

## Cuando las ventajas de los TIPS son superadas por las desventajas: el caso argentino

M<sup>a</sup> Belén Guercio

A principios de los 90, la mayoría de las economías emergentes (EME) emitían sus títulos en moneda externa y las emisiones en moneda local se limitaban al corto plazo. Las sucesivas crisis financieras en estos países pusieron de manifiesto los peligros que suponía endeudarse en una moneda diferente a la que obtienen los ingresos, y de no contar con emisiones a largo plazo en moneda local.

Si bien esta situación llevó a que progresivamente varias economías modificaran la estructura de emisión de sus títulos, sin embargo, lo que finalmente ocurrió fue una sustitución de riesgos, ya que se reemplazaron títulos en moneda externa por títulos en moneda local, pero con características de emisión que contenían nuevos riesgos. Un ejemplo de ello fue la emisión de títulos indexados a la inflación (TIPS), que si bien en las economías desarrolladas, a pesar de su corta trayectoria, son títulos muy estables, en las economías emergentes presentan determinadas características que conllevan un mayor riesgo para el inversor.

Este trabajo tiene como objetivo analizar brevemente las ventajas y desventajas de los TIPS, su evolución y la experiencia del Gobierno argentino como caso particular de los países emergentes.

### Los TIPS, más ventajas que desventajas

Los TIPS son títulos con una reciente trayectoria en el mercado. Fue a fines de los 80 cuando este tipo de activo comenzó a tener protagonismo en el mercado de renta fija gracias a las emisiones del Reino Unido <sup>(1)</sup>. El surgimiento de estos títulos en otros países desarrollados fue aún más contemporáneo: a mediados de los 90 aparecen en los Estados Unidos (de este mercado es donde proviene la abreviatura TIPS que distingue a los bonos emitidos por el Tesoro e indexados a la inflación) y a mediados del 2000 en Alemania y Japón.

Estos títulos presentan una serie de ventajas tanto para el inversor como para el emisor, como también una serie de inconvenientes vinculados principalmente al hecho de que el emisor sea el sector público.

Desde el punto de vista del emisor, una de las ventajas es la posibilidad que encuentran las autoridades económicas de aumentar el vencimiento de su deuda en moneda local, ya que el elevado grado de incertidumbre que presentan las economías emergentes dificulta la emisión de títulos a largo plazo a tasa fija. Por otro lado, disminuye los costos de financiación en que incurre el agente emisor, ya que desaparece la prima exigida por el riesgo de inflación (Price, 1997).

Desde el punto de vista del inversor, la tenencia de títulos indexados a la inflación le permite cubrirse del riesgo de pérdida del poder adquisitivo de sus inversiones. Además, los TIPS completan el mercado brindándole al inversor mayores alternativas de inversión.

Entre las ventajas comunes, tanto para el inversor como para el emisor, varios autores señalan que estos títulos reducen las consecuencias de shocks adversos, y pueden provocar

efectos contracíclicos. Por otro lado, reducen los incentivos del gobierno de disminuir la deuda a través del impuesto inflacionario (Fisher, 1983; Alfaro y Kanczuk, 2006). Además, este tipo de activos alienta el ahorro privado, ya que provee una alternativa de inversión que se encuentra fuera del alcance del riesgo inflacionario.

Resumiendo, la emisión de títulos indexados ayuda a desarrollar el mercado de capitales, aumenta la credibilidad de la política monetaria, y alienta el ahorro y la inversión a largo plazo.

Una de las desventajas desde el punto de vista de los inversores, es la falta de liquidez que presentan estos títulos, ya que en general, los adquieren inversores institucionales cuya estrategia es mantenerlos hasta su vencimiento (García Herrero, et al; 2002). Por otro lado, si los títulos indexados representan una proporción importante en el total de la deuda pública, el gobierno tendrá incentivos para manejar oportunamente los datos relacionados con la inflación. Varios autores destacan que es necesario mantener la independencia de las instituciones encargadas de medir las principales variables macroeconómicas, en relación a los objetivos de política del gobierno (FMI, 2004; Borensztein y Mauro; 2002).

Como se puede observar, las ventajas de emitir títulos indexados a la inflación son mayores que sus desventajas. A pesar de ello, en determinadas economías emergentes los problemas institucionales provocan que las desventajas se acentúen y que sus ventajas casi desaparezcan.

### Los TIPS en Argentina, un caso particular

Como mencionamos anteriormente, las ventajas de los TIPS son mayores que sus desventajas. Sin embargo, en Argentina estas ventajas se diluyen entre los problemas políticos y las debilidades institucionales de esta economía. En este país se demostró empíricamente los problemas que pueden surgir por la manipulación de las variables macroeconómicas por parte del gobierno.

