

Inserción financiera internacional de América Latina post 2008: características y vulnerabilidades

Gonzalo Efraín López-Paredes ^{1, a} 

^a *Universidad Complutense de Madrid, España*

Recibido: 16/09/2020

Aceptado: 16/12/2020

Publicado: 30/12/2020

Citar como:

López-Paredes. (2020). Inserción financiera internacional de América Latina post 2008: características y vulnerabilidades. *Veritas & Research*, 2(2), 155–167.

Resumen

El sistema financiero internacional posterior a la crisis de 2008 registró modificaciones dentro de su estructura. Estas modificaciones han incidido en la inserción financiera internacional de América Latina, la cual ha recibido una cantidad considerable de crédito internacional en los últimos años. En ese sentido, el objetivo de este estudio es analizar los cambios en la inserción financiera internacional de América Latina durante el periodo 2008 – 2019 y sus implicaciones para la estabilidad financiera y la economía real de la región. La investigación es de carácter exploratoria-descriptiva. Los resultados muestran que los focos de vulnerabilidad externa continúan vigentes y han cobrado mayor relevancia durante este periodo, debido al aumento de los títulos de deuda denominados en moneda extranjera como fuente de financiamiento y a la acelerada incorporación de las corporaciones no financieras en el mercado de capitales.

Palabras clave: Crédito internacional, América Latina, títulos de deuda, política monetaria, vulnerabilidad externa.

Latin America's International Financial Insertion post 2008: Characteristics and Vulnerabilities

Abstract

The international financial system after the crisis of 2008 had modifications within its structure. These modifications have affected the international financial insertion of Latin America, which has received a considerable amount of international credit in recent years. In this sense, the objective of this study is to analyze the changes in the international financial insertion of Latin America during the period 2008 - 2019 and their implications for financial stability and the real economy of the region. The research is exploratory-descriptive in nature. The results show that sources of external vulnerability continue to exist and have become more relevant during this period, due to the increase in debt securities denominated in foreign currency as a source of financing and the accelerated incorporation of non-financial corporations to the capital market.

¹ Contacto: glopez05@ucm.es

Keys words: International credit, Latin America, debt securities, monetary policy, external vulnerability.

Inserção financeira internacional da América Latina pós 2008: características e vulnerabilidades

Resumo

O sistema financeiro internacional após a crise de 2008 registrou mudanças em sua estrutura. Essas modificações afetaram a inserção financeira internacional da América Latina, que nos últimos anos recebeu um volume considerável de crédito internacional. Nesse sentido, o objetivo deste estudo é analisar as mudanças na inserção financeira internacional da América Latina durante o período 2008-2019 e suas implicações para a estabilidade financeira e a economia real da região. A pesquisa é de natureza exploratório-descritiva. Os resultados mostram que as fontes externas de vulnerabilidade continuam existindo e se tornaram mais relevantes neste período, devido ao aumento dos títulos de dívida denominados em moeda estrangeira como fonte de financiamento e à acelerada incorporação de sociedades não financeiras no mercado de capitais. .

Palavras-chave: *Crédito internacional, América Latina, títulos de dívida, política monetária, vulnerabilidade externa*

Introducción

La crisis económica y financiera suscitada en 2008 fue un punto de inflexión en el sistema financiero internacional. El estallido de la crisis junto a otros factores modificó la estructura y la importancia de los actores dentro del sistema financiero. En este nuevo escenario financiero los bancos centrales de las economías más importantes se han caracterizado por mantener políticas monetarias acomodaticias, lo cual ha permitido que la liquidez global repunte a partir de 2010, especialmente, hacia las economías emergentes (Aldasoro & Ehlers, 2018) las cuales han tenido una mayor participación en los mercados financieros.

En el caso de América Latina, la región ha recibido una cantidad considerable de crédito internacional por medio de préstamos transfronterizos y títulos de deuda durante el periodo posterior a la crisis. El flujo de crédito internacional hacia la región creció de 487,8 billones de dólares a principios de 2008 a 1045,8 billones de dólares a principios de 2019. Este incremento de crédito internacional hacia la región ha generado especial atención y ha reabierto el debate sobre el impacto de los flujos de capital en la economía real y la estabilidad financiera.

En este debate; por un lado, están quienes consideran que los flujos de capital canalizan recursos financieros a través de las fronteras hacia prestatarios del sector público y privado, lo cual favorece al crecimiento económico y la estabilidad financiera debido a que impulsa el financiamiento de proyectos a largo plazo y contribuye a la diversificación del riesgo (Avdjiev et al. 2020) y; por otro lado, se encuentran quienes creen que un mayor acceso al crédito internacional conlleva a mayores riesgos, particularmente, por los cambios abruptos que pueden suscitarse en las condiciones financieras externas (Caballero et al. 2019), las cuales pueden provocar paros repentinos en el financiamiento y conducir a fuertes contracciones de la actividad económica (Avdjiev et al. 2020a).

Para América Latina los cambios repentinos en las condiciones financieras internacionales y su impacto en la economía real y la estabilidad financiera no son nuevos. La región en décadas pasadas ha sufrido experiencias económicas traumáticas que han provocado el deterioro sin precedentes de las condiciones económicas y sociales, lo cual ha sido calificado como la década perdida y ha sido ampliamente estudiado (Ocampo, 2014; Bértola &

Ocampo, 2013). En aquella ocasión, las vulnerabilidades acumuladas debido a las características de la inserción financiera internacional de la región y los desequilibrios internos provocaron fuertes restricciones para la obtención de financiamiento externo y aumentaron el costo del servicio de la deuda, haciéndola impagable y forzando a la declaración de moratoria (Bárcena, 2014; Frenkel, 2014). Este fenómeno ha dejado varias lecciones de cara al futuro para los gestores de políticas públicas. En la actualidad, las características de la inserción financiera internacional de la región latinoamericana y sus posibles focos de vulnerabilidad han sido estudiados en menor medida. La mayoría de las investigaciones se han centrado en las economías emergentes, como Shin (2014); Caballero y otros

(2019); Alter y Elekdag (2020) y Avdjiev y otros (2020a). Estos estudios realizan análisis basados en la agregación de todas las economías emergentes y analizan los riesgos y vulnerabilidades externas ante posibles cambios en el contexto financiero internacional. No obstante, dichos trabajos dejan de lado los rasgos económicos singulares de la región latinoamericana que merecen ser analizados con mayor detenimiento.

