

**FLUJOS DE CAPITALES HACIA AMÉRICA LATINA
EN EL PERÍODO 2003-2013
EL ROL DE LAS AGENCIAS DE RIESGO CREDITICIO**

AUTORES:

ESTANISLAO MALIC

PABLO MARESO

Documento de Trabajo N° 69. - Mayo de 2015





DIRECTOR

GUILLERMO WIERZBA

INVESTIGADORES

MARTÍN BURGOS ZEBALLOS

JORGE GAGGERO

VERÓNICA GRONDONA

RODRIGO LÓPEZ

PABLO MARESO

ESTANISLAO MALIC

ANDREA MEDINA

MARÍA SOL RIVAS

MAGDALENA RUA

MARÍA ANDREA ÚRTURI

INVESTIGADORES INVITADOS

MARIANO A. BARRERA

EDUARDO BASUALDO

LEANDRO BONA.

PABLO MANZANELLI

ANDRÉS WAINER

CONSEJO ACADÉMICO

CECILIA CARMEN FERNÁNDEZ BUGNA

ROBERTO FRENKEL

ALFREDO T. GARCÍA

FEDERICO PASTRANA

Las opiniones vertidas en el trabajo no necesariamente coinciden con las de las entidades patrocinantes del Centro.

Para comentarios, favor dirigirse a: informacion@cefid-ar.org.ar

Índice

I- Introducción	4
II- Una primera aproximación a la evidencia empírica	8
Ingresos y Egresos financieros entre 2003 y 2013	8
Ingreso de capitales	9
Egreso de capitales	11
Comparaciones entre dos lustros de crecimiento	13
Mayor dependencia de los flujos financieros no vinculados a IED	16
Crecimiento y cuenta corriente	19
III- Los fundamentos de la orientación de los flujos financieros no vinculados con IED22	22
El diferencial de intereses	22
El diferencial de inversión.....	23
El diferencial de fondeo	27
Calificaciones e ingresos de capitales financieros	34
¿Las calificadoras afectan a los mercados de capitales?	37
IV- Las agencias de riesgo crediticio.....	43
¿Para qué sirven las calificadoras de riesgo?	43
¿Cómo se ingresa a este mercado?.....	45
¿Cómo se financian?	45
Los criterios de evaluación.....	46
Los determinantes de la categoría “Grado de Inversión”	48
Los tipos de inversor	49
La relación con las regulaciones	52
V- Conclusiones.....	54
Anexo	58
Cuadro Anexo 1. Ratings de Crédito Soberano por Agencia.....	58
Cuadro Anexo 2. Criterios de evaluación de Moody`s	61
Bibliografía.....	62

I- Introducción

El ritmo de crecimiento del PBI en los países en desarrollo alcanzó niveles históricamente elevados desde el año 2003. En ese contexto, América Latina mostró un desempeño más moderado que el de otras regiones. Sin embargo, su producción de bienes y servicios también se expandió sensiblemente más rápido que en las economías desarrolladas. Esto le permitió recortar parcialmente las notables diferencias con estas últimas en los niveles de producto y de bienestar de su población.

Los mecanismos económicos, derivados de la expansión del sistema capitalista de producción a nivel global, que posibilitarían el proceso de convergencia entre países han sido objeto de debates entre los economistas por lo menos desde el siglo XVIII¹. El paradigma neoclásico, que constituye el soporte teórico de la mayoría de las carreras de grado en la actualidad, soslaya la especificidad histórica que tiene para los países periféricos la existencia de un centro desarrollado². En términos generales, este paradigma concluye que, en ausencia de restricciones al pleno funcionamiento de los mercados, la abundancia relativa de capital en el centro, establece los incentivos de rentabilidad suficientes para que las nuevas inversiones se dirijan a la periferia. Ese aumento en la dotación de capital permitiría, a su vez, un proceso de convergencia con los países adelantados. Sin embargo, la evidencia histórica no parece confirmar sus postulados, tanto por la inexistencia de experiencias exitosas de desarrollo a través de la desregulación generalizada de los mercados, como por la emergencia de países de desarrollo tardío para los cuales el rol del Estado ha jugado un papel determinante (Amsden 2004).

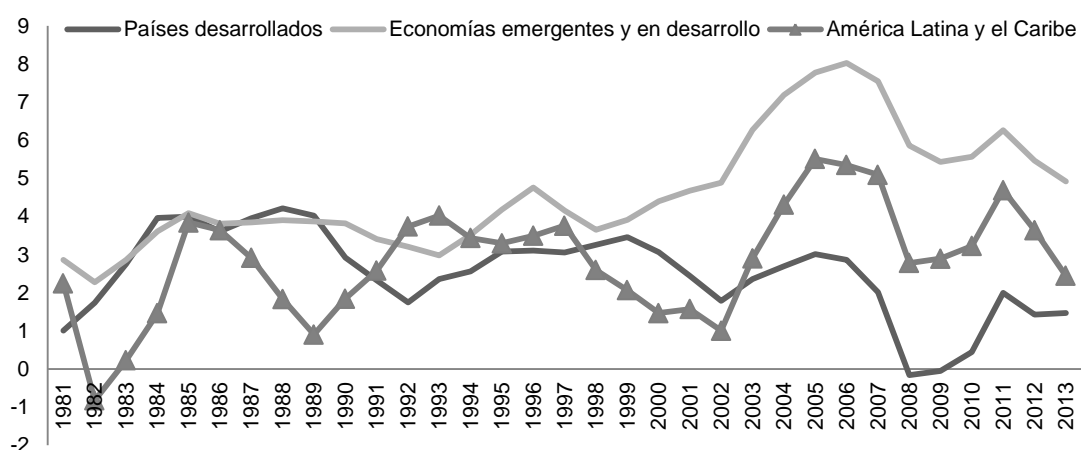
Desde el campo de la heterodoxia, las posibilidades e implicancias teóricas de un “desacople” persistente entre las tasas de crecimiento de los países centrales y los periféricos (“decoupling”) han sido discutidas, entre otras corrientes, por el estructuralismo latinoamericano, el cual negaba la inexorabilidad derivada de los postulados ortodoxos (Prebisch 1949). Para los autores estructuralistas, la disponibilidad de divisas constituye un determinante clave para lograr un proceso de crecimiento económico sostenible, por lo tanto, la fragilidad del sector externo en la periferia adquiere una dimensión trascendental. La restricción principal de los procesos de convergencia resulta de la capacidad de generar las divisas que permitan adquirir

¹ En su “Investigación sobre el Origen y Causas de la Riqueza de las Naciones” Adam Smith introduce la hipótesis de que la ampliación del tamaño del mercado, al permitir un mayor grado de especialización deriva en incrementos de productividad que explican las diferencias observadas entre las distintas economías.

