

DOCUMENTO DE TRABAJO

DEPARTAMENTO ECONOMÍA POLÍTICA

AUTOR

ESTANISLAO MALIC



CENTRO CULTURAL DE LA COOPERACIÓN FLOREAL GORINI

**EL IMPACTO DE LOS QUANTITATIVE EASINGS
ESTADOUNIDENSES SOBRE LOS FLUJOS FINANCIEROS
INTERNACIONALES HACIA ARGENTINA, BRASIL Y CHILE**





Documentos de Trabajo

Departamento de Economía Política del Centro Cultural de la Cooperación

Verano 2026

Coordinador: Martin Burgos

Asistente: Genaro Grasso

Responsables de área:

Marcelo Bruchanski (Finanzas)

Antonella Gervagi (Economía digital)

Ignacio Sabbatella (Ambiente y recursos naturales)

Verónica Grondona (Fiscal)

Anahí Rampinini (Sistema productivo)



Documentos ya publicados:

1- Criptomonedas y sistema bancario: tensiones y desafíos regulatorios.

Cecilia Allami, Juan Garriga, Martin Burgos

2- Acuerdos de libre comercio y digitalización: desregulación, privatización y desigualdad en las plataformas digitales

Sofia Scasserra

3- Mercado de carbono en Argentina

Ana Laura Jaruf

4- Plataformas digitales y derechos laborales en América Latina: marcos regulatorios en construcción

Pía Garavaglia

5- Una reflexión sobre la Conferencia Internacional del Trabajo 2025 y su impacto en América Latina

Pia Garavaglia

6- Los desafíos de la fiscalidad internacional y sus interconexiones con otras problemáticas, como el lavado de activos y la fuga de capitales

Verónica Grondona y Magdalena Rúa

7- Hacia un Fondo Federal Climático en Argentina. Financiamiento Verde y Justicia Territorial en el Marco del Federalismo Fiscal

Antonela Gervagi y Ana Laura Jaruf

8- La IA más allá del chat: infraestructura, red de empresas e impactos ambientales

Matías Zublena

9- Una Política Industrial para el Desarrollo

Lisandro Mondino y Anahi Rampinini



Resumen

Argentina, Chile y Brasil son tres economías periféricas con una inserción subordinada en el sistema financiero mundial. Con tres perfiles marcadamente diferentes en lo que hace a la regulación de flujos de flujos de capitales de cartera, así como de acceso a la dolarización, los ingresos y egresos de capitales tienen una marcada influencia en el devenir macroeconómico de estos países. El presente capítulo busca determinar la influencia de la política monetaria estadounidense (particularmente las políticas de expansión cuantitativa realizadas a fin de estabilizar la economía tras la crisis subprime y la pandémica) en los flujos de capitales hacia estos tres países. Más allá del impacto encontrado dado el perfil de cada economía, la sustentabilidad externa parece ser decisiva al momento de explicar las diferencias entre las mismas

Autor

Estanislao Malic es licenciado en economía por la Universidad de Buenos Aires. Se desempeñó profesionalmente en el sector financiero privado, trabajó en investigación en el marco del CEFID AR y el Centro Cultural de la Cooperación, y realizó análisis de coyuntura económica desde el Centros de Estudios Scalabrini Ortiz y como asesor de diputados nacionales.

Su trabajo de docencia cubrió las áreas de macroeconomía, teorías del dinero, política monetaria, finanzas e historia del pensamiento económico. Actualmente es docente en la diplomatura en finanzas para el desarrollo de la Universidad de Quilmes y en la Universidad Nacional de Avellaneda. Se encuentra realizando su tesis doctoral sobre flujos de capitales hacia Argentina, Brasil y Chile en la Universidad Nacional de Quilmes. Es también director de Pellegrini Fondos Comunes de Inversión, empresa del grupo Banco Nación



El impacto de los Quantitative Easings estadounidenses sobre los flujos financieros internacionales hacia Argentina, Brasil y Chile¹

Estanislao Malic

1. Introducción

En el presente trabajo analizaremos la influencia de las políticas monetarias expansivas estadounidenses durante la crisis subprime y la pandemia global, sobre los flujos financieros internacionales hacia tres economías latinoamericanas: Argentina, Brasil y Chile, elegidas por su heterogeneidad, cercanía geográfica y tamaño. Se destaca la diferencia en sus experiencias de promoción y administración de los flujos de capitales: mientras que Argentina ha sido sumamente ecléctica en el período, y ha atravesado etapas con marcadas diferencias tanto en el ingreso como en el egreso de capitales, Chile se ha caracterizado por una relevante apertura, que se destaca por la formación de activos externos más significativa de la región. Por otro lado, se encuentra Brasil, con un sistema bancario íntegramente en moneda nacional y un nivel de formación de activos externos de los más bajos de la región.

Siendo Latinoamérica una de las regiones con mayor desregulación en los flujos financieros internacionales (Zeolla y Bastourre, 2017), la influencia del sistema dólar es indiscutible, por lo que nos concentraremos en las políticas monetarias llevadas adelante por Estados Unidos.