Por lo cual, el presente documento pretende contribuir a llenar ese espacio en la literatura académica y tiene como objetivo analizar los cambios en la inserción financiera internacional de América Latina durante el periodo 2008 – 2019 y sus implicaciones para la estabilidad financiera y la economía real de la región.

Metodología

Dado el objetivo del presente trabajo, la investigación será de carácter explicativa-descriptiva, pues pretende mostrar las características principales de un sector a través de la observación y medición de sus elementos y, a la vez, entender el comportamiento y relación entre variables (Ibáñez & Egoscozabal, 2008).

En ese sentido, se llevará a cabo un proceso sistemático de revisión y análisis del sistema financiero internacional y su relación con América Latina. Para lo cual; en primer lugar, se documentará los cambios en el sistema financiero internacional posterior a la crisis de 2008; en segundo lugar, se analizará cómo dichos

cambios han modificado la inserción financiera internacional de América Latina; y; finalmente, se analizará las implicaciones para la estabilidad financiera y economía real que se derivan de los cambios en la inserción financiera internacional de la región.

Adicionalmente, para la elaboración de indicadores se empleará fuentes de datos de organismos internacionales como: *Bank for International Settlements* (BIS), Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) y *Financial Stability Board* (FSB).

Resultados

El contexto financiero internacional post 2008

El sistema financiero internacional previo a la crisis económica y financiera de 2008 tenía en su centro a la banca mundial, la cual cumplía con un papel preponderante como proveedora de liquidez global por medio de préstamos bancarios transfronterizos (CEPAL, 2019). Sin embargo, posterior a la crisis de 2008 los títulos de deuda y los administradores de activos (la industria financiera dedicada a aumentar el valor financiero en nombre de los inversionistas) han cobrado mayor protagonismo como proveedores de

liquidez en detrimento de los bancos mundiales y los préstamos bancarios.

Este fenómeno se explica, en buena medida, por la implementación de políticas monetarias no convencionales por parte de los países más desarrollados que tras la crisis de 2008 intentaron alentar la economía por medio de la compra de activos (MacDonald, 2017). En el caso de los Estados Unidos, la Reserva Federal tras reducir las tasas de interés al mínimo (0,16% en diciembre del 2007), realizó el anuncio de la primera intervención monetaria no convencional, la cual consistió en la compra a gran

escala de activos durante seis años en tres jornadas. La primera ronda se realizó de diciembre de 2008 a marzo de 2010 y se adquirieron 1,3 billones de dólares en valores respaldados por hipotecas y deuda de agencia y 300.000 millones de dólares en Bonos del Tesoro. La segunda ronda tuvo lugar de noviembre del 2010 y junio de 2011 donde se compró 600.000 millones de dólares en valores. Finalmente, la tercera ronda fue de septiembre de 2012 a diciembre de 2013 y se adquirió 1,7 billones de dólares de valores a largo plazo (Lim & Mohapatra, 2016; Pérez Caldentey, 2017).

Esta inyección de liquidez en el sistema financiero provocó; en primer lugar, un aumento de la liquidez global a partir del año 2010. En el Gráfico 1 se puede observar que, en un inicio, entre 2008 y 2010, la liquidez global disminuyó de 10,15 trillones de dólares a 9,94 trillones de dólares por los efectos de la crisis de 2008. Pero, a partir de 2010 la misma creció de manera constante, pasando de 9,94 trillones de dólares a inicios de 2010 a 15,93 trillones de dólares a inicios de 2019.

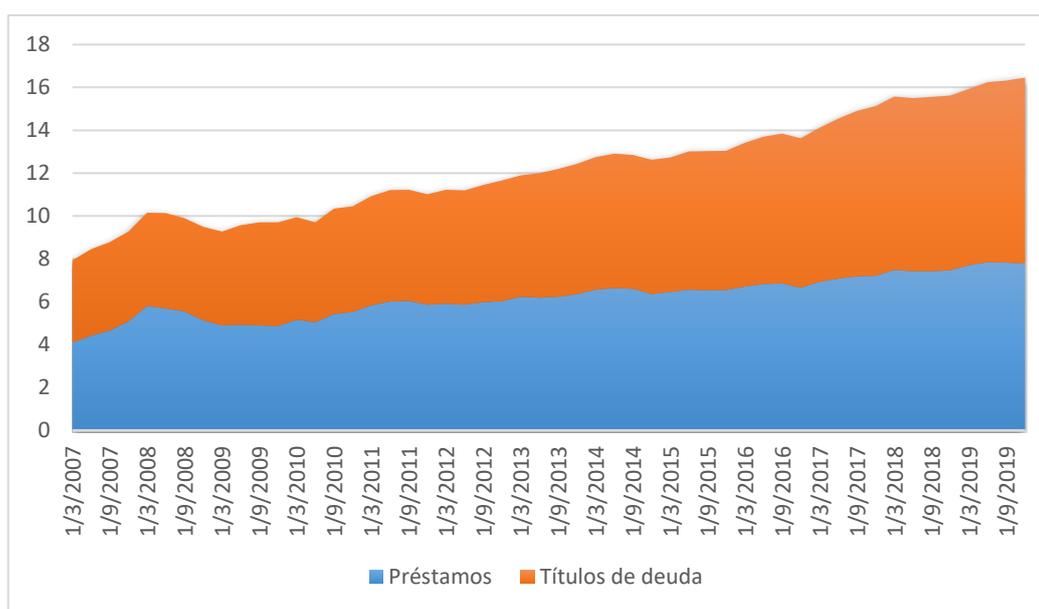


Gráfico 1. Líquidez global total por tipo de instrumento

Nota: En trillones de dólares

Fuente: Elaborado a partir de data base de Bank for International Settlements [BIS], (2020).