² Para una descripción del modelo monetario neoclásico de crecimiento véase Filippo (2011).

las importaciones necesarias. En el largo plazo esa capacidad está asociada con el incremento de las exportaciones (Thirlwall 1986), las cuales, a su vez, para la periferia tomada en su conjunto, dependen del ritmo de crecimiento de los países centrales. Dada esta aparente restricción estructural para una convergencia en los niveles de producto, los factores que permitieron la emergencia del “decoupling” en estos últimos años revisten particular interés.

Gráfico 1. Tasas de crecimiento. Países desarrollados, economías emergentes y en desarrollo y América Latina y el Caribe.

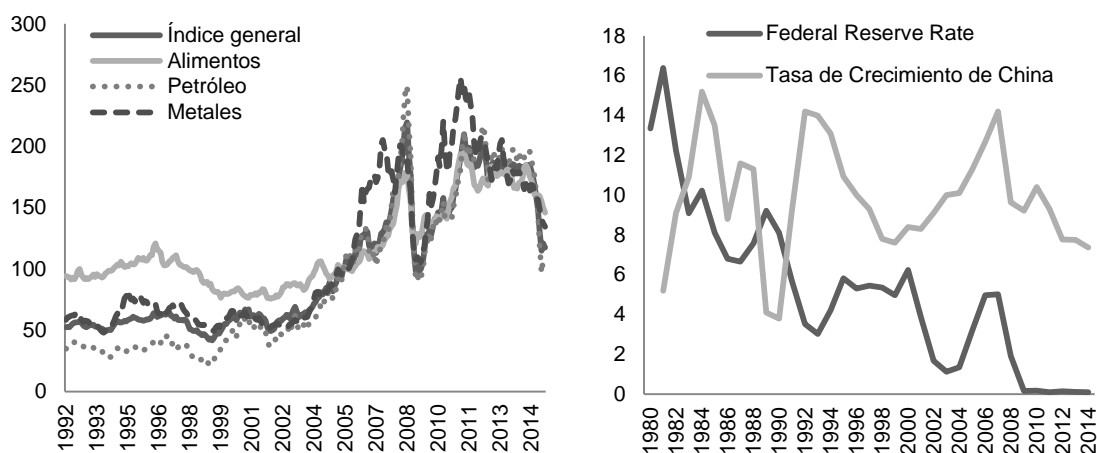


Fuente: FMI

Amico (2014) señala que el cambio de tendencia que acontece a partir de los años 2000 esta posibilitado (aunque no determinado) por un cambio en las condiciones globales, entre las que cobran trascendental importancia el vertiginoso crecimiento de China, su papel en el cambio de precios relativos entre los productos primarios e industriales y la existencia de bajas tasas de interés en los EE.UU.

La vigencia y sostenibilidad de estos factores son objeto de debate entre los economistas. Sin embargo, es posible detectar, en los últimos años, una desaceleración en el crecimiento de China y alguna reversión, o cuando menos cierta estabilización, en la evolución de los términos de intercambio. Esta nueva coyuntura internacional pareciera relativizar la importancia de estos factores con respecto a la vigencia de tasas de interés anormalmente bajas, en términos históricos, en los EE.UU y en el resto de las principales plazas financieras del mundo.

Gráfico 2. Evolución del precio de los commodities, de la tasa de fondos federales en EE.UU. y del crecimiento de China



Fuente: Federal Reserve System y FMI

Esos niveles de tasas de interés en el centro han tenido consecuencias relevantes en los mercados de renta fija y variable de la periferia. La voluntad de los inversores de obtener mayores rendimientos por sus colocaciones y la posibilidad de apalancarse en monedas con bajas tasas de interés provocaron un fuerte ingreso de capitales en muchos de estos países (Akyuz 2012).

En este marco, el presente documento de trabajo se propone indagar acerca de las implicancias para América Latina de ese ingreso de capitales desde el resto del mundo en esta coyuntura particular. En términos más específicos, se pretende alcanzar dos objetivos. Por un lado, encontrar alguna regularidad que explique las diferencias en los niveles de estos flujos entre países y a lo largo del período analizado. Por el otro, establecer si las políticas consistentes con la atracción de los mismos pueden limitar otros resortes de la política económica. El trabajo explora en particular el papel que cumplen las agencias calificadoras de riesgo en la orientación de las inversiones externas hacia los principales países latinoamericanos, enfatizando la importancia de su función de certificación de calidad de los activos financieros. Esta función cumple un papel relevante al determinar el universo de activos factibles de ser adquiridos por inversores institucionales fuertemente regulados, que a su vez tienen un peso decisivo en los mercados financieros.

El documento se compone de cinco secciones incluyendo esta introducción. En la segunda se analizan los movimientos de la cuenta financiera del balance de pagos de las principales economías de la Región. La distinción por países se motiva en la necesidad de detectar las diferencias de comportamiento de los flujos en cada caso,

siendo de especial interés el contraste que se advierte entre ellos según el grado de “integración con los mercados financieros internacionales”. También será motivo de este apartado identificar la emergencia de un cambio de comportamiento en los ingresos de capitales a partir de la irrupción de la crisis internacional, originada en la explosión de la burbuja de las hipotecas subprime en EE.UU.

En la tercera sección se evalúan dos hipótesis para los flujos ingresantes, testeando a grandes rasgos la capacidad explicativa de cada una de ellas. La evidencia empírica observada se interpreta a partir de la descripción de los mecanismos económicos que están por detrás de la orientación de los capitales. En esos mecanismos se explicita el papel determinante que cumplen las agencias de calificación de riesgo crediticio con mayor influencia a nivel global.

En la cuarta sección se abordan las características del mercado de calificaciones de activos financieros. Su grado de concentración, el sesgo ideológico y discrecional de sus metodologías y la importancia de la función de certificación que cumplen las agencias en la composición de cartera de los principales inversores institucionales.

Finalmente, en las conclusiones se realiza un repaso de los puntos más salientes de la investigación y de las consecuencias que ha tenido el fenómeno de las tasas de interés anormalmente bajas para los países de referencia. Estas consecuencias debieran alertar tanto sobre las posibilidades de sostener en el tiempo una atracción neta de capitales desde el resto del mundo como de los condicionantes que suponen para la política económica la adopción de una estrategia compatible con ese objetivo.

II- Una primera aproximación a la evidencia empírica

Ingresos y Egresos financieros entre 2003 y 2013

En este apartado se pretende dar cuenta de la evolución de los pasivos y activos externos de las ocho principales economías de América Latina³ a través de las desagregaciones principales que componen la cuenta financiera del balance de pagos en el período comprendido entre los años 2003 y 2013.

