder arbitrar en un cada vez más activo mercado paralelo y con una brecha creciente, se fueron incrementando el número de restricciones y regulaciones.

Hacia mediados de 2012, las posibilidades de hacer compras de dólar para ahorrar quedaron suspendidas por parte de la AFIP, que había creado con anterioridad y con algunas cuestiones llamativas¹, la opción de comprar dólar para turismo (Resolución General 3333 – AFIP). El 5 de Julio del 2012 el BCRA, a través de la Comunicación “A 5318” (BCRA, 2012), oficializó el cepo al suspender la compra de divisas con fines de atesoramiento. Al mes siguiente, por el gran crecimiento del uso de tarjetas de crédito en el exterior (por turismo y para realizar adelantos en efectivo de la tarjeta y poder quedarse con el dólar billete), se implementó el recargo por compras con tarjeta en el exterior (“dólar turista”). A través de la Resolución General 3378, la AFIP creó una retención, principio del 15% y finalmente del 35%, que podía ser utilizada para pagar a cuenta obligaciones impositivas como ganancias o bienes personales².

¹ Dentro de los posibles destinos, aparecían países que ya no existían como Alemania Oriental, Yugoslavia, Checoslovaquia o la URSS. Incluso existía la posibilidad de comprar “Dólar Estadounidense” o “Dólar EEUU libre”.

² Se suponía que aquellas personas que no tributasen estos impuestos recibirían la devolución de lo retenido, cosa que en la realidad no sucedió.

Posteriormente fue actualizando la norma incluyendo compras en internet hechas en sitios del exterior, pasajes, paquetes turísticos y hasta limitaciones para usar las tarjetas en casinos en el exterior³. A su vez, para aquellos turistas que viajasen a países limítrofes y a países de la zona Euro, se les permitía acceder a la moneda de dichos países. De esta forma se buscaba desalentar la compra de dólares.

Poco a poco, fueron implementándose nuevas medidas que apuntaban a restringir el acceso a la divisa y que buscaban que todas las transacciones fuesen en pesos dentro de los canales oficiales. Entre ellas, la pesificación de las pensiones extranjeras (Stang, 2012), la implementación de los permisos para importar (DJAI), la obligatoriedad de los fondos comunes de inversión de valorar sus activos extranjeros al tipo de cambio del Banco Nación (Resolución General 608, CNV), o la prohibición para realizar la facturación electrónica en dólares.

Finalmente, y luego de una devaluación, se rehabilitó la posibilidad de adquirir dólares con fines de atesoramiento a principios de 2014. Las personas podían optar por retirarlo de forma inmediata con una retención del 20% o mantenerlo inmovilizado durante un año aunque sin la retención. En ambos casos solo podía comprarse un máximo del 20% de los ingresos mensuales declarados y con un tope de U\$S 2.000 por mes. Las importaciones también fueron sufriendo crecientes restricciones y cambios de normativa con el objetivo de reducir las y encarecerlas.

Existe una amplia gama de trabajos que abordan los efectos económicos relacionados con la instauración (o su falta) de controles de cambio (FIEL, 1989; Magud y Reinhart, 2006). A estos se les puede sumar los estudios acerca de las distintas consecuencias que poseen las diferentes maneras de llevar adelante la política cambiaria (Levy-Yeyati & Sturzenegger, 2001). Las decisiones de cartera de los individuos también se encuentran ampliamente desarrolladas, tanto en situaciones económicas denominadas normales como a las que se dan en contextos de alta volatilidad macroeconómica (Corso, 2015).

La historia argentina brinda una gran cantidad de ejemplos y periodos donde se aplicaron controles de capital, posibilitando el estudio de estos sobre las decisiones de cartera

³ Muchos compraban fichas en los casinos de Uruguay usando medios electrónicos para luego cambiarlos y quedarse con la divisa en mano.

del sector privado. Dado el contexto en el que deben tomar decisiones de ahorro/inversión y las restricciones que dicho escenario les presenta, resulta interesante intentar dar una respuesta a estos efectos.

Las medidas que fueron imponiéndose, y las respuestas que fueron adoptando los individuos para poder hacerse de divisas, muestran claramente que hubo un efecto sobre el ahorro de los argentinos. Al analizar la última experiencia de controles cambiarios atravesada por Argentina (el denominado “Cepo”), resulta de utilidad cuestionar ¿Qué efectos produjeron los controles de capital impuestos en Argentina a partir de 2011 sobre las carteras de los individuos del sector privado no financiero argentino? Además, será de interés conocer ¿cuál fue el efecto del cepo sobre los principales activos que poseen los agentes privados no financieros argentinos? No se puede escapar a su análisis si es de interés conocer las consecuencias que este sistema de control de cambios tuvo, dado que no solo las decisiones sino también los activos resultaron afectados.

Objetivo general:

Analizar los cambios producidos por los controles de capitales impuestos en Argentina en 2011 sobre las decisiones de inversión y los principales activos: bonos, bienes inmuebles, activos externos denominados en dólares y activos domésticos denominados en pesos.

Objetivos específicos:

Dar cuenta de los cambios producidos por el cepo sobre los principales activos que poseen los agentes privados no financieros argentinos: bonos, bienes inmuebles, activos externos denominados en dólares y activos domésticos denominados en pesos

Analizar las consecuencias producidas por el último control de capitales instaurado en Argentina sobre las decisiones de cartera de los agentes privados no financieros.

Hipótesis I: Los controles de capital impuestos en Argentina durante el 2011, afectaron a los principales activos (bonos, bienes inmuebles, activos externos denominados en dólares y activos domésticos denominados en pesos) que poseen los agentes privados no financieros.

Hipótesis II: Los controles de capital impuestos en argentina durante el 2011, afectaron las decisiones de cartera de los agentes privados no financieros, impulsándoles a buscar dolarizar sus posiciones.

3. Marco teórico

3.1 Fuga de Capitales

La formación de activos externos por parte del sector privado suele ser llamada con una connotación negativa como fuga de capitales. Si bien no tiene una definición clara (FIEL 1989), la llamada fuga es un fenómeno que ha ido ganando interés a partir del impacto que posee sobre la economía y su estabilidad. Es reconocido como una buena medida del clima de inversión y de la confianza en el sistema económico doméstico. La creciente integración financiera y el desarrollo de nuevos instrumentos y medios de comunicación, han aumentado el volumen y la importancia de definir y estudiar estos movimientos.

El sector privado puede adquirir activos externos en el curso normal de sus actividades de negocio, realizando ajustes en la composición de su portafolio como respuesta a variaciones tales como inflación, tasas de interés o tipo de cambio (Schneider, 2001). Las salidas de capitales pueden entonces no ser consideradas como fugas necesariamente y tienen un carácter legal y racional en el accionar de los individuos en la composición de sus portafolios.

Sin embargo, las sucesivas depreciaciones de la moneda argentina han dado lugar a una importante literatura que ve en la falta de dólares un componente importante de los problemas macroeconómicos. Por lo tanto suele emplear el término fuga para referirse de forma negativa a la salida de capitales dado su impacto en la economía.

Su importancia en este trabajo, radica en el hecho de que los controles de capitales y cambios impuestos suelen ser respuestas regulatorias a procesos de la llamada fuga de capitales.

En cuanto a su definición y medición, el Banco Mundial, define a la llamada fuga de capitales como el resultado del aumento de la deuda externa (tanto pública como privada), más la inversión extranjera directa, más el resultado de la cuenta corriente del balance de pagos, más la caída de reservas internacionales. Si bien este método de definición posee una relativa objetividad y fácil acceso a las estadísticas, considera a la lógica diversificación financiera del sector privado como mera fuga de capitales (FIEL 1989).

Una segunda forma de definición mencionada en el trabajo de FIEL (1989) busca hacer una distinción entre salidas normales y fuga de capitales. En esta definición, la fuga de

capitales es igual a la suma de las salidas de capitales registradas en el balance de pago, más los errores y omisiones, más el aumento de la deuda externa, menos el endeudamiento (público y privado de corto y largo plazo) registrado en el balance de pagos, menos el aumento de los activos externos que devengan intereses registrados en el balance de pagos (Dooley, 1986).

Schneider (2001) agrupa las definiciones de fuga de capital, según una revisión de la literatura sobre el tema, en tres grupos:

Definición amplia de fuga de capitales: Se basa en la asunción de que toda salida de capital realizada por los residentes de un país, devendría en una tasa de retorno social mayor de ser invertida en el mismo. Este enfoque lleva a una definición muy amplia dado que incluye todo lo reportado y no reportado en el incremento de activos externos.

Algunos economistas toman una definición estrecha (“hot money flows”), confinando la fuga a movimientos de corto plazo del sector privado y a la cuenta de errores y omisiones del balance de pagos.

Fuga como respuesta al tratamiento discriminatorio del capital domestico: Bajo esta definición, los movimientos de fuga ocurren como respuesta a cambios en el riesgo/rentabilidad influenciados por la incertidumbre política y/o económica. Estos pueden coexistir bajo una fuerte entrada de capitales y puede ser explicada por la asimetría en la información. La fuga es entonces uno de los dos lados del movimiento de capital, que intenta arbitrar el diferencial de riesgo/tasa.

Fuga de capitales como transacciones ilegales: Relaciona la fuga con transacciones ilegales tales como sub/sobre facturación⁴ de importaciones/exportaciones. Restringir la fuga solo a actividades ilegales captura solo una parte pequeña del total de la fuga. Esta puede darse a través de otros canales como el contrabando de dinero, bienes o sobornos.

⁴ En este sentido vale aclarar que según el estudio de FIEL (1989) antes citado, la sobre y subfacturación no han sido un canal fundamental de fuga de capitales, sino más bien una entrada encubierta. Esto se explica principalmente por los incentivos claros a eludir recargos arancelarios.

3.2 Controles de capital

Los controles de capital son medidas que pueden tomar los países para regular la entrada y salida de capitales a lo largo de un periodo determinado. El control cambiario consiste en divorciar el balance de pagos de los movimientos internacionales de capital manteniendo algún tipo de fijación para las transacciones comerciales (FIEL, 1989).

Estas medidas pueden tomar un gran número de formas y objetivos diferentes. Desde la prohibición al intercambio de activos con el resto del mundo, hasta la separación de mercados con precios diferentes y la implementación de impuestos. La instauración de cupos, montos mínimos de capital inmovilizado y plazos para liquidación y retiro de los fondos son otras de las formas que dichos controles pueden tener.

En el trabajo de FIEL (1989) se destaca que la aplicación de los controles de capital se caracteriza por una intervención coyuntural surgida de una necesidad de caja. Existen urgencias en el balance de pagos de la economía que impulsan a las autoridades a cambiar el esquema cambiario al que adherían con anterioridad. El beneficio de instaurar estos controles, si bien es temporario, no es menor para lo que los autores destacan para un gobierno en apuros. El intento de estabilizar monetariamente la economía y reducir el impacto de una crisis sobre sector externo y el nivel general de precios funciona como incentivo para instaurar estos sistemas de control. El trabajo destaca que, básicamente lo que está haciendo la autoridad es postergar el ajuste externo de la economía al aplicar los controles de capital y separar el balance de pago de los movimientos internacionales de capital.

Siguiendo a Reinhart y Magud (2006), existen diferentes motivos por los que un país puede querer adoptar algún tipo de control de cambios. Los autores destacan que son cuatro los “miedos” que llevan a los policy makers a instaurarlos. En primer lugar, el miedo a la apreciación de la moneda. Si el país entra en un contexto donde existe una importante entrada de capitales, el efecto de apreciación sobre la moneda y por lo tanto pérdida de competitividad del sector manufacturero, puede impulsar a la adopción de medidas que impidan o restrinjan la entrada de dichos capitales.

En segundo lugar, existe el miedo por el “hot money”, entendido como el miedo a la repentina reversión de los flujos de capital, en un país (pequeño) donde previamente ha habido una gran entrada de los mismos. Esta es una dinámica conocida que puede generar crisis financieras o cambiarias en los países emergentes (Frenkel, 2003). La gran entrada de capitales en relación con el tamaño y la diversificación del mercado, puede generar la

formación de burbujas en el precio de los activos y llevar a la toma de riesgo excesivo. En lo que los autores denominan “miedo por la gran entrada de capital”, la economía no está preparada para asignar eficientemente el gran ingreso de recursos externos por lo que los controles de capital podrían volverse deseables. Krugman (1999) destaca esta necesidad dado que considera que la globalización y la libre movilidad de capitales fue una de las fuentes de mayores inestabilidades en el sistema financiero internacional, sobre todo en aquellos países que no están preparados para dejar flotar sus monedas.

Por último, se destaca el “miedo a la pérdida de autonomía monetaria”. Dado el trilema discutido por Frankel (1999), que impediría la existencia simultánea de un tipo de cambio fijo (o altamente manejado), autonomía en la política monetaria y libre entrada y salida de capitales; de existir deseos de mantener un alto grado de control monetario, existen incentivos para instaurar controles de capital. A pesar de esto, existen indicios de que es preferible la total libertad en el tipo de cambio a la instauración de altos controles en el mismo (Ize & Levy Yeyati, 2000) y (Levy-Yeyati & Sturzenegger, Exchange Rate Regimens and Economic Performance, 2001). De todas formas, muchos países prefieren evitar la libre flotación por lo que se ha llamado “Riesgo a flotar” (Calvo & Reinhart, 2002).

3.3 Efectividad de los controles de capital

De acuerdo con el estudio de FIEL (1989), los controles de capital han ido perdiendo prestigio internacionalmente debido a su comprobada ineficacia. Resulta prácticamente imposible para las autoridades impedir la total fuga, ya que las personas siempre encuentran nuevas formas de poder evadir los controles y fugar capital. El desarrollo de las regulaciones durante el último cepo cambiario son un buen ejemplo de como las personas se las ingenian para ir sorteando las regulaciones. Desde la compra de fichas en casinos en el extranjero, hasta los viajes organizados con el único fin de extraer dinero de cajeros automáticos, pueden encontrarse un sin número de ejemplos para ilustrar el ingenio de las personas.

Si bien FIEL (1989) reconoce una cierta efectividad en los controles de capital en el corto plazo, su grado de efectividad depende de la brecha entre el tipo de cambio oficial y el que surge del mercado paralelo, la eficacia de los mecanismos de control y la disponibilidad de crédito externo (para mantener las reservas internacionales). Esto sin embargo, deriva en una complicación adicional dado que la disponibilidad de crédito externo es baja en una época

de crisis que lleva a la instauración de los controles de capital. Además, el exceso de liquidez que se genera en el mercado local deprime las tasas de interés estimulando el gasto, generando presiones adicionales sobre las reservas del banco central. Por último, los autores destacan como dificultad que mientras los costos de arbitrar entre el mercado oficial y el paralelo no sean lo suficientemente altos, los movimientos de capital tenderán a filtrarse por el balance comercial o de cuenta corriente dificultando aún más el mantenimiento de los controles.

Asimismo, según el estudio mencionado, la fuga de capitales se dio con mayor intensidad en aquellos periodos en donde existían controles de capital. Por el contrario, las mayores entradas se dieron principalmente durante mercados de cambios libres (que coincidían con reducciones del déficit fiscal). Reforzando estas conclusiones, Edwards (1999) concluye también que los controles no han funcionado como se esperaba, y que además han introducido mayores distorsiones y generado corrupción.

De todas formas, los controles de capital pueden ser una herramienta útil que los países pueden aplicar para evitar situaciones en la que los inversores globales busquen simplemente arbitrar o tener una ganancia de corto plazo.

También son importantes para prevenir crisis o que estas empeoren ante una salida abrupta de los mismos. A pesar de las críticas antes mencionadas, sobre la efectividad de los controles, existen estudios que prueban que a pesar de la imposibilidad de frenar la total salida de capitales, los controles funcionan logrando segmentar el mercado efectivamente (Levy Yeyati, Schmukler, & Van Horen, 2008). A su vez, el estudio concluye que al elevar los costos en el movimiento del capital, las regulaciones logran evitar que los inversores se involucren en actividades de arbitraje. En este mismo sentido, analizando la imposición de controles a la entrada en el corto plazo, Magud y Reinhart (2006) concluyen que estos logran hacer más independiente la política monetaria, alargan la maturity de los capitales que ingresan, y reducen las presiones sobre el tipo de cambio.

3.4 Dolarización

La dolarización está asociada comúnmente a la sustitución de la moneda del propio país por otra moneda extranjera, normalmente el dólar norteamericano, como forma de resguardar el valor. Esta sustitución es diferente de la que se refiere a la moneda como medio

de cambio. Es decir, es un fenómeno que se asocia a la moneda en que se ahorra, más que en la que se consume.

Como destacan Castillo y Winkelried (2006), una de las características más preocupantes que sobresalen de los procesos de dolarización es la persistencia que tiene en las economías. En periodos de inestabilidad macroeconómica, la dolarización aumenta fuertemente, y permanece elevada de forma persistente, incluso después de que se alcanza la estabilidad como fue documentada en diferentes trabajos (Guidotti y Rodriguez, 1992; Savastano, 1996; Quispe, 2000; y Karmin y Ericsson, 2003).

Una de las explicaciones que se da, es la falta de confianza en los activos denominados en la moneda local, como consecuencia de los traumas producidos por los eventos de inflación, devaluación y crisis bancarias acontecidas en el pasado de dichos países.

Una explicación alternativa, mencionado en el trabajo de Castillo y Winkelried (2006) es el trabajo de Ize y Yeyati (2000) donde utilizan un enfoque de selección de cartera y derivan una cartera de mínima varianza (MVP) que depende de la volatilidad relativa de la inflación y de la depreciación del tipo de cambio real. Las conclusiones a las que llegan es que la dolarización persistirá aun cuando la inflación este baja y estable en la medida que la volatilidad de la depreciación del tipo de cambio real sea menor que la de la inflación.

El trabajo de Castillo y Winkelried (2006), tiene como propósito mostrar que la heterogeneidad de los depositantes puede explicar la fuerte persistencia de la dolarización financiera, aunque a nivel individual la persistencia sea moderada.

La información imperfecta y con ruido sobre los rendimientos de los activos, sumado a la heterogeneidad entre los participantes también influye, de acuerdo al trabajo mencionado, con la persistencia de la dolarización en las carteras de los individuos. Resulta óptimo que las personas tengan prudencia al cambiar la composición de sus carteras cuando existe incertidumbre acerca de la calidad de los datos que reciben. Por lo tanto existen cambios suaves en las carteras.

3.5 Análisis de decisiones de cartera en Argentina

En su tesis doctoral, Eduardo Corso (2015) estudió los efectos en las decisiones de cartera del sector privado no financiero, bajo la elevada historia de volatilidad macroeconómica argentina. Utilizando un enfoque tradicional de selección de cartera óptima

y bajo el paradigma de utilidad esperada subjetiva, la tesis explica el sesgo a la dolarización de los activos y la elevada participación de los inmuebles como reserva de valor, a la que contribuyen la ambigüedad y la aversión a ella respectivamente.

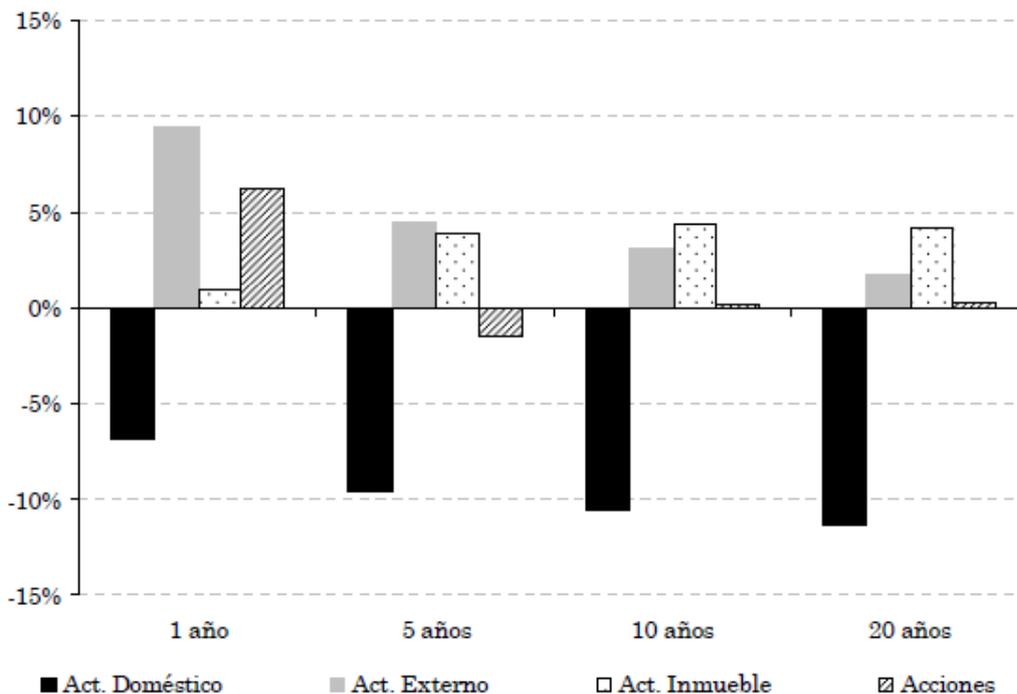
Más allá de los diferentes enfoques que utiliza para analizar las decisiones de cartera, la tesis estudia las tenencias de activos del sector privado no financiero y de los procesos que incidieron en su configuración actual. Su conclusión es que existió una tendencia a la desintermediación financiera, con un marcado abandono de los activos denominados en moneda local y de las acciones como forma de ahorro. Por el contrario, hubo un incremento de los inmuebles y los activos en dólares como principales activos para preservar la riqueza.

Considerando el portafolio inicial de un individuo basado en su riqueza, el agente decide sus tenencias basados en 4 activos diferentes: un activo financiero doméstico denominado en moneda local, uno externo en dólares, inmuebles, y acciones. Sobre estos activos, el trabajo calcula la rentabilidad real de los mismos incluyendo los costos de transacción, abarcando un periodo que va desde 1977 hasta 2012.

El cálculo, realizado para diferentes plazos de inversión (1, 5, 10 y 20 años), arrojó resultados negativos únicamente para el activo financiero denominado en pesos. Mientras mayor fue el plazo de inversión, menor fue el rendimiento de este activo. El activo en moneda externa fue el de mayor retorno real en los plazos más cortos, mientras que el inmueble obtuvo los mejores resultados en los plazos más largos. Las acciones, que resultaron con rendimientos positivos pero cercanos a 0 en los horizontes más largos, mostraron resultados positivos en plazos de 1 año y negativos en el de 5 años.

Las acciones, se aclara, tienen una dispersión mayor en su retorno comparado con el resto de los activos trabajados. Por otro lado, los inmuebles resultaron los activos con menor volatilidad en comparación con el resto de los activos que se analizan en el trabajo mencionado. Si a esto se le suma que los retornos reales fueron positivos para los períodos trabajados (con muy variados regímenes monetarios), se confirma que dicho activo es una buena opción como reserva de valor. Esta será una característica deseable para los agentes que presenten aversión al riesgo.

Grafico 1: Retorno real promedio por tipo de activo y plazo de tenencia en cartera, septiembre de 1977 a diciembre de 2012.



Fuente: Corso, 2015, p.102.

Utilizando los retornos antes mencionados, Corso (2015), resuelve los problemas de selección de cartera que enfrenta el sector privado bajo diferentes grados de aversión al riesgo y plazos de tenencia. Las conclusiones de estos ejercicios arrojan que los activos financieros en moneda local no conforman la cartera óptima de los individuos para ninguno de los plazos y para ninguno de los grados de aversión al riesgo. “Es decir, la asignación se dará exclusivamente entre activos externos, inmuebles y acciones, lo que implica que el rol como reserva de valor del activo doméstico se encuentra estrictamente dominado por los restantes tres instrumentos” (Corso, 2015, p. 114). Si se incluyen costos de transacción, entonces se reducirán las asignaciones de bienes inmuebles y habrá una participación leve del activo local.

Una segunda conclusión del ejercicio realizado en la tesis citada, es que para plazos mayores a un año el portafolio está constituido casi en su totalidad en activos inmuebles para todos los grados de aversión.

Un segundo conjunto de ejercicios realizados en el trabajo tiene la intención de analizar las tenencias óptimas de activos en presencia de ambigüedad. Esta ambigüedad está categorizada como la probabilidad de ocurrencia de una crisis cambiaria. En ausencia de

ambigüedad las tenencias óptimas de activos consisten en su totalidad en el activo financiero denominado en moneda doméstica. A medida que aumenta la ambigüedad, entonces es mayor la composición de la cartera denominada en dólares. Con un aumento bajo de esa probabilidad subjetiva, las tenencias en moneda local bajan fuertemente en contraposición con los activos denominados en dólares norteamericanos.

Los resultados que se observan de las calibraciones que realiza Corso (2015) permiten conjeturar sobre la relevancia de la ambigüedad como factor explicativo de la dolarización de portafolio en Argentina.