En segundo lugar, generó cambios en la composición de la liquidez global por tipo de instrumento. En un inicio, los préstamos eran el instrumento que más contribuía a la liquidez global. Por ejemplo, en el primer trimestre de 2008 los préstamos representaron 5,8 trillones de dólares, mientras que los títulos de deuda representaron 4,35 trillones de dólares. No obstante, en el primer trimestre de 2019, los títulos de deuda ascendieron a 8,22 trillones de dólares,

superando a los préstamos que representaron 7,7 trillones de dólares.

En el Gráfico 2, se puede observar la evolución de los títulos de deuda sobre el total de la liquidez global. Se aprecia que a partir del tercer trimestre del 2011 el porcentaje de los títulos de deuda con respecto al total se estabiliza y empieza a cobrar mayor protagonismo, pasando del 46,11% en 2011 a 52,72% en 2019.

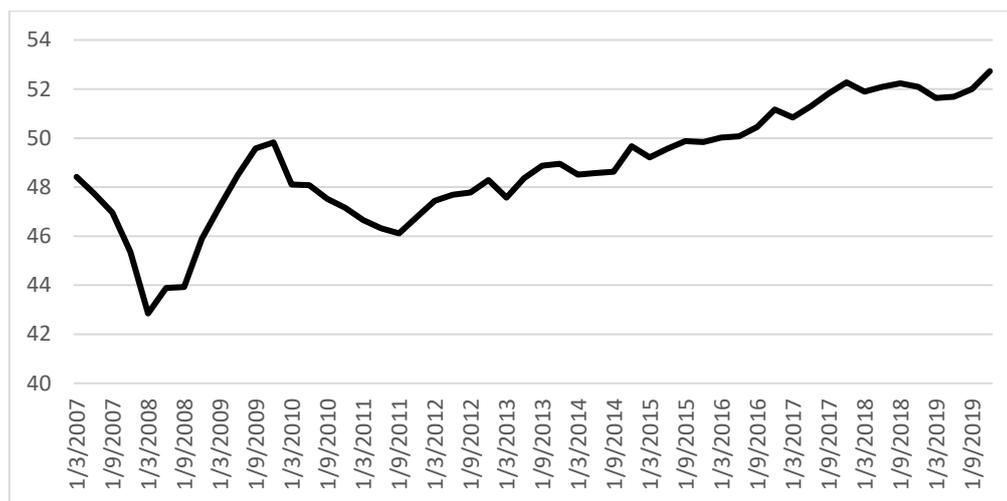


Gráfico 2. Títulos de deuda sobre total

Nota: En porcentajes

Fuente: Elaborado a partir de data base de BIS, (2020)

Este aumento del protagonismo de los títulos de deuda sobre el total de la liquidez global se debe a que la política monetaria no convencional ocasionó cambios en la rentabilidad relativa de diferentes activos, como lo explica el canal de reequilibrio de cartera. Este canal se refiere a que cambios en la oferta neta de un activo, por ejemplo, por la compra masiva de un grupo de activos, puede generar una disminución de la prima del riesgo de este (Pérez Caldentey, 2018). En ese contexto, los agentes privados en respuesta a menores rendimientos a largo plazo de los activos recomprados por el Banco Central pueden recurrir a la compra de otros activos de mayor rendimiento, tales como bonos corporativos y acciones (D'Avino, 2018).

Este comportamiento ejerce un efecto positivo en el desempeño del mercado de bonos para la provisión de financiamiento, como lo menciona Pérez Caldentey (2017, p. 92): "the empirical evidence shows that by changing the relative profitability of assets, it contributed to improving the performance of global capital markets, including that of the global bond market and its importance as a source of finance".

Otros factores que favorecieron a la participación de los títulos de deuda durante este periodo fueron el deterioro de las hojas del balance de los bancos mundiales (Comisión Económica para América Latina y el Caribe [CEPAL], 2019) y las regulaciones impuestas a los bancos, posterior a la crisis de 2008 (Adrian, Kiff & Shin, 2018).

Al mismo tiempo que aumentaron los títulos de deuda como instrumento de financiamiento; del lado comprador creció el peso de los administradores de activos dentro del sistema financiero internacional. En la Tabla 1 se puede observar el total de activos financieros por sector. Para el año 2018, los activos financieros globales alcanzaron un valor de 378,9 billones de dólares, lo cual representa el 540% del PIB mundial. El sector que posee una mayor cantidad de activos es el sector de los bancos, el cual representa el 39% del total. El sector OFI le secunda y representa el 30,2% del total. Sin embargo, la tasa de crecimiento del sector OFI entre 2012 y 2017 es del 9% y del sector bancos es de 3,4%, la más baja de todos los sectores.

Tabla 1.
Total de activos financieros por sector en 2018

	<i>Total de activos</i>	<i>Bancos</i>	<i>Bancos centrales</i>	<i>Instituciones públicas financieras</i>	<i>Seguros</i>	<i>Fondos de pensiones</i>	<i>Sector OFI</i>
Tamaño en 2018 en billones de dólares	378,9	30,1	147,9	17,3	32,9	35,6	114,3
Porcentaje en el total de activos financieros	100	7,9	39,0	4,6	8,7	9,4	30,2
Crecimiento entre 2012-2017 (%)	5,9	8,5	3,4	4,7	5,5	6,3	9

Nota: La tabla refleja los activos financieros de 29 países. Además, OFI se refiere a todas las instituciones financieras que no son bancos centrales, bancos, instituciones financieras públicas, corporaciones de seguros, fondos de pensiones o auxiliares financieros. Incluye fondos de mercado monetario, fondos de cobertura, otros fondos de inversión, compañías financieras y vehículos financieros estructurados

Fuente: Elaborado a partir de FSB (2018)

Este incremento acelerado del sector OFI está directamente relacionado con el aumento de los títulos de deuda y con la rentabilidad que genera dicho sector. Según Deloitte (2019) para el año 2017, la tasa interna de retorno para las inversiones en fondos de capital privado es superior a la tasa de retorno en el resto del mercado de valores.