2. La hegemonía del dólar

A fin de entender la relevancia de la política monetaria estadounidense en la región, debemos destacar que, en lo que hace a transacciones internacionales y sistema financiero global, la mayoría de los gobiernos nacionales pierden su poder político y económico territorial, siendo el dólar estadounidense la moneda que aparece como hegemon indiscutido. Su dominancia como divisa mundial no ha sufrido mella a lo largo del siglo XXI. Muestra de ello es que en el año 2004 el dólar aparecía como contrapartida en el 88% de las operaciones de cambio, mientras que en el 2019 alcanzaba el 88,3%.

El dólar cumple con varias aristas del abanico de requerimientos necesarios para la construcción monetaria: la coerción, dada por su hegemonía militar, el peso productivo de su economía, la disponibilidad y profundidad de su sistema financiero, la relevancia de su mercado y la utilización como unidad de cuenta. Todos estos aspectos parecen encontrarse lejos de ser desafiados por cualquier otra economía. De hecho, la mayoría

¹ Este documento de trabajo es un capítulo del libro “Finanzas desde la periferia. Debates y desafíos para el desarrollo económico” coordinado por Martin Burgos y Nicolas Zeolla publicado en las Ediciones del CCC. Centro Cultural de la Cooperación Floreal Gorini.



de los activos utilizados como reservas internacionales se encuentran denominados en dólares, alcanzando el 58,9% al cierre del 2020.

Los gobiernos nacionales estarían en continua resistencia, y a la defensiva en lo que hace a la competencia entre espacios monetarios, los que tenderían a concentrarse en uno solo a nivel global.

Asimismo, los mercados financieros mundiales se desarrollan, esencialmente, en países centrales, y su concentración es aún mayor que la observada en la producción. Aunque los capitales financieros luego fluyan a la periferia en forma de deuda o renta variable, se transan y denominan acorde a los sistemas financieros de los centros. Según la Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA), en 2020 los mercados estadounidenses concentraban el 38,5% del mercado de acciones y el 38,3% del de renta fija, siguiéndolos Europa (sin el Reino Unido) con un 10,5% y un 20,4% respectivamente. En este sentido, al analizar la deuda externa de los tres países seleccionados, encontramos que se encuentra mayormente denominada en divisas, particularmente en dólares. Las emisiones internacionales en moneda propia son prácticamente inexistentes.

Dado que las políticas monetarias estadounidenses resultan de una relevancia absoluta para la dinámica financiera de los tres países en cuestión, pasaremos a describir brevemente las políticas de estímulo monetario norteamericanas realizadas en las últimas dos décadas, y el impacto que tuvieron para la región.

3. Las políticas monetarias estadounidenses durante, y entre, crisis

3.1 Los Quantitative Easings (QEs)

Los QE fueron políticas monetarias no convencionales, consistentes en la compra masiva de activos financieros, tanto estatales como privados, por parte de los bancos centrales, con el objetivo de inyectar liquidez en el sistema financiero al tiempo que se evitaban quiebras que pudieran generar crisis sistémicas. Las mismas fueron impulsadas por los países centrales como respuesta a la crisis global originada en el mercado de hipotecas subprime norteamericano. En este caso estudiaremos particularmente el caso estadounidense.

Los primeros signos de stress del sistema bancario se observaron en 2007 con un aumento relevante de la tasa de préstamos interbancarios, pero fue al comenzar a resquebrajarse el sistema financiero en 2008 cuando la Reserva Federal (Fed) decidió realizar políticas como prestamista de última instancia, las que llegó a financiar fusiones privadas con fines de salvataje (JP Morgan Chase compró Bear Stearns con un crédito de la Fed).

Ya desencadenada la crisis, en septiembre 2008 le proporcionó liquidez a la compañía de seguros AIG a través de un préstamo, e incluso pasó a ser propietario de acciones. El impacto global de la crisis implicó que, en octubre 2008, en el G7 se anunciara que los



bancos centrales financiarían lo que sea necesario para evitar quiebras relevantes. Acompañando estas políticas, la Fed impulsó acuerdos de swap cambiarios con los principales bancos centrales del mundo², ocupando su rol como proveedor de liquidez y prestamista de última instancia global. También otorgó líneas similares a las economías emergentes de Corea del Sur, Singapur, Brasil y México, en octubre de 2008, por un total de USD 30.000 millones en cada caso.

A nivel doméstico, la Fed amplió el plazo de la ventanilla de descuento, creó una serie de programas de liquidez y crédito especiales para instituciones financieras no bancarias y financió a los bancos para que compraran activos de los mercados de dinero, a fin de otorgarles liquidez. También garantizó créditos a compañías no financieras, y el Fondo de Garantías de Depósitos Federal (el cual garantiza los depósitos) se extendió, a fin de generar la confianza del público. La política de estímulo fue tan agresiva que en diciembre de 2008 la tasa de los *federal funds* se redujo hasta alcanzar 0%.

A partir de entonces la Fed decidió impulsar políticas monetarias no convencionales de compras de activos a gran escala (QE) las cuales cambiaron drásticamente su hoja de balance. En marzo de 2009 se anunciaron inyecciones monetarias basadas en la adquisición de títulos del Tesoro de corto y largo plazo, y de títulos de empresas garantizados por el Estado. El objetivo era reducir integralmente la curva de tasas de interés, así como mejorar los balances del sector financiero privado evitando una profundización de la crisis. El primer programa de compras (QE1), centrado en la compra de activos respaldados por hipotecas finalizó a inicio de 2010. A fines del mismo año, la Fed se comprometió a realizar otra compra masiva de activos (QE2), en este caso, bonos del tesoro americano, proceso finalizado en junio de 2011. Desde finales de 2012 hasta 2014, se llevó adelante el llamado QE3, el cual implicó la compra de ambos tipos de activos. Desde entonces, la Fed mantuvo en su balance los activos mencionados, comenzando un proceso de desmantelamiento de estos a partir del primer trimestre de 2018, cuando paulatinamente desarma posiciones en su posición de activos del Tesoro y papeles respaldados por hipotecas.

