



70 | La Casa Verde

Eduardo Ariel Corso - Profesor de teoría monetaria y finanzas (UBA)

Una reflexión que recurrentemente se escucha cuando la cotización del dólar es noticia, es que los argentinos ahorramos en la divisa americana por motivos "culturales". Esta aseveración muchas veces viene acompañada de un juicio que permitiría interpretarse como: los argentinos ahorramos en dólares aunque no tengamos motivos fundados para hacerlo. Aquellos que coinciden con esta premisa, olvidan un principio fundamental en finanzas. **Las demandas de activos no dependen de lo que efectivamente pasa, sino de lo que los individuos esperamos que suceda.** Con ello en mente, un primer criterio para explorar qué esperan los individuos respecto a los rendimientos de sus activos, es mirar hacia el pasado. En efecto, las experiencias permanecen en nuestra memoria, condicionando nuestras expectativas.

El objetivo de esta nota es analizar cómo evolucionaron los rendimientos de los activos de ahorro en nuestro país durante los últimos cuarenta años, para ver qué características específicas presentan los dólares y los inmuebles para convertirse en opciones tan atractivas para las familias argentinas. Específicamente, se analiza la evolución pasada de los rendimientos respecto a la tasa de inflación. Es decir, la evolución de los rendimientos reales.

Tal como he comentado en una nota publicada recientemente en Colectivo Económico, aunque hoy nos resulte difícil de creer, durante la primera mitad del siglo XX la Argentina supo desarrollar instrumentos exitosos de ahorro **con una madurez superior a treinta y cinco años, a tasa fija y denominados en moneda local.** Por aquel entonces, la cédula hipotecaria argentina se consolidó como la opción preferida del sector privado. Sin embargo, la elección de activos de ahorro por parte del público experimentaría un cambio dramático durante la segunda mitad del siglo.

El régimen monetario configurado a partir de mediados de los años cuarenta, estableció entre otras medidas, que el Banco Central proveería de la liquidez necesaria a los bancos para el otorgamiento de préstamos al sector privado. Las entidades perdieron entonces todo incentivo para atraer depósitos, de manera que las tasas de interés pasivas (las pagadas por los depósitos bancarios) permanecieron deprimidas, en un contexto de inflación creciente. Al ser superados los rendimientos nominales por la tasa de inflación, las opciones convencionales de ahorro en moneda local dejaron de constituir una buena alternativa para preservar los activos de los efectos de la inflación.

Durante los años cincuenta y sesenta, la consolidación de los procesos inflacionarios llevó a las familias a desarrollar estrategias adaptativas para proteger el poder de compra de sus ahorros. La demanda de activos físicos e inmuebles constituyó una primera alternativa a los activos financieros. Al tratarse por entonces de una economía cerrada, las tenencias de divisas no constituían todavía una opción



Por otro lado, los intentos realizados a fines de los años cuarenta de hacer frente a una de las principales demandas sociales heredadas de la primera mitad del siglo –la problemática de la vivienda urbana– facilitarían la consolidación en los años sesenta de los inmuebles como reserva de valor. En efecto, en 1948 entró en vigencia la Ley de Propiedad Horizontal. Esta ley permitía subdividir las viviendas ya construidas a la vez que promovía la construcción de edificios de departamentos. Dado que desde 1943 los alquileres se encontraban congelados, la subdivisión de las viviendas ya construidas buscaba fomentar la venta por parte de los propietarios de los inmuebles a sus inquilinos, y de esa forma atacar parte del problema habitacional urbano. La medida fue complementada por una activa política de otorgamientos de préstamos hipotecarios para la construcción de la primera vivienda. Si bien este conjunto de medidas ayudó a que muchas familias alcanzaran el **sueño de la casa propia**, el congelamiento de los alquileres paralizó la actividad de la construcción de viviendas de alquiler. La Ley de Propiedad Horizontal, si bien promovía la construcción de edificios de departamentos, no logró entre fines de los cuarenta y principios de los cincuenta revertir la baja actividad en este segmento de la construcción. Recién cuando la ley de alquileres dejó de estar vigente durante la segunda mitad de los cincuenta los efectos expansivos de la Ley de Propiedad Horizontal se hicieron manifiestos. Durante los años sesenta y setenta en ausencia de opciones financieras, esta ley configuró el entorno propicio para un boom de la construcción de edificios de departamentos en los principales centros urbanos del país y en los grandes centros turísticos. Un ejemplo concreto lo constituye el boom observado en la ciudad de Mar del Plata. **La compra de inmuebles se estableció en los años sesenta como una opción no financiera para el destino de los flujos de ahorro de la clase media.**