Por lo cual, durante este periodo los principales cambios en el sistema financiero internacional han sido el aumento de los títulos de deuda como instrumento de financiamiento y el crecimiento del sector de los administradores de activos. Ambos han cumplido como proveedores de liquidez a nivel global posterior a la crisis de 2008.

Una vez analizados los principales cambios en el sistema financiero internacional, es necesario analizar cómo dichos han modificado la inserción financiera de América Latina posterior a la crisis de 2008.

América Latina en el sistema financiero internacional post 2008

La región latinoamericana no sufrió los efectos negativos de la crisis de 2008 en la misma medida que los países desarrollados, la región mostró resiliencia y

tuvo una pronta recuperación económica (Fuentes, 2014).

Para Frenkel (2014) dos aspectos han sido fundamentales para reducir el contagio de la región a las turbulencias del sector externo en el año 2008. En primer lugar, el aumento de los montos ofertados y la flexibilización de las condiciones de los préstamos otorgados por FMI. En segundo lugar, los cambios en el manejo económico de los países de la región que estuvieron encaminados a acumular cuantiosas reservas internacionales e implementar tipos de cambio de flotación administrada.

Además, entre 2003 y 2007, el periodo anterior a la crisis, la región transitó por la etapa de mayor estabilidad y crecimiento económico de los últimos 30 años (Ocampo, 2015). Lo cual, le permitió mantener superávits en cuenta corriente, fortalecer su robustez externa y disminuir el riesgo de la región en el mercado internacional (Frenkel & Rapetti, 2011; Bustillo & Velloso, 2014).

Este cúmulo de factores positivos mejoró los fundamentos económicos de la región y le permitió; por un lado, mantener niveles de crecimiento económico y, por otro lado, acceso al mercado financiero internacional para el financiamiento de sus operaciones.

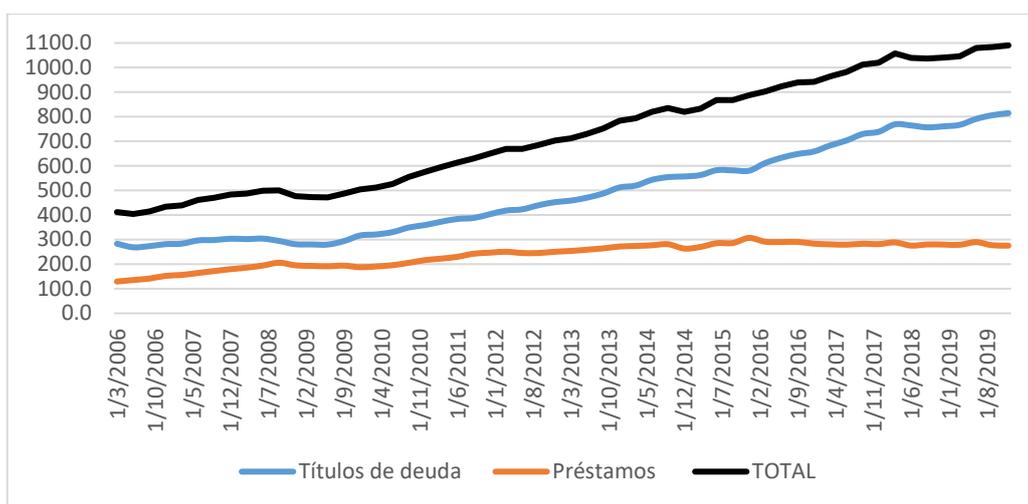


Gráfico 2. Crédito internacional en moneda extranjera a prestatarios no bancarios en América Latina

Nota: En miles de millones de dólares

Fuente: Elaborado a partir de data base de BIS, (2020a)

En la Gráfica 3 se observa la evolución del crédito internacional total hacia América Latina y el crédito internacional por tipo de instrumento. En primer lugar, el crédito internacional total hacia la región pasó de 487,7 billones de dólares en el primer trimestre de 2008 a 1045,8 billones de dólares en el primer trimestre de 2019.

En segundo lugar, el instrumento al cual se debe este incremento son los títulos de deuda que pasaron de 302 billones de dólares en 2008 a 814 billones de dólares en 2019, lo cual implica un incremento en su participación sobre el total del 61,4% en 2008 al 74,72% en 2019; mientras que los préstamos crecieron de 185,8 billones de dólares en el primer trimestre del 2008 a 278,8 billones de dólares en el primer trimestre de 2019, pero su participación sobre el total disminuyó de 38,09% en 2008 a 25,27% en 2019.

El incremento de crédito internacional hacia la región, empujado por los títulos de deuda, ha sido gracias al mejoramiento de los fundamentos económicos y a las condiciones financieras externas. Las emisiones de la

región que tienen un mayor rendimiento han incentivado a los inversores que aumentaron su apetito al riesgo posterior a la flexibilización cuantitativa de los países desarrollados (Pérez Caldentey, 2017). La expansión de la deuda en América Latina a través del mercado de bonos ha tenido lugar incluso entre el periodo 2014-2019 en el cual hubo desaceleración económica. Esto se debe para CEPAL (2019a) al sostenimiento de tasas bajas de interés a nivel internacional y al nivel de reservas internacionales relativamente altas y bajas tasas de inflación de la región.

Las emisiones de bonos latinoamericanas tienen dos características importantes. En primer lugar, los títulos de deuda son emitidos mayoritariamente en moneda extranjera, como se puede ver en la Gráfica 4. Entre 2010-2019, en promedio, el 85,1 % de los títulos de deuda emitidos fueron en dólares estadounidenses, el 6,1 % en moneda local y el 8,81 % en otras monedas extranjeras.