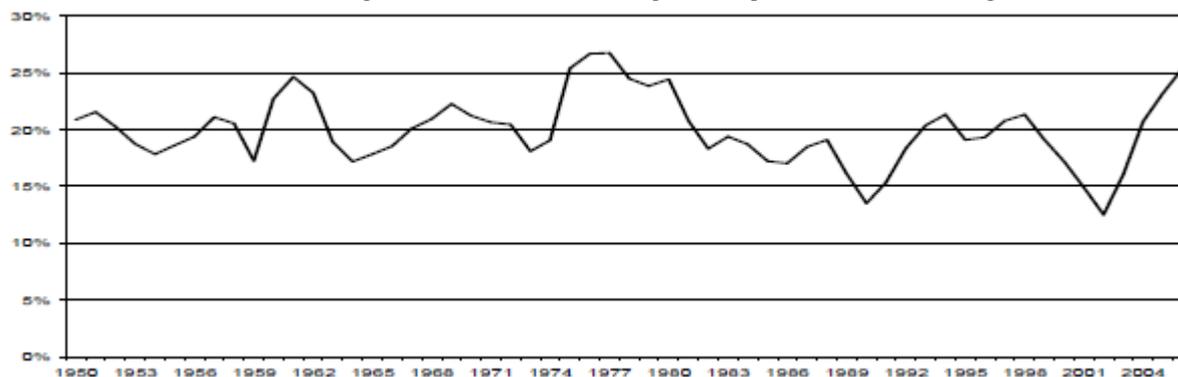
Se comprueba que la ambigüedad y la aversión hacia ella son factores importantes para comprender el comportamiento financiero del sector privado no financiero en economías que, como la argentina, han atravesado una historia de elevada volatilidad macroeconómica.

Esta ambigüedad, fue un factor relevante para explicar el sesgo que tuvieron los individuos para dolarizar su cartera. Además, la aversión hacia ella determinó otro factor relevante para explicar la elevada participación de los bienes inmuebles como forma de preservar el valor en la cartera de estos individuos.

3.6 Inversión, ahorro y riqueza de los argentinos

Los movimientos cíclicos de la economía argentina interactuaron de forma marcada sobre los flujos de ahorro inversión, quienes a su vez impactaron en las oscilaciones macroeconómicas. Estos intensos vaivenes se vieron tanto en indicadores de desempeño como en el comportamiento de agentes públicos y privados, haciendo difícil para los agentes poder definir un sendero de crecimiento sostenido. En ese contexto, los procesos de ahorro y acumulación de capital fueron una respuesta para enfrentar los sucesivos periodos de intensa volatilidad. Puede encontrarse un minucioso estudio de esta interacción, junto con detallados procesos de medición en el trabajo de Coremberg (2007). El estudio, centrado entre 1950 y 2006, sugiere que la economía argentina realizó una acumulación moderada de capital junto con una pausada velocidad de crecimiento (Coremberg, 2007).

Grafico 2: Tasa de inversión a precios corrientes como porcentaje del PBI (serie empalmada).



Fuente: Coremberg, 2007, p.58.

El bajo crecimiento anual promedio de 3% sumado a la alta volatilidad y los cambios constantes en los ciclos económicos resultaron en una baja inversión y por lo tanto en una reducida acumulación de capital. A esto se suman una gran cantidad de activos argentinos en el exterior, valuada en 120 mil millones de dólares en 2004 (Coremberg, 2007). Para darle una magnitud relativa, es un valor equivalente a un PBI argentino y por lo tanto al total de la inversión hecha en 5 años en el país. Según el autor, esto es uno de los motivos que muestran el impacto de los flujos de ahorro en inversión sobre la macroeconomía argentina y cuyos movimientos dependen de los incentivos dados a los agentes.

Además de la importancia y el efecto de los patrones de ahorro e inversión estos son un elemento base del trabajo de Corso (2015). El stock inmobiliario fue calculado actualizando, por el método de inventario permanente, lo calculado por Coremberg (2004). Dicho método es el más utilizado dado que no siempre se dispone de censos o registros de bienes de capital incorporados en el stock. Consiste básicamente en la estimación del stock del bien de capital analizado mediante la acumulación de los flujos de inversión pasados realizando (Coremberg, 2004). Para la actualización del trabajo de Corso (2015) se utilizó el flujo de inversión en construcción residencial de las estadísticas del IBIF del INDEC, utilizando una tasa de depreciación del 2%. Es decir, se tomó el stock calculado por Coremberg y se lo actualizo con el flujo de inversión neto de depreciación.

4. Metodología

Dada la naturaleza de la investigación y los datos con los que se trabajará, se llevará a cabo una investigación con un enfoque cuantitativo. Dicho enfoque representa un conjunto de procesos cuidadosos, metódicos y empíricos que se emplean para generar un conocimiento. Parte de una idea, que irá acotándose y delimitándose en forma secuencial hasta derivar en los objetivos y preguntas de la investigación (Hernández Sampieri, Fernández Collado, & Baptista Lucio, 2010).

En este sentido, el trabajo se estructurará partiendo del análisis de los principales instrumentos de ahorro para intentar comprender si fueron afectados a partir de la instauración de los controles de capital en Argentina. Posteriormente se centrará en entender si esos controles, y sus posibles efectos en los instrumentos de ahorro, afectaron las decisiones de cartera de los individuos. De esta forma, se ira delimitando hasta derivar en el foco principal del presente trabajo. A sí mismo, se respeta el orden secuencial que llevan adelante los estudios de enfoque cuantitativo. Se parte del análisis de los instrumentos para luego conocer la utilización en su conjunto de los mismos, entendiendo el conjunto de ellos como la cartera de inversiones/ahorro que poseen los individuos a estudiar.

De acuerdo con Sampieri (2010), los estudios de alcance descriptivo tienen como meta describir fenómenos, situaciones o eventos, es decir detallar como son y cómo se manifiestan, pero no como se relacionan. Por su parte, los estudios de alcance correlacional tienen como finalidad conocer la relación o grado de asociación entre dos o más variables dado un contexto. Su utilidad de estos estudios radica en saber cómo se comportara una variable al conocer el comportamiento de otra vinculada. El presente trabajo se iniciara con un estudio de alcance descriptivo para entender los fenómenos, y continuará con uno correlacional, buscando relacionar el cepo cambiario con las decisiones de cartera y con los activos que los agentes poseen.

El objetivo de plantear como la primera pregunta el análisis del cepo sobre los instrumentos tiene como finalidad entender, primero si hubo cambios en ellos para luego poder entender si causaron efectos sobre la cartera de los individuos. El interés principal del trabajo es analizar los efectos de los controles sobre las decisiones de inversión, por eso comienza habiendo un estudio descriptivo derivando luego en uno correlacional.

Se entiende al diseño como el plan o estrategia para obtener la información deseada. En el enfoque cuantitativo, el investigador utiliza su diseño para analizar la certeza de las hipótesis formuladas en un contexto en particular o para aportar evidencia respecto de los lineamientos de la investigación (Hernández Sampieri, Fernández Collado, & Baptista Lucio, 2010).

En el presente trabajo, se seguirá una investigación de diseño no experimental dado que no se hará variar en forma intencional las variables independientes para ver su efecto sobre otras variables, dicho de otra forma, se observaran las situaciones ya existentes. En un experimento, el investigador construye de forma intencional la situación a la que los individuos se exponen, para luego evaluar los efectos de dicha exposición. En cambio, en un estudio no experimental, no se genera ninguna situación, sino que se observan situaciones ya existentes (Hernández Sampieri, Fernández Collado, & Baptista Lucio, 2010). Esta diferencia hace necesario para el tipo de investigación, que el diseño sea sistémico y empírico, dado que las variables no pueden ser manipuladas dado que ya han sucedido.

Dado el interés en ver los cambios ocurridos a través del tiempo, se seguirá un diseño de tipo longitudinal. Este tipo de diseño se centra en los cambios que acontecen en la población.

En cuanto a la técnica de procesamiento, se trabajara con datos secundarios, obtenidos de la revisión de registros públicos y de la revisión de documentos. Las fuentes serán los datos publicados por los organismos encargados de las estadísticas, tanto nacionales como de los datos del mercado. Se utilizaran datos del INDEC, del BCRA, del Gobierno de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires, del Instituto Argentino del Mercado de Valores, y del Ministerio de Hacienda y Finanzas de la Nación. En base a la información obtenida de las mencionadas fuentes, se analizaran y procesaran los datos para evaluar las hipótesis presentadas en el trabajo.

Finalmente, la unidad de análisis serán los agentes privados no financieros argentinos desde el año 2010 hasta el año 2016. La población será separada para las hipótesis de este trabajo. La primera hipótesis a tratar incluye los principales activos que poseen los agentes privados no financieros argentinos: Acciones, bonos, bienes inmuebles, activos externos y activos domésticos. La segunda hipótesis tendrá como unidad de análisis la cartera de activos que poseen estos individuos como forma de ahorro/inversión.

5. Hallazgos/desarrollo

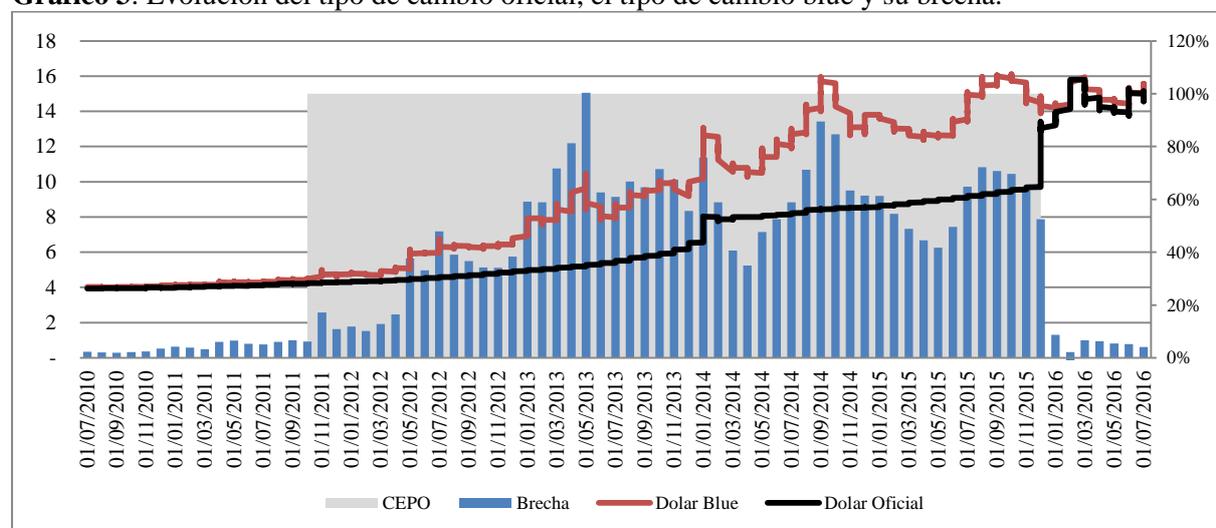
La aplicación del último cepo cambiario en Argentina trastocó la economía en general. No solo su funcionamiento fue afectado sino que también la mayoría de los activos que utilizan los individuos a la hora de ahorrar o invertir.

Antes de analizar como afectaron las decisiones de cartera de las personas, necesitamos ver como respondieron los diferentes activos a las restricciones impuestas.

5.1 Depósitos a plazo en pesos y en moneda extranjera

La primera consecuencia producida por la instauración de los controles de cambio en el país fue el aumento de la brecha entre el tipo de cambio oficial y el paralelo (denominado dólar blue) junto con una mayor volatilidad en este último. Así, durante el periodo tomado anterior al cepo (30/07/2010 – 31/10/2011) la brecha fue en promedio del 3.5%, mientras que luego (17/12/2015 – 29/07/2016) fue del 3.6%. Mientras tanto, durante el cepo la brecha entre ambos tipos de cambios fue en promedio del 47%, con picos de más del 80% durante los momentos de mayor turbulencia macroeconómica y política, como durante los momentos previos a la fuerte depreciación durante enero del 2014 o en julio de ese año bajo las consecuencias del default.

Grafico 3: Evolución del tipo de cambio oficial, el tipo de cambio blue y su brecha.



Fuente: Elaboración propia con base en datos del Banco Central de la República Argentina (BCRA) y Ámbito Financiero.

Dichos efectos eran totalmente esperables y conocidos dentro de las previas experiencias que Argentina había atravesado bajo controles de cambio y también representan,

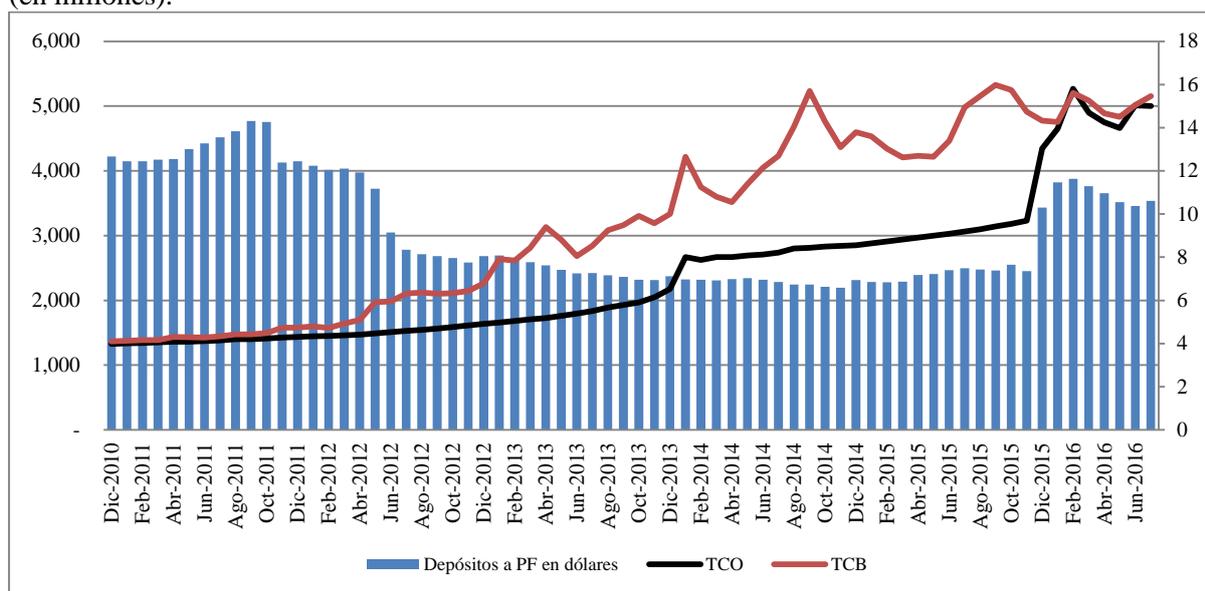
según el mencionado trabajo de FIEL (1989), un hito conocido y una dificultad importante en la instauración de este tipo de controles. De esta forma, y como se analizará en el presente trabajo, el precio de la divisa generará cambios sobre el resto de los activos que constituyen la base del ahorro. La convergencia del dólar oficial al dólar blue a la salida del cepo nos indica que este tipo de cambio no oficial sirvió como un termómetro real del mercado de cambios y del verdadero precio de la divisa. Además de las restricciones para acceder a la divisa, el Banco Central mostraba una fuerte intervención intentando mantener el tipo de cambio controlado, aún a costa de la pérdida de reservas.

Como consecuencia de la implementación de las restricciones a la compra de divisas y como resultado de la experiencia histórica argentina (y sobre todo la acontecida con la crisis del 2001), hubo una reducción de los depósitos a plazo en dólares con respecto a los depósitos en pesos del sector privado no financiero. Antes de la instauración del cepo el 70% de los depósitos eran en pesos, mientras que durante el mismo el promedio de depósitos fue cercano al 85% llegando hasta casi el 90% del total de los depósitos a mediados de 2015.

Es importante destacar que pese a la imposibilidad de acceder a nuevos dólares que permitiesen aumentar los depósitos, los mismos se mantuvieron en niveles estables durante todo el cepo, luego de una reducción inicial cuando se instaura el mismo. De USD 4,772 millones de dólares en septiembre de 2011 pasamos a USD 2,683 millones un año después. Posteriormente se mantuvo una tendencia decreciente que se revirtió recién a la salida del cepo (USD 3,800 millones en enero de 2016). Esto contribuye a afirmar que los motivos y las consecuencias de la instauración de estos controles, están relacionados a cuestiones cambiarias más que bancarias.

Adicionalmente, vemos que la reinstauración de las compras de dólares para ahorro tampoco logró revertir la caída de estos depósitos. Lo limitado de las compras y la posibilidad para las personas de obtener una ganancia inmediata vendiendo al tipo de cambio paralelo actuaron como incentivos suficientes para la recuperación de dichos depósitos. Los incentivos para dejar inmovilizado los dólares, a modo de evitar que se cobrase el anticipo de ganancias, eran prácticamente nulos. Mantener los dólares un año para evitar que se cobrase el 20% a cuenta de ganancia no representaba financieramente de ningún interés, dado que podía obtenerse una ganancia inmediata en el mercado. Por lo tanto, la introducción del “dólar ahorro” no revirtió la caída de los depósitos en dólares.

Grafico 4: Evolución de los depósitos a plazo en moneda extranjera medidos al tipo de cambio oficial (en millones).



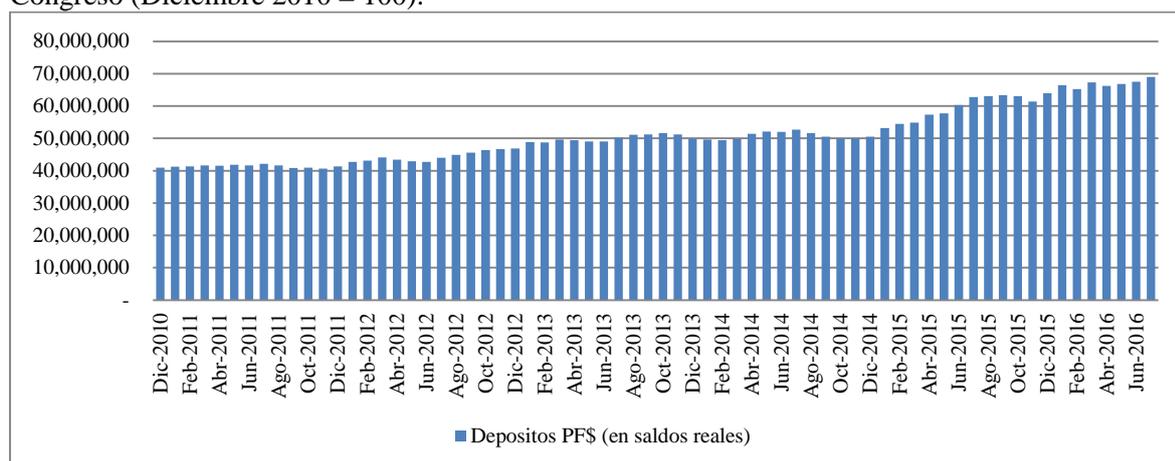
Fuente: Elaboración propia con base en datos del BCRA y *Ámbito Financiero*.

Los depósitos a plazo en pesos tuvieron un crecimiento muy fuerte durante todo el periodo. Sin embargo, dado el proceso inflacionario que atravesó al país durante esta etapa, es necesario analizar el crecimiento de los depósitos en saldos reales. Como consecuencia de los conocidos inconvenientes para utilizar los datos de inflación medidos por el INDEC, se decidió utilizar el IPC publicado por el congreso⁵. Si bien se reconocen los problemas metodológicos que contienen este índice, no existen muchas alternativas para su reemplazo.

Deflactando con este índice los depósitos en pesos a plazo fijo podemos observar que su crecimiento fue del 68,5%. Mientras tanto, el crecimiento nominal fue de 664%. La base monetaria para el periodo creció casi un 300% remarcando la utilidad de hacer el análisis de los depósitos deflactados. Se confirma a su vez, que el aumento de los depósitos a plazo en pesos tuvo un correlato importante tanto en la inflación como en el aumento de los saldos monetarios.

⁵ El índice fue publicado por Diputados Nacionales del Frente Renovador, GEN, Libres del Sur, Partido Justicialista y Partido Socialista según el promedio de los aumentos de precios que calculan las consultoras privadas.

Grafico 5: Evolución de los depósitos a plazo en pesos deflactados por el IPC publicado por el Congreso (Diciembre 2010 = 100).



Fuente: Elaboración propia con base en datos del BCRA y el Índice de Precios del Congreso.

Debe completarse el análisis de las inversiones estudiando qué pasó con la rentabilidad de los depósitos a plazo en el periodo analizado. Mientras el cepo funcionó, el rendimiento promedio de un plazo fijo en pesos hasta 59 días de más de un millón de pesos fue de 1.57%⁶, con subas durante los primeros meses de 2014⁷ (con promedios del 2%), mientras que antes del mismo el rendimiento era menor al 1% y luego del 2.4%. Para el caso de los plazos fijos en moneda extranjera⁸ (medidos al tipo de cambio oficial) el promedio fue de 0.87% antes del cepo y de 2.7% durante el cepo con fuertes picos durante los momentos de mayor depreciación de la moneda. Si medimos el mismo instrumento con el tipo de cambio blue (suponiendo que el inversionista no renueva el depósito y vende extra oficialmente los dólares) el rendimiento es aún mayor, 3.7% durante el cepo, aunque con una mayor volatilidad durante el periodo.

Se observa entonces que el rendimiento de los depósitos a plazo en moneda extranjera fueron mayores a los depósitos en pesos y que a causa de la imposibilidad de acceder a la divisa, los depósitos en dólares no aumentaron sino más bien lo contrario. Por lo tanto, encontramos los primeros indicios de como las restricciones de capitales afectaron las decisiones de los individuos durante este periodo, dado que aumentaron las inversiones en un activo que propinaba menor rendimiento. Ex ante las personas no pueden anticipar el rendimiento del activo en dólares sin conocer la depreciación de la moneda, sin embargo el tipo de cambio blue otorgaba un termómetro y una posibilidad de conocer un precio de mayor

⁶ Tasa nominal mensual

⁷ Ante el cambio de ministro de economía y presidente del BCRA, acompañando una depreciación de la moneda, que paso de 6 a 8, hubo una suba de tasas con la búsqueda de disminuir las presiones devaluatorias.

⁸ Hasta 59 días de plazo de más de 100 mil pesos y hasta 499 mil pesos, también medidos en pesos y en TNM.

aproximación a la realidad y por lo tanto marcaba que el rendimiento esperado de los depósitos en moneda extranjera eran mayores que los mismos en peso. Es decir, existía una expectativa de devaluación que otorgaba en pesos mayor rendimiento esperado a la tenencia de divisa.

Si aquellas personas que tenían depósitos a plazo en moneda extranjera valuaban el rendimiento de los mismos usando el tipo de cambio blue, se encontraban con un rendimiento superior al derivado del tipo de cambio oficial y aun superior del de un depósito a plazo en pesos. En el gráfico 6 vemos justamente esta comparación, tomando julio 2010 como año base, el índice de rentabilidad de los depósitos a plazo medido en peso expone fácilmente la diferencia en rentabilidad. Las decisiones de inversión durante el cepo, en términos de depósitos a plazo, parecen corroborar que lo óptimo era la dolarización de la cartera.

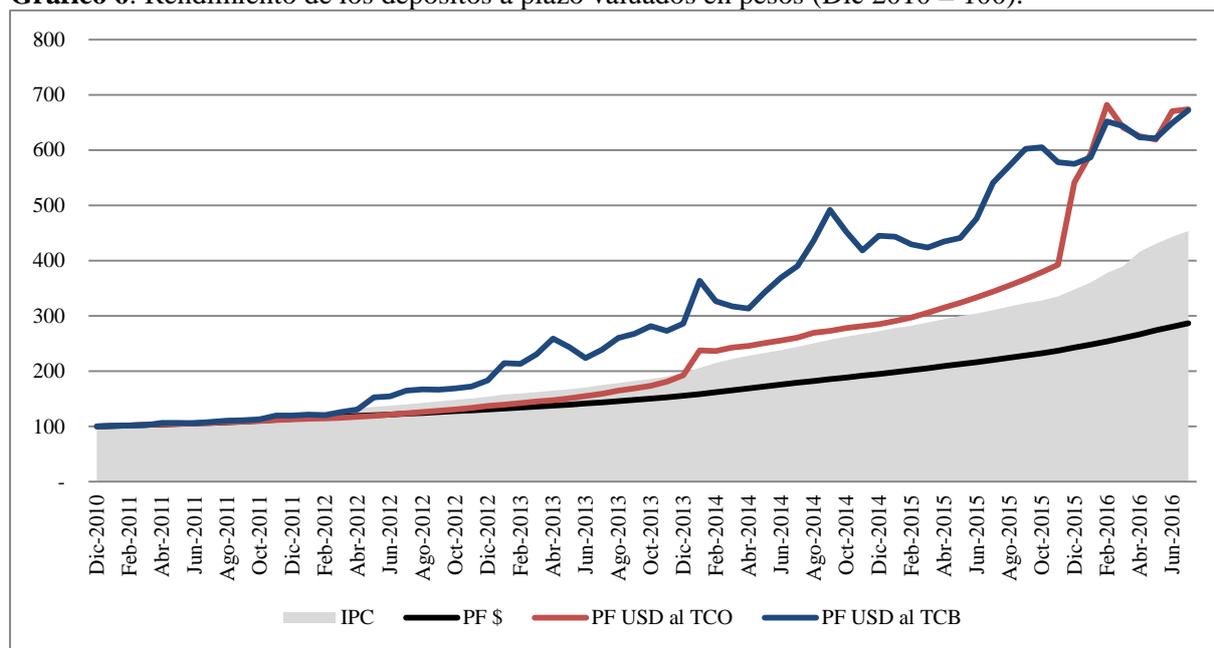
El retorno de las compras de dólar ahorro, a partir de 2014, permitió a las personas hacerse de una ganancia en pesos adicionales que ayudan a explicar la dinámica de los depósitos en dólares. Si bien no es posible considerarlo como una ganancia financiera, existía la posibilidad de arbitrar entre el tipo de cambio oficial y el blue. Conocido como “Hacer Puré” las personas simplemente cambiaban el dólar ahorro y lo vendían al blue, obteniendo automáticamente una ganancia por la brecha entre ambos tipos de cambio.