Las subcuentas principales, tal como se presentan en la información disponible que recopila la CEPAL, con información otorgada por los respectivos países, son las siguientes:

- ✓ Inversión extranjera directa: categoría que refleja el interés duradero de una entidad residente de una economía (inversionista directo) en una entidad residente de otra economía (empresa de inversión directa), y abarca todas las transacciones entre inversionistas directos y empresas de inversión directa. Es decir, la inversión directa abarca la transacción inicial entre las dos partes y todas las transacciones subsiguientes que tienen lugar entre ellas y entre empresas filiales, constituidas o no en sociedad. Las transacciones de inversión directa (en el extranjero y en la economía declarante) se subclasifican en acciones y otras participaciones de capital, utilidades reinvertidas y otro capital (transacciones entre empresas afiliadas).
- ✓ Inversión de cartera: comprende las transacciones en títulos de participación en el capital y títulos de deuda. Los títulos de deuda están subdivididos en bonos y pagarés, instrumentos del mercado monetario e instrumentos financieros derivados (como las opciones), siempre que estos últimos generen activos y pasivos financieros. Se incluyen, asimismo, varios instrumentos financieros nuevos en las clasificaciones de instrumentos (se excluyen las transacciones clasificadas como inversión directa y activos de reserva).
- ✓ Otras inversiones: incluye créditos comerciales a corto y largo plazo; préstamos, moneda y depósitos (transferibles y otros, como depósitos de ahorro y a plazo, acciones de asociaciones de ahorro y préstamo, acciones de cooperativas de crédito); otras cuentas por cobrar y por pagar (se excluyen las

³ Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú, Uruguay y Venezuela.

transacciones clasificadas como inversión directa y los pasivos que constituyen reservas de actividades extranjeras).

A partir de estas definiciones, en lo sucesivo se presentarán los datos sobre los flujos de capitales desde y hacia los países seleccionados *atendiendo como discriminación fundamental lo ocurrido con el comportamiento de los residentes por un lado y los no residentes por otro*. Por lo tanto, cuando se hace referencia al ingreso de capitales se pretende dar cuenta del incremento de los pasivos externos de la economía declarante mientras que, cuando se hace referencia a un egreso su contrapartida es un aumento de los activos externos de los residentes locales.