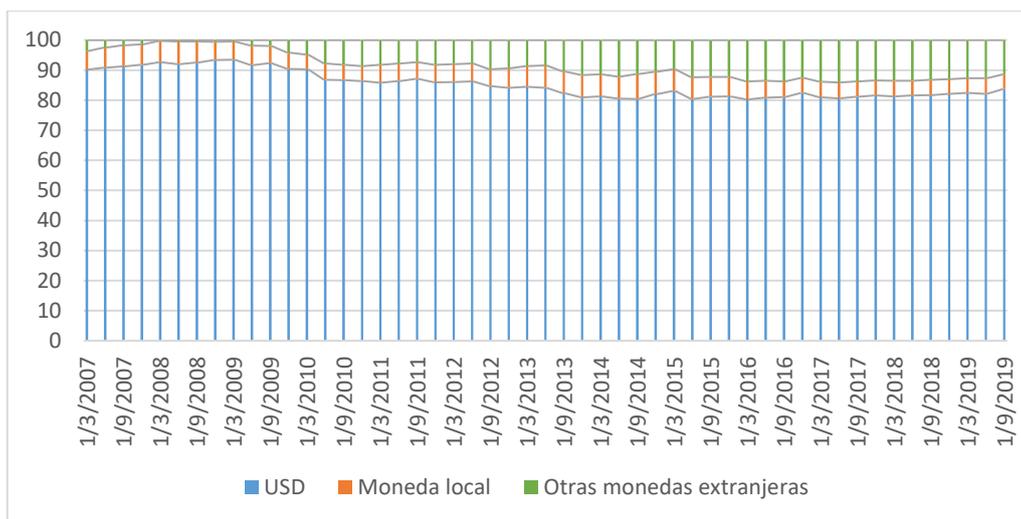


Gráfico 4. Títulos de deuda por moneda de América Latina en porcentajes

Fuente: Elaborado a partir de data base de BIS, (2020a).

Esto puede deberse al importante papel que cumple el dólar en las transacciones comerciales a nivel internacional y su capacidad de reserva de valor debido a su posición jerárquica superior entre las divisas (Kaltenbrunner & Paineira, 2018).

En segundo lugar, las emisiones de títulos de deuda por sector indican que el sector de las corporaciones no financieras ha ganado espacio de forma sustancial durante este periodo.

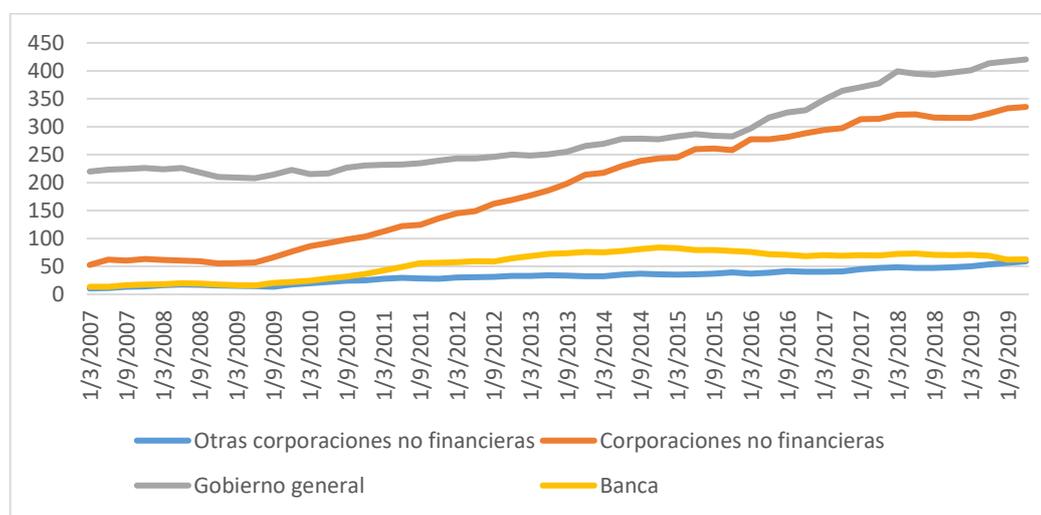


Gráfico 5. Emisión de títulos de deuda por sector

Nota: En miles de millones de dólares

Fuente: Elaborado a partir de data base de BIS, (2020a)

En el Gráfico 5 se muestra las emisiones de títulos de deuda por sector. El sector que mayor cantidad de bonos emite es el gobierno general, en el primer trimestre de 2008 emitió 283,25 billones de dólares, lo cual representaba el 69,8% del total y en el primer trimestre de 2019 emitió una cantidad de 401,03

billones de dólares, que representó el 47,8% del total. El sector que le sigue son las corporaciones no financieras que emitieron en 2008 una cantidad de 61,86 billones de dólares, lo cual representó el 19,3% del total y en 2019 emitieron una cantidad de 315,90

billones de dólares, lo cual representó el 37,7% del total.

Por otra parte, las emisiones de banca y otras corporaciones financieras crecieron en el mismo periodo y pasaron de 18,43 billones de dólares y 16,25 billones de dólares a 70,6 billones de dólares y 50,05 billones de dólares, respectivamente. Esto significó un ligero incremento de su participación en el total; en el primer caso, creció de 5,75% en 2008 a 8,63% en el 2019 y; en el segundo caso, de 5,07% al 5,98%, en los mismos años.

El incremento de emisiones de títulos de deuda por parte de los sectores ha sido posible gracias al mejoramiento de las condiciones económicas de la región y a los cambios experimentados en el sistema financiero internacional, como se mencionó anteriormente. En ese sentido, se puede decir que el sector público y las corporaciones no financieras, quienes mayormente han participado de la emisión de títulos, han sacado provecho de la demanda sin precedentes de los mercados internacionales de capital para financiar sus operaciones (Bustillo & Velloso, 2014).

En síntesis, durante este periodo los cambios en el sistema financiero internacional han permitido que la región latinoamericana mantenga acceso constante al financiamiento externo. La liquidez global impulsada por los títulos de deuda ha promovido la búsqueda de mayores rendimientos por parte de los inversores, los cuales han dirigido sus capitales hacia Latinoamérica, la misma que ha transitado por una etapa de mayor estabilidad económica y mejoramiento de sus fundamentos económicos.

En la actualidad, la inserción financiera internacional de la región está caracterizada, por un lado, por el uso mayoritario de títulos de deuda denominados en moneda extranjera, especialmente dólares estadounidenses y, por otro lado, por el aumento relevante de la emisión de títulos de deuda desde el gobierno y las corporaciones no financieras, presentando este último sector un crecimiento notable durante el periodo de estudio. El dinamismo de las emisiones de títulos de deuda por parte de las corporaciones no financieras de Latinoamérica es de especial interés debido a la estrecha relación que guarda con la economía real.