Sin embargo, este proceso se vio interrumpido en el primer trimestre de 2020 por la crisis global pandémica, cuando la Fed decidió nuevamente realizar políticas monetarias no convencionales, en este caso realizando una agresiva compra de bonos del Tesoro, bonos corporativos y *exchanged traded funds*. Respecto a los swaps cambiarios con otros bancos centrales al momento de la crisis pandémica, la Fed tenía acuerdos de este tipo ilimitados y permanentes con los varios bancos centrales líderes, cuya tasa y frecuencia de operatoria fueron reducidos. También estableció líneas temporarias de *swap* con los bancos centrales de Australia, Brasil³, Corea del Sur, México, Singapur, Suecia, Noruega, Dinamarca y Nueva Zelanda.

De esta forma, en la primera etapa de QE, implementada como reacción a la crisis financiera global (que transcurre entre el 2ºT del 2009 y el cuarto trimestre de 2014), podemos observar tres subperíodos: del 2ºT de 2009 al 2ºT de 2010, del 4ºT de 2010 al

³ En el caso de Brasil el mismo fue por USD 60 mil millones.



3° de 2011 y del 1°T de 2013 al 4°T de 2014. Ya en 2020 podemos encontrar, desde el 2°T las nuevas políticas de estímulo cuantitativo vinculadas a la crisis pandémica.

3.2 La política de tasas

Como indicamos anteriormente las políticas tradicionales de reducción de tasas de interés fueron sumamente relevantes y acompañaron los procesos de QEs, incluso de forma más continua, ya que no implicaban programas de tiempo o cantidades determinadas.

A partir del 1° T 2007 la Fed comenzó a realizar recortes de tasa que pueden con impacto en el tramo corto de la curva de tasas de bonos del Tesoro, para luego, en 2008, continuar con su reducción y llevarlas a fin de año a un nivel cercano a cero. Esta política continuó hasta el año 2016, donde paulatinamente comenzó su aumento, el cual se aceleró en 2018 y alcanzó un pico en el 1°T 2019, año en que se observó un nuevo descenso. Como indicábamos anteriormente, este proceso de regularización de la política de tasas se vio interrumpido por la situación pandémica, la cual obligó a llevar nuevamente la tasa de corto plazo virtualmente a cero en abril de 2020.

Dado que estudiaremos los flujos financieros anuales, consideramos apropiado analizar los períodos 2008 – 2015 y 2020 (demarcados en azul) como los que se desarrollaron en un marco de política monetaria expansiva basada en la reducción de tasas de interés, con los subperíodos demarcados (en rojo) anteriormente asociados a las compras masivas de activos (QEs).

4. El impacto en los flujos

Los efectos de los primeros programas expansivos en los flujos hacia las economías periféricas ya han sido estudiados: Bhattarai, Chatterjee y Park (2020) miden el impacto en los países emergentes⁴ del programa de QEs estadounidenses motivado en la crisis subprime, encontrando que los mismos impactaron de forma relevante en las tasas de interés de largo plazo, los tipos de cambio, los flujos de capitales y el precio de los activos financieros de estos países. Asimismo, destacan los casos particulares de Turquía, Brasil, India, Indonesia y Sudáfrica, como los que poseían mayor fragilidad previa, y que mostraron mayor reacción en las variables citadas frente a la política de QE. Por otro lado, Fratzscher *et al* (2016), encuentran que, mientras el QE1 impactó fundamentalmente en una reformulación de carteras hacia activos de riesgo dentro de EEUU, los QE2 y QE3 generaron un mayor flujo de capitales hacia activos de economías emergentes. En el mismo sentido, Perez Caldentey, destaca el notable crecimiento de las emisiones de deuda corporativa de empresas Latinoamericanas desde el inicio de los programas de QE. Respecto al cese de los programas expansivos, Aizeman, Binici y Hutchison (2011), encuentran que los anuncios de *tapering*⁵ realizados por el presidente de la Fed, Bernanke, se vieron asociados con caídas significativas de los índices de de

⁴ Brasil, Chile, Colombia, India, Indonesia, Malaysia, Mexico, Peru, South Africa, South Korea, Taiwan, Thailand and Turkey. (poner en castellano)

⁵ Proceso por el cual se desaceleraban los programas de estímulo cuantitativo.



acciones, así como depreciaciones cambiarias en los mercados emergentes (aunque no registraron impacto significativo alguno en los niveles de *spreads* soberanos). El mismo estudio indica que ciertos anuncios de sostenimiento de las políticas expansivas se corresponden con apreciaciones cambiarias en los mercados emergentes. En el mismo sentido Zeolla (2021) indica el acelerado crecimiento del stock de deuda denominada en dólares de las economías latinoamericanas en los mercados internacionales durante las políticas de QE.

En los casos particulares a tratar la evidencia es heterogénea. Encontraremos que cada trayectoria, aunque con ciertos aspectos comunes, plantea claras divergencias.