Desde el 2014 hasta el fin del cepo, la brecha fue de más del 50% (aunque el tipo de cambio al que se compraban los dólares tenía un recargo a cuenta de ganancias que había que descontar). Por lo tanto, se otorgaba una ganancia automática sin riesgos. La operatoria de vender en el paralelo era muy sencilla y a pesar de que no estaba permitido se hacía abiertamente. Basta con mirar los diarios durante este periodo y ver que era totalmente público y conocido el valor de la divisa en este mercado.

Además, los individuos que pagaban el impuesto a las ganancias tenían un incentivo muy grande a pagar ese 20% de impuesto y quedarse con los dólares en mano, dado que podían descontarlo directamente de las deducciones salariales logrando así una reducción en el total de los impuestos pagados. Las personas podían acceder de esta forma al valor oficial de la divisa sin ningún impuesto (dada la deducción).

Hay un factor adicional que impulsaba a las personas a llevar a cabo este arbitraje y eran los montos que se autorizaban para comprar dólar ahorro. Como no eran significativos, resultaba conveniente simplemente hacerse de unos ingresos en pesos extra.

Grafico 6: Rendimiento de los depósitos a plazo valuados en pesos (Dic 2010 = 100).



Fuente: Elaboración propia con base en datos del Banco Central de la República Argentina (BCRA), *Ámbito Financiero* y el *Índice de Precios del Congreso*.

El rendimiento de los depósitos en peso, por su lado, también ayuda a explicar el porqué de su crecimiento real bajo. En términos de rendimiento no tenía sentido económico para las personas realizar inversiones en este instrumento. A este magro rendimiento financiero había que sumarle las expectativas de devaluación siempre presentes y observadas a través del dólar blue.

Podemos incorporar al análisis de rentabilidad el índice de precios como una forma de entender el nivel de rentabilidad real observada. El hecho de que la rentabilidad del plazo fijo en pesos haya sido negativa en términos reales, genera un desincentivo al ahorro en este instrumento. Por el contrario, el rendimiento de los depósitos a plazo en dólar si tuvieron un incentivo si se los compara en forma real. Tanto con el tipo de cambio blue como con el oficial los ahorros mantuvieron y superaron la pérdida del poder adquisitivo de la moneda producida por la inflación del periodo.

No es de interés en este trabajo analizar el impacto de la tasa real negativa en relación con el ahorro. Sin embargo, no puede dejar de mencionarse como la misma generó incentivos constantes a buscar alternativas de ahorro en moneda extranjera. Incluso la propia tenencia de la moneda extranjera logra superar la rentabilidad del depósito a plazo fijo en pesos y quedar muy cerca de la variación de la inflación. Quedará pendiente para trabajos posteriores poner el foco del análisis en la tasa real de interés negativa y su impacto sobre el ahorro/inversión.

Los resultados expuestos en las calibraciones de asignación óptima de cartera (Corso, 2015) permite asumir sobre la relevancia de la ambigüedad como factor explicativo de la dolarización de los portafolios en la Argentina. A mayor probabilidad de crisis cambiaria, menor era la proporción de activos denominados en moneda local que los agentes incluyen en su selección óptima de cartera. El modelo analizado por Corso (2015) llega hasta 2012 sin poder incluir la mayor parte de las restricciones impuestas durante el último control de cambios. Además, asume la posibilidad de acceder a activos en moneda extranjera, lo que no fue posible para los agentes durante el período aquí analizado.

La definición de ambigüedad utilizada en las calibraciones, viene dada por los contextos en que los individuos no pueden asignar valores de probabilidad únicos a los posibles retornos de los activos que deben elegir para preservar sus ahorros. Estos problemas de información son consecuencia, en dicho trabajo, de la elevada volatilidad macroeconómica. En el período estudiado en este trabajo, la imposibilidad de nominar los rendimientos en una moneda de mayor estabilidad (y que como se demuestra en los trabajos citados, ha sido fuente de reserva de valor) parece llevar a considerar usar un tipo de cambio no oficial para la toma de decisiones de cartera. Entonces, puede pensarse que la ambigüedad viene dada por dicha imposibilidad, más que por la volatilidad macroeconómica (que fue claramente menor que en períodos pasados donde hubo hiperinflaciones y fuertes crisis macroeconómicas).

En lo expuesto anteriormente, no podemos ver que haya habido una dolarización de cartera, al menos en los depósitos a plazo fijo. De todas formas, el enfoque permite entender y suponer que, las personas buscaron otras maneras de dolarizar su cartera. Como consecuencia, se intentará encontrar la existencia de dichas acciones tanto en la acumulación de activos como en el comportamiento de los precios.

5.2 Evolución del sector inmobiliario

Siguiendo el trabajo de Corso (2015), la elevada volatilidad macroeconómica y financiera experimentada por la Argentina permite también explicar el alto grado de uso de activos inmobiliarios como forma de inversión y preservación del ahorro. En las calibraciones realizadas en dicho trabajo la participación óptima de activos inmuebles es

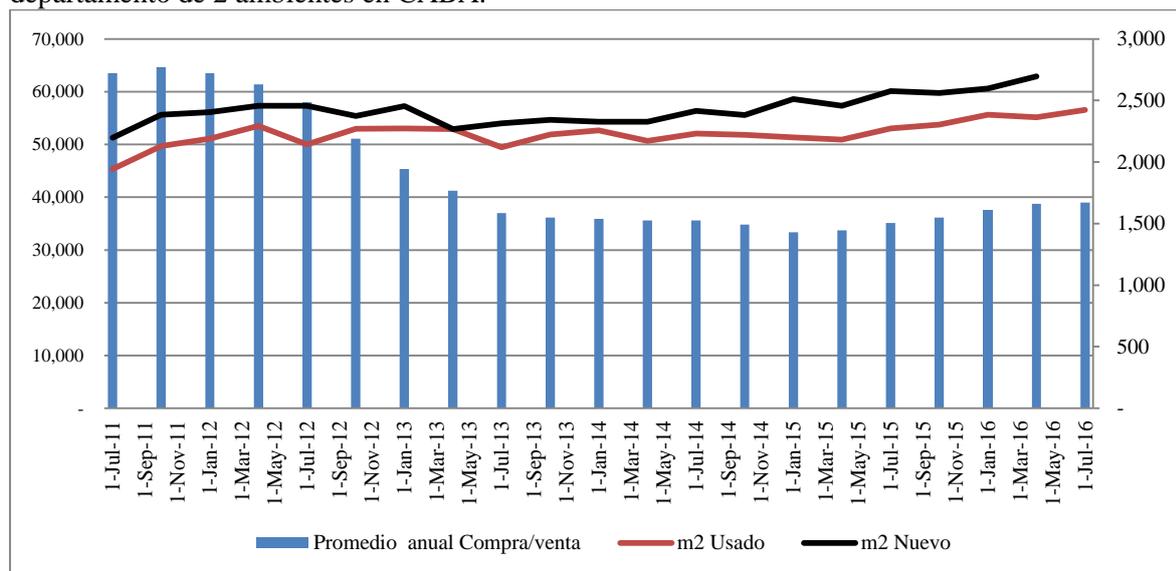
mayor a medida que crece la probabilidad de crisis cambiaria, y además, la aversión por la ambigüedad incrementa la demanda de estos activos en oposición a la demanda de activos denominados en dólares. Vale entonces preguntarse ¿cómo funcionó el mercado inmobiliario en argentina durante el periodo estudiado?

Para un mercado cuyas transacciones se realizan en dólares y cuyos precios directamente se estiman y ofrecen en la moneda norteamericana, la imposibilidad de poder acceder a la misma tuvo un efecto profundo. En primer lugar, hubo una caída marcada en la cantidad de actos de compra/venta debido a la imposibilidad de acceder a la divisa. Así, hacia el primer año de la instauración del cepo, el promedio de actos notariales de compra/venta en la Ciudad de Buenos Aires se redujo en más de un 21% con respecto al año anterior.

La situación del sector se vio aún más complicada cuando en Octubre de 2012 el BCRA impidió la compra de dólares a partir de hipotecas en pesos para la adquisición de inmuebles. Se observa en Octubre de 2013 una nueva caída interanual del orden del 29% con respecto al año anterior. La caída en la cantidad de operaciones continuará a lo largo de todo el cepo aunque de forma menos marcada.

El cepo provocó dificultades a la hora de pagar y de realizar las transacciones inmobiliarias. Dada la imposibilidad para adquirir la moneda en la que están valuadas las propiedades, aquellas personas que querían comprar una propiedad y no contaban con los dólares, tenían la dificultad de a qué tipo de cambio debía de hacerse la operación. El vendedor tenía claro que el costo para convertir los pesos que recibía por la propiedad era al valor del tipo de cambio paralelo. El comprador, por su parte, tenía argumentos legales para que el precio fuese al tipo de cambio que regía legalmente. De fondo también poseía el interés de que se tomase como referencia el tipo de cambio oficial, dado que le representaba un ahorro importante al momento de realizar la compra. La consecuencia de dicha puja se vio reflejada en la actividad notarial del sector.

Grafico 7: Evolución de los actos notariales de compra/venta de inmuebles anotados en el Colegio de Escribanos de la Ciudad de Buenos Aires y del metro cuadrado nuevo y usado en dólares para un departamento de 2 ambientes en CABA.



Fuente: Elaboración propia con base en datos del Colegio de Escribanos de la Ciudad de Buenos Aires.

Lo habitual para un mercado que se encuentra operando a la baja, y sobre todo si los problemas del sector se mantienen durante periodos prolongados, es que el precio de los activos de dicho mercado se vea afectado. Sin embargo, no se observa que el precio del metro cuadrado haya sufrido a lo largo del cepo cambiario. Por el contrario, se mantuvieron con bastante estabilidad en dólares creciendo levemente a lo largo del periodo. Esto confirma que las propiedades han sido una forma efectiva de preservación del ahorro, y que por tanto aquellas personas que no tenían necesidad real para desprenderse de dichos activos, prefirieron no venderlos para no ver una reducción en el valor de las propiedades, las cuales no perdieron valor en dólares durante un periodo de 4 años donde la venta se vio perjudicada.

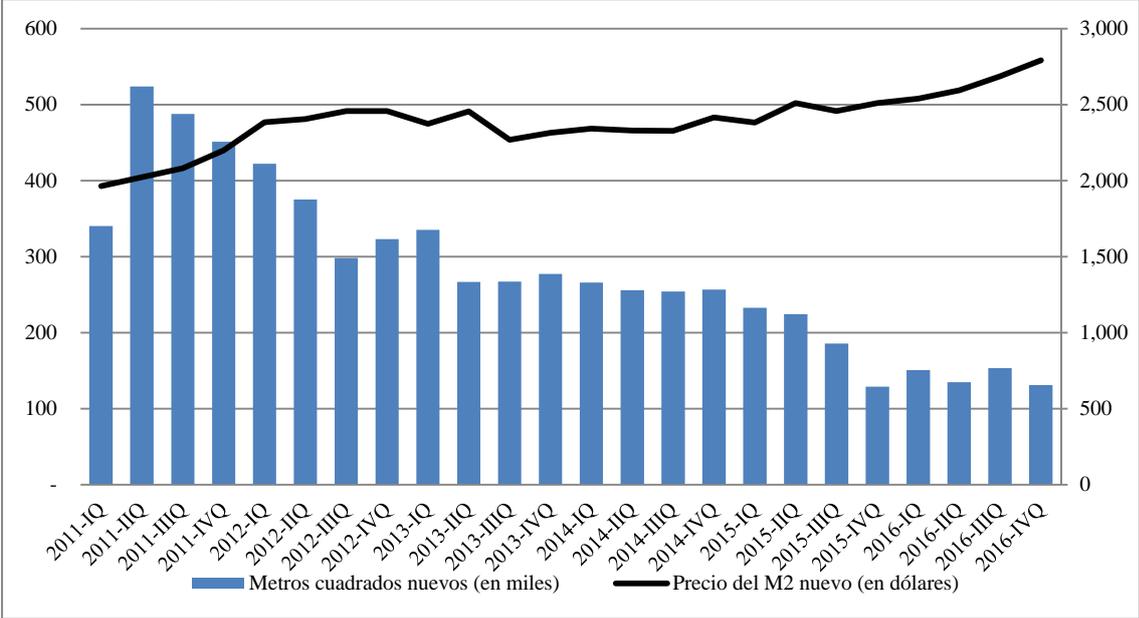
De todas formas, vale aclarar que las estadísticas se basan en los precios publicados para la venta por lo que no podemos confirmar que haya sido el valor real al que se vendían las propiedades. El individuo que necesitaba vender muy seguramente haya tenido que reducir el precio de venta en comparación con el publicado. Aun así, el hecho de que los precios publicados no vieran reflejada una caída, confirma que aquellos que poseían propiedades no estaban dispuestos a desprenderse, en principio, por un valor que reflejase la caída en ventas de este mercado.

Las dificultades observadas para la compra de propiedades tuvieron además un impacto en la construcción. El cepo generó una reducción marcada en los metros cuadrados

construidos, a pesar de que el valor del metro cuadrado nuevo no descendía. Puede verse en el grafico debajo, el impacto inmediato en la construcción como producto del cepo. Los nuevos metros cuadrados construidos son la contrapartida de las decisiones de inversión en este tipo de activos. Nuevamente observamos que se reduce la actividad en el sector a pesar de que los precios se mantienen y hasta suben si tomamos todo el periodo. Las propiedades, continuaron entonces como fuentes de reserva de valor.

Cabe destacar que el precio de la construcción si vio un aumento a lo largo de este periodo. Por lo tanto, con estabilidad en el precio y reducción de las ventas, sumado a un aumento de los costos podemos intuir otro mecanismo por el que los metros cuadrados podrían haber perdido interés como inversión y vio reducido su crecimiento en nuevas unidades.

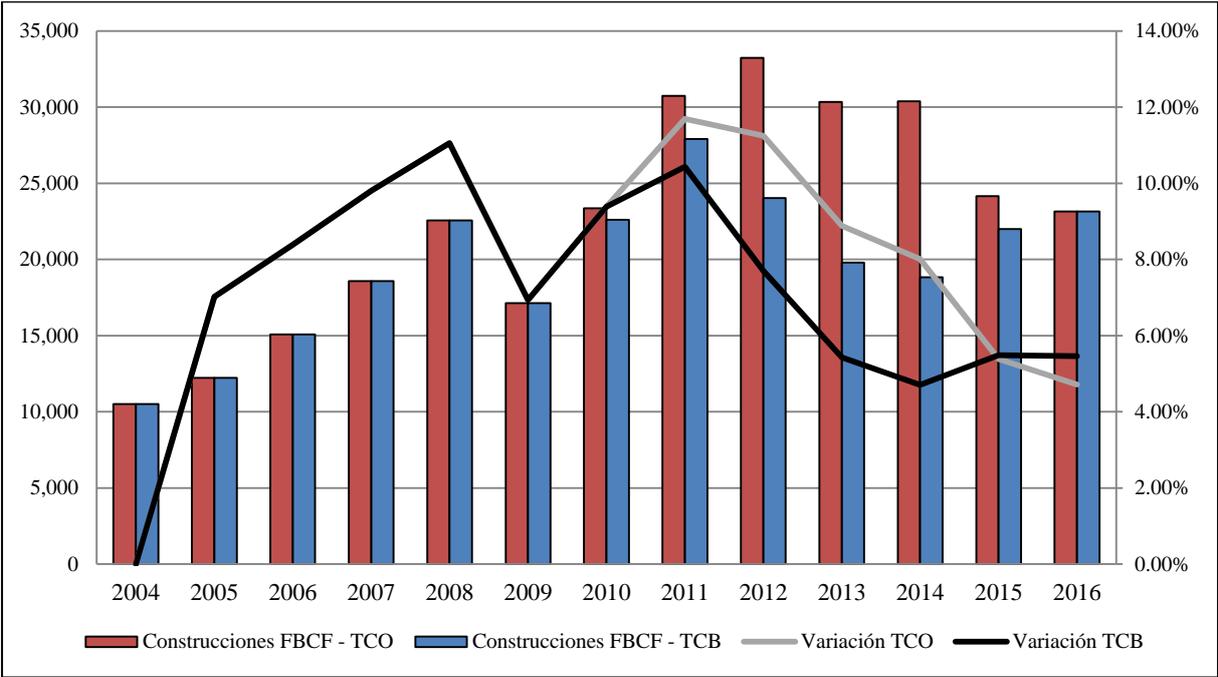
Grafico 8: Evolución de los Metros cuadrados efectivamente construidos en la Ciudad de Buenos Aires y del precio promedio en dólares de 2 ambientes en CABA.



Fuente: Elaboración propia con base en datos del Colegio de Escribanos de la Ciudad de Buenos Aires.

Al comparar el precio del metro cuadrado nuevo y ver la cantidad construida tenemos una buena medida de los efectos del cepo en la construcción de viviendas como inversión. Podemos reforzar la idea tomando la inversión bruta interna fija medida en TCO y TCB y poder observar como el cepo afectó la inversión en este sector. Tan pronto como el cepo comienza la variación en inversión con respecto al año anterior se ve reducida año a año, tendencia que es mayor si se mide en el cambio blue en lugar del oficial.

Grafico 9: Evolución de las construcciones como parte de la formación bruta de capital fija valuados en dólares al tipo de cambio oficial y al tipo de cambio blue.



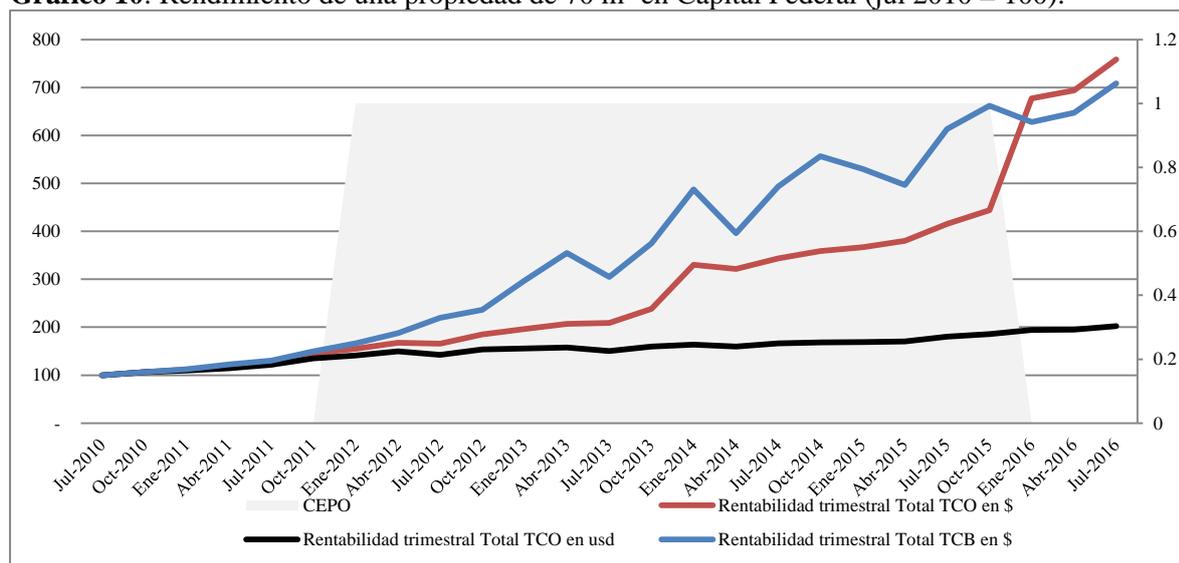
Fuente: Elaboración propia con base en datos del INDEC, BCRA y Ámbito Financiero.

Es posible asumir que aquellas personas que pudieron adquirir una propiedad con el fin de mantener sus ahorros, hayan alquilado las mismas a modo de conseguir una renta adicional. Al tomar el promedio del valor de un alquiler en la Ciudad de Buenos Aires para un departamento de 3 ambientes con 70 metros cuadrados la rentabilidad mensual, tomando el tipo de cambio oficial, fue del 0.5% promedio para todo el período analizado. Incorporándole la rentabilidad derivada de la variación del metro cuadrado⁹ el rendimiento medido en pesos (al tipo de cambio oficial) es superior (2.91% en promedio mensual para todo el periodo) al observado en los depósitos a plazo mientras que menor medido en dólares (1% promedio mensual).

Si realizamos la valuación de la rentabilidad medida al tipo de cambio blue (TCB) observamos un rendimiento superior al medido en pesos durante todo el periodo del cepo. Sin embargo, esta rentabilidad viene dada principalmente por el aumento del tipo de cambio blue y su efecto en el valor en pesos del metro cuadrado. Si tomamos la rentabilidad del alquiler sin incluir la variación del metro cuadrado (por efecto de la depreciación) entonces la rentabilidad es menor a la del tipo de cambio oficial, siendo en promedio del 0,4% mensual.

⁹ Se tomó de referencia el metro cuadrado usado para ser consistentes con la idea de rentabilidad por alquiler.

Grafico 10: Rendimiento de una propiedad de 70 m² en Capital Federal (jul 2010 = 100).



Fuente: Elaboración propia con base en datos del Banco Central de la República Argentina (BCRA) y *Ámbito Financiero*.

Si la intención del inversor era de cobrar una renta en base a la inversión inicial, entonces el plazo fijo fue claramente superior que la inversión inmobiliaria. Antes de la instauración de los controles de capital, una persona podía decidir si comprar un departamento de 3 ambientes (70 metros cuadrados) en CABA o utilizar ese dinero para realizar un plazo fijo. La inversión inicial al tipo de cambio de ese momento rondaba los 475 mil pesos. Sin incluir costos de transacción o impuestos (que perjudicarían principalmente a la inversión inmobiliaria), la decisión de invertir en plazos fijos hubiese reportado un beneficio acumulado de 514 mil pesos, mientras que en los alquileres 371 mil pesos¹⁰. La caída en el capital medido en dólares redunda en un probable motivo real por el que la gente no preferiría este tipo de inversión.

El mismo ejercicio realizado para una inversión en un plazo fijo en dólares arroja resultados poco favorables a este tipo de inversión ya que la tasa de interés que estos pagan hace muy pequeña la renta que puede obtenerse de ellos. En términos de interés hablamos de una tasa menor al 0,07% promedio y una renta en dólares menor a los 6 mil.

La aversión por la ambigüedad y volatilidad mencionada en el trabajo de Corso (2015) ve confirmada la menor volatilidad de los bienes inmuebles medidos en dólares. Vistos de esta forma, y considerando que el inversor prefiere ver sus ahorros en dólares, la estabilidad y el rendimiento positivo fueron una fuente de confirmación para optar por mantener la riqueza

¹⁰ Asumimos que no se reinvierten los intereses para simplificar el análisis y asumir que el inversor utiliza la renta para su consumo.

de esa forma. A esto sumamos que el capital inicial se mantiene medido en dólares, mientras que en pesos pierde relación.

Si lo que se busca es mantener los ahorros vistos nominalmente en dólares, con poca volatilidad, y con bajo riesgo de sufrir alguna pérdida derivada de corridas bancarias a la divisa (considerando que los efectos de la crisis de 2001 aun rondan en el imaginario popular), sin dudas es posible afirmar que lo observado confirma la elección óptima de los inmuebles.

5.3 Turismo como forma de dolarización de consumo

Si bien al turismo no podemos considerarlo como una forma de ahorro propiamente dicho, en un país con baja participación del mismo y ampliamente dolarizado, una forma de hacerse de la divisa era a través del consumo. El turismo permitía hacerse con un consumo dolarizado dado que, a pesar de las dificultades de adquirir la divisa para turismo, la posibilidad de efectuar gastos en tarjeta de crédito no presentaba mayores dificultades.

El gobierno instauró un recargo para las compras en tarjeta de crédito del 15% el 31 de agosto de 2012 que luego llevó al 20% en marzo de 2013 y finalmente al 35% en diciembre de ese mismo año. Esto generó un nuevo tipo de cambio conocido como “dólar turista” dado que permitía adquirir, bajo consumo con tarjeta de crédito, dólares al tipo de cambio oficial más el recargo. Este recargo se cargaba en AFIP a cuenta del impuesto a las ganancias, por lo que para aquellas personas que ya pagaban este tributo, podían recuperar el monto retenido. Se suponía que aquellas personas que no pagaban dicho tributo podrían reclamar el monto, aunque en la práctica recién comenzó a devolverse a la salida del cepo con el cambio de administración.

La brecha entre el dólar oficial (TCO) y el dólar turista (TCT) generada por el recargo a lo largo de la duración del cepo fue menor que la existente entre el tipo de cambio oficial y el blue (TCB). El tipo de cambio turista fue siempre más barato que el blue, con excepción al período posterior al salto del tipo de cambio oficial en enero de 2014 donde el turista llegó incluso a ser más caro en abril de ese año. Por este motivo existía un beneficio de realizar consumos fuera del país. Además, el hecho de viajar permitía hacerse de dólares para el turismo, aunque también tenían recargo. Al adquirir estos dólares, se podía consumir lo

máximo posible con tarjeta de crédito en el exterior y luego vender al blue los dólares obtenidos como consecuencia del turismo, obteniendo una ganancia para cubrir el propio costo del viaje. A esto podía además realizarse adelantos de efectivo con la tarjeta de crédito y obtener una ganancia del 20% promedio sin mayores dificultades y sin riesgo.