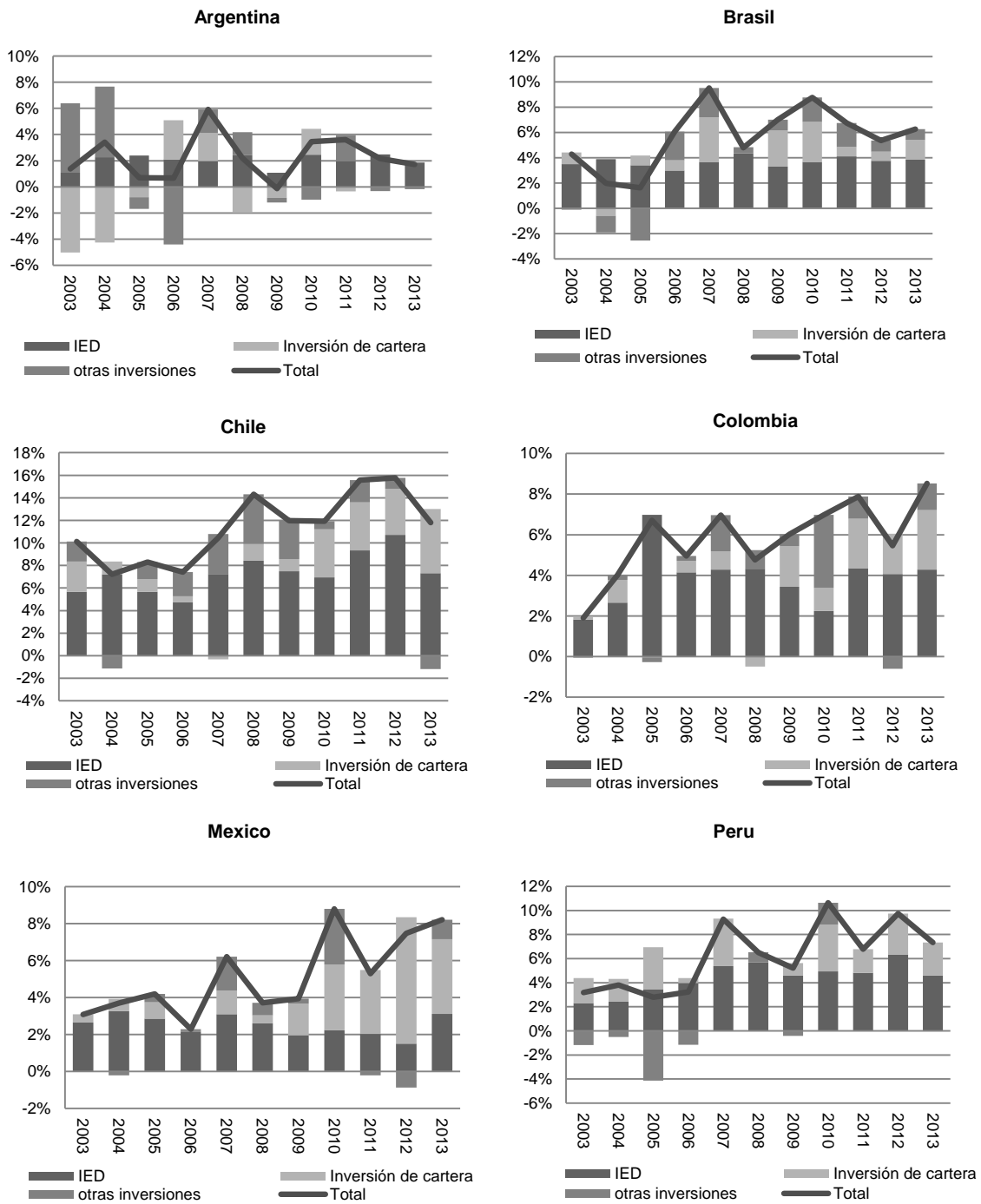
Ingreso de capitales

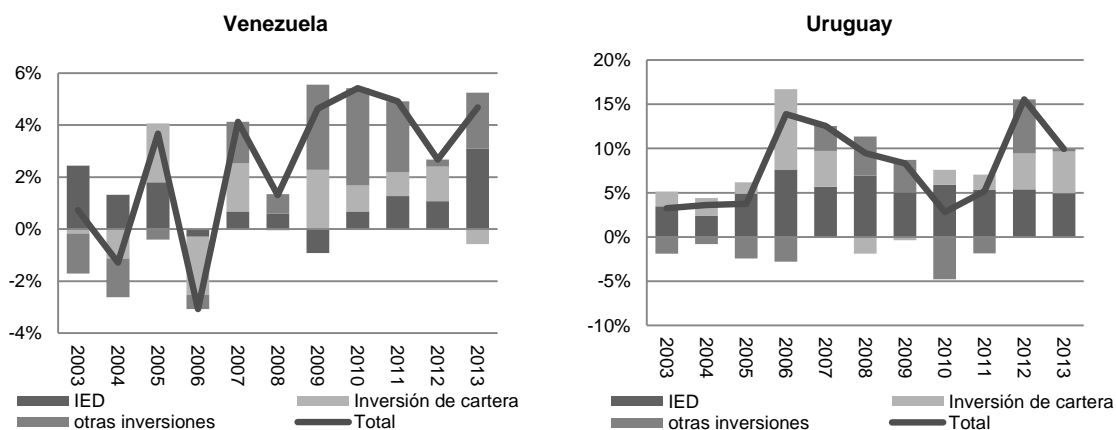
Más allá de su composición, como característica general se puede observar un comportamiento homogéneo en lo que respecta a la evolución de los flujos financieros hacia los países del LAC 8. Con distintos niveles de intensidad, se registra un incremento en los ingresos como hecho estilizado durante el período analizado. El único caso de excepción lo constituye Argentina. En principio, el resto de los países, tanto aquellos “integrados financieramente” (EFI)⁴, como Venezuela muestran un aumento de esos flujos⁵. Este fenómeno, conjuntamente con sus posibles causas e implicancias ha sido reflejado en una gran cantidad de publicaciones destinadas a políticos, académicos e inversores. Muchas de ellos con perspectivas enfrentadas y por lo tanto con conclusiones dispares acerca de las ventajas y desafíos que supone esta etapa.

4 El FMI en sus informes periódicos sobre América Latina agrupa a este conjunto de países (Brasil, Chile, Colombia, Perú y Uruguay) bajo el rótulo de “economías financieramente integradas”.

5 Más adelante se hace referencia a la particularidad del caso venezolano.

Gráfico 3. Evolución de los flujos financieros desde el exterior. LAC 8. En % del PBI.





Fuente: Elaboración propia en base a datos de CEPAL y bancos centrales de los respectivos países. Nota 1: En el caso de Perú, a partir del año 2011 no se distingue entre inversiones de cartera y otras inversiones por falta de información. Nota 2: Para los casos de Argentina y Brasil se deduce la cancelación anticipada de deuda con el FMI para los años 2006 y 2005 respectivamente.

Egreso de capitales

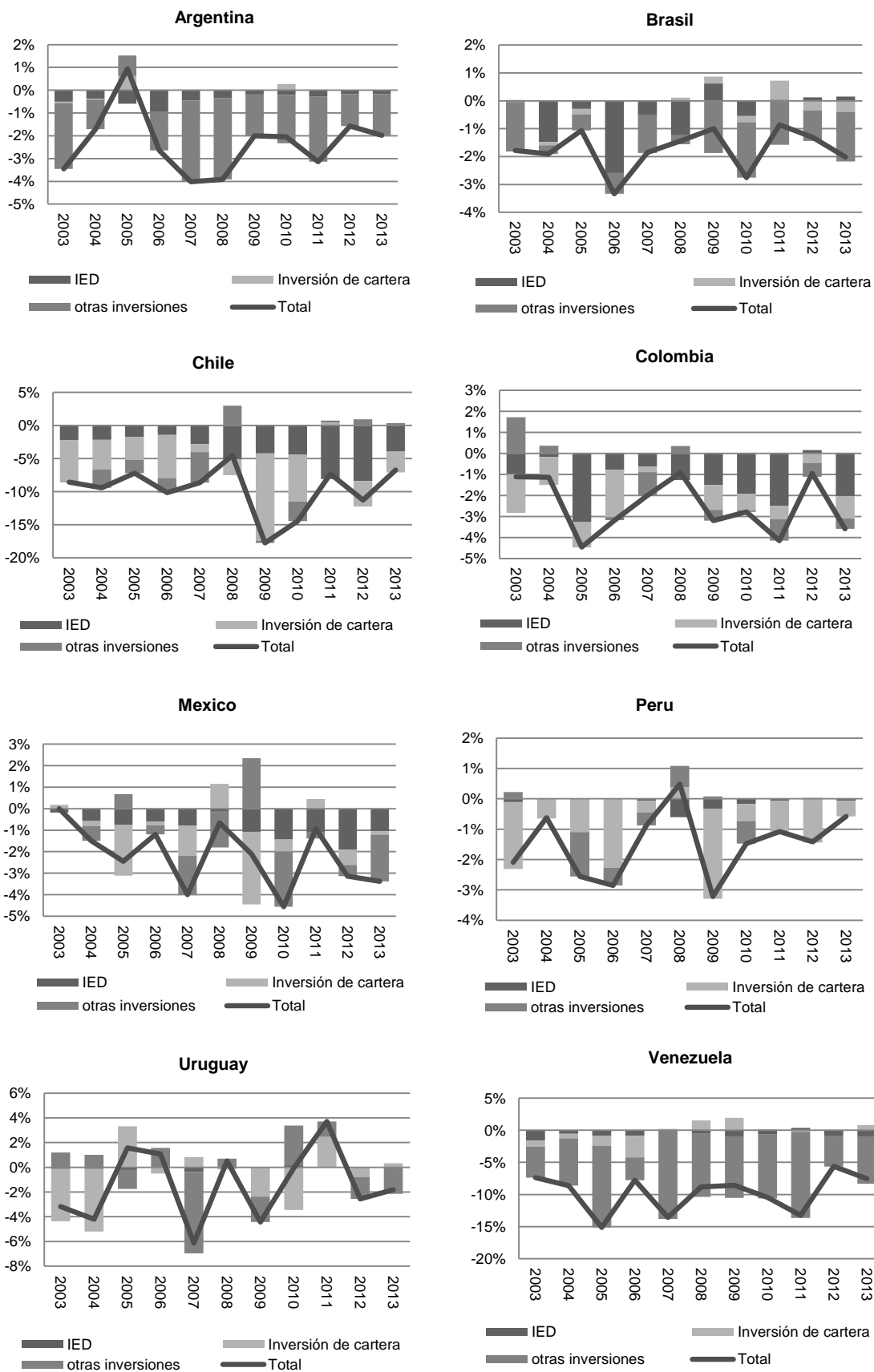
A diferencia de los ingresos, la salida de capitales, o formación de activos externos, por parte de los residentes, en su conjunto, no presenta una tendencia definida que pueda ser considerada como un hecho estilizado de comportamiento⁶. Si bien las diferencias entre los distintos países, en cuanto los niveles y la composición de esos egresos pueden ser sensiblemente importantes (v.g. la inversión directa fuera de sus fronteras⁷), no parece haber un patrón que permita establecer la existencia de un comportamiento común en estas economías.