Argentina

Argentina se presenta como un caso excepcional, ya que el largo proceso de reestructuración de su deuda, el cual finalizó en 2016 con el pago a los fondos buitres, limitó severamente el acceso a los mercados internacionales de crédito, siendo su riesgo país (embi) el más volátil y con mayores niveles entre los países a comparar, no solo al momento de la crisis y default del año 2001, sino en todo el período estudiado.

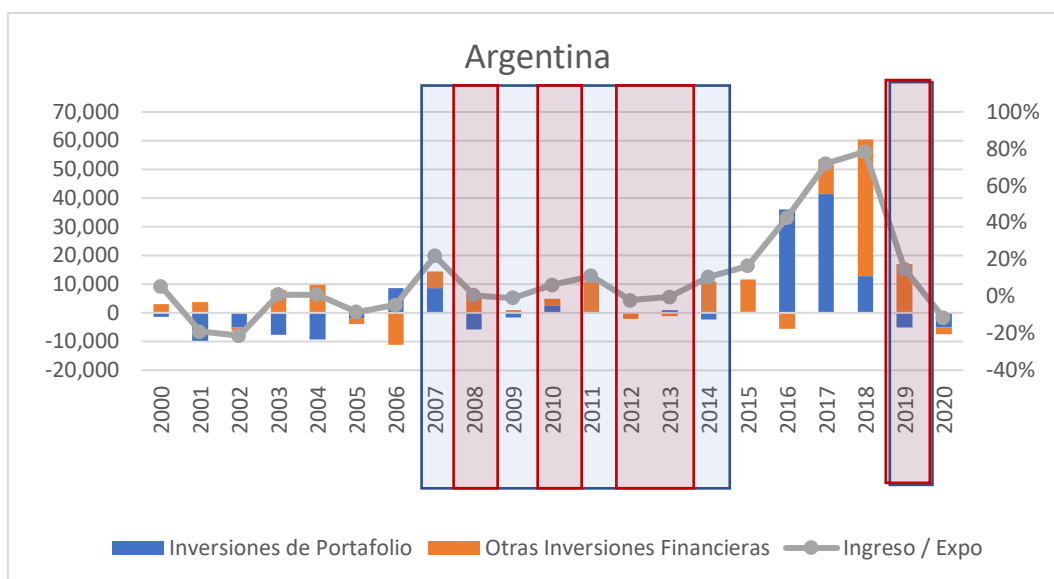
Pese a ello, una vez resuelto el conflicto “buitre” en el año 2016, Argentina mostró un proceso de rápido endeudamiento externo e ingreso de capitales financieros en el lapso de dos años (2016, 2017 y el primer trimestre de 2018, luego debió recurrir al FMI), coincidente con el período de dismantelamiento de las políticas monetarias expansivas norteamericanas. Mientras los fondos internacionales se retraían en Brasil, y se desaceleraban en Chile, Argentina lograba emitir grandes cantidades de deuda en el plano internacional. Una posible explicación de ello es el virtual desacople de los mercados internacionales de capitales que había vivido la Argentina y, por ende, su bajo nivel de apalancamiento externo. El posterior proceso de endeudamiento acelerado iniciado en 2016 termina en 2018, donde los mercados externos se cierran a los papeles argentinos y se observa un crecimiento vertiginoso del riesgo país. Esta dinámica implicará la reestructuración unilateral de parte de la deuda bajo ley doméstica en 2019, y la cesación de pagos a los bonistas en 2020 con una nueva reestructuración de la deuda denominada en moneda extranjera (tanto la regida por la ley doméstica como extranjera).

En la figura a continuación podemos observar el proceso descrito, siendo resaltados las etapas coincidentes con la política monetaria expansiva de la Fed.

Figura 1: Flujos financieros de entrada⁶ (millones de USD y % exportaciones)⁷

⁶ Las cuentas de la balanza de pagos utilizados son “Financial account/Other investment/Net incurrence of liabilities” y “Financial account/Portfolio investment/Net incurrence of liability”

⁷ Se destacan en azul los años correspondientes a políticas monetarias expansivas de tasas, y en rojo los años correspondientes a las expansiones cuantitativas.



Fuente: elaboración propia en base a datos del FMI. <https://data.imf.org/>. Balance of Payments and International Investment Position Statistics (BOP / IIP)