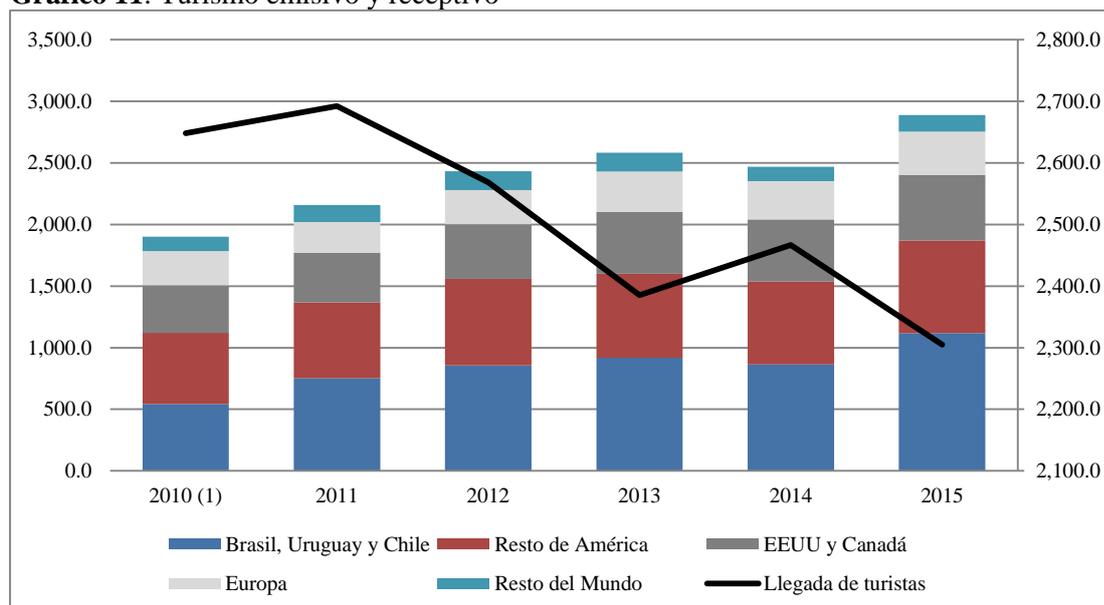
Para el caso de los asalariados que estaban incluidos en el impuesto a las ganancias, esto representaba un incentivo aún mayor. De alguna forma se les estaba incentivando o subsidiando los consumos en el exterior. Mencionamos este segmento de la población ya que es uno que tiene capacidad de ahorro e inversión.

En cuanto a la evolución de los turistas argentinos en el exterior, el número de personas que realizo viajes a lo largo del periodo analizado creció año a año, con excepción del 2014 que fue el año con la depreciación más fuerte del tipo. Sin embargo, el atraso cambiario generado por la inflación promedio del periodo es un factor a tener en cuenta. Otra cara de esta misma moneda es la caída del ingreso de turistas al país que fue decreciendo, con excepción del 2014.

No se observan cambios en la proporción de los países de destino del turismo emisor argentino que podría haberse supuesto luego de que la normativa que habilitaba a adquirir dólares por turismo obligó desde el 10 de agosto del 2012, a adquirir la moneda local de esos países.

El recargo mencionado en los gastos de tarjeta en el exterior fue impuesto como una forma de encarecer los viajes al exterior sin la necesidad de generar una depreciación en la moneda que impactase al resto de la economía.

Grafico 11: Turismo emisor y receptivo



Fuente: Elaboración propia con base en datos del INDEC. (1) Uruguay está incluido en resto de América.

5.4 Formas de obtener activos dolarizados

Las restricciones del control de capitales impusieron dificultades legales a la hora de poder dolarizar los ahorros de las personas. En una economía en donde los agentes tienen preferencias por activos dolarizados a la hora de resguardar sus ahorros, el cepo no pudo evitar que se llevaran a cabo transacciones con ese fin. Las personas buscaron formas alternativas para poder hacerse de este activo que formaba parte de su cartera de ahorro.

La primera y más obvia de las operaciones consistía en recurrir al mercado negro de dólares. Simplemente se adquirían dólares en las llamadas “cuevas” al tipo de cambio conocido como blue. Era bastante sencillo poder acercarse a este mercado ya que prácticamente se ofrecía libremente en la calle por intermediarios financieros conocidos como “arbolitos”.

Argentina es una economía con un alto porcentaje de la misma en condiciones informales (cuestiones que exceden el alcance de este trabajo) sumado a la mencionada preferencia por la divisa norteamericana, hace que estas prácticas hayan existido desde mucho antes de la incorporación del cepo cambiario y sean propias de la informalidad. El hecho de que se conociese y hasta publicase en periódicos y noticieros el precio del dólar adquirido bajo este formato es la prueba de lo aceptado que esta esta práctica. Sin ir más lejos, este

trabajo utiliza como fuente las publicaciones del periódico *Ámbito financiero* para el dólar informal.

Mientras haya economía informal habrá un mercado paralelo para adquirir la divisa en Argentina. Lo primero que sucede con este mercado y el cepo es aumentar fuertemente el spread que existía entre la cotización oficial y la paralela. Es un hecho que podía esperarse ante la imposición de los controles de capital.

Si bien hubo varios intentos de control por parte de las autoridades respecto de este mercado, la efectividad real fue prácticamente nula. En los días en que se realizaban inspecciones de la AFIP en las cuevas, lo que sucedía (más allá de que se lograra clausurar alguna) es que toda la operatoria se frenaba por ese día. Los propios “arbolitos” se avisaban entre ellos ante la llegada de inspectores por lo que los controles resultaban poco efectivos. Cuando estos terminaban la operatoria del blue volvía a su normal funcionamiento.

Luego del salto en la moneda en enero de 2014, el hecho de que se permitiese a las personas volver a comprar dólares por motivos de ahorro tuvo como objetivo proveer de mayor liquidez al mercado del blue y bajar la cotización del mismo. La alta volatilidad y el aumento de la cotización del dólar paralelo generaban una mayor incertidumbre a nivel macroeconómico y político, por lo que el ejecutivo intentó reducirla al darle mayor oferta.

Permitir a las personas adquirir dólares al tipo de cambio oficial era una invitación a hacerlo para obtener casi gratis una ganancia extraordinaria como bien hemos comentado. Los montos en que se permitía hacían muy bajo el ahorro que podría obtenerse y por lo tanto era de esperar que se volcasen a hacer lo que en ese momento se conoció como “Puré” es decir comprar al oficial e inmediatamente venderlo en el paralelo.

Obtener dólares en el exterior a través del uso de tarjetas de crédito fue la segunda forma para hacerse de dólares. Ya se ha mencionado como la creatividad llevó a las personas tomar diferentes caminos para viajar al exterior y hacerse con la divisa. Los viajes en el día a Uruguay para aprovechar los adelantos en efectivo de las tarjetas de crédito y hasta el uso de las fichas en el casino son ejemplos de cómo los individuos encontraron formas para hacerse con la divisa. Los montos operados daban indicios de un uso de arbitraje entre el mercado paralelo y el oficial más que una forma de ahorro.

El Estado fue incorporando, como se mencionó, diferentes formas para ir apuntalando y aumentando los controles. Desde aumentos en recargo por compras con tarjeta, hasta la obligación de adquirir moneda local para los viajes a países limítrofes y la limitación para el adelanto de efectivo. Se aumentaron a su vez, los controles por sobre aquellas personas que solicitaban divisas para efectuar viajes al exterior, obligando a presentar ticket de vuelo y cruzando los datos con migraciones. Estas fueron muestras de las formas por parte de los individuos de hacerse con el efectivo en dólares a través de viajes y otros mecanismos.

La forma financiera para dolarizar la cartera, era a través de la operatoria conocida como contado con liquidación (CCL). Es una operatoria legal y transparente que permite obtener dólares en el exterior partiendo con pesos en el mercado local. Este proceso no genera impacto en las reservas del Banco Central ni movimientos de divisas en el MULC.

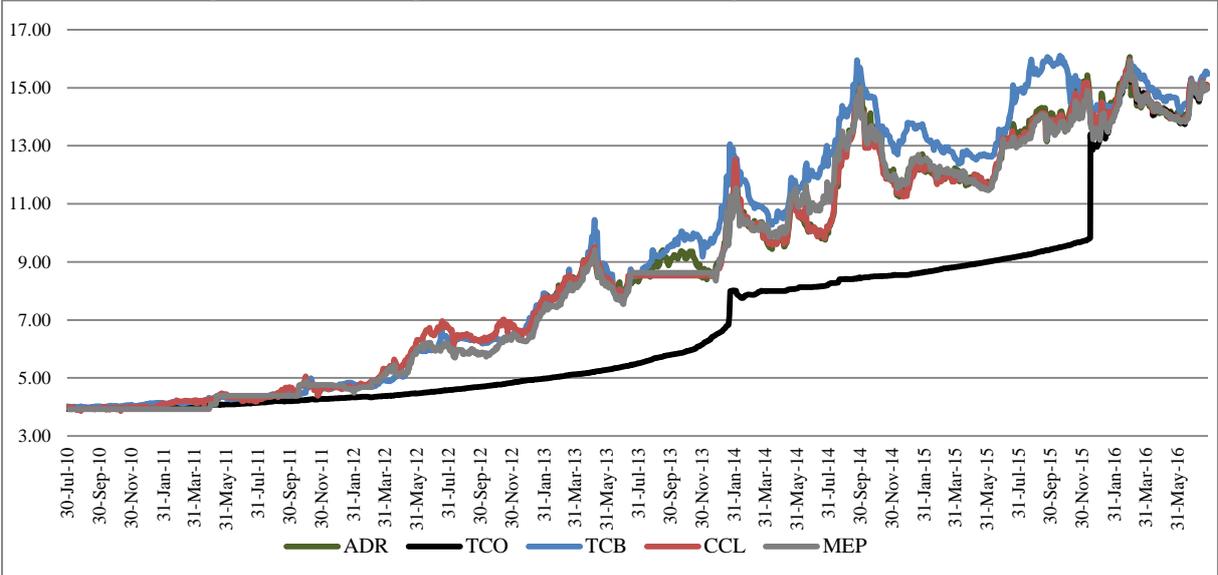
Para llevar a cabo esta operatoria había que, en primer lugar, comprar acciones o títulos públicos en pesos que operasen también en mercados en el exterior y en dólares. El segundo paso consistía en solicitar a la entidad financiera donde tiene depositado esos activos, que los transfiera a una cuenta bancaria que posee en el exterior. Una vez concluida la transferencia, se venden esos activos en el exterior y se reciben a cambio los dólares por dicha operatoria. El Bonar 24 (AY24) daba un buen ejemplo de cómo podía hacerse esta operatoria, comprando el AY24 y vendiendo luego el AY24C, la cual es la especie en dólares que cotiza en el exterior de dicho bono.

Existía otra forma similar pero que no requería que el inversor tuviese cuenta en dólares en el exterior, y era comprando un título nominado en pesos y se lo vende en su versión en dólares. Se dolariza la cartera de esta forma, pero se mantienen los activos en el mercado local. Esta operatoria conocida como dólar bolsa (MEP) puede hacerse comprando por ejemplo un DICA (que cotiza en pesos) y vender un DICAD (que cotiza en dólares).

El cociente entre la compra en pesos y la venta del activo en dólares da como resultado el tipo de cambio del CCL (o el MEP). Existe volatilidad en el precio de los activos que cotizan en el mercado local y en el exterior, es decir no mantenían una relación fija. También era necesario que se llevase a cabo con títulos que tuviesen liquidez y que tuviesen demanda suficiente para llevar a cabo la operatoria sin que generase perjuicio por una venta muy barata o una compra muy cara de una de las puntas de la operación.

En este sentido, los bonos más utilizados fueron el Bonar 2015 (RO15) y el Bonar X. La menor duration de estos bonos los hacia mejor para llevar adelante estas operatorias. También era bastante corriente el uso de los ADR de YPF, Tenaris o Galicia. Sin embargo la renta variable posee otras cuestiones asociadas a la volatilidad de sus activos y una menor liquidez en el mercado.

Grafico 12: Comparación de los tipos de cambio oficial blue y financieros.



Fuente: Elaboración propia con base en datos del Banco Central de la República Argentina (BCRA), Ámbito Financiero y el IAMC.

Vale aclarar que los tipos de cambio financieros (ADR, CCL y MEP) tienen costos asociados que vienen como consecuencia de toda la operación. Además, el tipo de cambio resultante puede estar afectado por lo que sucediese con los activos al vender o comprar el mismo dependiendo el bono que se utilice. Para reducir los efectos de un bono en particular utilizamos la información provista por el IAMC el cual pondera el valor del tipo de cambio por el volumen operado en cada instrumento. Obtenemos así el precio promedio de mercado, a pesar de que el volumen para estas operaciones se concentre en un número reducido de bonos.

Además, el hecho de que el principal tenedor de activos fuese el FGS permitió que durante al menos determinados periodos se influyese sobre la oferta/demanda de los activos para afectar así el tipo de cambio operado en bolsa.

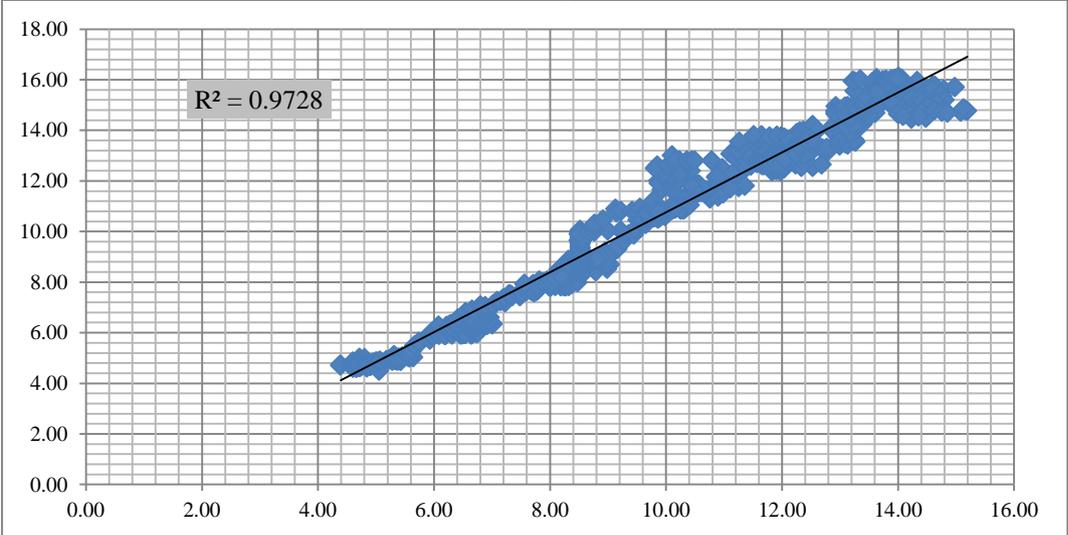
A pesar de la legalidad y transparencia de la operatoria hubo intentos de presentaciones judiciales para frenarla además de controles constantes por parte de la CNV. Si bien estos tipos de cambio no afectaban al MULC ya que eran usados para operaciones financieras,

permitían medir las expectativas de depreciación. Los intentos por controlar estas operaciones buscaban reducir las presiones sobre el tipo de cambio oficial y reducir de esa forma el impacto en los precios de la economía real. El CCL y el MEP funcionaban como un termómetro para evaluar expectativas de depreciación y por eso los constantes intentos para acotar la operatoria.

La operatoria del CCL fue muy utilizada por empresas como una forma de poder hacer compras en el exterior accediendo a divisas que le serian imposible dadas las restricciones al mercado de cambios. También fue usada como formas de girar (acotada por montos) dividendos a las casas matrices. Pero también fue usado por individuos que tenían suficiente poder para tener una cuenta abierta en el exterior. Dada la poca profundidad del mercado financiero sobre los individuos, y la menor posibilidad de tener cuenta en el exterior, esta vía de dolarizar puede no ser considerada muy extendida en la práctica.

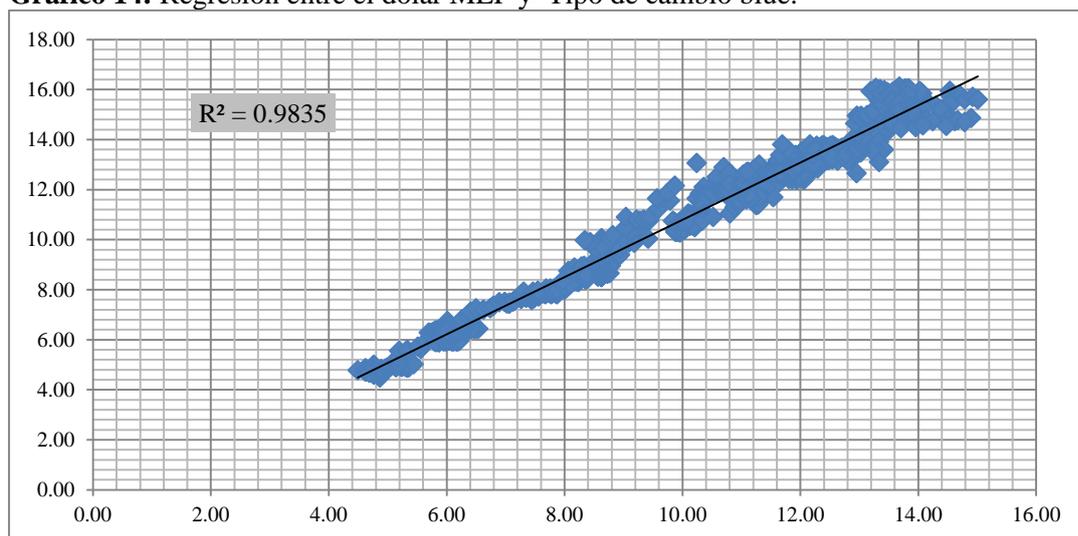
Como mencionaremos más adelante, no es posible separar cuanto de los activos financieros pertenecen a los agentes privados no financieros. Sin embargo, el precio y la operatoria de los mismos en la búsqueda de dolarizar activos funcionaron como una referencia importante sobre el precio del dólar o al menos mostraron una relación. Como se vio en el grafico 12 la relación entre el blue y los tipos de cambio financieros parece bastante estrecha. Haciendo una simple regresión se puede confirmar una relación muy alta entre ambos confirmando que poseen movimientos similares.

Grafico 13: Regresión entre el dólar CCL y Tipo de cambio blue.



Fuente: Elaboración propia con base en datos de *Ámbito Financiero* y el *IAMC*.

Grafico 14: Regresión entre el dólar MEP y Tipo de cambio blue.



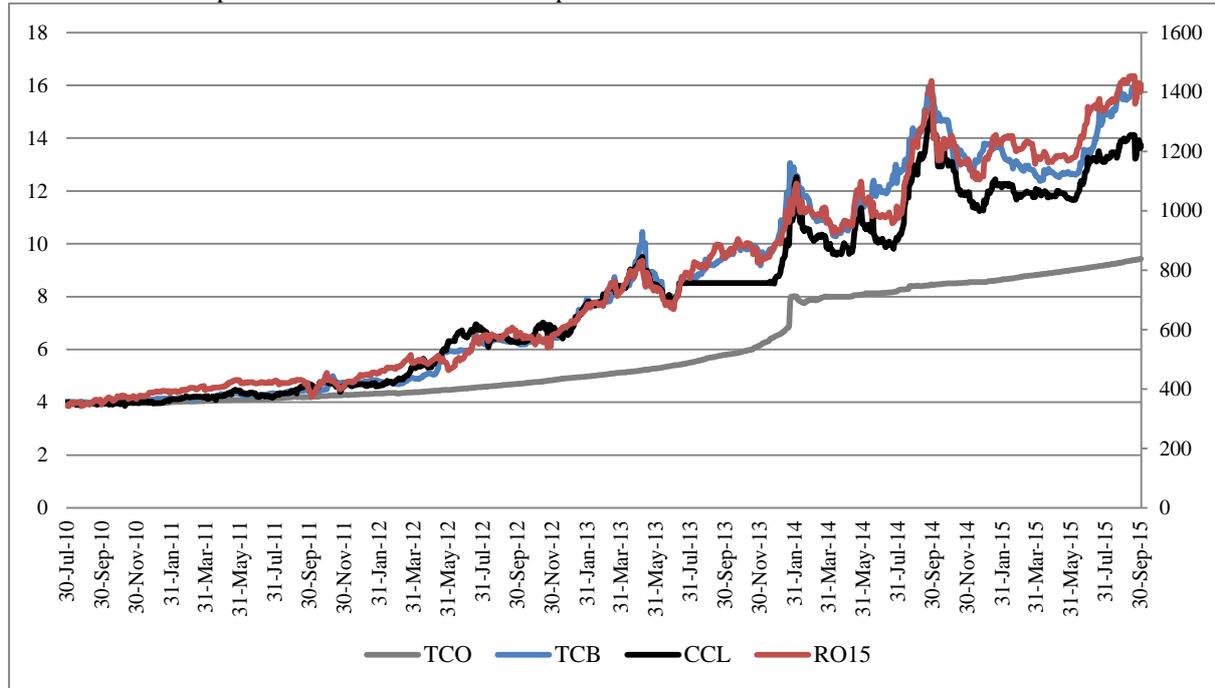
Fuente: Elaboración propia con base en datos de Ámbito Financiero y el IAMC.

Se confirma que la relación entre el tipo de cambio resultante de operaciones financieras y el tipo de cambio del mercado informal que podía intuirse al mirar los gráficos.

No es posible determinar si es el dólar blue o el financiero el que prima dado que ambos mercados reaccionan de forma muy rápida y están altamente relacionados en sus expectativas. Sin embargo, nos sirve para confirmar y entender que ambos precios operan de la mano en sus respectivos mercados y funcionan para los ahorristas que los adquieren como una medida real para el ahorro en moneda dura.

Analizaremos a continuación la relación de los tipos de cambio con la especie en pesos de algunos de los principales bonos en dólares del mercado argentino. La intención es ver si los efectos del cepo impactaron sobre estos instrumentos dado que el precio de cierre se mueve a la par del tipo de cambio blue. Tomemos por ejemplo el RO15 y el DICA dado que son bonos pre existentes al cepo, con alto volumen y que se negociaron durante la mayor parte del periodo.

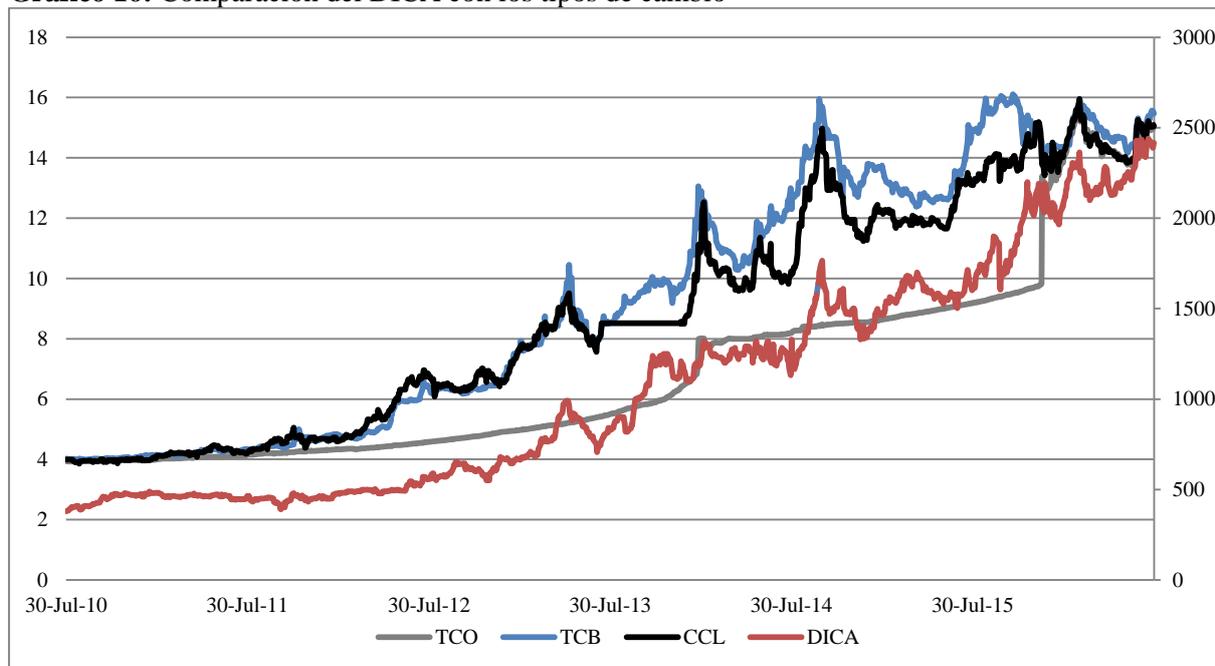
Grafico 15: Comparación del RO15 con los tipos de cambio



Fuente: Elaboración propia con base en datos del Banco Central de la República Argentina (BCRA), Ámbito Financiero y el IAMC.

El Boden 2015 tuvo la particularidad de vencer su capital en pleno cepo, con la consecuente forma de tomar los dólares de al tipo de cambio oficial al cobrar el vencimiento.