Revisados los cambios en la inserción financiera internacional de la región, es pertinente analizar

cuáles son las implicaciones que pueden derivarse de dichos cambios.

Implicaciones para la estabilidad financiera y la economía real de la región

Los cambios en la inserción financiera internacional de América Latina plantean algunos desafíos para la estabilidad financiera y la economía real. A continuación, se señalan los principales focos de vulnerabilidad que pueden devenir para la región.

En primer lugar, la liquidez global y las condiciones de financiamiento son impulsadas por la política monetaria de Estados Unidos y la aversión al riesgo (Avdjiev et al. 2020). En ese sentido, Rey (2014) por medio de un análisis VAR sugiere que un elemento esencial que determina el ciclo financiero global es la política monetaria del país central. En el periodo anterior al 2008, la política monetaria de los Estados Unidos cumplía un papel preponderante y empujaba la liquidez global por medio del canal bancario, generando que se expanda o se contraiga el apalancamiento bancario, lo cual, a su vez, generaba cambios en los flujos de capital a nivel internacional (Bruno & Shin, 2015). Sin embargo, a partir de la crisis surgida en 2008 la política monetaria de Estados Unidos ha cobrado aún más importancia en la liquidez global (Chen et al. 2014). Para Chen y otros (2014) el fortalecimiento del vínculo entre la política monetaria de Estados Unidos y la liquidez global se debe al tipo de instrumento utilizado, mientras que para Avdjiev y otros (2020) el vigoroso aumento de la influencia de la política monetaria de Estados Unidos en la liquidez global posterior a la crisis se debe a la convergencia de los instrumentos de política monetaria usados por las economías centrales.

América Latina ha podido obtener financiamiento externo durante este periodo por medio de préstamos bancarios y títulos de deuda, siendo este último el que mayor representación y dinamismo ha tenido. En buena medida, las bajas tasas de interés y la flexibilización cuantitativa han contribuido al acceso de financiamiento externo. Por lo cual, el riesgo que existe para la región es el endurecimiento de la política monetaria de los países centrales, en especial de Estados Unidos. Esto podría generar restricciones y dificultades para obtener financiamiento en el mercado de bonos para los agentes, debido a la relación inversa que existe entre la política monetaria estadounidense y los precios de los bonos. La caída de

los precios de los bonos puede generar desincentivos para los tenedores de bonos mientras que para los emisores puede significar menor financiamiento.

En segundo lugar, durante el periodo de análisis el apetito al riesgo por parte de los administradores de activos incrementó notablemente, prueba de esto es que han dirigido sus carteras hacia la compra de activos con mayores rendimientos en las economías emergentes. Las empresas de este tipo están organizadas para buscar constantemente el mejor rendimiento. Esta competencia constante hace que el sector sea intrínsecamente procíclico, además, el sector está altamente concentrado en pocas empresas, casi todas estadounidenses, que manejan la mayoría de los activos bajo administración (Pérez Caldentey, 2017).

Por lo cual, la región puede correr el riesgo de que en momentos de tensión económica o incertidumbre se reduzca el apetito al riesgo de los inversionistas y estos redirijan sus carteras a la compra de activos más seguros en los países centrales dejando sin la posibilidad de renovar el financiamiento de los países de la región latinoamericana. A la vez, el comportamiento procíclico y la concentración de activos en pocas empresas es un factor de riesgo para la región, porque el deterioro de este sector puede disminuir la liquidez y las fuentes de financiamiento para la región.

En tercer lugar, el dólar es la moneda global, es la unidad de cuenta en la que se presta y se endeudan los actores independientemente que estos sean residentes o no de los Estados Unidos (Bruno & Shin, 2017). La apreciación o depreciación de esta moneda está vinculada a las tasas de interés de los Estados Unidos. Al ser la moneda que se utiliza en mayor medida en las transacciones internacionales tiene presión a depreciarse cuando las tasas de interés

disminuyen debido a que alientan la movilidad de flujos de capital y; por el contrario, cuando las tasas de interés suben, el dólar tiene tendencia a apreciarse debido a que hay menos circulación de dólares a nivel mundial.

Para el caso de América Latina que se ha financiado a nivel internacional en dólares, este hecho es importante y es un rasgo de riesgo, debido a que la apreciación del dólar estadounidense o la depreciación de la moneda local puede traducirse en aumentos del servicio de la deuda y del costo de financiamiento para la región, lo cual puede dificultar el pago de esta. Este tipo de descalce entre el dólar y la moneda local genera preocupación y no se observa que haya aumento en la emisión de bonos en moneda local para superar el 'pecado original' por parte de la región.

En cuarto lugar, el acceso acelerado al crédito internacional por parte de las empresas de la región puede ser visto como una oportunidad porque brinda la posibilidad de adquirir financiamiento para proyectos a largo plazo, pero, al mismo tiempo, el acceso a los mercados financieros conlleva a que estas asuman mayores riesgos debido a los cambios que pueden generarse en las condiciones globales.

En el estudio de (Pérez Caldentey et al. 2019) se ha identificado que las empresas latinoamericanas que más participan en la emisión de bonos internacionales son aquellas que tienen un mayor nivel de activos fijos y gastos de inversión a largo plazo en sus países de origen, por lo cual, un cambio en las condiciones globales de financiamiento puede afectar directamente y de forma considerable a la economía real de la región, debido al peso importante que tienen estas empresas en la producción nacional.

Analizados los focos de vulnerabilidad para la región, se dará paso a las reflexiones finales del documento.

Conclusiones

El sistema financiero a nivel internacional posterior a la crisis de 2008 ha sufrido varias modificaciones, como el aumento en la importancia de los administradores de activos y los títulos de deuda como fuente de financiamiento. Este cúmulo de cambios en la esfera externa sumado a factores internos ha incidido en la inserción financiera internacional de

América Latina. La región durante este periodo ha tenido acceso permanente al mercado financiero internacional y ha recibido una cantidad considerable de crédito internacional, especialmente mediante títulos de deuda. Estos títulos de deuda son emitidos principalmente por el gobierno y las corporaciones no

financieras y están denominados en su mayoría en dólares estadounidenses.