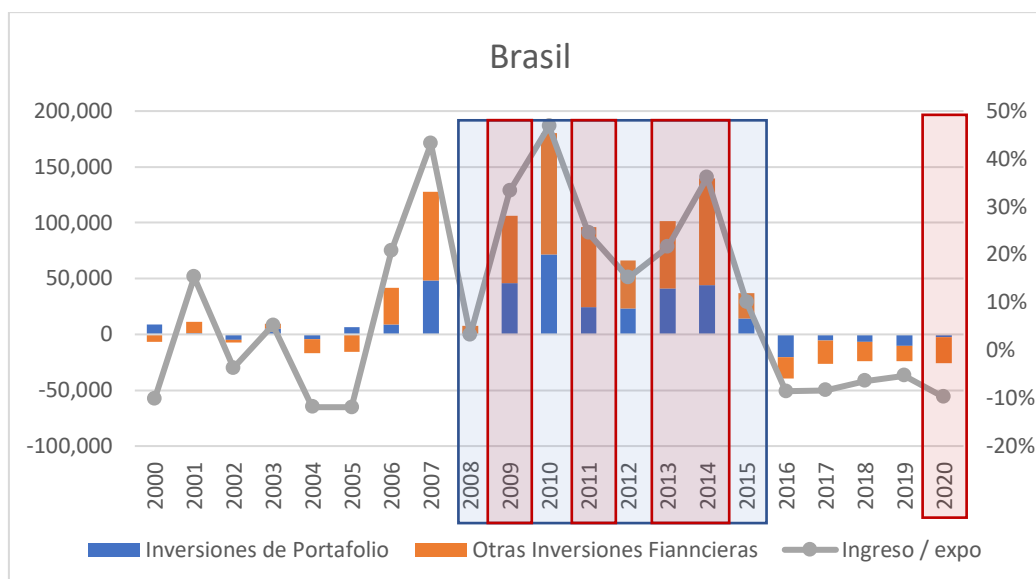
Respecto al riesgo país, como indicábamos, el comportamiento de Argentina es sumamente volátil, producto de su default a inicio del siglo, al cual siguió un largo proceso de reestructuración de deuda. De esta forma, al igual que lo observado en los flujos de capitales, Argentina se desacopla de la dinámica global. La relación con las políticas monetarias norteamericanas no es clara, incluso mostrando una tendencia a la baja del riesgo país desde abril de 2013 que continúa hasta enero de 2018, atravesando el momento del dismantelamiento del programa de incentivos norteamericanos internacionales. Pese a que, como veremos a continuación, Brasil y Chile muestran un deterioro en sus niveles de riesgo país entre desde 2014 hasta febrero de 2016, e incluso el *embi* brasilero supera al argentino en febrero y marzo de 2016, Argentina no logra instalarse de forma estable en los niveles de tasa de las otras dos economías estudiadas. Insistimos en que lo que resulta más destacable del período observado, es que el proceso de endeudamiento acelerado sucedió durante los años de retracción de las políticas monetarias expansivas de Estados Unidos (2016 y 2017), cuando comenzaba el alza de tasas y no existieron compras de activos por parte de la Fed.

Brasil

A diferencia de Argentina, Brasil presenta desde 2006 un ingreso de capitales relevante que, aunque interrumpido momentáneamente en 2009, y con una desaceleración en 2012 (año en que la Fed no realiza compras de activos), llega hasta el año 2015, momento de fuerte desaceleración. En 2016, el proceso se revierte abruptamente, siendo el año del *impeachment* a la presidenta electa Dilma Rousseff. Debemos destacar que 2014 es un año donde se observa un récord de déficit de cuenta corriente, alcanzando el mismo los USD 102 mil millones. Desde entonces, con un permanente déficit en cuenta corriente y en sintonía con la política monetaria norteamericana, Brasil ha visto mermar severamente el ingreso de capitales financieros hacia su economía, a pesar de que ha logrado estabilizar sus niveles de riesgo país.



Figura 2: Flujos financieros de entrada (millones de USD y % exportaciones)



Fuente: elaboración propia en base a datos del FMI. <https://data.imf.org/>. (BOP / PII)

Analizando la prima de riesgo, Brasil supo reducirla tras el impacto de la crisis del 2002 (es de destacar que no existió reestructuración de deuda, como en el caso argentino). Junto con los flujos de capitales se observa un descenso del *embi* desde 2009, pico originado por la crisis global, hasta el año 2016, el cual destacamos por la reversión de los flujos y la crisis política del país en cuestión. Desde febrero de 2016, donde se alcanzan los 531 puntos de riesgo país, se observa un descenso del mismo hasta la crisis pandémica. Es notable que tal reducción no fue acompañada de un ingreso de capitales, ya que, como destacamos, todo el período muestra un flujo negativo de los mismos. Es importante destacar que en 2008 y 2020, Brasil contó con los swaps de monedas con la Fed detallados anteriormente, y ambos se caracterizaron por la relativa ausencia de flujos de capitales ingresantes.

En esta economía encontramos una relación casi directa entre los programas de QEs originados en la crisis *subprime* y el ingreso de capitales financieros, no observándose, hasta ahora, un nuevo flujo producto del último paquete de estímulo a raíz de la crisis pandémica.

En el apartado referente al nivel de endeudamiento externo, profundizaremos en el sector externo de esta economía, siendo posible que Brasil haya encontrado un límite al apalancamiento externo en la dinámica de su cuenta corriente. Como anticipamos, luego del pico de 2014 no ha logrado equilibrarse teniendo en 2019 otro pico de déficit por USD 65 mil millones). Pensamos que los flujos de capitales, siendo mayormente emisiones de deuda en divisas, se podrían ver restringidos por la dinámica externa del país en cuestión.