Grafico 16: Comparación del DICA con los tipos de cambio



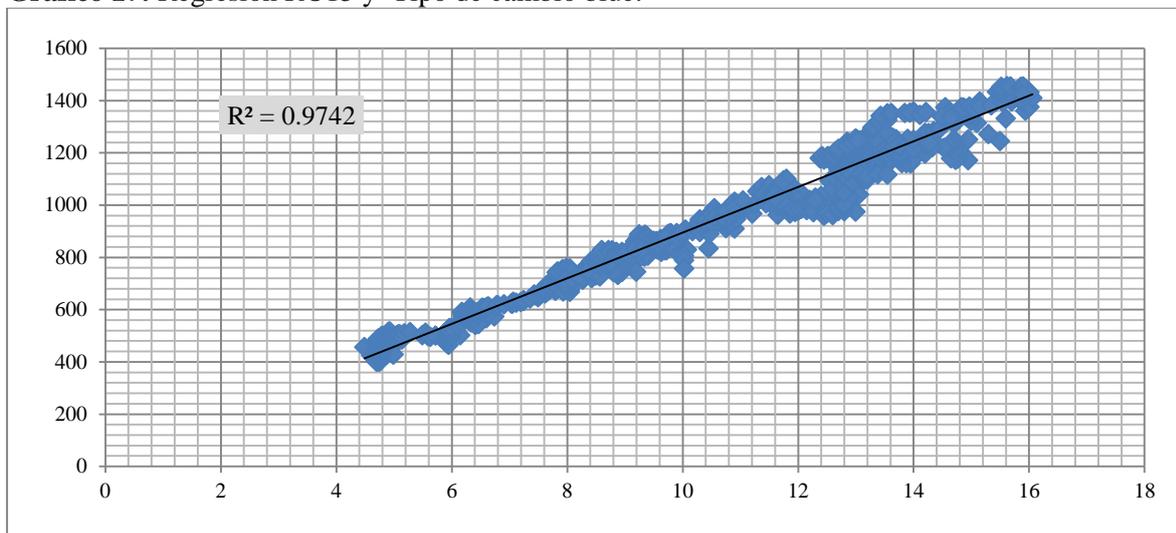
Fuente: Elaboración propia con base en datos del Banco Central de la República Argentina (BCRA), Ámbito Financiero y el IAMC.

La relación parece bastante clara a nivel gráfico entre el precio de los bonos y los tipos de cambio alternativos. El precio de los bonos tiene movimientos similares a los que dan tanto el blue como el CCL (o el MEP). Hay que tener en cuenta que estos bonos forman parte clara de los tipos de cambio financieros, sin embargo habiendo visto la relación de estos con el blue no podemos dejar de mencionarla.

Resulta interesante ver la relación que tiene el precio de los bonos con el TCB en lugar del CCL o el MEP en su conjunto. Se reduce de esta forma un análisis circular causado por el peso importante de los bonos sobre los tipos de cambios financieros.

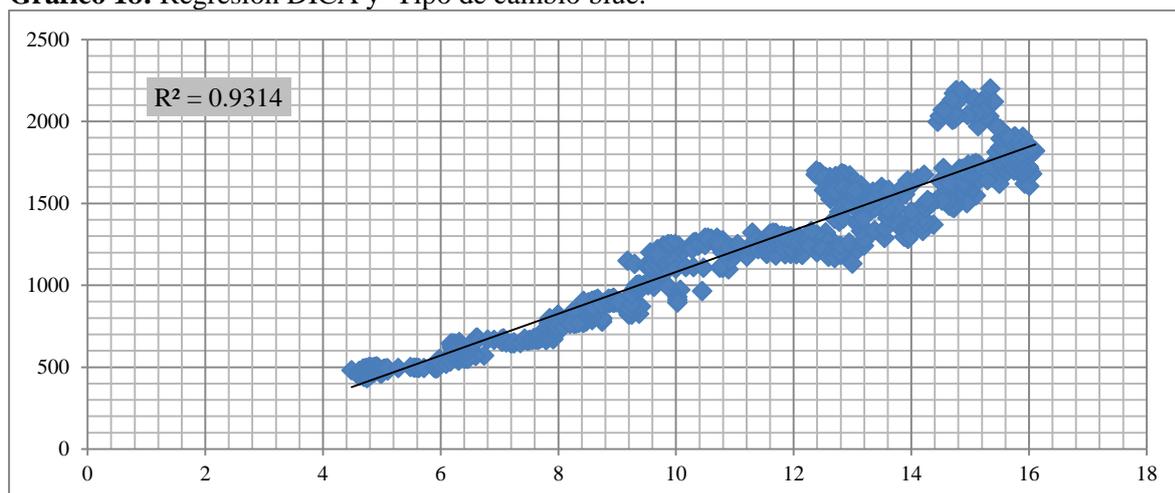
El resultado de realizar una regresión simple entre el precio de cierre del bono y el tipo de cambio blue, nos confirma la existencia de la relación observada en el gráfico. Con datos desde el 30 de julio de 2010 hasta el vencimiento (2 de octubre de 2015) para el RO15 y al 29 de julio de 2016 para el DICA, el coeficiente de correlación es de 0,9836 y 0,907 respectivamente. Si reducimos la regresión al tiempo que duro el cepo, el coeficiente pasa a 0,9314 para el DICA y de 0,9742 para el RO15.

Grafico 17: Regresión RO15 y Tipo de cambio blue.



*Fuente: Elaboración propia con base en datos de *Ámbito Financiero* y el IAMC.*

Grafico 18: Regresión DICA y Tipo de cambio blue.



Fuente: Elaboración propia con base en datos de *Ámbito Financiero* y el IAMC.

La relación se confirma también para otros bonos con diferentes maturity y estructuras, lo que confirma la relación entre el tipo de cambio paralelo y el precio de los activos. Esto confirma que los inversores valuaban al tipo de cambio paralelo en lugar del oficial para esta clase de activos.

Cuadro 1: Regresión entre el tipo de cambio blue y los principales bonos en dólares.

Bono	Coefficiente de Correlación (durante cepo)
RG12	0,9051
AS13	0,9791
RO15	0,9742
AN18	0,6197
AY24	0,5468
DICA	0,9314
PARA	0,9229

Fuente: Elaboración propia con base en datos de *Ámbito Financiero* y el IAMC.

Otra forma de entender cuál era el driver en el precio de los bonos en dólares es conocer como valuaba el mercado la tasa interna de retorno (TIR) de cada uno. Como los bonos pagan en dólares y se compran en pesos¹¹ se debe llevar todo a la misma moneda. El tipo de cambio que se usa determinará el rendimiento de ese bono.

El Instituto Argentino del Mercado de Capitales (IAMC) publica a diario un reporte con los principales bonos incluyendo su TIR. Para cálculo de esta tasa, utilizaron el tipo de

¹¹ Se decidió tomar estas especies para poder observar esta relación.

cambio oficial a lo largo de todo el cepo debido a la naturaleza oficial del instituto y la obligación de publicar los datos con ese tipo de cambio¹². Puede observarse que los bonos en dólares de duración más corta tuvieron TIR negativa durante gran parte del cepo, tomando las mediciones realizadas por el IAMC. El cepo generó que bonos como el AG12, AS13 y el RO15 lleguen a valores de TIR negativos del orden del 100% al llegar a su vencimiento.

De esta forma, el Boden 2015 paso de una TIR 7,15% en Julio de 2011 a un 88% negativo en Agosto de 2015, siempre midiendo con el tipo de cambio oficial. Además, ese valor negativo de TIR se mantuvo durante un período largo, comprobando que esa no podía ser la valoración que el mercado hacía de esos bonos.

El caso para los bonos nacidos durante el CEPO, AN18 y AY24, también puede entenderse en esta lógica. La medición de la TIR con tipo de cambio oficial, determinó que el AN18 tuviese valores negativos desde mayo de 2014 hasta la finalización del cepo. Por su lado, el Bonar 24 no tuvo valores negativos pero si muy próximos a 0, lo cual no se correspondía con la realidad de esos bonos. Comparado con el riesgo país, del que formaba parte, ese valor de rendimiento era muy bajo.

Nos interesa hacer estos comentarios para resaltar la relación entre los bonos más con los tipos de cambio paralelos que con el oficial. Analizaremos luego las relaciones de estos activos con las restricciones de capital.

¹² Recordemos que el tipo de cambio blue, por más que haya sido conocido y público, no era legal.

5.5 Instrumentos de Renta Fija en Dólares

En esta sección, evaluaremos la relación que han tenido los principales bonos emitidos por el tesoro nacional en dólares con los eventos relacionados al cepo, tanto restricciones como sus implicancias sobre los tipos de cambio.

Al mirar los instrumentos de renta fija en dólares debemos analizar tanto su precio como su rendimiento medido en la moneda de denominación del instrumento. Tomaremos diferentes bonos con diferentes vencimientos pero que hayan sido emitidos previos a los controles de capital para analizar lo sucedido durante el periodo. Adicionalmente incluiremos las principales medidas de controles de cambio resumidas en el siguiente cuadro para ver sus efectos en los activos analizados.

Cuadro 2: Eventos del CEPO

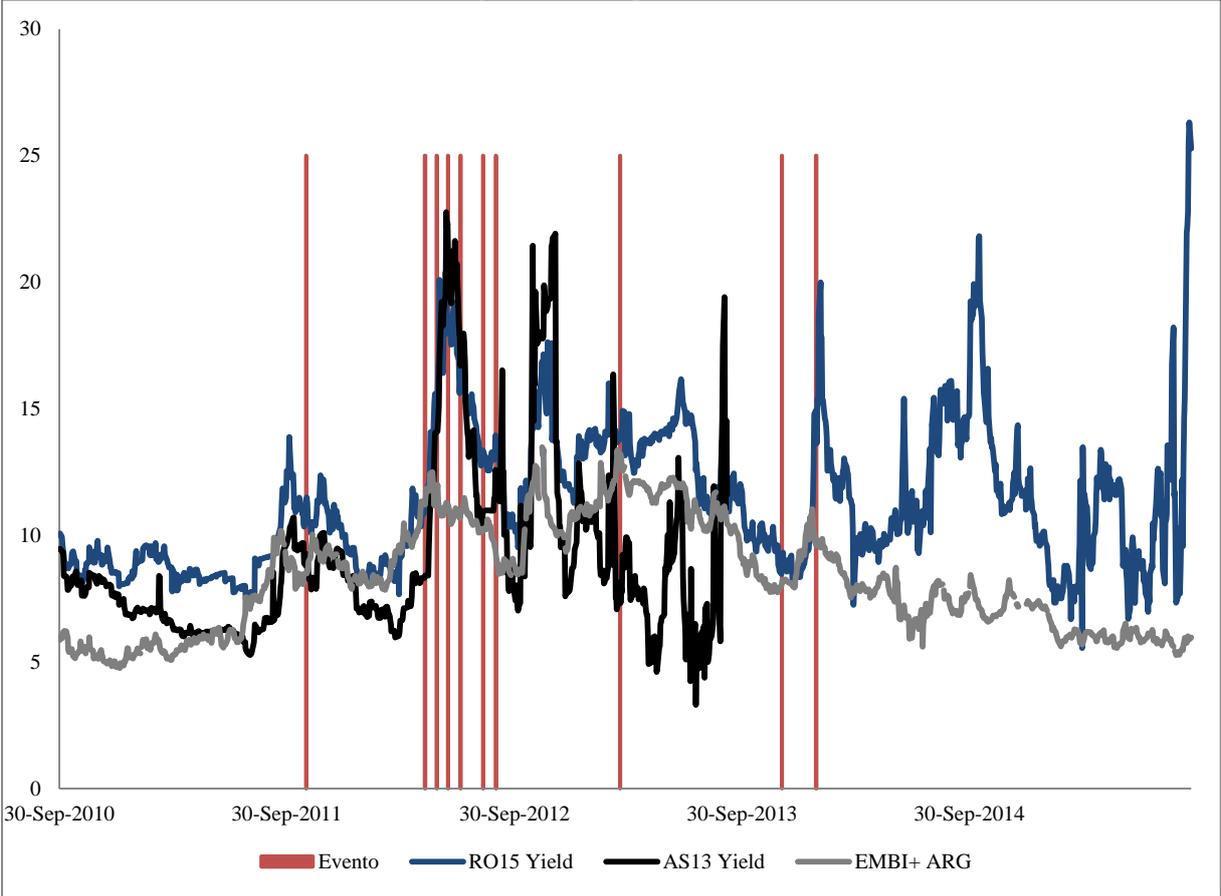
Fecha	Evento	Descripción	Resolución
31-Oct-11	Inicio del CEPO	Se requiere autorización de la AFIP para comprar divisas	Resolución General 3210 - AFIP
9-May-12	Cae límite de extracción	Se reduce el porcentaje del sueldo que AFIP autoriza para la compra de divisas. Pasa del 40% al 25%	
28-May-12	Solicitud de ME p/viaje	Aparece la solicitud a la AFIP para adquirir dólares para viajes	Resolución General 3333 - AFIP
15-Jun-12	Desaparición del dólar ahorro	Desaparece la opción para comprar ME con motivo de ahorro	
5-Jul-12	Prohibición del dólar ahorro	El BCRA prohíbe explícitamente la compra de ME con motivo de atesoramiento.	A 5318 (BCRA, 2012).
14-Jul-12	Pesificación de pensiones extranjeras	Las pensiones obtenidas en el extranjero debían por obligación cobrarse en pesos.	
10-Aug-12	Turismo en países limítrofes	Los turistas que viajen a países limítrofes y a los que usan el euro como moneda podrán acceder exclusivamente a la compra de billetes de ese país.	
31-Aug-12	Recargo a compras en el exterior	AFIP implementa una retención del 15% a las compras realizadas en el exterior con tarjeta de crédito. Dicha retención podía ser deducido luego para los pagos al fisco.	Resolución General Nº 3.378/12.
18-Mar-13	Aumento de retención al 20%	Aumenta la retención al 20%	Resolución Nº 3.450/13
3-Dec-13	Aumento de retención al 35%	Aumenta la retención al 35%	
27-Jan-14	Limitaciones para compra de ME	Las personas físicas que quisieran acceder al mercado oficial deberían haber ganado en promedio \$7200 en los últimos doce meses. Estos podrían adquirir divisas sólo por el 20% de su ingreso mensual declarado con un tope de U\$S 2000 por mes. Y los que decidieran depositar su compra a 365 en caja de ahorro o plazo fijo no pagarán la retención del 20% de la AFIP.	Resolución General 3583

Fuente: <https://www.lanacion.com.ar/1854739-cepo-cambiario-cronologia-de-estos-cuatro-anos-de-restricciones>

Lo primero que surge al analizar los rendimientos de los bonos conjunto con los eventos que fueron dando forma al cepo es que las restricciones fueron aplicadas durante los momentos de mayor crecimiento de los rendimientos (y por tanto caída en los precios de los activos). Los mercados financieros, y sobre todo en renta fija, tienden a anticipar eventos o a mostrar el sentimiento del mercado para con la economía. Los momentos de mayor volatilidad de los rendimientos coinciden con la implementación de una nueva restricción o endurecimiento del cepo.

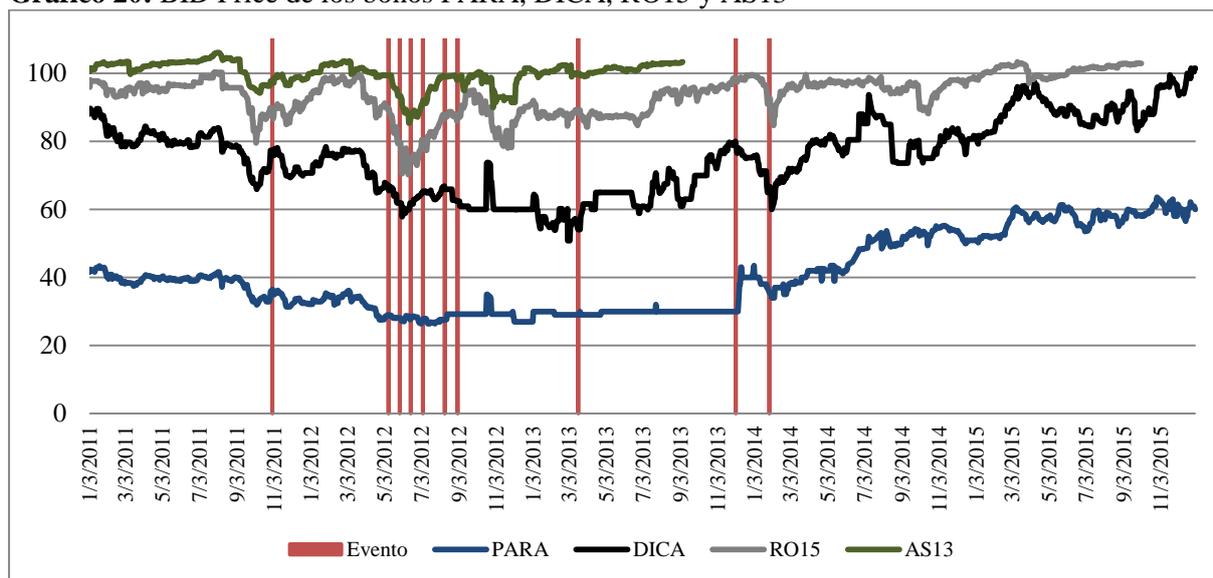
En segundo lugar, podemos observar como posterior al cepo, o a los eventos que derivaron en su implementación, existió una mayor y más marcada volatilidad en los precios y rendimientos de los bonos. No es posible asegurar si es el cepo o la situación macroeconómica la que deriva en esta marcada volatilidad de los bonos. Si está claro el efecto que se observa y las implicancias negativas para cualquier activo que intente presentarse como reserva de valor. En un país con baja participación del mercado de valores como instrumento de ahorro, la alta volatilidad dificulta que las personas opten por estos activos para poder resguardar sus ahorros. Si las restricciones de capital tuvieron como objetivo reducir la volatilidad en los mercados financieros, ese objetivo no fue logrado.

Grafico 19: Bid Yield del RO15, AS13 y EMBI+ Argentina



Fuente: Elaboración propia con base en datos de Refinitiv y J.P. Morgan Chase

Grafico 20: BID Price de los bonos PARA, DICA, RO15 y AS13



Fuente: Elaboración propia con base en datos de Refinitiv

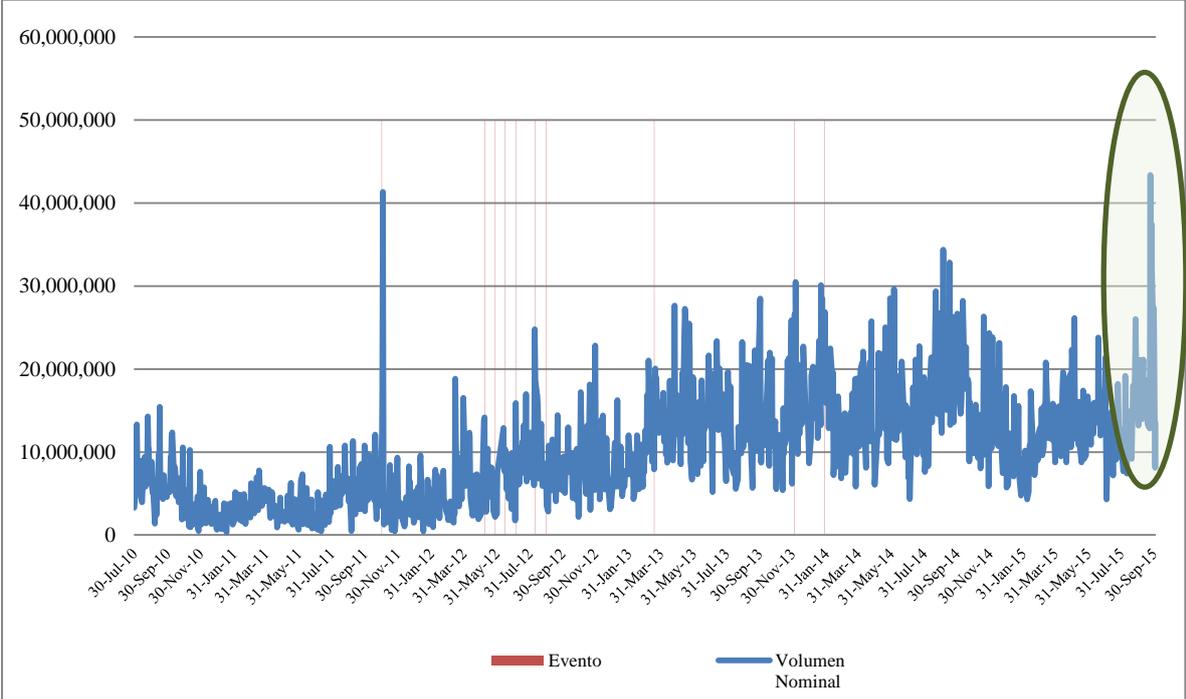
En tercer lugar, se observa que los eventos de endurecimiento del cepo tienen una tendencia a afectar negativamente el precio de los bonos. El último evento resaltado fue una relajación del cepo que parece haber tenido un efecto positivo en los bonos dado que posibilitó la compra de dólar con motivo de ahorro. De todas formas, las expectativas por un cambio de gobierno que se presumía más amistoso con el mercado jugaron su papel en la mejora constante en los precios que se ve desde 2014 en adelante. Los efectos políticos son indudables en el riesgo y por lo tanto en los rendimientos de los activos de renta fija.

Si analizamos el volumen operado no encontramos conclusiones relevantes para relacionarlo con las variaciones en los tipos de cambio o con el endurecimiento del cepo. De una regresión similar a la realizada con el precio de los bonos, se obtienen coeficientes de correlación bajos entre el volumen y el tipo de cambio. De todas formas, los 2 bonos que amortizaron completamente durante el cepo (AS13 y RO15) obtuvieron un coeficiente de correlación más significativo: 0,464 y 0,5615. Podemos entenderlo como una forma que tuvieron los agentes para obtener dólar billete de forma oficial.

En este sentido el vencimiento del Boden 2015 representó una de las formas más sencillas financieramente para hacerse de dólares durante el cepo. A principios de 2015 hubo un intento de ofrecer un canje de este bono por el AY24 que terminó con una muy escasa participación. El gobierno buscaba evitar tener que hacer un pago de más de 5 mil millones de

dólares cambiando los bonos, sin embargo no resultó interesante si miramos el resultado del mismo. La posibilidad de hacerse con dólares en efectivo se evidenció en un impulso en el volumen operado del bono en sus últimas ruedas.

Grafico 21: Volumen nominal Boden 2015



Fuente: Elaboración propia con base en datos del IAMC.

Si observamos el volumen del Bonar 24 solo el pago de intereses durante el 2015 parece haber elevado el volumen. Se refuerza de esta forma que el volumen no se relacionó con el tipo de cambio. Esto indica, dada la baja profundidad del mercado de valores, que estos activos no fueron usados como una forma de dolarizar portafolio.

Para finalizar el análisis de la renta fija en dólares debemos mirar que sucedió en la región con esta clase de activos. A pesar de los efectos propios de la economía argentina sobre los títulos públicos, el país está inmerso en un mundo que también puede afectar el rendimiento de los bonos. Dado que analizamos un periodo extenso de años, es de esperar que algún efecto de política o economía internacional hayan impactado en el rendimiento de los activos y por lo tanto hayan afectado los resultados observados.

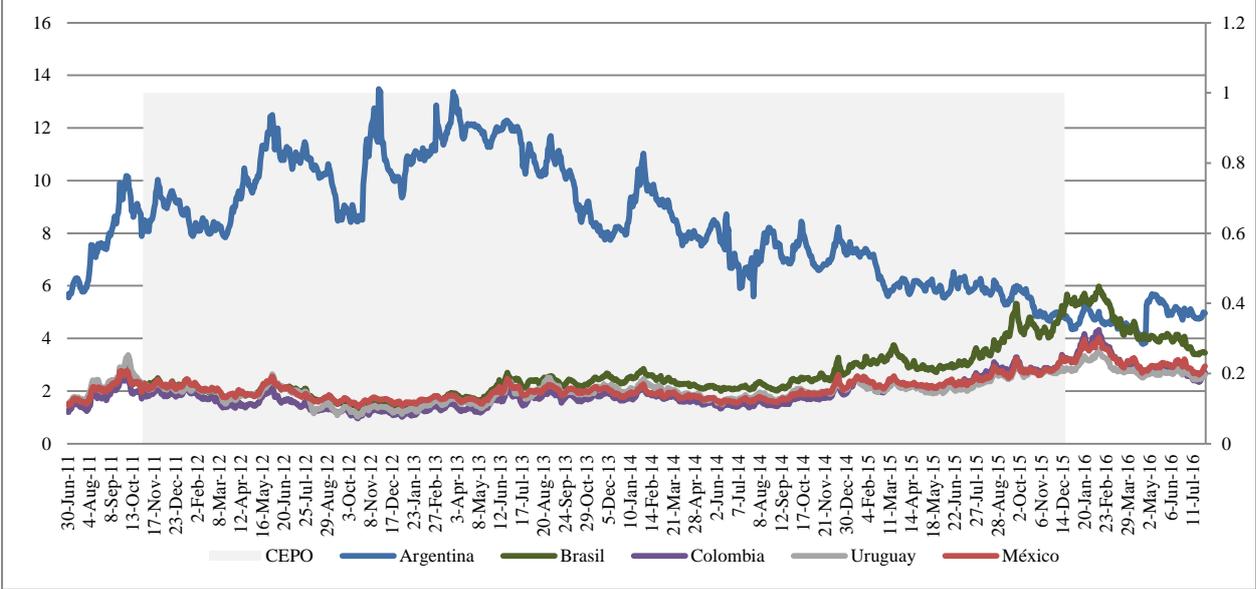
Para despejar esta duda es útil comparar lo sucedido con el riesgo país en las economías de la región. Para eso utilizaremos el índice EMBI+ publicado por el J.P Morgan a modo de referencia. Al estar compuesto por el rendimiento de los principales bonos nacionales en moneda extranjera, el índice complementa el análisis llevado a cabo en esta sección.