Las sospechas de la manipulación del Índice de Precios en Argentina salió a la luz a fines de enero del 2007, cuando el gobierno realizó una importante reestructuración de algunos altos cargos del Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDEC), instituto que calcula el IPC <sup>(2)</sup> (Índice de Precios al Consumidor). Esta maniobra puso en duda la independencia que debería existir entre el gobierno y el organismo oficial de estadísticas. A partir de aquí comenzaron los problemas y las ininterrumpidas sospechas sobre la manipulación del IPC. Este hecho se confirmó a partir de las grandes diferencias en relación a los índices que publicaban consultoras de gran trayectoria, universidades,

entidades de usuarios y entes oficiales de las provincias argentinas que no estaban alineadas políticamente con el Gobierno nacional, y que aún perduran en la actualidad.

Dos son las razones que se señalan como centrales para explicar la actuación del gobierno. En primer lugar, la contención de las expectativas de la inflación, y en segundo lugar, la elevada proporción de títulos indexados a la inflación en la deuda total.

El período de altas tasas inflacionarias de fines de los 80 y principios de los 90 en Argentina se encuentra aún presente en la sociedad, por lo que publicar índices de precios elevados, tiene un elevado costo político para el gobierno.

Por otro lado, los títulos indexados a la inflación en Argentina se emitieron a partir de 2005. Una parte se emitió para canjear deuda en *default*, además de un bono (Boden 2014) con un vencimiento a 10 años que se emitió por subasta pública.

Recordemos que en el 2005 los TIPS representaban aproximadamente el 43% de los títulos públicos, lo cual implica un ahorro de 400 millones de dólares por cada punto de inflación que el gobierno esconde. Se calcula que desde el 2007 hasta fines del 2009, el Gobierno argentino se ahorró 21.798 millones de dólares a causa de la manipulación continuada del IPC <sup>(3)</sup>.

En la Tabla 1 se presentan las diferentes estimaciones privadas del IPC para el 2009, donde se observa que todas las estimaciones duplicaban, como mínimo, el IPC oficial <sup>(4)</sup>.

Tabla 1  
Principales estimaciones de la variación del IPC en el 2009

INDEC	IPC oficial	7,5%
Ecolatina	Consultora de Roberto Lavagna, ex ministro de economía	15%
Ricardo López Murphy <sup>(5)</sup>	Ex ministro de economía	17%
UCA	Universidad Católica	15%
Buenos Aires City <sup>(6)</sup>	Universidad de Buenos Aires	15%
Inflaciónverdadera <sup>(7)</sup>	Grupo de economistas	22,7%
FIEL	Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas	23%
Consultora Equis	Consultora privada	21%

Fuente: elaboración propia en base a datos de diferentes medios periodísticos y a los sitios de las instituciones mencionadas.

Esta situación genera interrogantes en relación al resultado que le supone al gobierno la disminución de los servicios de la deuda consecuencia de la subestimación del IPC y, en contrapartida, el aumento de los costos implícitos a corto y medio plazo que él mismo enfrentó por la pérdida de credibilidad de las estadísticas oficiales y que aún continúa teniendo repercusiones. Para explicar este último aspecto, presentamos la evolución del riesgo país en relación

a sus países vecinos, la evolución del coste de las nuevas emisiones y la evolución de los títulos indexados.

En primer lugar, el riesgo país se disparó a partir del 2007 y los diferenciales con respecto a otros países de la región se ampliaron, hecho que se puede observar en el Gráfico 1. A partir de febrero del 2007, se observa como el EMBI+ de Argentina se despegó del de sus países vecinos y llega a su máximo en el 2008 con el anuncio por parte del gobierno de la eliminación de las Administradoras de Fondos de Pensión, otro duro golpe a la confianza del mercado.

Si bien no sería correcto culpar únicamente a la subvaluación del IPC del importante aumento del EMBI+, creemos que este hecho se puede considerar de la misma manera que un incumplimiento del pago de los intereses de la deuda, lo que provoca un aumento considerable de la prima de riesgo exigida por el mercado.

Además, la creciente incertidumbre y los elevados costos que tuvo que afrontar el gobierno se pueden observar en la evolución del rendimiento en el mercado primario. Para ello observamos las emisiones de dos bonos que se emitieron antes y después del comienzo de las sospechas. El primero de ellos, el Bonar X, un bono en dólares a 10 años emitido en el mercado interno, que a principios del año 2007 se emitió con un rendimiento del 8,4% y a finales del mismo año el rendimiento exigido aumentó a un 10,5%<sup>(8)</sup>. El segundo ejemplo es el del Boden 2015, a pesar de que este título se emitió por colocación directa al Gobierno de Venezuela, su colocación a principios del 2007 fue al 8,02% y el rendimiento de las colocaciones que se realizaron a mediados de este mismo año, fue de un 10,7%.