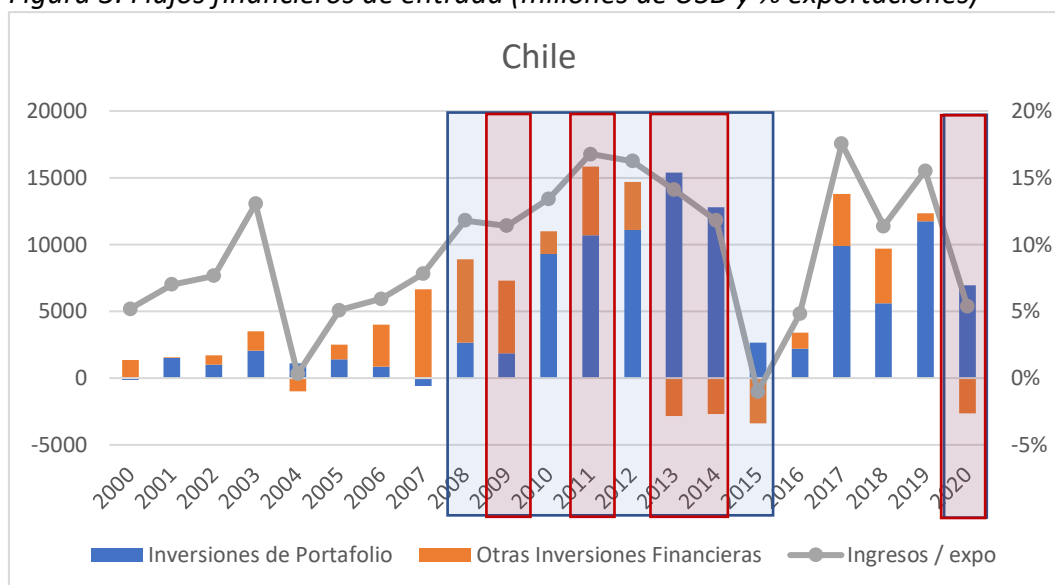
Chile



Finalmente encontramos el caso de Chile, economía donde el ingreso de capitales financieros ha sido persistente. Desde 2005 se observa un ciclo creciente, que alcanza su cenit (medido sobre exportaciones) en 2011. Al igual que en el caso de Brasil, en 2015 se presenta una fuerte desaceleración que puede asociarse al fin del ciclo expansivo de los QEs. Sin embargo, a partir de 2017 los flujos de ingreso se reanudan y alcanzan niveles similares a los del período de políticas expansivas en Estados Unidos. Es de destacar que, en estos años, tal país aumentó las tasas de interés y no realizó políticas de expansión monetaria.

A diferencia de los casos estudiados anteriormente, es de destacar que el ingreso de capitales financieros fue, aunque más constante, mucho más moderado respecto a sus exportaciones (debemos considerar que Chile es una economía con muchas más exportaciones sobre PBI comparando con Brasil o Argentina⁸).

Figura 3: Flujos financieros de entrada (millones de USD y % exportaciones)



Fuente: elaboración propia en base a datos del FMI. <https://data.imf.org/>. (BOP / PII)

A diferencia de Brasil, el comportamiento del riesgo país en Chile acompaña el ingreso de flujo de capitales. Aunque en la crisis de 2008 / 9 se observa una disparada del riesgo país, el mismo vuelve rápidamente a los niveles previos, y el fondeo internacional se mantiene relativamente estable. Es en 2015 y 2016, años de escaso flujo de capitales a esta economía, cuando la prima de riesgo muestra una leve escalada, que luego será desandada acompañada de renovados ingresos de capitales financieros. Nuevamente destacamos que este proceso entre 2017 y 2019, se da en un contexto donde Estados Unidos se encontraba retirando estímulos monetarios.

Por lo tanto, concluimos que, a pesar de que en los años de QE (particularmente 2011, 2013 y 2014) se observa un ingreso de capitales robusto, existieron años donde la política monetaria estadounidense no fue particularmente expansiva y los flujos se

⁸ Al 2020, según el Banco Mundial, este coeficiente alcanzaba el 31,5% en Chile, el 16,9% en Brasil y el 16,6% en Argentina.



mantuvieron en niveles altos (entre 2017 y 2019). El ingreso de capitales en 2020 no se destaca por sobre los demás, aunque registra el ingreso más relevante de los tres países.

A continuación, observaremos los stocks de endeudamiento externo de estas economías, ya que se encuentran directamente vinculados a los flujos financieros, y presentan ciertas tendencias comunes que pueden ayudar a explicar las heterogeneidades detalladas previamente.

5. Los flujos de cartera y su relación con el endeudamiento externo

Los flujos de capitales financieros hacia países periféricos suelen ser producto de procesos de endeudamiento externo, tanto público como privado, proceso que se ha acentuado significativamente producto de las políticas de QE (Zeolla, 2021). El ingreso de capitales financieros no sería otra cosa más que, lisa y llanamente, endeudamiento. De esta forma existirían límites al ingreso de capitales, en la forma de emisión de pasivos de los residentes, vinculados con los niveles de apalancamiento total de la economía y de cada agente. A diferencia de la inversión en otro tipo de activos, como es el de las acciones o la IED, que se ven limitados por los ciclos productivos, en este caso la capacidad de repago de los servicios de deuda es lo que restringe el proceso.

Para analizar si existe un proceso endógeno que haya limitado el endeudamiento, podemos observar la dinámica de la deuda externa sobre el PBI o sobre el nivel de exportaciones (que son las que permiten el repago de la misma).

Si analizamos la deuda sobre PBI, encontramos que los tres países vivieron un proceso de desendeudamiento a principios de siglo, que se vio revertido a partir de 2008 en Chile, de 2009 en Brasil y de 2016 en Argentina. Notablemente, el país más endeudado externamente sobre su PBI en 2019 era Chile, con un coeficiente de 70%, lo seguía Argentina con 63% y Brasil con 36%, cifras que muestra poca relación con la capacidad de endeudamiento y las primas de riesgo respectivas en la actualidad.