La región no parece enfrentar ningún salto abrupto en su riesgo país. La única excepción podemos encontrarla en Brasil hacia finales de 2015, pero este se debió a los problemas políticos propios.

Argentina ya tenía un riesgo país más elevado que el resto de la región cuando entra en el cepo. Durante el mismo el riesgo sigue más como consecuencia de la propia economía del país que acompañando al resto de la región. Puede observarse que luego de las elecciones de 2013, donde el oficialismo pierde, se inicia un camino de reducción del riesgo país, con la excepción de inicios de 2014 donde la fuerte devaluación tiene su efecto en el mismo.

El mercado asumió que, dada la derrota electoral, se imposibilitaba la continuidad del gobierno actual y que vendría otro (de cualquier signo político) mucho más amigo del mercado. Por eso se observa la convergencia del EMBI argentino hacia los paxnníses del resto de la región.

Grafico 22: EMBI Global Diversified Subíndices (en puntos básicos)



Fuente: Elaboración propia en base a J.P. Morgan Chase

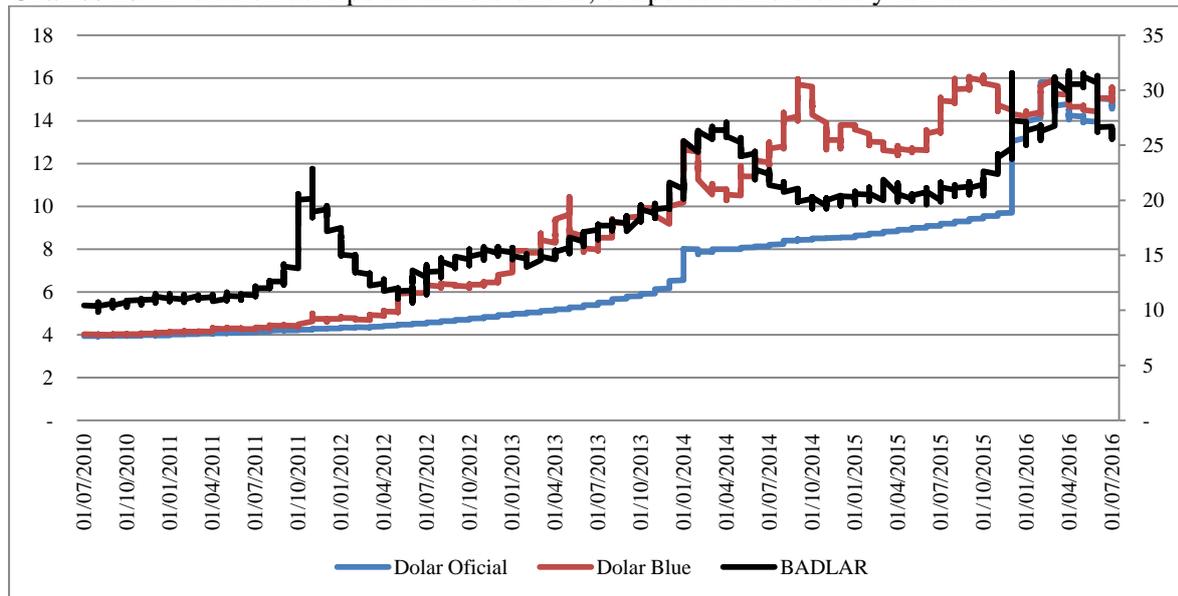
La comparación con el resto de los países de la región indica que el spread de Argentina no estuvo asociado a los movimientos del resto de los países de la región. Existió una estabilidad y hasta un movimiento de reducción de spreads en los momentos en que Argentina tuvo mayores saltos, por lo tanto no puede asociarse de forma clara un efecto externo en el denominado riesgo país.

5.6 Instrumentos de Renta Fija en moneda nacional

El análisis referente a los títulos en dólares también puede y debe ser hecho para los títulos denominados en moneda local. Dentro de este esquema de análisis incluimos dos tipos de bonos comercializados durante el periodo analizado, por un lado los títulos emitidos que pagaban BADLAR más un spread y los bonos en pesos emitidos hacia el final del cepo que pagaban el tipo de cambio oficial más un spread (dólar link).

La evolución de la BADLAR tuvo subas relacionadas como respuesta a subas al tipo de cambio y a intentos más ortodoxos para intentar frenar la corrida vía aumento de la tasa de interés. Queda en clara evidencia la suba de la tasa hasta que finalmente se instaure el cepo. Una vez instaurado este la tasa volvió a bajar fuertemente, y si bien luego retomó una dinámica ascendente, recién regresa a tener una suba importante en el periodo de la depreciación de la moneda que se dio en enero del 2014. La política monetaria del BCRA lejos estuvo de un enfoque ortodoxo durante la mayor parte del periodo analizado, y por ese motivo la tasa se mantuvo baja para los niveles que podrían esperarse dada la inflación y la presión cambiaria.

Grafico 23: Evolución del tipo de cambio oficial, el tipo de cambio blue y la Badlar.



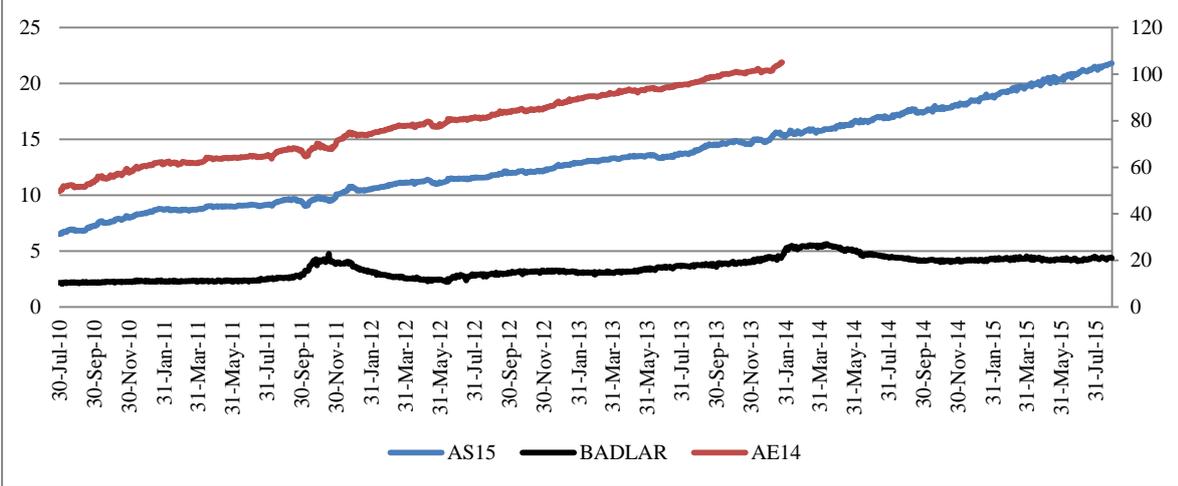
Fuente: Elaboración propia con base en datos del Banco Central de la República Argentina (BCRA) y *Ámbito Financiero*.

Hemos mencionado que la idea del cepo fue justamente evitar la suba abrupta del tipo de cambio y de prevenir sus consecuencias en una economía muy dolarizada como la argentina. También permitió mantener relativamente baja las tasas de interés, ya que una suba

de estas hubiese sido una forma de incentivar la inversión en pesos por sobre la compra de divisa. Queda claro que salvo los periodos mencionados, esta alternativa fue desechada del instrumental utilizado por las autoridades.

Este motivo ha sido una de las causas por las que no encontramos variaciones en el precio de los bonos que pagaban tasa BADLAR, como respuestas a subas en la tasa o el tipo de cambio. Se podría haber estimado la suba de la tasa como una respuesta pero lejos se estuvo de dicho accionar.

Grafico 24: Evolución de la BADLAR y los bonos AS15 y AE14.



Fuente: Elaboración propia con base en datos del Banco Central de la República Argentina (BCRA) y al IAMC.

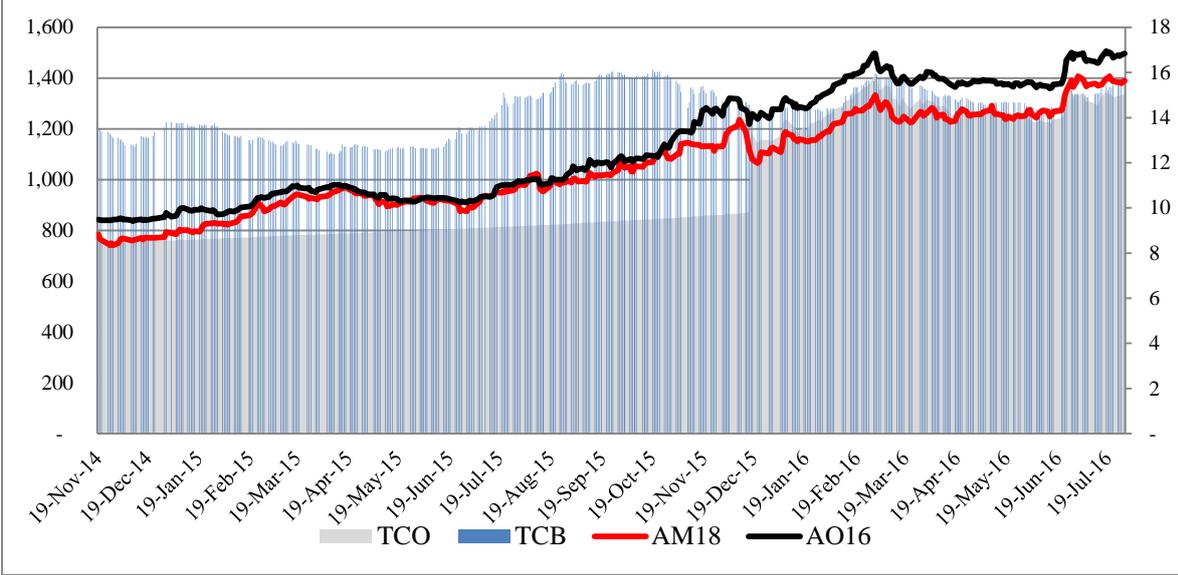
Los bonos dólar linked fueron una forma alternativa de otorgar instrumentos que siguiesen la cotización del dólar. Elegimos para analizar bonos que tuviesen vencimientos posteriores al gobierno de Cristina Fernández de Kirchner, con la intención de entender si el mercado asumía que luego del cambio de gobierno, el cepo sería levantado y eso al depreciar la moneda lograría aumentar el precio pagado. Las principales opciones electorales tenían posiciones más amigables con el mercado y adelantaban intenciones de levantar las restricciones cambiarias aunque a diferentes velocidades.

Los bonos analizados no presentaron variaciones ante el tipo de cambio paralelo, mientras que siguen plenamente al oficial. Si bien es lógico dado que ajustaban por este tipo de cambio, al tener un vencimiento posterior al cambio de gobierno se podría haber presupuestado variaciones en el precio reflejando la salida del cepo y una devaluación posterior.

Así, entre el 1 de diciembre de 2014 y el 30 de junio de 2016, el tipo de cambio oficial aumentó un 76% mientras que el AO16 lo hizo un 77% y el AM18 un 85%.

Si bien la confirmación de estos movimientos no genera sorpresa, es importante confirmar que efectivamente estos bonos solo respondieron al tipo de cambio oficial. Incluso de realizar una regresión simple se confirma que la correlación es elevada entre el precio de cierre y el tipo de cambio oficial (mayor a 0,8 para los bonos mencionados) que entre el blue y su precio (alrededor de 0,4).

Grafico 25: Evolución AO16 y AM18 en relación al TCO y TCB



Fuente: Elaboración propia con base en datos del Banco Central de la República Argentina (BCRA) y al IAMC.

5.7 Cartera del inversor privado no financiero

En la presente sección nuestro interés es analizar si hubo un impacto en la composición de la cartera como consecuencia de la instauración del cepo cambiario. Hemos observado que los activos tendieron a seguir su evolución más al precio del dólar que a otras variables, pero es nuestro interés en esta sección es entender como impactó sobre la forma de ahorro de las personas en Argentina.

5.7.1 Evolución de la cartera de privados previo al cepo

En primer lugar hay que entender como estaba compuesta la cartera de los agentes al inicio de nuestro período de análisis. Las decisiones de cartera del pasado son un condicionante para identificar si las restricciones de capital impuestas a partir de Octubre de 2011 generaron o no un impacto en la forma de ahorrar.

Partiendo desde el análisis realizado por Eduardo Corso (2015) observaremos la evolución de la composición de la tenencia de activos del sector privado no financiero. El trabajo llega hasta diciembre de 2012 por lo que logra incorporar la base con la que analizaremos en el presente trabajo.

A partir de la década del cuarenta y como respuesta a la configuración macroeconómica, la composición de la cartera del sector privado no financiero argentino se vio modificada. Los esquemas de política macroeconómica fueron diferentes a lo largo de todo el periodo y no se hará abordaje de ellos. Nos interesa rescatar solamente dos características claras que se distinguieron de forma recurrente durante los 70 años que aborda el estudio mencionado: procesos de elevada inflación y eventos de shocks devaluatorios. La tenencia de activos como reserva de valor es interpretada por Corso (2015) como el resultado de diversas estrategias adaptativas llevadas a cabo bajo ese contexto y como un intento de respuesta para la preservación de la riqueza.

Veamos cómo cambio la composición de la cartera, siguiendo el trabajo mencionado.

Cuadro 3: Tenencias de activos financieros del sector privado no financiero argentino a diciembre de 1941.

Tenedores	Valor nominal		
	Millones de m\$ _n .	como % del total de activos	en % del PIB
Circulante	1,147.0	14.4%	7.1%
Depósitos	4,058.9	51.1%	25.2%
Cuentas corrientes	1,543.5	19.4%	9.6%
Caja de ahorro	2,125.1	26.8%	13.2%
Plazo Fijo	390.3	4.9%	2.4%
Títulos Públicos	1,325.9	16.7%	8.2%
Cédulas Hipotecarias	1,300.2	16.4%	8.1%
Acciones	112.0	1.4%	0.7%
Total	7,944.0	100.0%	49.3%

Fuente: Corso, 2015, p.68.

Puede notarse que todos los instrumentos estaban nominados en moneda local. Además, se observa que un tercio del total de la cartera estaba constituida por instrumentos a largo plazo (cedulas hipotecarias y títulos públicos). Una aclaración valida es que por falta de información, no fue posible la inclusión de los inmuebles. De todas formas, según se indica en el trabajo citado, recién en la década del cincuenta el uso de inmuebles residenciales como forma de preservar el valor tomo importancia.

La dinámica de la economía argentina, como fue mencionada, modificó la composición de la cartera de los agentes privados no financieros. El cambio que puede observarse es significativo, derivando en un sesgo a la dolarización clara de los activos. A esto se le suma el uso de los inmuebles como instrumento de ahorro y la caída en los activos con intermediación financiera. Se aclara que no fueron incorporados los títulos públicos ya que no es posible determinar el porcentaje en manos de las familias argentinas.

Cuadro 4: Activos del sector privado no financiero argentino (diciembre 2012).

Componentes del activo	MM de us\$	% del PBI	% del total de activos
Activos totales considerados	600.9	193.5%	100.0%
Activos inmuebles	283.4	91.2%	47.2%
Domésticos	274.3	88.3%	45.7%
En el exterior	9.0	2.9%	1.5%
Activos financieros	317.6	102.2%	52.8%
Domésticos	124.0	39.9%	20.6%
Circulante	29.4	9.5%	4.9%
Depósitos	60.4	19.5%	10.1%
En moneda local	54.9	17.7%	9.1%
En dólares	5.6	1.8%	0.9%
Acciones	34.3	11.0%	5.7%
En el exterior	193.5	62.3%	32.2%
De cartera	170.6	54.9%	28.4%
Otros	22.9	7.4%	3.8%

Fuente: Corso, 2015, p.69.

Luego de los recurrentes eventos devaluatorios y de la experiencia de apertura a finales de los años setenta, el dólar norteamericano se convirtió en una de las principales opciones para resguardar el valor para el sector privado. Los procesos de hiperinflación posteriores generaron que se dolarizara de forma compulsiva la estructura de contratos en la economía, profundizando el rol de la divisa como forma de ahorro.

La convertibilidad convalidó la dolarización del ahorro. Si bien aumentó la intermediación financiera, se dio en un contexto de crecimiento sostenido de los depósitos en dólares confirmando la estructura dolarizada del sistema financiero. Tanto los procesos devaluatorios, como los de hiperinflación y la posterior convertibilidad, confirmaron lo que Corso (2015) menciona como causa para la baja sustitución entre activos en pesos y activos en dólares.

Una segunda conclusión a la que llega Corso, es que existe una elevada participación de los activos inmuebles y de activos externos denominados en monedas duras en la cartera de los individuos. Son estos los activos principales que los agentes encuentran como la forma de preservar el poder de compra a través del tiempo.

Otro rasgo fundamental entre estos activos es que, si bien ambos presentan un elevado grado de sustitución, el escaso nivel de intermediación financiera observada en Argentina a lo largo de su historia y el casi nulo crédito hipotecario, “promovió el desarrollo de una relación de complementariedad intertemporal sobre la base de una característica que distingue fundamentalmente a ambos activos: La divisibilidad” (Corso, 2015, p. 86).

Para aquellas personas que utilizan los inmuebles como reserva de valor, existe un problema debido a su naturaleza: el activo es indivisible. Para poder adquirir las propiedades, y ante la ausencia de crédito o formas de apalancamiento, se hace necesario acumular activos en moneda extranjera (principalmente dólares) a través de cierto tiempo. “En ausencia de opciones rentables de ahorro en moneda local, y dada su perfecta divisibilidad, la divisa norteamericana devino en un destino habitual para aquellos ahorristas que buscan preservar el poder de compra de su riqueza para acceder al mercado inmobiliario” (Corso, 2015, p. 86). Por este motivo, se dio una relación de complementariedad entre los dólares y los bienes inmuebles.

Durante la primera mitad del siglo XX, el sector privado financiero tuvo la cédula hipotecaria como un instrumento en moneda local, a tasa fija y con un plazo cercano a los 40 años. Este instrumento permitía ahorrar de forma indirecta en inmuebles, con la ventaja de ser divisible. A partir de 1946 comenzaron a retirarse la totalidad de estos instrumentos al mismo tiempo que las mayores tasas de inflación consolidaban a los inmuebles como reserva de valor pero ahora de forma directa. Ya no volvería luego a aparecer ningún instrumento en pesos que permitiese hacer inversiones de forma similar hasta la salida del cepo con la implementación de las UVA. Pero este instrumento excede el eje temporal del presente trabajo y además aún es muy reciente su instauración (y aún muy alta la volatilidad macroeconómica) para evaluar el impacto de dicho instrumento. Además, los nuevos eventos de fuerte volatilidad macroeconómica (fuertes depreciaciones del peso y elevada inflación) parecen haber puesto un rápido fin a la UVA como forma de crédito hipotecaria¹³.

Una de las formas que tienen los agentes para responder a entornos de elevada inflación es a través de la indexación de los contratos. De acuerdo con lo expuesto en el trabajo de Corso (2015), los recurrentes shocks hacen que este tipo de mecanismos se vuelvan poco efectivos para preservar la estructura de precios relativos. La dolarización fue un resultado

¹³ La suba tanto en créditos como en compra/venta de inmuebles durante los primeros años de la implementación de este sistema tuvo un fuerte freno a partir del primer trimestre de 2018. Nuevamente quedara para trabajos posteriores evaluar los efectos del nuevo cepo y de la nuevamente alta volatilidad macroeconómica.

natural para todos aquellos contratos en los que eran erogadas grandes sumas como en el caso de los inmuebles.

A pesar de que los activos inmobiliarios tengan precios fijados en dólares, no implica que la variación de sus precios sea la misma que la divisa en contextos devaluatorios. De acuerdo con el trabajo mencionado, en dichos contextos, la variabilidad del retorno del inmueble es significativamente menor a la de mantener la divisa. La razón de esto, es que “luego de ocurrido un shock devaluatorio, la licuación de los salarios en dólares implican que el precio en dólares de los inmuebles tiende a caer” (Corso, 2015, p. 88). Este es un ajuste que se da con cierto retraso dado que la caída del precio presenta inercia.

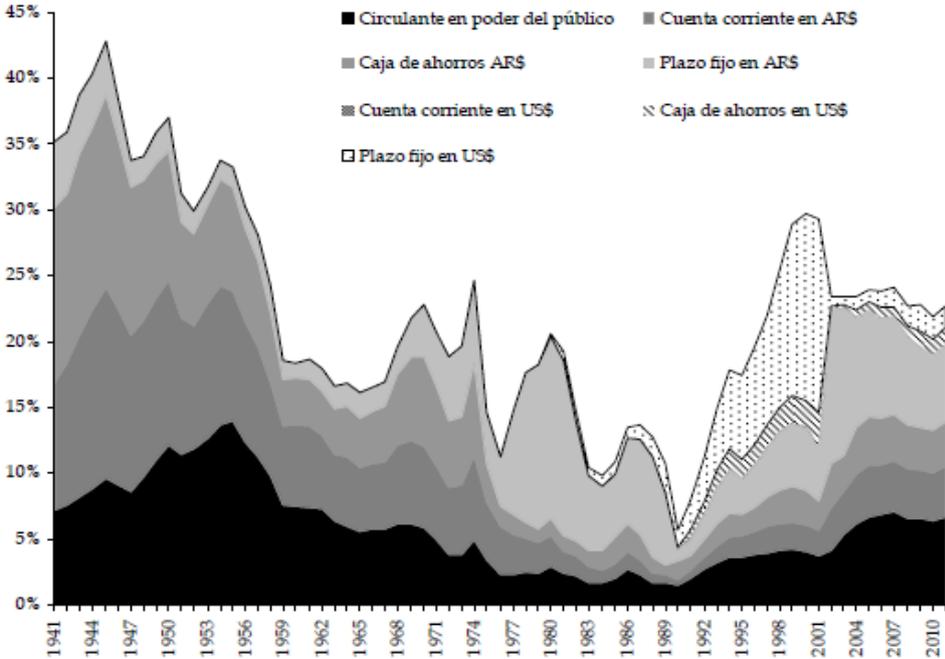
Otro factor que se señala importante para atraer a los agentes, independientemente del retorno promedio, es la menor dispersión resultante del retorno del inmueble. Luego del shock devaluatorio el número de operaciones inmobiliarias se reduce fuertemente debido a la mayor brecha entre el precio de demanda y el de oferta aumenta. Las propiedades cuentan además, con otro factor que los hace atractivos respecto de otros activos, y es que se lo percibe poseen menor riesgo de expropiación.

El último punto destacado por Corso (2015) dentro del análisis sobre la evolución de la cartera es la baja sustitución entre acciones y bienes inmuebles como forma para preservar el valor. Como consecuencia de la alta volatilidad en la macroeconomía argentina existe un raquitismo en el mercado de acciones. Los cambios recurrentes en la estructura de precios relativos hace muy difícil para los agentes la formación de expectativas respecto de la evolución del retorno de una acción. Estas alteraciones generan incertidumbre respecto del sector económico donde la firma se desarrolla, dificultando a su vez, la interpretación de los balances por parte de los accionistas.

Esta misma incertidumbre genera desincentivos para la toma de decisiones de inversión por parte de las empresas. La consecuencia es un tamaño muy reducido del mercado accionario que lo aleja de constituirse como una opción de reserva de valor para el sector privado. Adicionalmente, el retorno de las acciones se presenta como el retorno con mayor dispersión entre los activos considerados en el trabajo mencionado. Esto es lógico si se considera que, dado el pequeño tamaño de este mercado, toda reasignación de tenencias de activos implica una fuerte variación de su cotización.

Por lo tanto, el autor concluye que la elevada volatilidad macroeconómica, signada por los constantes shocks devaluatorios y las altas tasas de inflación observados desde la década del cuarenta, marcó una tendencia a la desintermediación financiera. Esto generó el abandono de activos denominados en pesos como reserva de valor para el largo plazo, una baja participación de las acciones como forma para canalizar el ahorro del sector privado y una participación creciente de los activos denominados en dólares y de los bienes inmobiliarios como activos para mantener el valor real de la riqueza.