La ausencia de correlación entre los ingresos y los egresos de capitales indica la existencia de diferentes motivaciones de sus determinantes. A su vez, la existencia de una fuga de capitales poco elástica a las variaciones de la coyuntura económica podría estar dando cuenta del carácter estructural de este fenómeno en los países latinoamericanos. Como veremos más adelante, aquellas interpretaciones teóricas, cuyas implicancias derivan en una única dirección del flujo de capitales para una situación dada (vg. diferencial de intereses positivo), presentan una pobre capacidad explicativa sobre el fenómeno analizado en este trabajo.

⁶ Cabe destacar que la salida de capitales desde los países en desarrollo también se da bajo formas que no quedan expuestas en la registración del balance de pagos, como por ejemplo la subfacturación de exportaciones o la sobrefacturación de importaciones, y que pueden ser relevantes a la hora de evaluar la evolución del drenaje de divisas en estas economías. Sobre el particular puede consultarse Rúa (2014), Grondona (2014) y Gaggero, Rúa y Gaggero (2013).

⁷ Sobre el particular puede consultarse el informe de CEPAL sobre la inversión extranjera directa en América Latina y el Caribe 2013, específicamente en el capítulo que trata sobre las empresas transnacionales latinoamericanas y caribeñas.

Gráfico 4. Evolución de los flujos financieros hacia el exterior. LAC 8. En % del PBI.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de CEPAL y bancos centrales de los respectivos países. Nota 1: El signo negativo denota la salida de divisas del país y el correspondiente incremento de los activos en el exterior. Nota 2: En el caso de Perú, a partir del año 2011 no se distingue entre inversiones de cartera y otras inversiones.

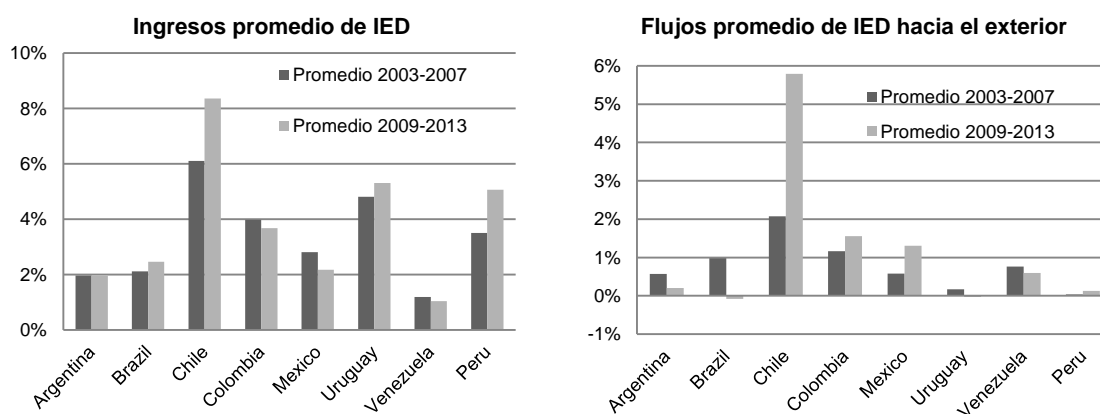
Nota 3: En el caso de Chile se deduce de la salida de capitales los aportes destinados al F.E.E.S.⁸

Comparaciones entre dos lustros de crecimiento

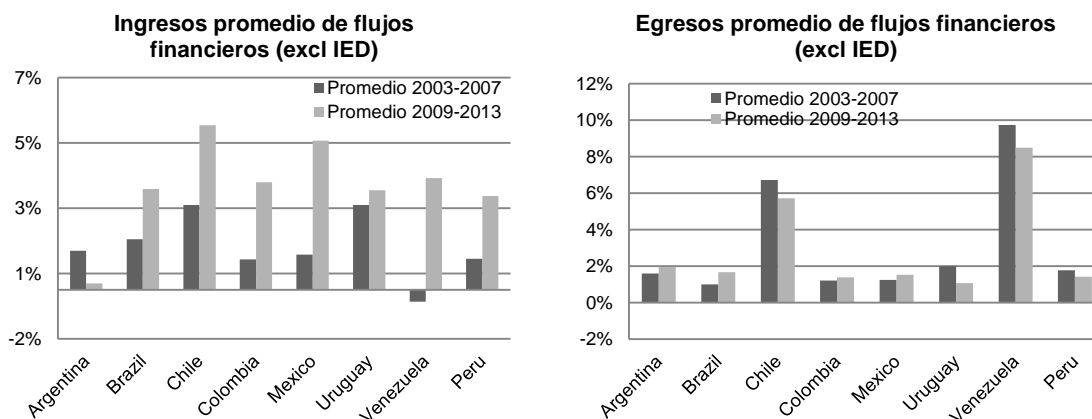
Diversos trabajos académicos reflejan la existencia de un cambio en la dinámica y estructura de los flujos de capitales hacia América Latina y otras regiones emergentes con posterioridad a la irrupción de la crisis internacional (Ahmed y Zlate, 2013; Akyuz, 2012; Arias et al, 2013) cuyo epicentro puede fecharse con la caída del banco de inversión Lehman Brothers en septiembre de 2008.

A continuación se presentan cuatro gráficos que comparan lo acontecido con los flujos de capitales desde y hacia países del LAC 8 en los períodos 2003-2007 y 2009-2013, dejando de lado el año 2008 donde se registran las mayores turbulencias generadas por el pánico financiero y el consiguiente vuelo hacia la calidad. A su vez, se desagrega la cuenta financiera entre aquellos componentes vinculados a la inversión directa y el resto de las inversiones.

Gráfico 5. Flujos financieros promedio 2003-2007 y 2009-2013. En % del PBI.



⁸ El FEES fue creado en 2006 y aglutinó en un solo fondo los recursos adicionales de estabilización de los ingresos fiscales a los que se refiere el Decreto Ley N° 3.653, de 1981 y los del Fondo de Compensación para los Ingresos del Cobre, recibiendo su primer aporte el 6 de marzo de 2007. Es administrado por el Banco Central de Chile e invierte en instrumentos de renta fija internacional de alta calificación crediticia.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de CEPAL y bancos centrales de los respectivos países.