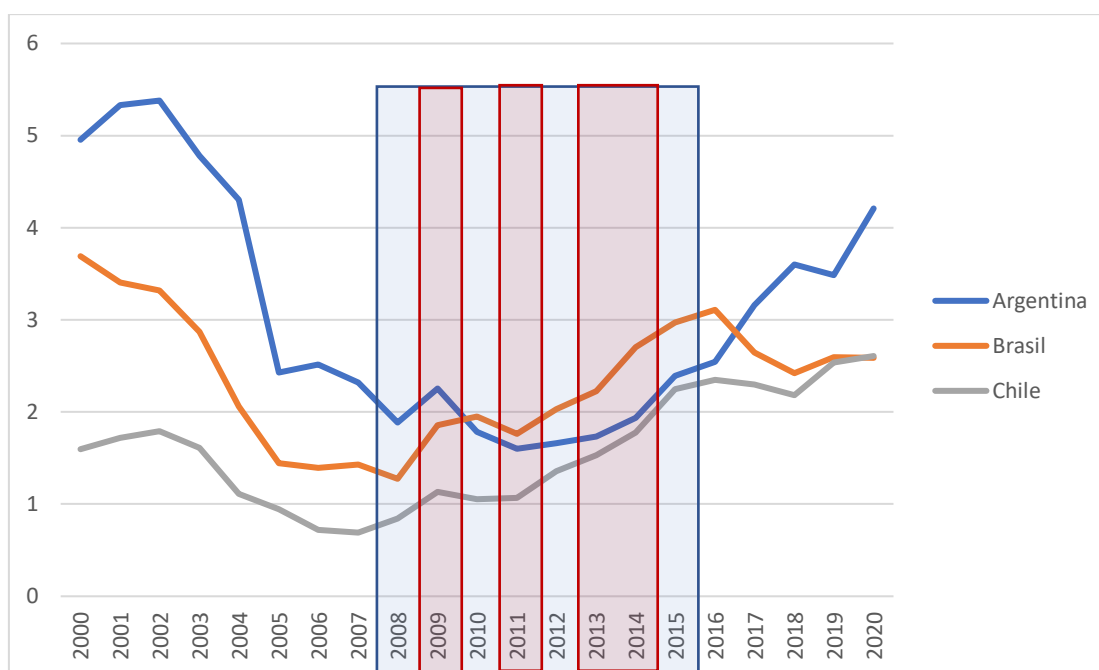
Por el contrario, al observar el coeficiente de deuda externa sobre exportaciones, la situación es sumamente diferente. Este índice, que se acerca de forma más adecuada a la capacidad de repago en divisas (muchas veces vinculado de forma inversa al PBI, ya que mayor crecimiento puede insumir recursos externos), nos permite tejer otras hipótesis. A simple vista, nos encontramos con un panorama similar, un ciclo en forma de “U”, dónde Brasil y Chile tienen un marcado cambio de ciclo con crecimiento del endeudamiento desde 2008 en adelante, mientras Argentina en un proceso acelerado posterior alcanza y supera los niveles regionales. Es de destacar la diferencia entre Brasil y Chile, economías que al momento de la contracción monetaria norteamericana mostraron comportamientos diversos. Mientras que en Brasil los flujos de capitales se detuvieron radicalmente desde 2016, en Chile los mismos retornaron en 2017, tras una breve retracción de dos años (2015 y 2016). No es casual que en el gráfico a continuación no observemos un crecimiento relevante del índice chileno, ya que en tales años se produjo una recuperación del precio internacional del cobre y, por lo tanto, de las exportaciones desde esta economía.



Como indicábamos, es motivo de reflexión la diferencia entre los dos coeficientes: mientras que en el primer caso Chile es la economía más endeudada, al analizar la misma variable (deuda) respecto a las exportaciones, demuestra ser la economía menos comprometida a lo largo de todo el siglo. Ello podría darnos indicios sobre las condiciones macroeconómicas que se precisan para mantener un ingreso de capitales permanente, siendo el sector externo el determinante para explicar las capacidades de repago de estas economías periféricas.



Figura 4: Deuda externa (privada y pública) sobre exportaciones



Fuente: elaboración propia en base a datos de CEPAL (CEPALSTAT. <https://statistics.cepal.org/>)

6. Conclusiones

El impacto de las políticas monetarias de Estados Unidos, principal proveedor de liquidez mundial y de divisas para América Latina, se inscribió en un ciclo común de endeudamiento externo e ingreso de capitales en los tres países estudiados. En todos los casos puede observarse un ingreso al siglo XXI con poca afluencia de capitales y niveles de endeudamiento externo relevantes en sus propios términos relativos. Se destaca al inicio de la serie la crisis argentina y sus elevados niveles de deuda externa respecto a Brasil y Chile. En contraste, aparece la economía chilena, con un nivel de endeudamiento sobre exportaciones significativamente por debajo de los otros dos casos a lo largo de todo el período. Pero en los tres casos se encontraban en niveles de endeudamiento relativamente alto, respecto a las trayectorias propias analizadas en el trabajo. En una primera etapa (2000 – 2007) se observa un proceso común de bajo ingreso de capitales y desendeudamiento, el cual se vio revertido en los tres casos, aunque en distintos momentos y coincidencias con el ciclo financiero norteamericano. En Chile y Brasil se presentó un creciente flujo de capitales desde el año 2007 (previo a la reducción de tasas de la Fed y a la implementación de QE en 2008) que, pese a una desaceleración (o interrupción) en 2009, se mostró firme hasta 2014, coincidiendo con el proceso de inyección cuantitativa de la Fed. En 2015, año en que se mantienen bajas tasas de interés americanas, pero se detienen las políticas de ampliación monetaria cuantitativa, la desaceleración del ingreso de capitales es clara. Notablemente, a partir de entonces ambas trayectorias presentaron una clara divergencia: mientras que en Brasil el ingreso de capitales financieros se detuvo abruptamente hasta el presente, en Chile los flujos de ingreso retornaron desde 2017. Es de destacar que el proceso de