Volviendo a los títulos indexados, el Gobierno argentino no aumentó sus emisiones en los últimos años, por el contrario, en agosto del 2009 abrió el canje de dos

títulos que ajustan por CER, que fueron emitidos en el canje de deuda en *default*, por títulos con cupón variable, vinculado a la tasa Badlar, la tasa promedio pagada por depósitos a plazo fijo a 30 o 35 días de más de 1 millón de pesos que publica el Banco Central de la República Argentina.

A diferencia de Argentina, los principales países de Latinoamérica aumentaron sus emisiones indexadas a la inflación (Tabla 2). En Brasil, los títulos indexados a la inflación corresponden a Notas del Tesoro, que se emiten con vencimientos que van desde los 5 a los 10 años, cuyo nominal se indexa por el índice de precios general. En Colombia y en México, los títulos indexados se emiten en unidades que difieren de la moneda local, las cuales miden precisamente la variación de la inflación en la economía. En el caso de Colombia, estas unidades se denominan Unidades de Valor Real Constante (UVR) y en México, Unidades de Inversión (UDI).

En Colombia los títulos indexados se denominan Títulos de Tesorería clase B en UVR cuyos vencimientos van desde los 5 a los 10 años. En México los títulos indexados a la inflación se denominan Udibonos y se emiten con vencimientos entre 3 y 30 años.

Tabla 2  
Participación de los TIPS en las emisiones públicas

	2005	2006	2007	2008	2009
Argentina	43,1%	37,1%	35,4%	32,5%	28,3%
Brasil	13,3%	20,5%	25,4%	24,6%	26,4%
Colombia	20,4%	19,6%	19,4%	18,5%	19,8%
México	6,4%	8,8%	11,1%	14,1%	17,2%

Fuente: elaboración propia en base a la información de cada país.

Como se observa en la Tabla 2, en los principales países

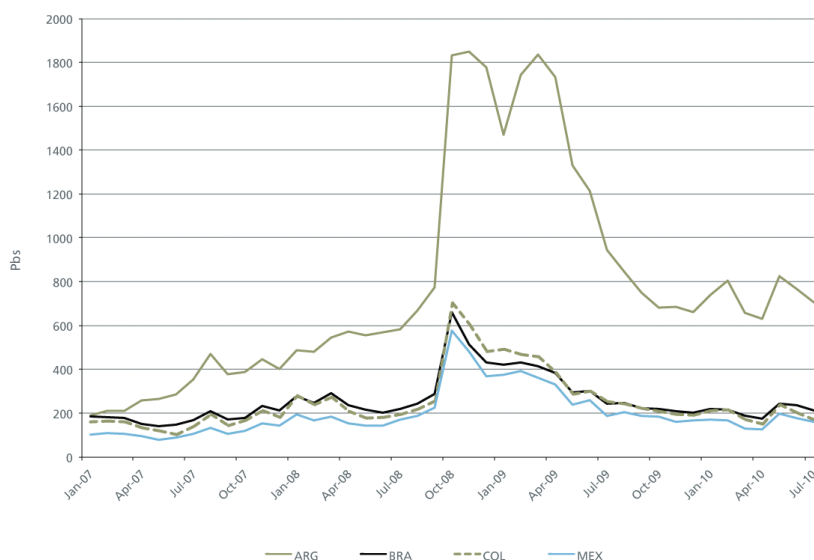


Gráfico 1  
Evolución del EMBI+

Fuente: elaboración propia en base a datos de Datastream. Países ARG: Argentina; BRA: Brasil; COL: Colombia; MEX: México.

de Latinoamérica las emisiones de títulos indexados aumentaron, y en algún caso como el de Colombia, se mantuvieron prácticamente constantes. Argentina es el único país en el cual los TIPS disminuyeron considerablemente su participación en el total de las emisiones de renta fija pública. Este hecho comprende dos consecuencias negativas para las emisiones públicas, por un lado, limita las alternativas de financiamiento, y por el otro, provoca la pérdida de los beneficios que genera la emisión de TIPS en relación a las emisiones en moneda externa.

## Conclusiones

Los títulos indexados a la inflación han experimentado un fuerte crecimiento a pesar de su corta edad, tanto en los países desarrollados como en los emergentes. En estos últimos países han surgido como una necesidad de aumentar el plazo de financiación del sector público, debido a su incapacidad de financiarse en moneda doméstica a largo plazo y a tasa fija.