Visualmente es posible establecer en donde se han manifestado las principales variaciones entre ambos períodos. Los cambios en los flujos de inversión directa hacia los países del LAC 8 no han presentado incrementos significativos, con la excepción de lo acontecido con Chile y Perú. Por el lado de las inversiones directas en el exterior se observan incrementos en México, Colombia y sobre todo en Chile. Sin embargo sobre este último caso es conveniente señalar que la CEPAL, en el informe anteriormente citado, a partir de información suministrada por las autoridades chilenas, sostiene que tanto los ingresos como los egresos bajo la forma de IED estarían sobreestimados, dificultando la evaluación de la dinámica de la variable⁹. De forma inversa se destaca lo acontecido en el caso de Brasil donde los flujos netos de inversión directa en el exterior se contraen sensiblemente, resultando en promedio negativos durante esta segunda etapa.

En lo que respecta a la formación de activos externos no vinculados con inversión directa, no se observa una dinámica común, ya que la mitad de los países incrementa ese flujo y la otra mitad los disminuye. Los casos de Venezuela y Chile se destacan por su volumen frente al resto, sin embargo se han mantenido en niveles relativamente similares durante ambos períodos.

El gráfico ubicado en el cuadrante inferior izquierdo identifica cual fue el canal principal por el cual los siete países del LAC 8 pudieron mejorar sensiblemente los flujos de ingresos netos de la cuenta financiera del balance de pagos. Las inversiones no vinculadas con IED (IFNIED), realizadas por no residentes en estas economías, se incrementaron sensiblemente en todos los casos (con la excepción de Uruguay donde

⁹ De acuerdo con estimaciones del Comité de Inversiones Extranjeras de Chile, un porcentaje que puede llegar hasta el 26% del total de la IED que entra al país es posteriormente invertido en el exterior, por lo que tanto las cifras de entrada como las de salida estarían sobredimensionadas.

el incremento fue más moderado). A su vez, Argentina es el único país que vio disminuido el ingreso de divisas a través de este segmento de la cuenta financiera.

De esta forma, el ingreso de capitales a través de IFNIED se constituyó en el factor decisivo de lo acontecido en los últimos cuatro años analizados, resultando sensiblemente más determinante que los cambios en los flujos ingresantes de IED o en lo que respecta a las inversiones de los residentes en el exterior.

En este punto es necesario precisar las diferencias existentes entre la dinámica observada en los ingresos financieros no vinculados a IED en Venezuela y en los EFI que no son posibles de captar, dado el nivel de agregación de los datos presentados. En estos casos, el incremento en las afluencias de capital se da a partir de la generación de incentivos de mercado para los inversores privados del resto del mundo y para el endeudamiento externo del sector privado local¹⁰. Un elemento esencial tiene que ver con la trayectoria del tipo de cambio nominal en estos países. En algunos casos esto implicó una persistente estabilidad cambiaria y en otros directamente una fuerte tendencia a la apreciación de la paridad de la moneda local contra el dólar estadounidense. Combinado con esto, la existencia de tasas de interés internas más elevadas que las vigentes en los países desarrollados, determinó la posibilidad de obtener rendimientos relativamente altos medidos en dólares. Como veremos más adelante, esto último no garantiza el ingreso de capitales en los países que no emiten una moneda de reserva internacional. Sin embargo, una economía periférica difícilmente recibirá un flujo persistente de capitales financieros privados si no cumple con la condición de generar expectativas “ex ante” de una rentabilidad medida en dólares superior a la que podría ser obtenida en los mercados financieros de los países desarrollados.

El caso de Venezuela es claramente diferente, fundamentalmente debido a la existencia de una serie de regulaciones que impiden el libre acceso a las divisas en el mercado formal¹¹. Esas regulaciones desalientan el ingreso de capitales con el objetivo de constituir colocaciones en los mercados de deuda y de acciones en moneda local. En este caso, los IFNIED vienen dados bajo la forma de préstamos (otras inversiones) que toman el gobierno central y PDVSA y que, en buena medida, obedecen a cuestiones de índole geopolítica, como los obtenidos desde China durante los últimos años (Gallagher et al, 2013) y más recientemente desde Rusia. Los ingresos a través de la subcuenta “otras inversiones” del sector privado venezolano han sido relativamente insignificantes. Por otro lado, las inversiones de cartera entrantes, resultan estar vinculadas con los mecanismos legales de obtención de

¹⁰ En el capítulo siguiente se explicará más detalladamente cómo se generan esos incentivos.

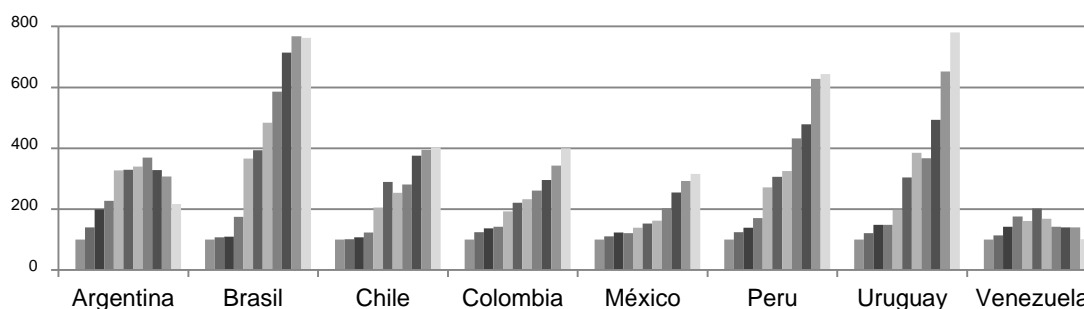
¹¹ En febrero de 2003 se establece en la República Bolivariana de Venezuela un régimen de control de cambios para la adquisición de divisas que con distintas características continúa vigente hasta la actualidad.

divisas por parte de los residentes. Estos pueden comprar títulos públicos denominados en dólares con moneda local y posteriormente venderlos en el exterior a cambio de divisas¹². De esta forma, la adquisición de los bonos por parte de no residentes se registra en el balance de pagos como un incremento en los pasivos de cartera, sin embargo solo es la contracara de la operación que realiza el sector privado local para acceder a las divisas, habida cuenta del control de cambios vigente.

Mayor dependencia de los flujos financieros no vinculados a IED

Durante el período de referencia, los países de la Región incrementaron sus tenencias de reservas internacionales. Las motivaciones de dichas conductas están vinculadas fundamentalmente a la ausencia de mecanismos internacionales de provisión de liquidez que garanticen el acceso al financiamiento en momentos críticos. Esa acumulación de reservas internacionales ha sido posible tanto por el favorable contexto de los términos de intercambio (ingresos a través de la cuenta corriente) como por la abundante liquidez internacional (ingresos a través de la cuenta financiera) (Abeles et al, 2013).