ingreso de capitales financieros externos en el país trasandino fue el más moderado y constante de los tres: mientras en Brasil, entre 2006 y 2015 los capitales que ingresaron promediaron el 25% de las exportaciones anuales, en Chile, entre 2006 y 2014, promediaron un 12%. En este aspecto el caso argentino es el más resonante ya que en solo tres años, 20016 – 2018, el promedio de ingreso de capitales anual representó el 64% de sus exportaciones. De esta forma, Argentina, que había estado ajena al proceso de ingreso de capitales iniciado en 2007, rápidamente (y en un contexto global sin estímulos monetarios) recibió la misma cantidad de capitales, respecto a sus exportaciones, que las otras economías en un menor lapso de tiempo.

Como conclusión del proceso, podemos afirmar que hubo una clara correlación entre los QE (2008 – 2014) y la primera ola de ingreso de capitales financieros a Brasil y Chile, sin embargo, una vez agotado el programa norteamericano las trayectorias divergen notoriamente y parecen mostrar que no todo el flujo se explicaba por estas políticas. Mientras que en Brasil se detuvieron los ingresos, Chile pudo, tras un breve interregno, retomar el proceso de endeudamiento externo y Argentina recibió en un corto período (fuera del ciclo global) una gran oleada de inversores financieras. El nuevo programa de QE, originado como respuesta a la crisis pandémica, encuentra a los países estudiados en una situación externa mucho más vulnerable, particularmente por los niveles de endeudamiento externo. Argentina se destaca por su altísimo coeficiente de deuda sobre exportaciones, Brasil parece haber encontrado un límite en 2015, y Chile, con su endeudamiento permanente, podría en los próximos años presentar límites concretos al proceso observado desde 2007 (es el único de los tres países que muestra un ingreso de capitales de cartera coincidente con las políticas monetarias expansivas de Estados Unidos en 2020, aunque con menores niveles que los años anteriores).

A modo de conclusión, podemos arriesgar que las políticas monetarias expansivas americanas (particularmente las cuantitativas) tuvieron un significativo impacto en el ingreso de capitales a la región, aunque las mismas estuvieron condicionadas por el acceso a los mercados (donde Argentina se encontraba vedada en gran parte del período) y el nivel de apalancamiento de estas economías. En este último caso, el endeudamiento externo sobre exportaciones parece tener más capacidad explicativa que el relativo al PBI.

De esta forma, los flujos de capitales originados en factores *push*, como son las políticas monetarias expansivas de los centros, parecerían expresarse en procesos de endeudamiento en divisas de los países en cuestión que, incluso frente a escenarios de alta liquidez global, podrían verse limitados por los consecuentes niveles de apalancamiento externo (factor *pull*).

Bibliografía

Aizenman J., Binici M. & Hutchison M.M. (2016). “The Transmission of Federal Reserve Tapering News to Emerging Financial Markets”. International Journal of Central Banking. June 2016.



Aizenman, J., Ito, H. & Pasricha G. K. (2021). "Central Bank Swap Arrangements in the Covid-19 Crisis". National Bureau of Economic Research. Working Paper 28585.

Aizenman J. & Pasricha G. K. (2009). Selective swap arrangements and the global financial crisis: Analysis and interpretation International Review of Economics and Finance

Bastourre, D. & Zeolla, N. (2017). "Regulación de la cuenta capital en un mundo financieramente complejo". CEPAL.

Bernanke, Ben. (2014). "Mis años en la Reserva Federal". Princeton University Press.

Bhattarai, S., Chatterjee, A. & Park, W.Y. (2020) "Effects of US Quantitative

Cohen, Benjamin J. (2015) "Currency Power" Princeton University Press.

Easing on Emerging Market Economies"., Journal of Economic Dynamics & Control.

Fratzscher, M., Lo Duca, M. & Straub, R. (2016). "On the international spillovers of US Quantitative Easing". European Central Bank.

Pérez Caldentey, E (2018). "Impacto de la política de flexibilización cuantitativa en la liquidez mundial y la estabilidad financiera". CEPAL. Estudios sobre financierización en América Latina

Securities Industry and Financial Markets Association. (2021). "2021 Capital Markets Fact Book".

UNCTAD, (2013). "Trade and Development Report"

United States Government Accountability Office. (2011). Federal Reserve System. Opportunities Exist to Strengthen Policies and Processes for Managing Emergency Assistance

Zeolla, Nicolás (2021). "Dimensión nacional e internacional de la financierización en América Latina: un estudio en base a Estados Contables de Grandes Empresas No Financieras de 2000 a 2015". Tesis doctoral. Universidad de Buenos Aires.