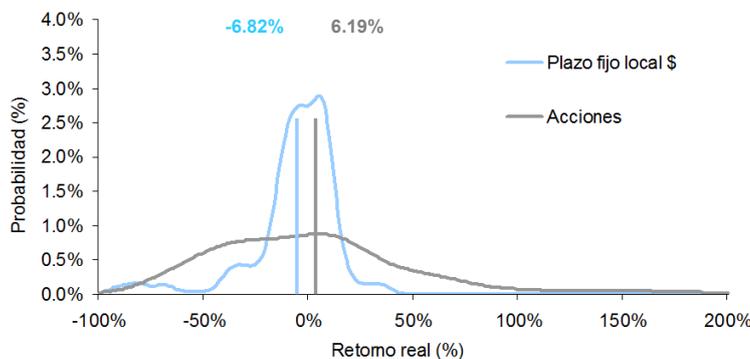
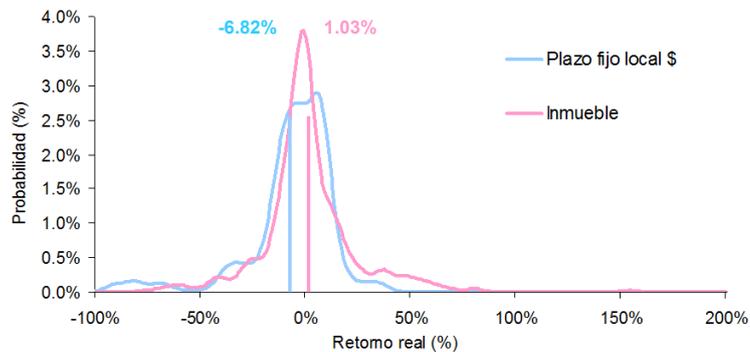
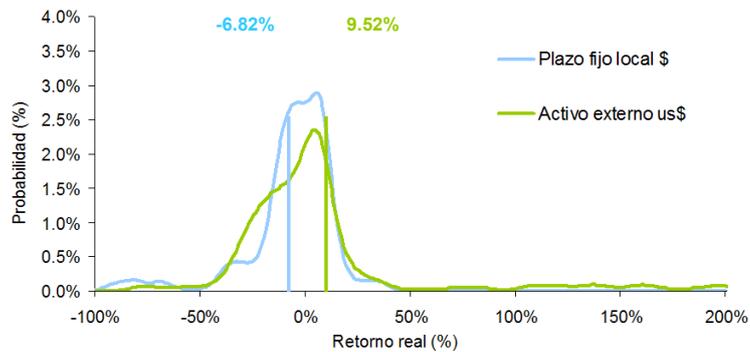
Paralelamente, la incapacidad de la economía argentina para generar las divisas necesarias para completar su transición desde una economía agroexportadora a una industrializada, implicó la recurrente generación de eventos devaluatorios a medida que la escasez de divisas constituía una restricción operativa. Durante los años cincuenta y sesenta las familias fueron aprendiendo los efectos que estos **shocks cambiarios** tenían sobre el poder de compra de sus salarios. La cotización del dólar pasó a constituir un indicador de cuanto rendía en **bienes** el salario. La demanda de dólares fue tomando forma como un **seguro** contra la devaluación.

La apertura financiera llevada a cabo hacia finales de la década del setenta permitió convalidar en la demanda efectiva de activos denominados en dólares el incentivo que se venía produciendo desde fines de la década del cincuenta. Por otra parte, la crisis de la experiencia aperturista en 1981 conllevó un quiebre en la evolución macroeconómica argentina posterior, configurando al déficit de cuenta corriente y del sector público un carácter estructural. Los eventos devaluatorios devinieron en un elemento cotidiano del entorno de las decisiones de ahorro de las familias, acentuando el incentivo a la dolarización de las tenencias de activos. Este incentivo encontraría su punto más alto durante las experiencias hiperinflacionarias de 1989 y 1990. **En la década del setenta, los activos externos se consolidaron como una opción financiera concreta como reserva de valor. Las maxidevaluaciones de los ochenta, y las crisis hiperinflacionarias llevaron al máximo el incentivo a la dolarización. Como resultado, las familias llevaron a un mínimo imprescindible la demanda de activos moneda**



La convertibilidad significó la convalidación de una dolarización **de facto** de la economía. El resto, es historia reciente.