Grafico 26: M3 privado bimonetario en términos del PBI (1940-2012)



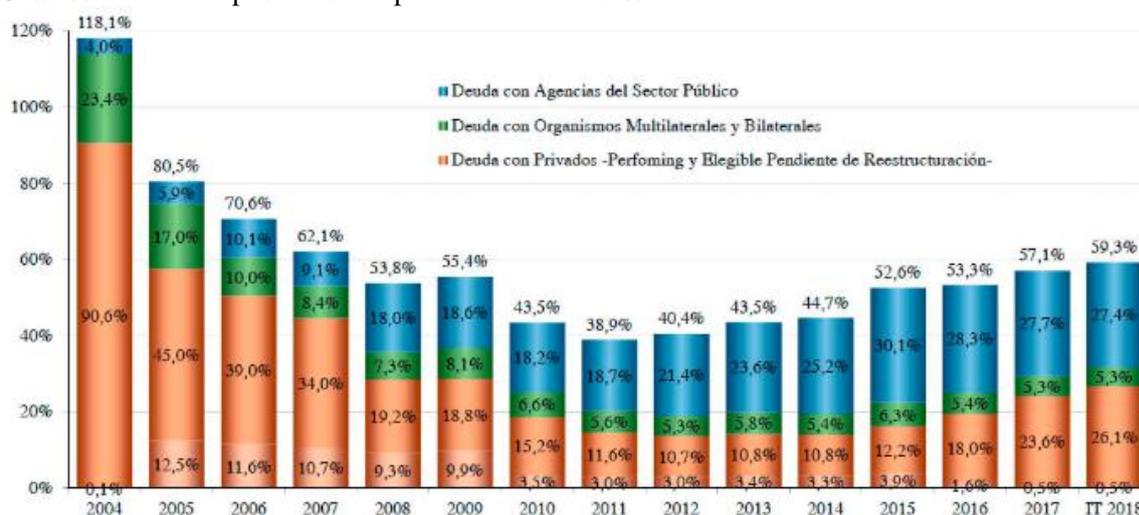
Fuente: Corso, 2015, p.90.

Puede observarse que el proceso de intermediación tuvo una recuperación durante la etapa de la convertibilidad, pero tuvo como contrapartida un incremento notable de los depósitos en dólares.

5.7.2 La cartera durante el cepo

En el trabajo de Corso (2015) se mencionaba la dificultad de determinar el porcentaje de los títulos públicos en manos de las familias argentinas. Es posible obtener la cantidad de títulos en manos de los privados, diferenciándolos de los que están en manos de organismos multilaterales y sobre todo de organismo y agencias del Estado. Desde la nacionalización de las AFJP, el FGS se convirtió en el principal acreedor y tenedor de los títulos públicos. El sector privado tuvo durante el periodo analizado una participación aproximada del 15% del PBI.

Grafico 27: Deuda pública bruta por acreedor como % del PB



Fuente: Ministerio de Hacienda de la Nación.

De todas formas no nos es posible determinar que parte de las tenencias privadas son parte de las personas físicas. Bancos, fondos del exterior y locales, entre otros poseen la mayor parte de la deuda lo que hace difícil determinar si se modificó o no la composición dentro de la cartera de los agentes individuales en Argentina.

Otro punto importante para destacar en la tenencia de este tipo de activos es la alta informalidad de la economía argentina. Esta característica aleja a las personas que poseen un ahorro de la adquisición de activos bursátiles ya que implicaría el blanqueo con el consecuente pago de impuestos. Adicionalmente, la alta volatilidad y las experiencias sumamente negativas de los activos argentinos persisten en la memoria de los ahorristas alejándolos aún más del mercado de capitales.

Partiendo de estos comentarios y siguiendo con la cartera desarrollada en el trabajo mencionado, podemos observar la composición de la cartera de los agentes privados no financieros a lo largo del periodo trabajado en este documento.

Cuadro 5: Activos del sector privado no financiero argentino

<i>En millones de dólares- (TCO)</i>	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Total Cartera	513.20	546.31	585.07	636.17	674.76	705.51
Depositos en pesos	41.02	47.14	54.85	54.22	56.29	57.25
A la vista	26.50	31.20	37.52	36.78	37.88	36.67
A plazo	14.52	15.95	17.33	17.44	18.41	20.58
Depositos en ME	18.40	20.11	19.76	19.44	20.61	23.99
A la vista	8.10	8.31	5.11	4.38	4.52	6.93
A plazo	10.30	11.80	14.65	15.06	16.09	17.06
Activos externos	161.17	180.37	192.90	200.65	208.27	217.00
Inversion en Cartera	31.70	31.64	32.95	39.23	41.41	40.91
Moneda y depositos	108.07	126.29	137.04	138.03	141.92	150.55
Otros	21.40	22.44	22.91	23.40	24.94	25.54
Inmuebles	228.76	255.11	283.32	308.78	332.91	351.36
Domésticos	220.75	246.56	274.30	298.67	322.60	339.96
En el Exterior	8.01	8.55	9.02	10.11	10.31	11.40
Acciones	63.85	43.58	34.24	53.08	56.69	55.91

Fuente: Elaboración propia con base en datos del Banco Central de la República Argentina (BCRA), IAMC e INDEC.

Cuadro 6: Participación de los activos del sector privado no financiero argentino

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Total Cartera	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
Depositos en pesos	7.99%	8.63%	9.38%	8.52%	8.34%	8.11%
A la vista	5.16%	5.71%	6.41%	5.78%	5.61%	5.20%
A plazo	2.83%	2.92%	2.96%	2.74%	2.73%	2.92%
Depositos en ME	3.59%	3.68%	3.38%	3.06%	3.05%	3.40%
A la vista	1.58%	1.52%	0.87%	0.69%	0.67%	0.98%
A plazo	2.01%	2.16%	2.50%	2.37%	2.38%	2.42%
Activos externos	31.40%	33.02%	32.97%	31.54%	30.87%	30.76%
Inversion en Cartera	6.18%	5.79%	5.63%	6.17%	6.14%	5.80%
Moneda y depositos	21.06%	23.12%	23.42%	21.70%	21.03%	21.34%
Otros	4.17%	4.11%	3.92%	3.68%	3.70%	3.62%
Inmuebles	44.58%	46.70%	48.43%	48.54%	49.34%	49.80%
Domésticos	43.01%	45.13%	46.88%	46.95%	47.81%	48.19%
En el Exterior	1.56%	1.56%	1.54%	1.59%	1.53%	1.62%
Acciones	12.44%	7.98%	5.85%	8.34%	8.40%	7.92%

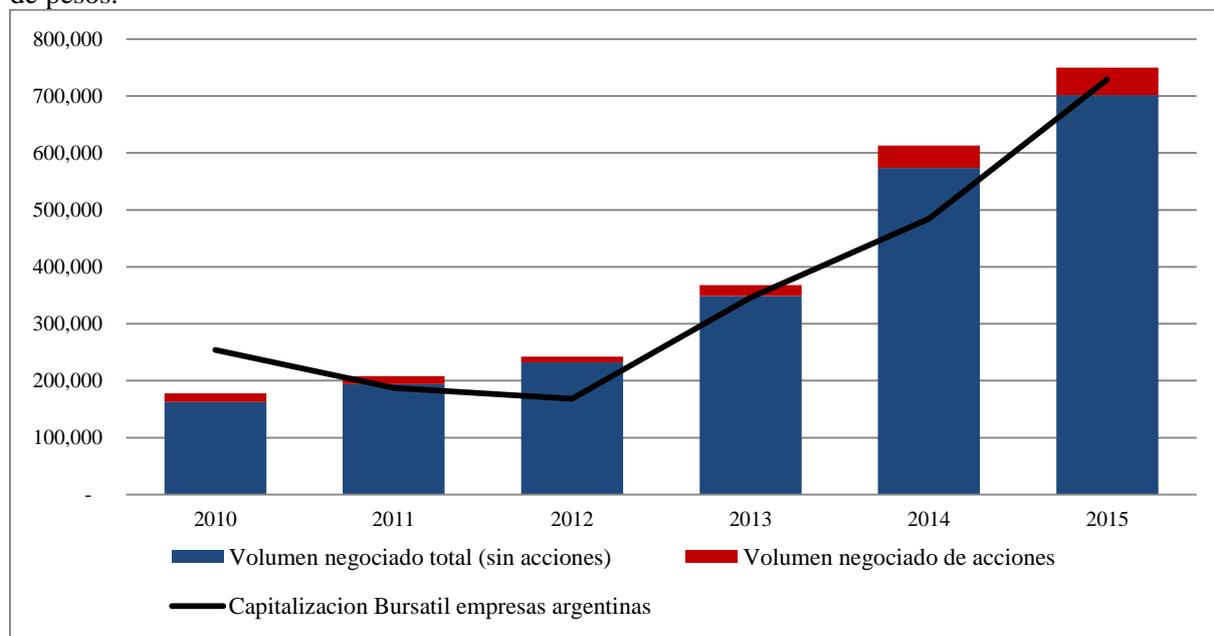
Fuente: Elaboración propia con base en datos del Banco Central de la República Argentina (BCRA), IAMC e INDEC.

Lo primero que vale la pena destacar es que, al igual que con los títulos públicos, las acciones no pueden ser diferenciadas en cuanto a quien posee la tenencia de las mismas. Si bien, se utiliza la capitalización de mercado publicada por el IAMC, no conocemos si el tenedor es un fondo, el FGS, una compañía de seguros, o privados.

Si bien Corso (2015) las incluye dentro del análisis, tienen poca relevancia tanto en la cartera como en el mercado de capitales en general. De hecho, durante el periodo evaluado, la participación de las acciones dentro del volumen total operado cayo de un 8.42% a un 6.4% (pasando por un 4.1% en 2012). La fuerte recuperación después de los eventos de la deuda

argentina y de las expectativas con un gobierno con menor conflictividad hacia los mercados bursátiles mejoraron los volúmenes observados hacia el final del periodo¹⁴.

Grafico 28: Evolución del volumen efectivo del mercado de capitales y de las acciones en millones de pesos.



Fuente: Elaboración propia en baso a datos del IAMC.

El hecho de estar tomando las acciones domésticas y estar considerando el tipo de cambio oficial, refuerza la idea de que el peso de estos activos es bajo como forma de ahorro. Sin embargo, se decidió mantenerlos dentro del análisis para ser consistente con el trabajo de Corso (2015).

En la sección 5.1 se describió la evolución de los depósitos a plazo y la rentabilidad de dicho tipo de instrumento. Analizando la composición de la cartera podemos ver que mantiene lo mencionado en cuanto a la caída inicial de los depósitos en moneda extranjera en contraposición con los depósitos en pesos. Para ambos casos, los depósitos a plazos mantienen una estabilidad en su participación en la cartera.

La participación en la cartera, si bien es estable para ambos tipos de activos, muestra las consecuencias inmediatas del cepo por sobre la posibilidad de dolarizarlos. Los depósitos en peso tienen una mejora en la participación a inicios del cepo y luego van perdiendo algo de

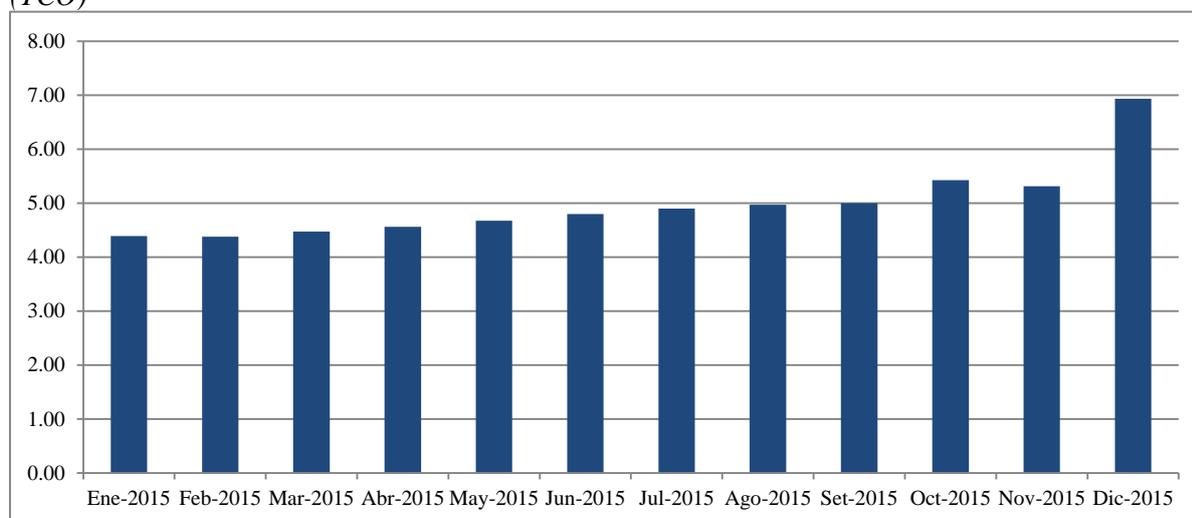
¹⁴ Se observa que en los años siguientes (2017 y 2018) la participación de las acciones en el volumen efectivo total operado vuelve a bajar hasta niveles del 4.78% 5.15% respectivamente.

terreno aunque muy poco. Para el caso de los depósitos en moneda extranjera, recupera muy poco en 2015, y recién crecerán de forma marcada a la salida del cepo y sobre todo en 2016.

Es destacable el hecho de que el total de depósitos en moneda extranjera hayan tenido una suba hacia finales del periodo de análisis. La instauración de la posibilidad de comprar dólar para ahorro colaboró con este hecho ya que habilitó para las personas físicas un canal de dolarización habitual y de fácil acceso.

Sin embargo, el salto se da en 2015 (continuando luego en 2016) como consecuencia del levantamiento del CEPO principalmente. Es fácil de observar esto ya que el salto de los depósitos se da en diciembre de 2015, mes en que las restricciones a la compra de moneda extranjera son levantadas por el gobierno entrante.

Grafico 29: Depósitos en moneda extranjera del Sector privado no financiero – en millones de dólares (TCO)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA.

La evolución del mercado único libre de cambios y balance cambiario publicado por el BCRA nos ayuda a entender la dinámica de compra venta de divisas por parte del sector privado no financiero y de los efectos en este mercado del cepo. Dada las características propias del país la compra neta de divisas no resulta en un aumento de igual proporción en los depósitos, pero nos permite comprender mejor esta dinámica.

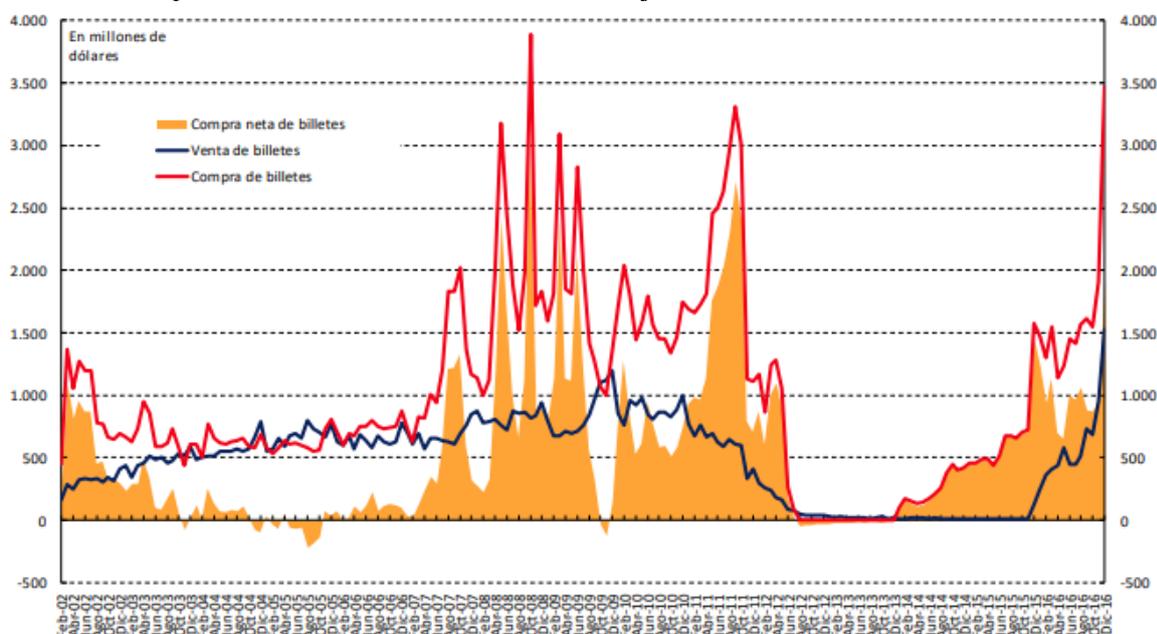
La formación neta de activos externos por parte de este sector, y principalmente enfocada en la compra neta de billetes, venía aumentando de forma fuerte durante los años 2010 y principalmente en 2011 cuando se instaura el cepo. La compra neta paso de 8.828 millones de dólares a 18.602. La instauración del cepo y los posteriores aumentos de

restricciones vistos a lo largo de 2012 y sobre todo 2013 llevan el resultado neto a 4.457 millones de dólares en 2012 y un negativo de 239 en 2013 lo que significaba que este sector vendió más divisas que las compradas.

Este hecho circunstancial duro solo durante 2013 ya que en 2014 luego del salto en el tipo de cambio oficial y de la relajación en el cepo que permitió la compra de dólar ahorro, el resultado neto de la compra de divisas fue de 2.794 millones de dólares. Finalmente, durante 2015 el resultado llega a los 7.597 millones, con un marcado aumento en el último trimestre del año en que se llegó a 2.850 millones (viniendo de 1.978 en el tercer trimestre de dicho año).

El grafico del MULC resulta ilustrativo para entender la evolución en la compra y venta de divisa y de cómo el cepo logra restringir este canal. De todas formas, esto solo nos permite ver la parte formal de compra/venta del mercado de divisas obviando el resto de las consecuencias que el cepo tiene en el funcionamiento de la economía y que lo obligó a relajar las condiciones del mismo. Al extender el grafico hacia 2016 podemos ver cómo, recién ante la libración del cepo se da un salto en la venta de billetes en el MULC. Está claro que las personas que poseen divisas no querrán venderlas al tipo de cambio oficial cuando pueden obtener una mayor cantidad de pesos por el mismo activo vendiéndolas en alguno de los mercados alternativos.

Grafico 30: Operaciones de billetes en moneda extranjera del SPNF a través del MULC

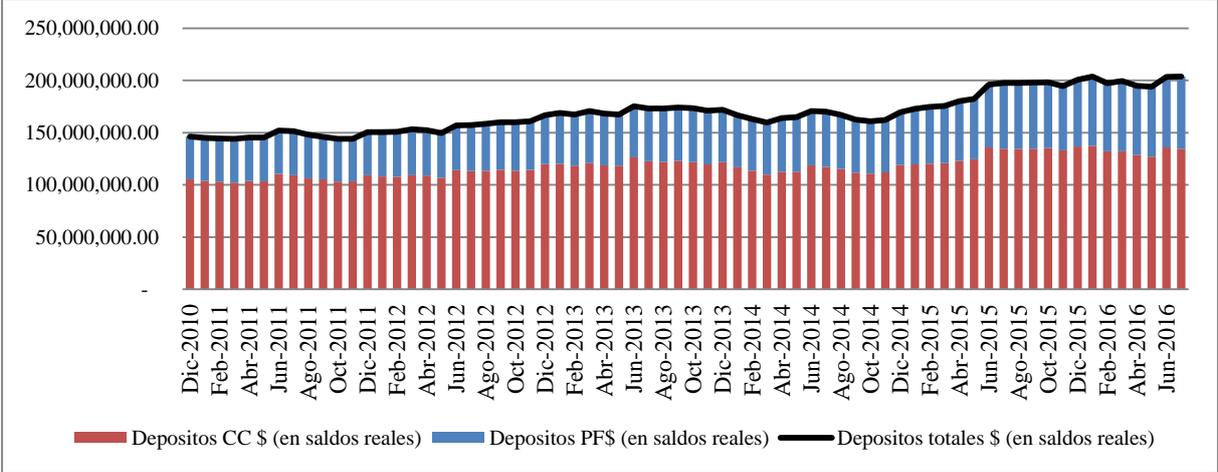


Fuente: BCRA.

Para finalizar con los depósitos como activos de la cartera, cabe destacar la estabilidad que tuvieron los depósitos en pesos por parte del sector privado no financiero. Esta estabilidad se da medida en dólares dado el proceso inflacionario y el aumento de los saldos nominales, pero no así los reales como fue mencionado anteriormente. De ahí que se observa la estabilidad deflactada tanto de los depósitos a plazo como los depósitos en cuenta corriente. Si al mismo proceso de deflactar los depósitos lo hacemos sobre los mismos depósitos expresados en dólares al tipo de cambio oficial, podemos observar que existe una caída de los depósitos expresados de esta forma. La caída puede considerarse mayor si se utiliza el precio del dólar que puede obtenerse con las operaciones de bonos como con el blue.

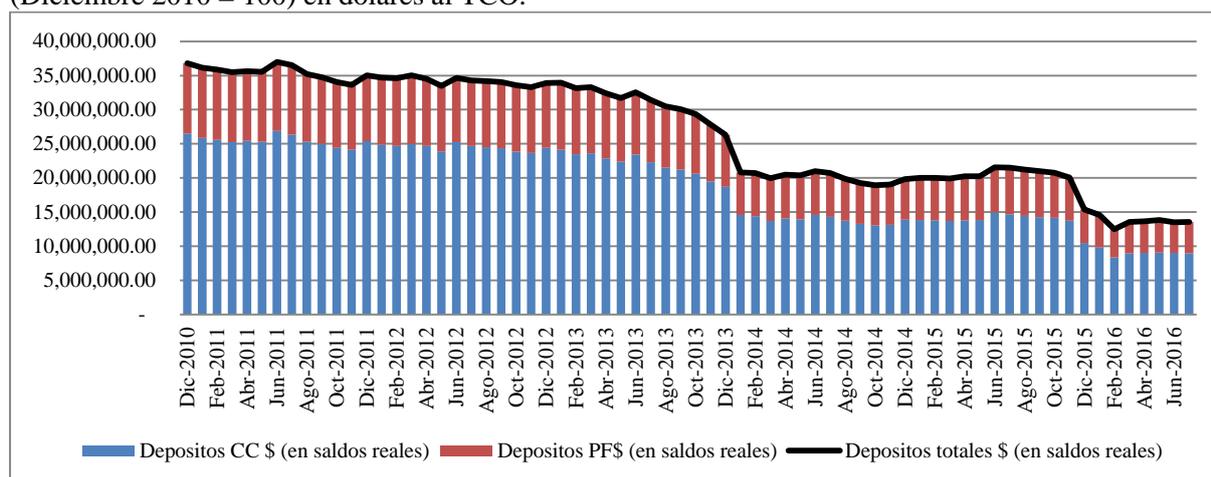
Si bien el proceso inflacionario afecta a todos los activos de igual forma, es notable para remarcar el estancamiento en un activo que no cubre contra el poder adquisitivo y que se ve afectado por los saltos del tipo de cambio.

Grafico 31: Evolución de los depósitos en pesos deflactados por el IPC publicado por el Congreso (Diciembre 2010 = 100).



Fuente: Elaboración propia con base en datos del BCRA y el Índice de Precios del Congreso.

Grafico 32: Evolución de los depósitos en pesos deflactados por el IPC publicado por el Congreso (Diciembre 2010 = 100) en dólares al TCO.



Fuente: Elaboración propia con base en datos del BCRA y el Índice de Precios del Congreso.

El siguiente componente de la cartera que debemos analizar son los activos externos, los cuales por definición se encuentran en divisa y por fuera del país. El primer comentario que vale hacer es que este tipo de activos escapa a la gran mayoría de ahorristas privados argentinos dado que implica un costo inicial y una complejidad mayor al que posee el promedio de nuestros agentes de análisis. Sin embargo, ocupa una porción importante de nuestra cartera y donde se ha mantenido estable en forma porcentual dentro de la misma.

Lo primero que vemos al analizar el movimiento de estos activos es que se ha mantenido en crecimiento constante a lo largo de todo el periodo de análisis, aunque es de notar que su crecimiento ha sido constante a lo largo de la historia argentina como consecuencia de la inestabilidad macroeconómica desarrollada por Corso (2015). Lo destacable es el salto que se ve al inicio del cepo y sobre todo en el componente de moneda y depósitos. Si bien es esperable en cuanto la restricción es impuesta, no deja de ser importante poder comprobar en los datos este salto.

Luego de ese primer crecimiento el aumento fue disminuyendo y sobre todo lo hizo en monedas y depósitos. En cuanto a las inversiones en cartera, el componente de títulos de deuda se mantuvo estable con leve crecimiento durante todo el periodo, mientras que el de participación de capital y fondos de inversión tuvo un salto en el 2013 explicando esa fuerte variación en ese año.