Entre las ventajas, una de las principales es el ahorro de costes de financiación. Recordemos que cuando se emiten títulos sin indexar, la tasa de interés incluye una prima de

riesgo de crédito y una prima de riesgo de inflación, por lo tanto, los títulos indexados evitan que el gobierno tenga que pagar esta prima. Sin embargo, en este trabajo se observó que esta ventaja puede perderse.

Para ello se analizó el caso argentino, en el cual el organismo de estadísticas se encuentra inmerso en sospechas de manipulación del indicador de la inflación. Como consecuencia, el gobierno redujo tanto los servicios como la carga de la deuda a través de maniobras fraudulentas en la publicación del IPC.

Sin embargo, esta situación fue y sigue siendo penalizada por el mercado, ya que en los últimos años los costes de financiación de la deuda pública aumentaron. Esta situación se puede comprobar cuando observamos tanto las tasas que el gobierno tuvo que convalidar en el mercado primario, como el aumento del diferencial del riesgo país medido a través del EMBI+.

En resumen, si bien la emisión de títulos indexados a la inflación reduce el costo de financiamiento, las debilidades institucionales de determinadas economías emergentes provocan que este tipo de ventajas se transformen en desventajas.

## Pies de página

<sup>(1)</sup> Si bien hubo emisiones anteriores, las mismas fueron esporádicas.

<sup>(2)</sup> Si bien el índice de precios al consumidor no se utiliza directamente, es la base para calcular el Coeficiente de Estabilización de Referencia, que se aplica al nominal del bono indexado, para incorporar la variación de la inflación al bono.

<sup>(3)</sup> Ecolatina, <http://www.saladeinversion.com>

<sup>(4)</sup> Esta situación se ha repetido en el 2007 y en el 2008 con cifras similares.

<sup>(5)</sup> <http://rlopezmurphy.blogspot.com/2010/02/para-derrotar-la-inflacion-se-necesita.html>

<sup>(6)</sup> Propiedad de la ex directora de Precios del INDEC, Graciela Bevacqua, desplazada en el 2007 por el gobierno.

<sup>(7)</sup> Grupo de economistas que diariamente registra los precios de un listado de productos en dos grandes supermercados de Buenos Aires y los publica en el sitio: <http://www.mit.edu/~afc/inflacionverdadera.html>.

<sup>(8)</sup> Ministerio de Economía de la República Argentina, Deuda Pública - Colocaciones de Deuda- [http://www.mecon.gov.ar/finanzas/sfinan/colocaciones\\_antiguas.htm](http://www.mecon.gov.ar/finanzas/sfinan/colocaciones_antiguas.htm)

## Bibliografía

Alfaro, L. y Kanczuk, F. (2006). "Sovereign Debt: Indexation and Maturity". Working Paper, No. 560. Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, DC. Disponible en: [http://www.iadb.org/res/pub\\_desc.cfm?pub\\_id=wp-560](http://www.iadb.org/res/pub_desc.cfm?pub_id=wp-560).

Borensztein, B.; Mauro, P. (2002). "Reviving the Case for GDP-Indexed Bonds". IMF Policy Discussion Papers 02/10, International Monetary Fund.

Fondo Monetario Internacional. "Global Financial Stability Report: Market Developments and Issues". Washington, DC: FMI, 2004.

Fischer, S. (1983). *Welfare Effects of Government Issue of Indexed Bonds*, en: Dornbusch, R. y Simonsen, M.H. eds. *Inflation, Debt and Indexation*. MIT Press. Cambridge, Estados Unidos.

García Herrero, A.; Santillan Fraile, J.; Gallego Herrero, S.; Cuadro Sáez, L. y Egea Martínez, C. (2002). "Latin American Financial Development in Perspective". WP Nro. 0216. Banco de España. Disponible en: <http://129.3.20.41/eps/fin/papers/0304/0304008.pdf>.

Price, R. (1997). "The Rationale and Design of Inflation-Indexed Bonds". International Monetary Fund. WP, Nro. 97/12

## Sobre la autora

María Belén Guercio es licenciada en Economía por la Universidad Nacional del Sur y Doctora en Economía Industrial, Empresas y Mercados por la Universidad Rovira i Virgili (URV). Actualmente es profesora ayudante en el área de Finanzas del Departamento de Gestión de Empresas de la URV.

La responsabilidad de las opiniones emitidas en este documento corresponden exclusivamente a su autor. ODF no se identifica necesariamente con estas opiniones.

<sup>(9)</sup> Fundació Privada Institut d'Estudis Financers. Reservados todos los derechos.