Veamos esta historia en términos de la evolución de los rendimientos de algunos de los activos más emblemáticos en cartera de las familias. Los gráficos que se presentan a continuación comparan la distribución de probabilidad de los rendimientos reales anuales (es decir, el retorno de demandar un activo y mantenerlo durante un año en la cartera, descontándole la tasa de inflación del período) de un depósito a plazo fijo denominado en moneda nacional y distintas opciones de ahorro de las familias. La distribución corresponde al período comprendido entre agosto de 1977 y diciembre de 2012.





¿Qué nos dicen estas distribuciones respecto a las características de los activos de ahorro seleccionados?

Un primer resultado que se desprende de los gráficos anteriores es que el plazo fijo en moneda local evidenció el peor desempeño en términos de rendimientos entre todas las opciones consideradas. En promedio, entre 1977 y 2012 la pérdida de poder de compra en términos de bienes fue del 6.82% al año.

En segundo lugar, la tenencias de un activo externo representativo experimentó el retorno real más alto, del orden del 9.52% anual. Sin embargo, la distribución de este activo muestra una particularidad. Durante mucho tiempo paga rendimientos relativamente bajos en torno de cero y también negativos, pero cuando paga, paga mucho. Es decir, la distribución tiene sesgo hacia la derecha. Esta característica se debe a que el activo en dólares es un seguro ante los eventos disruptivos. Toda vez que la Argentina experimentó episodios devaluatorios, el retorno del activo fue alto, elevando su retorno promedio.

En tercer lugar, los inmuebles presentan un retorno real anual promedio positivo, del orden del 1,03%. Debe tener en cuenta el lector que en el cómputo de este retorno se encuentra el costo de escrituración. Esto implica que el retorno del 1,03% se incrementa radicalmente a medida que el activo es mantenido en cartera por más años, dado que el costo de escrituración se licúa a medida que se amplía el período de tenencia. Otra característica del inmueble es que presenta la distribución con menos dispersión entre los activos considerados. Esto implica que si bien su retorno es más bajo que por ejemplo el dólar, su rendimiento fue parecido bajo los diversos escenarios macroeconómicos transitados entre 1977 y 2012. Esta característica lo torna en un activo particularmente atractivo como reserva de valor de largo plazo.

Con respecto a las tenencias de dólares y de inmuebles es importante remarcar una característica de estos activos que habitualmente no es considerada. El inmueble es un activo indivisible, a diferencia de las tenencias de dólares. Es decir, para acceder al mercado inmobiliario es necesario poseer un stock de riqueza significativo, mientras que cualquier saldo ahorrado por una familia, por más pequeño que sea, puede tomar posición en dólares. En una economía con bajos niveles de crédito hipotecario, y en donde los depósitos en moneda local no constituyen buenas reservas de ahorro, la indivisibilidad del inmueble genera una consecuencia crucial: Una demanda estructural de dólares por parte de aquellos individuos que quieren acumular sus ahorros con el objetivo de acceder en algún momento a su vivienda. En otras palabras, si bien en el corto plazo las tenencias de dólares y de inmuebles presentan cierto grado de sustitución, tienen una relación de complementariedad desde una perspectiva intertemporal. Esta característica debería ser tenida particularmente en cuenta a la hora de analizar los efectos macroeconómicos de medidas como las del cepo cambiario actualmente implementado.

Por último, las acciones también evidenciaron un retorno real anual promedio elevado, del orden del 6,19%. A pesar de ello, no constituyen una opción de ahorro significativa de las familias argentinas. Esto se debe principalmente a dos razones.



En primer lugar, como puede observarse en la figura, si bien el retorno promedio es alto, la dispersión es muy elevada, tornándolo en una mala reserva de valor de largo plazo. Por otro lado, los recurrentes cambios en los precios relativos característicos de la economía argentina durante el período analizado, desincentiva el desarrollo del mercado accionario del lado del oferente (la firma), que debe tomar la decisión de invertir en una economía con precios relativos inciertos.

A partir del análisis presentado en los párrafos anteriores podemos concluir que los argentinos no demandamos activos de ahorro por razones culturales alejadas de razones económicas. En todo caso, nuestra historia de disrupciones monetarias y financieras ya es parte de nuestra cultura, afectando nuestros comportamientos. La historia económica tiene mucho para enseñarnos sobre el futuro.

Por aquellos caprichos de las actividades humanas, la obra de Mario Vargas Llosa que titula este artículo tiene algo en común con los comportamientos de ahorro de las familias argentinas. Su génesis respiró la atmósfera de los años sesenta, y ambas siguen muy vigentes en nuestros tiempos.