Gráfico 6. Reservas internacionales 2003-2013. Países del LAC 8. Dólares corrientes 2003=100



Fuente: Elaboración propia en base a datos de CEI y bancos centrales de los respectivos países. Nota: En el caso de Chile se agregan los saldos existentes en los fondos de estabilización depositados en el exterior.

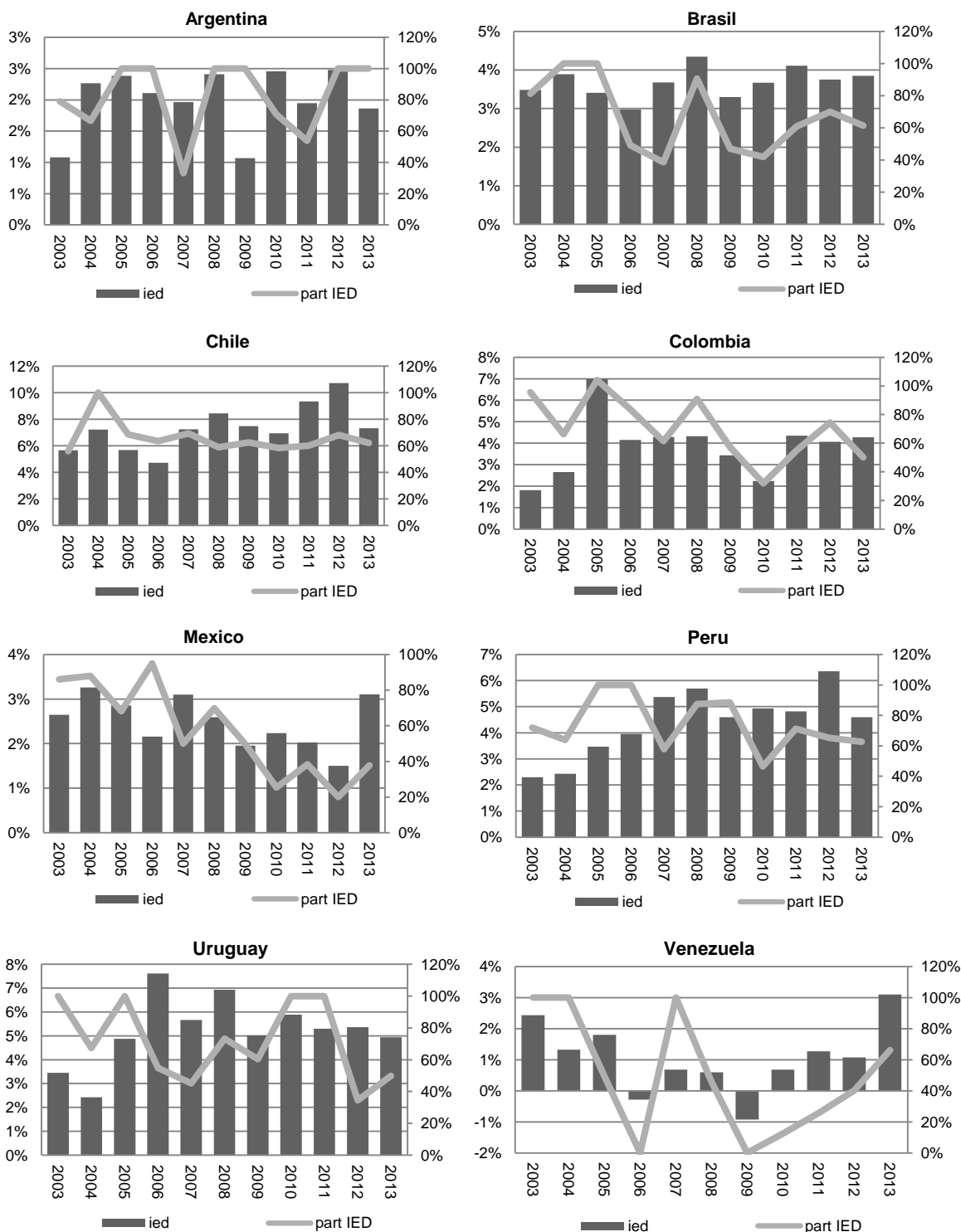
Un corolario de lo señalado en el apartado anterior, tiene que ver con el incremento de la participación de los IFNIED en el ingreso de capitales en la mayoría de los países del LAC 8. Con excepción de lo acontecido con Argentina, y con distintos niveles de

¹² El Sistema de Transacciones con Títulos en Moneda Extranjera (SITME) que operó entre 2010 y 2013 es un ejemplo de este mecanismo. Sus principales lineamientos se pueden encontrar en <http://www.bcv.org.ve/c7/pdf/lineasitmejun10.pdf>

intensidad, se verifica para este conjunto de países, una disminución relativa de la inversión directa que tiende a ser más definida en el caso de los EFL.

Gráfico 7. IED hacia los países del LAC 8. 2003-2013

En % del PBI y participación en el flujo de ingresos a través de la cuenta financiera