Estas características de la inserción financiera internacional de la región durante este periodo tienen importantes implicaciones para la estabilidad financiera y la economía real de la región. En los estudios realizados por Avdjiev y otros (2020) y CEPAL (2019) se demuestra que posterior a las crisis de 2008 los títulos de deuda son más sensibles a cambios en la política monetaria de Estados Unidos que los préstamos bancarios. Para Avdjiev y otros (2020) un aumento de 25 puntos en las tasas de interés externas produciría una caída del 57% de la tasa de crecimiento de préstamos bancarios y una disminución de 125% de la tasa de crecimiento de bonos.

Esto es de notable interés para la región, ya que podría indicar que durante este periodo el mecanismo de transmisión de la política monetaria de los Estados Unidos hacia la región latinoamericana se ha reforzado, pues la región ha realizado un uso extenso de títulos de deuda como fuente de financiamiento.

En ese sentido, el endurecimiento de la política monetaria del país central tendría un efecto doble. Por un lado, provocaría una menor llegada de flujos de crédito internacional hacia la región, lo cual ralentizaría la dinámica crediticia interna de los países y posteriormente afectaría a la inversión, y; por otro lado, podría provocar la apreciación del dólar estadounidense. Esto agravaría el servicio de la deuda y subiría el costo de un potencial refinanciamiento. A lo cual, hay que agregar que uno de los sectores que se ha insertado con mayor rapidez en el mercado de bonos ha sido las corporaciones no financieras, por lo que un cambio adverso de la política monetaria provocaría un impacto directo y considerable en la economía real, debido al peso de estas empresas en sus respectivos países.

Por lo cual, los aspectos vinculados a la vulnerabilidad externa continúan latentes y han cobrado mayor relevancia para la región durante este periodo, debido al incremento de deuda externa por medio de títulos de deuda denominados en moneda extranjera y emitidos por el gobierno y las corporaciones no financieras.

Si bien la región ha mejorado los fundamentos económicos, lo cual podría ayudar a reducir los efectos indirectos del endurecimiento de la política monetaria internacional como lo plantea Chen et al (2014), existen investigaciones empíricas como la realizada por Kaltenbrunner y Paineira (2018) para el caso de Brasil, donde muestra que el mejoramiento de los fundamentos económicos no son suficientes para reducir la vulnerabilidad externa, debido a que los inversores no están dispuestos a comprometer fondos a largo plazo en el país, ya que buscan fondos a corto plazo y con altos márgenes de rentabilidad.

Las políticas públicas que se pueden implementar para reducir estos focos de vulnerabilidad son: aumentar el endeudamiento en el mercado de capitales a nivel local, emitir una mayor cantidad de bonos internacionales en moneda nacional y aplicar políticas macroprudenciales que regulen y controlen flujos de capital específicos y el apalancamiento de las corporaciones no financieras.

En definitiva, las vulnerabilidades externas para la región plantean nuevos desafíos y abren futuras líneas de investigación, las cuales podrían medir a través de un modelo econométrico el nivel de robustez externa de la región o de un país latinoamericano en específico ante posibles cambios en el contexto financiero internacional. Para esto se podría realizar levantamiento de información de fuentes primarias de empresas no financieras, lo cual es la principal limitación del presente trabajo.

Referencias

- Adrian, T., Kiff, J., & Shin, H. S. (2018). Liquidity, Leverage, and Regulation 10 Years After the Global Financial Crisis. *Annual Review of Financial Economics*, 10(1), 1-24. <https://doi.org/10.1146/annurev-financial-110217-023113>
- Aldasoro, I., & Ehlers, T. (2018). *Liquidez mundial: Cambios en los patrones de instrumentos y monedas*. Informe Trimestral Del BPI, pp. 1-13. Retrieved from: https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1809b_es.htm
- Alter, A., & Elekdag, S. (2020). Emerging market corporate leverage and global financial conditions. *Journal of Corporate Finance*