Cuadro 7: Variación anual de los activos externos

Activos externos	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Inversión en Cartera	9.91%	-0.17%	4.12%	19.06%	5.56%	-1.21%
Moneda y depósitos	6.71%	16.86%	8.51%	0.72%	2.82%	6.08%
Otros	3.84%	4.88%	2.09%	2.13%	6.58%	2.43%
Total	6.93%	11.92%	6.94%	4.02%	3.79%	4.20%

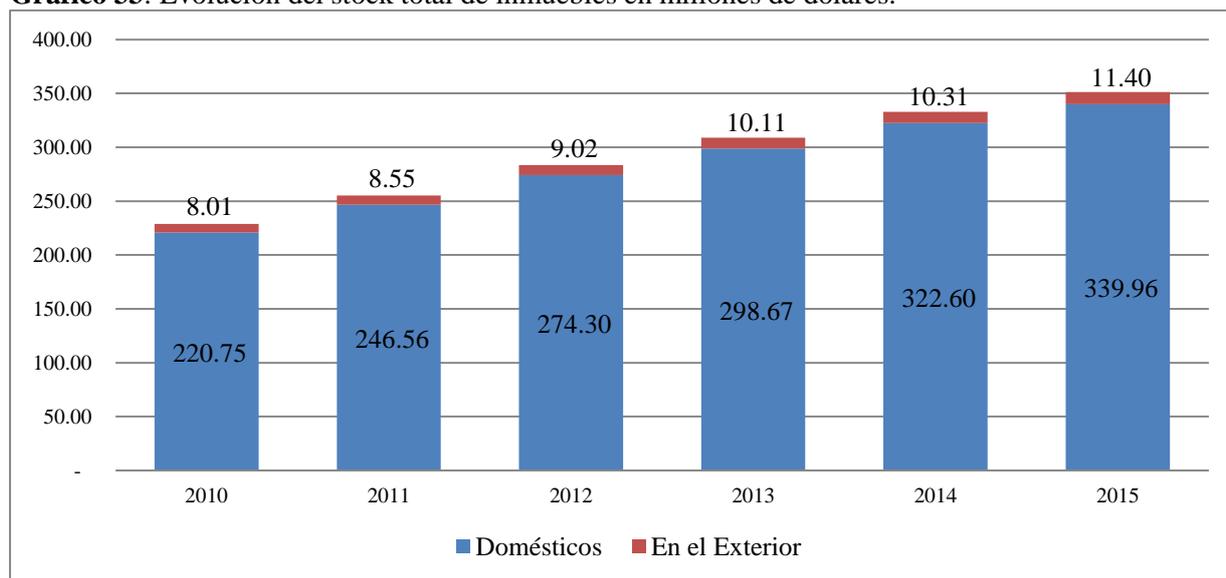
Fuente: INDEC.

El peso de estos activos dentro de la cartera muestra una rápida reacción ante la instauración del cepo pero luego ve disminuida su participación en el mismo, a medida que van ganando peso y capacidad de reacción el resto de los tipos de activos.

El último elemento de la cartera que nos queda por analizar es el de los inmuebles, tanto externos como locales. En la sección 5.2 se afirmaba la elección óptima de este tipo de activos como forma de mantener el ahorro dada la baja volatilidad, la baja exposición a corridas bancarias y al hecho de estar denominado en moneda extranjera.

La evolución de este componente en la cartera confirma un incremento de esta forma de ahorro dentro del total de la cartera año a año, y de hecho, es el único componente que crece en el total del periodo analizado como componente de la cartera. Los inmuebles pasan de 44.58% del total de la cartera a un 49.8% al final del periodo analizado con un stock que no se detuvo en su crecimiento. Este punto confirma lo desarrollado por Corso (2015) y profundiza el peso de este activo como parte de la cartera de nuestra unidad de análisis.

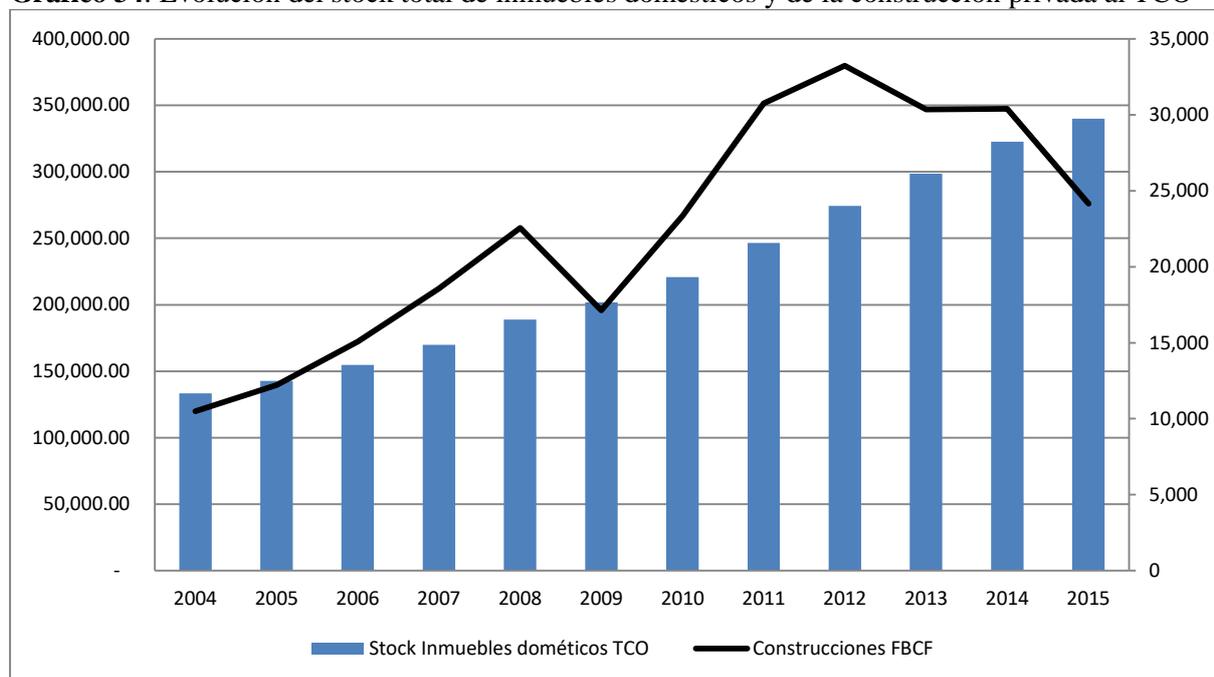
Grafico 33: Evolución del stock total de inmuebles en millones de dólares.



Fuente: Elaboración propia con base en datos del BCRA e INDEC.

Por último, cabe mencionar que este incremento en el stock se da con una dinámica económica que comenzó a ver un estancamiento desde el año 2012 y que sin duda afectó al ahorro. En este contexto, con escaso acceso al crédito hipotecario y baja intermediación financiera, el sector de la construcción privada medida tanto al tipo de cambio oficial como al blue vio una caída en todo el periodo. Sin embargo, siguió funcionando como una reserva de valor al analizar lo ocurrido con el precio del metro cuadrado en un contexto de baja compra/venta de propiedades.

Grafico 34: Evolución del stock total de inmuebles domésticos y de la construcción privada al TCO



Fuente: Elaboración propia con base en datos del BCRA e INDEC.

6. Conclusiones/reflexiones finales

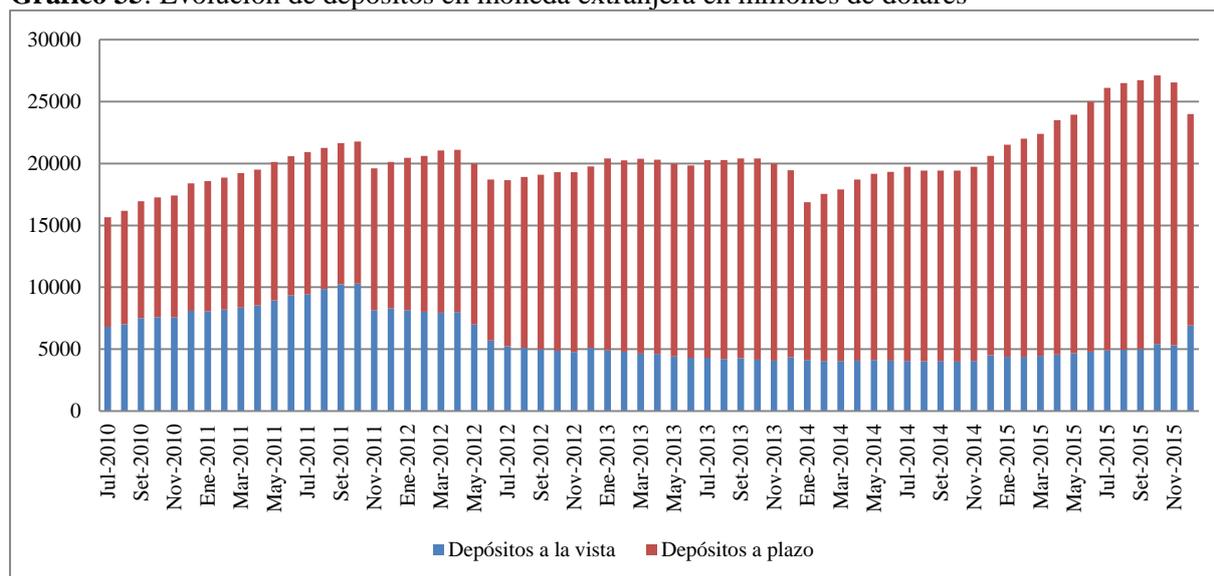
El principal aporte realizado en este trabajo radica en realizar un análisis de los efectos del control de capitales impuestos desde el 2011 hasta el 2015 sobre las decisiones de inversión y sobre los principales activos en que los agentes privados no financieros utilizan en Argentina.

A la larga experiencia que llevaba el país con controles de capitales se le sumo una nueva experiencia bajo un contexto de mayor integración tecnológica y financiera global. Si bien el trabajo excede el análisis de los efectos de las políticas macroeconómicas en el mercado de capitales local y su baja penetración como forma de ahorro del sector privado, intenta analizar los efectos de los controles de capital sobre las personas. Quedará para futuros trabajos el intentar comprender y comparar cuales son las mejores formas de ahorro tanto para los individuos como para el desarrollo de un país.

Sin embargo, entender los efectos que las restricciones de capital sobre los activos y sobre la cartera en que los argentinos ahorran/invierten es de suma importancia para comprender los efectos que las políticas regulatorias pueden generar.

Lo primero que se destaca del análisis hecho es que las consecuencias de la instauración de los controles se relacionaron más con cuestiones cambiarias que bancarias. Si bien la primera reacción fue de una baja en los depósitos en dólares, una vez superado el shock inicial los mismos se mantuvieron estables durante el período analizado. Dada la experiencia nacional luego de la crisis de la convertibilidad este es un hecho importante para remarcar dado el efecto que tiene sobre los ahorristas en Argentina.

Grafico 35: Evolución de depósitos en moneda extranjera en millones de dólares



Fuente: Elaboración propia con base en datos del BCRA.

El rendimiento de los depósitos a plazo fue otro factor de análisis que ayuda a entender el avance de estos instrumentos en el periodo observado. Por el lado de los depósitos a plazo fijo en pesos, no tuvo sentido económico para las personas realizar inversiones en dicho instrumento dado su bajo rendimiento. Sumado a esto, las expectativas de devaluación que pueden entenderse de observar la brecha con el tipo de cambio paralelo hacían menos atractivo este instrumento en pesos.

Por el lado de los depósitos a plazo en dólares tuvieron un rendimiento real positivo tanto medido en el tipo de cambio oficial como en el blue. Se observa un avance de los depósitos a plazo por sobre los depósitos a la vista en moneda extranjera. En el 2010 los depósitos a la vista representaban el 44% del total de estos depósitos y finalizó en el 2015 en un 71% habiendo pasado por un pico de casi el 80% en 2014.

En conclusión, las restricciones de capital sumadas a la tasa de interés real negativa generaron incentivos para la dolarización de los depósitos. Sin embargo, el hecho de que no fuese posible acceder a la divisa por canales formales hasta 2014 y luego en baja cantidad, mantuvo el nivel de los depósitos en moneda extranjera. Ese motivo nos llevó a analizar otros canales de dolarización por parte de los individuos.

Analizar al turismo como una forma de dolarización supone asumir que las personas deciden no ahorrar y deciden consumir en forma de viaje. Si bien el número de personas que realizó viajes a lo largo del periodo analizado creció año a año (excepto 2014), no tenemos elementos suficientes para atribuir esta suba al concepto de turismo como forma de dolarizar

el ahorro. El aumento bien puede deberse al atraso en el tipo de cambio real que generaron los controles de capital. La caída de turistas extranjeros en el país parece confirmar más este último hecho.

El comportamiento dentro del sector inmobiliario, como otro ahorro dolarizado, marca la importancia y la dinámica que tiene un activo nominado en divisa para los ahorristas en Argentina. A pesar de haberse visto una fuerte caída en las compra/ventas de inmuebles, el precio de estos activos se mantuvo estable. Esto confirma que las propiedades han sido una forma efectiva de preservación del ahorro, y que por lo tanto aquellas personas que no tenían necesidad real de desprenderse de dichos activos, prefirieron no venderlos para no ver una reducción en el valor de sus propiedades. De hecho, las mismas no perdieron valor en dólares durante un periodo de 4 años donde la venta se vio perjudicada.

Puede sumarse la rentabilidad de los activos inmobiliarios dada la renta que se asume perciben los dueños que compraron estos bienes como forma de ahorro. Quedó demostrado en este trabajo que la ganancia derivada del alquiler de un departamento era menores que con un plazo fijo en pesos. Sin embargo, este último veía una caída en el capital que afectaba la decisión del inversor en favor del inmueble cuyo capital en dólares se mantenía y en pesos (por efecto depreciación) aumentaba constantemente. La inconvertibilidad del plazo fijo dificultaba poder dolarizar el capital ante la llegada de saltos en el tipo de cambio, jugando nuevamente en favor del activo dolarizado.

Por lo tanto, el cepo favorece nuevamente al activo dolarizado y ayuda a mantener estable el valor de los inmuebles dada su valuación en moneda extranjera.

Al analizar lo sucedido con los activos financieros se observa una incidencia muy fuerte de los tipos de cambio alternativos sobre la valuación de los bonos en dólares. Si bien no es posible determinar si el MEP o el CCL afectan al blue o al revés, sabemos que ambos se mueven de forma casi idéntica y que afectan el valor de los activos. Analizando los movimientos diferentes bonos con diferentes estructuras (vencimientos, pagos, intereses, etc.) se pudo constatar que se valuaban a los tipos de cambio paralelos en lugar del oficial.

También se pudo verificar que el volumen operado no se vio modificado por el tipo de cambio o por la posibilidad de dolarizar el portafolio. La poca profundidad del mercado financiero se mantuvo a pesar de que existía una forma fácil y legal de obtener dólares físicos.

El efecto sobre los activos en moneda local fue nulo en nuestro análisis. La tasa de interés de referencia tiene un impacto mayor en estos activos pero al haber tenido una baja

respuesta a expectativas o a movimientos del tipo de cambio, el efecto fue bajo sobre estos activos.

Hipótesis I: Los controles de capital impuestos en argentina durante el 2011, afectaron a los principales activos (bonos, bienes inmuebles, activos externos denominados en dólares y activos domésticos denominados en pesos) que poseen los agentes privados no financieros.

Luego del análisis hecho sobre los diferentes activos que poseen los agentes privados no financieros, podemos afirmar que el cepo afectó la valuación de los activos y la dinámica de los mismos.

En el periodo estudiado en este trabajo, la imposibilidad de nominar los rendimientos en una moneda de mayor estabilidad (y que como se demuestra en los trabajos citados ha sido fuente de reserva de valor) parece llevar a considerar usar un tipo de cambio no oficial para la toma de decisiones de cartera. Esto generó cambios en la valuación de los activos y redundó en una búsqueda de dolarización de los mismos o de mantener el valor del ahorro.

En el mencionado trabajo de Corso (2015) se llega a la conclusión de que existe una elevada participación de los inmuebles y de activos externos denominados en dólares en la cartera de los individuos. Son estos los activos principales que los agentes encuentran como la forma de preservar el poder de compra a través del tiempo. Para poder responder a entornos de elevada inflación y de saltos en el tipo de cambio, y sin la posibilidad de indexar contratos de forma efectiva, la dolarización se vuelve el principal mecanismo para preservar el valor de los ahorros.

Por lo tanto, el autor concluye que la elevada volatilidad macroeconómica, signada por los constantes shocks devaluatorios y las altas tasas de inflación observados desde la década del cuarenta, marcó una tendencia a la desintermediación financiera. Esto generó el abandono de activos denominados en pesos como reserva de valor para el largo plazo, una baja participación de las acciones como forma para canalizar el ahorro del sector privado y una participación creciente de los activos denominados en dólares y de los bienes inmobiliarios como activos para mantener el valor real de la riqueza.

Las restricciones del control de capitales impusieron dificultades legales a la hora de poder dolarizar los ahorros de las personas. En una economía en donde los agentes tienen preferencias por activos dolarizados a la hora de resguardar sus ahorros el cepo no pudo evitar que se llevaran a cabo transacciones con ese fin. Las personas buscaron formas alternativas para poder hacerse del principal activo de su cartera de ahorro.

La primera conclusión a la que se llega en la cartera durante el cepo es que los depósitos tanto en pesos como en dólares se mantienen de forma estable a lo largo del periodo analizado. Pero si observamos los depósitos en pesos deflactados, tal estabilidad no existe ya que se observa una caída real de los mismos al medirlos en dólares. Dado el contexto inflacionario vemos el impacto de la baja tasa de interés y se confirma la baja participación de los depósitos a plazo dentro de la propia cartera en relación con los depósitos a la vista. Los depósitos en moneda local dan indicios de un uso más transaccional que de ahorro.

Por el lado de los depósitos en dólares, la imposibilidad de comprar la divisa lleva a una caída lenta en los primeros años del cepo. Esta caída se revierte a partir de la posibilidad de comprar divisas por parte del sector privado como forma de ahorro. Al mirar la formación neta de activos externos se confirma que los controles de capital llevaron al sector privado a ser vendedor de moneda extranjera en 2013. Esta reducción se frena en 2014 con la posibilidad de comprar divisas y vuelve a aumentar en 2015 una vez que estas restricciones se eliminan definitivamente. Por lo tanto, es la imposibilidad de comprar dólares la que lleva a una reducción más que cualquier otro efecto visible.

Pasando al tercer componente de la cartera, los activos externos, vemos que han mantenido un crecimiento constante a lo largo del periodo analizado, aunque es de notar que su crecimiento ha sido firme a lo largo de la historia argentina como consecuencia de la inestabilidad macroeconómica desarrollada por Corso (2015). El peso de estos activos dentro de la cartera muestra una rápida reacción ante la instauración del cepo pero luego ve disminuida su participación en el mismo a medida que van ganando peso y capacidad de reacción el resto de los tipos de activos.

Finalmente, la evolución del componente inmobiliario dentro de la cartera confirma un incremento año a año de esta forma de ahorro dentro de la cartera del inversor privado no financiero. De hecho, es el único componente que ve crecer su peso en la cartera

durante el periodo analizado. En un contexto de caída en la compra/venta del sector, el sector inmobiliario siguió mostrando su rol como reserva de valor.

Hipótesis II: Los controles de capital impuestos en argentina durante el 2011, afectaron las decisiones de cartera de los agentes privados no financieros, impulsándoles a buscar dolarizar sus posiciones.

Habiendo analizado y extendido la cartera presentada en el trabajo de Corso (2015) no se observan grandes cambios en la estructura de la misma. Puede destacarse una continuidad en las conclusiones a las que llega el autor en cuanto al sector inmobiliario como principal forma de preservar el ahorro del sector privado no financiero argentino.

No puede asegurarse que haya habido cambios en las decisiones de cartera de los agentes privados no financieros. La estructura de la cartera ya dolarizada y con predominancia de activos inmuebles no se vio modificada con posterioridad de la imposición de los controles de capital. Por lo tanto, el cepo más que afectar las decisiones de cartera confirmó la tendencia pre existente.

Mientras se mantengan condiciones de volatilidad macroeconómica los agentes mantendrán los mismos patrones en sus decisiones de cartera. Será necesario contar con el suficiente tiempo de estabilidad macroeconómica para poder comprobar cambios en la composición de la cartera. De momento la Argentina se encuentra lejos de un escenario de esas características al haber ingresado en una nueva experiencia de control de capitales que excede al periodo aquí analizado y luego de solo un corto periodo de tiempo sin restricciones y controles de capital.

7. Referencias bibliográficas

- Ámbito Financiero. (s.f.). *Ámbito.com*. Obtenido de <http://www.ambito.com/economia/mercados/monedas/dolar>
- Análisis Técnico. (s.f.). Obtenido de <http://analisistecnico.com.ar/>
- Banco Central de la República Argentina. (s.f.). Obtenido de <http://www.bcra.gov.ar/>
- BCRA. (05 de Julio de 2012). *Banco Central de la República Argentina*. Obtenido de <http://www.bcra.gov.ar/pdfs/comytexord/a5318.pdf>
- Calvo, G. A., & Reinhart, C. M. (2002). Fear of Floating. *Quarterly Journal of Economics*, Vol. CXVII No. 2., 379-408.
- Castillo, P., & Winkelried, D. (2009). ¿Por qué la dolarización es tan persistente? *Premio de Banca Central Rodrigo Gómez 2006, CEMLA*.
- Coremberg, A. (2004). *Estimación del stock de capital fijo de la República Argentina 1990-2003*.
- Coremberg, A., Goldszier, P., Heymann, D., & Ramos, A. (2007). *Patrones de la inversión y el ahorro en la Argentina*. Santiago de Chile: CEPAL.
- Corso, A. (2015). *Ambigüedad y decisiones de cartera*. Buenos Aires: Universidad de Buenos Aires, Facultad de Ciencias Económicas,.
- Dooley, M. (1986). *Country Specific Risk Premium, Capital Flight and Net*. Washington: Fondo Monetario.
- Edwards, S. (1999). HOW EFFECTIVE ARE CAPITAL CONTROLS? *Working Paper 7413*.
- Fanelli, J. M. (2008). *Macroeconomic Volatility, Institutions y Financial Architectures: The Developing World Experience*. New York: Palgrave Macmillan.
- FIEL. (1989). *El Control de Cambios en la Argentina*. Buenos Aires: Manantial.
- Frankel, J. (1999). NO SINGLE CURRENCY REGIME IS RIGHT FOR ALL COUNTRIES OR AT ALL TIMES. *NBER WORKING PAPER SERIES*, Working Paper 7338.
- Frankel, J. (2011). Monetary Policy in Emerging Markets: A Survey. *HKS Faculty Research Working Paper: RWP11-003*.
- Frenkel, R. (2003). Globalización y crisis financieras en América Latina. *Revista de la CEPAL 80*, 41-54.
- Guidotti, P. E., & Rodríguez, C. A. (1992). Dollarization in Latin America: Gresham's Law in Reverse? *IMF Staff Paper*, vol 39, n°3, 518-544.

- Hernández Sampieri, R., Fernández Collado, C., & Baptista Lucio, M. (2010). *METODOLOGÍA DE LA INVESTIGACIÓN*. Mexico: McGRAW-HILL / INTERAMERICANA EDITORES, S.A. DE C.V.
- Heymann, D. (2006). Macroeconomía de las promesas rotas. *Revista de Economía Política de Buenos Aires, año 1, vol. 2,* 27-53.
- Heymann, D., & Kawamura, E. (2005). On Liability Dollarization: a Simple Model. *CEPAL, Buenos Aires (Documento de trabajo)*.
- Instituto Nacional de Estadística y Censos. República Argentina. (s.f.). Obtenido de <https://www.indec.gob.ar/>
- Ize, A., & Levy Yeyati, E. (2000). Financial dollarization. *Journal of International Economics* 59 (2003), 323–347.
- Ize, A., & Levy Yeyati, E. (2005). Financial De-Dollarization: Is It for Real? *IMF Working Paper WP/05/187*.
- J. P. Morgan. (2017). *EMBI Global Diversified Subindices*.
- Kamin, S. B., & Ericsson, N. R. (2003). Dollarization in Post-Hyperinflationary Argentina. *Journal of International Money and Finance*. 22, N°2, 185-211.
- Krugman, P. (1999). Depression Economics Returns. *Foreign Affairs*, 78.
- LA NACION. (09 de Mayo de 2012). LA AFIP reduce el límite para la compra de dólares y endurece el corralito cambiario. *LA NACION*.
- Levy Yeyati, E., & Zúñiga, J. (2016). Varieties of Capital Flows: What Do We Know? *Inter-American Development Bank: Discussion Paper N°IDB-DP-425*.
- Levy Yeyati, E., Schmukler, S., & Van Horen, N. (2008). Crises, Capital Controls and Financial Integration. *Policy Research Working Paper, The World Bank Development Economics Research Group*.
- Levy-Yeyati, E., & Sturzenegger, F. (2001). Exchange Rate Regimens and Economic Performance. *Staff Papers* 47, 62-98.
- Levy-Yeyati, E., & Sturzenegger, F. (2016). Classifying Exchange Rate Regimes: 15 Years Later. *HKS Faculty Research Working Paper Series: RWP16-028*.
- Magud, N., & Reinhart, C. (2006). CAPITAL CONTROLS: AN EVALUATION. *NBER WORKING PAPER SERIES*, Working Paper 11973.
- Quispe, Z. (2000). *Monetary Policy ub a Dollarized Economy: the Case of Peru*. Londres: Routledge & Bank of England.
- Reinhart, C., Calvo, G., & Leiderman, L. (1994). The capital inflows problem: Concepts and issues. *MPRA Paper No. 13902*.

Savastano, M. A. (1996). Dollarization in Latin America. Recent Evidence and some Policy Issues.

Scarpinelli, L. (16 de Diciembre de 2015). Cepo cambiario: cronología de estos cuatro años de restricciones. *Cepo cambiario: cronología de estos cuatro años de restricciones*.

Schneider, B. (Octubre de 2001). MEASURING CAPITAL FLIGHT: ESTIMATES AND INTERPRETATIONS. *Capital Flight from Developing Countries*. Londres: Department for International Development.

Stang, S. (14 de Julio de 2012). Pesifican las pensiones extranjeras. *La Nacion*.