- (Amsterdam, Netherlands), 62, 101590. <https://doi:10.1016/j.jcorpfin.2020.101590>
- Avdjiev, S., Gambacorta, L., Goldberg, L. S., & Schiaffi, S. (2020). The shifting drivers of global liquidity. *Journal of International Economics*, 125, 103324. <https://doi:10.1016/j.jinteco.2020.103324>
- Avdjiev, S., McGuire, P., & von Peter, G. (2020a). International dimensions of EME corporate debt 1. *BIS Quarterly Review*, 1-13. Retrieved from: <https://search.proquest.com/docview/2431835320>
- Bank for International Settlements. (2020). Global Liquidity Indicators. Retrieved from <https://www.bis.org/statistics/gli.htm>
- Bank for International Settlements. (2020a). Debt Securities Statistics. Retrieved from <https://www.bis.org/statistics/secstats.htm?m=6%7C33%7C615>
- Bárcena, A. (2014). La crisis de la deuda latinoamericana: 30 años después. In J. Ocampo, B. Stallings, I. Bustillo, H. Velloso & R. Frenkel (Eds.), *La crisis latinoamericana de la deuda desde la perspectiva histórica* (pp. 9-18). Santiago de Chile: CEPAL.
- Bértola, L., & Ocampo, J. (2013). *El desarrollo económico de América Latina desde la independencia*. México: Fondo de Cultura Económica. Retrieved from: <https://search.proquest.com/docview/1301722994>
- Bruno, V., & Shin, H. S. (2015). Capital flows and the risk-taking channel of monetary policy. *Journal of Monetary Economics*, 71, 119-132. <https://doi:10.1016/j.jmoneco.2014.11.011>
- Bruno, V., & Shin, H. S. (2017). Global Dollar Credit and Carry Trades: A Firm-Level Analysis. *The Review of Financial Studies*, 30(3), 703-749. <https://doi:10.1093/rfs/hhw099>
- Bustillo, I., & Velloso, H. (2014). De bonos Brady a bonos globales: El acceso de América Latina y el Caribe a los mercados internacionales desde la década de 1980. In J. Ocampo, B. Stallings, I. Bustillo, H. Velloso & R. Frenkel (Eds.), *La crisis latinoamericana de la deuda desde la perspectiva histórica* (pp. 83-120). Santiago de Chile: CEPAL.
- Caballero, J., Fernández, A., & Park, J. (2019). On corporate borrowing, credit spreads and economic activity in emerging economies: An empirical investigation. *Journal of International Economics*, 118, 160-178. <https://doi:10.1016/j.jinteco.2018.11.010>
- Chen, J., Mancini-Griffoli, T., & Sahay, R. (2014). *Spillovers From United States Monetary Policy on Emerging Markets: Different This Time?* IMF Working Paper.
- Comisión Económica para América Latina y el Caribe [CEPAL]. (2019). Estudio Económico de América Latina y el Caribe. Retrieved from <https://www.cepal.org/es/publicaciones/44674-estudio-economico-america-latina-caribe-2019-nuevo-contexto-financiero-mundial>
- Comisión Económica para América Latina y el Caribe. (2019a). Balance Preliminar de las Economías de América Latina y el Caribe. Retrieved from: <https://www.cepal.org/es/publicaciones/45000-balance-preliminar-economias-america-latina-caribe-2019>
- D'Avino, C. (2018). Quantitative easing, global banks and the international bank lending channel. *Economic Modelling*, 71, 234-246. <https://doi:10.1016/j.econmod.2017.12.015>
- Deloitte. (2019). *2019 Investment Management Outlook A mix of opportunity and challenge*. Retrieved from <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/global/Documents/Financial-Services/gx-fsi-dcfs-2019-investment-management-outlook.pdf>
- Financial Stability Board. (2018). Basilea III: Marco regulador global para reforzar los bancos y sistemas bancarios. Retrieved from <https://www.fsb.org/2018/03/global-shadow-banking-monitoring-report-2017/>
- Frenkel, R. (2014). Las perspectivas de América Latina en materia de endeudamiento externo. In J. Ocampo, B. Stallings, I. Bustillo, H. Velloso & R. Frenkel (Eds.), *La crisis latinoamericana de la deuda*

- desde la perspectiva histórica (pp. 121-154). Santiago de Chile: CEPAL.
- Frenkel, R., & Rapetti, M. (2011). *Fragilidad externa o desindustrialización: ¿Cuál es la principal amenaza para América Latina en la próxima década?* Santiago de Chile: CEPAL.
- Fuentes, J. (2014). Introducción. In J. Fuentes (Ed.), *Inestabilidad y desigualdad la vulnerabilidad del crecimiento en América Latina y el Caribe* (pp. 17-30). Santiago de Chile: CEPAL.
- Ibáñez, C., & Egoscóabal, A. (2008). Metodologías de la investigación en las ciencias sociales: Fases, fuentes y selección de técnicas. *Revista Escuela De Administración De Negocios*, (64), 5-18. <https://doi:10.21158/01208160.n64.2008.450>
- Kaltenbrunner, A., & Paineira, J. (2018). Financierización en América Latina: implicancias de la integración financiera subordinada. In M. Abeles, E. Perez Caldentey & S. Valdecantos (Eds.), *Estudios sobre financierización en América Latina* (pp. 33-68). Santiago de Chile: CEPAL.
- Lim, J. J., & Mohapatra, S. (2016). Quantitative easing and the post-crisis surge in financial flows to developing countries. *Journal of International Money and Finance*, 68, 331-357. <https://doi:10.1016/j.jimonfin.2016.02.009>
- MacDonald, M. (2017). International capital market frictions and spillovers from quantitative easing. *Journal of International Money and Finance*, 70, 135-156. <https://doi:10.1016/j.jimonfin.2016.08.003>
- Ocampo, J. (2014). La crisis latinoamericana de la deuda a la luz de la historia. In J. Ocampo, B. Stallings, I. Bustillo, Velloso, Helvia & R. Frenkel (Eds.), *La crisis latinoamericana de la deuda desde la perspectiva histórica* (pp. 19-52). Santiago de Chile: CEPAL.
- Ocampo, J. (2015). América Latina frente a la turbulencia económica mundial. In A. Bárcena, & A. Prado (Eds.), *Neoestructuralismo y corrientes heterodoxas en América Latina y el Caribe a inicios del siglo XXI* (pp. 93-110). Santiago de Chile: CEPAL.
- Pérez Caldentey, E. (2017). Quantitative Easing (QE), Changes in Global Liquidity, and Financial Instability. *International Journal of Political Economy*, 46(2-3), 91-112. <https://doi:10.1080/08911916.2017.1383695>
- Pérez Caldentey, E. (2018). Impacto de la política de flexibilización cuantitativa en la liquidez mundial y la estabilidad financiera. In M. Abeles, E. Perez Caldentey & S. Valdecantos (Eds.), *Estudios sobre financierización en América Latina* (pp. 141-170). Santiago de Chile: CEPAL.
- Pérez Caldentey, E., Favreau, N., & Mendez, L. (2019). Corporate debt in Latin America and its macroeconomic implications. *Journal of Post Keynesian Economics*, 42(3), 335-362. <https://doi:10.13140/rg.2.2.18768.20482>
- Rey, H. (2014). Dilemma not trilemma. *Global Dimensions of Unconventional Monetary Policy*, 285-333. Retrieved from: <http://www.econis.eu/PPNSET?PPN=832537918>
- Shin, H. S. (2014). The second phase of global liquidity and its impact on emerging economies. *Volatile Capital Flows in Korea*, 247-257. Retrieved from: <http://www.econis.eu/PPNSET?PPN=816078033>



Esta obra está bajo licencia internacional Creative Commons Reconocimiento-NoComercial 4.0.

En caso de que el artículo presentado sea aprobado para su publicación, los autores, mediante el documento "Declaración de originalidad y Cesión de derechos de autor", transfieren a la revista los derechos patrimoniales que tienen sobre el trabajo para que se puedan realizar copias y distribución de los contenidos por cualquier medio y en acceso abierto, siempre que se mantenga el reconocimiento de sus autores y no se haga un uso comercial de la obra.