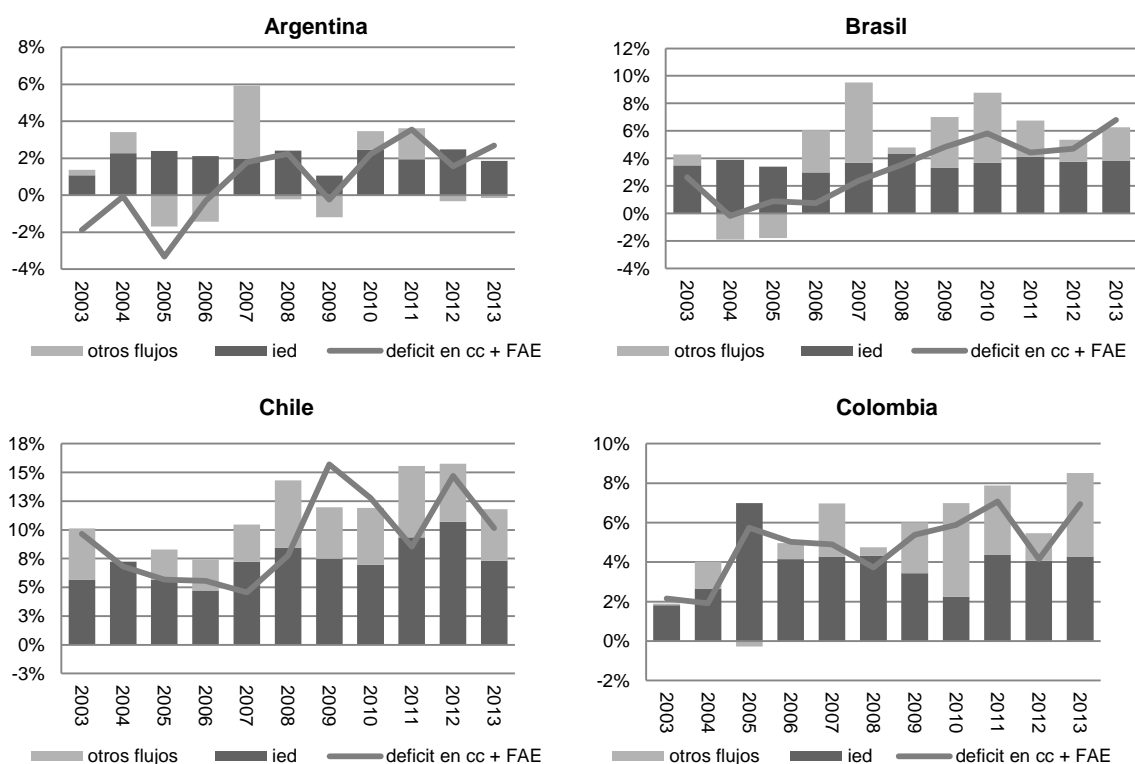


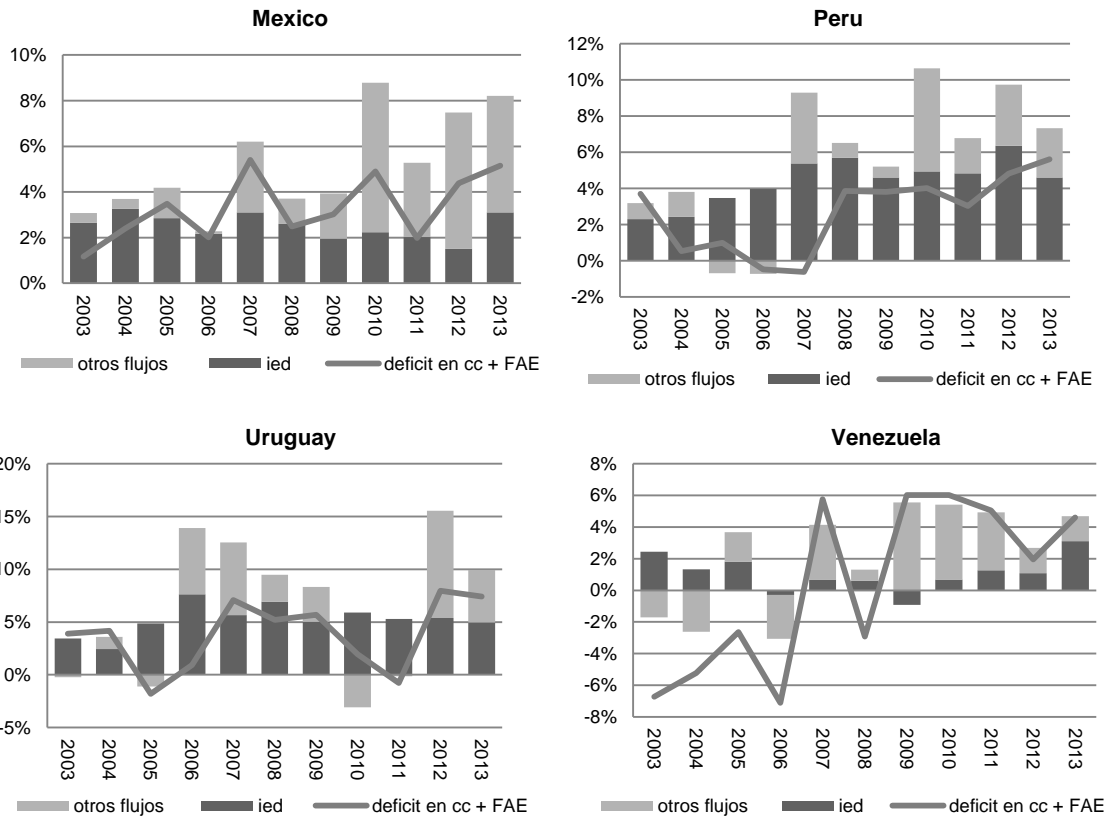
Fuente: Elaboración propia en base a datos de CEPAL.

A su vez, la posibilidad de seguir acumulando reservas, o mantener un determinado nivel, es cada vez más dependiente de esos IFNIED. Como se puede ver en el gráfico, la suma de los resultados en cuenta corriente más la formación de activos externos de los residentes, en un sentido amplio, tiende a ser mayor que el ingreso de inversiones directas en la economía declarante. Ese también parece ser un hecho estilizado de comportamiento para todos los países. Sin embargo en el caso de los EFI esa diferencia tiende a ser cubierta por los otros flujos financieros. Esto último explica el contraste en la dinámica de acumulación de reservas en los últimos años entre esos países y Argentina y Venezuela.

En consecuencia, el crecimiento de las reservas internacionales, en aquellos países, parecería estar cada vez más determinado por la capacidad de atraer este tipo de inversiones. Por lo tanto, la política económica desplegada por las autoridades nacionales debería atender esta cuestión si es que se pretende no dañar esa capacidad. Volveremos sobre este punto más adelante.

Gráfico 8. Ingresos de capitales y sumatoria de los resultados en cuenta corriente y FAE 2003-2013. En % del PBI.





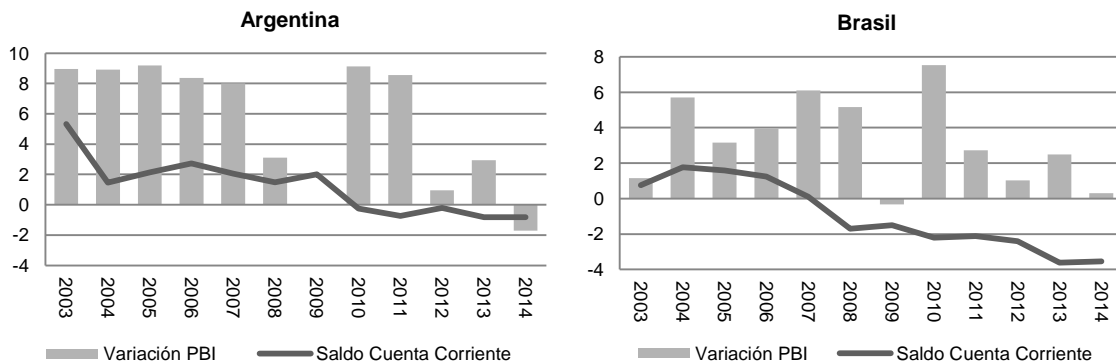
Fuente: Elaboración propia en base a datos de CEPAL y bancos centrales de los respectivos países.

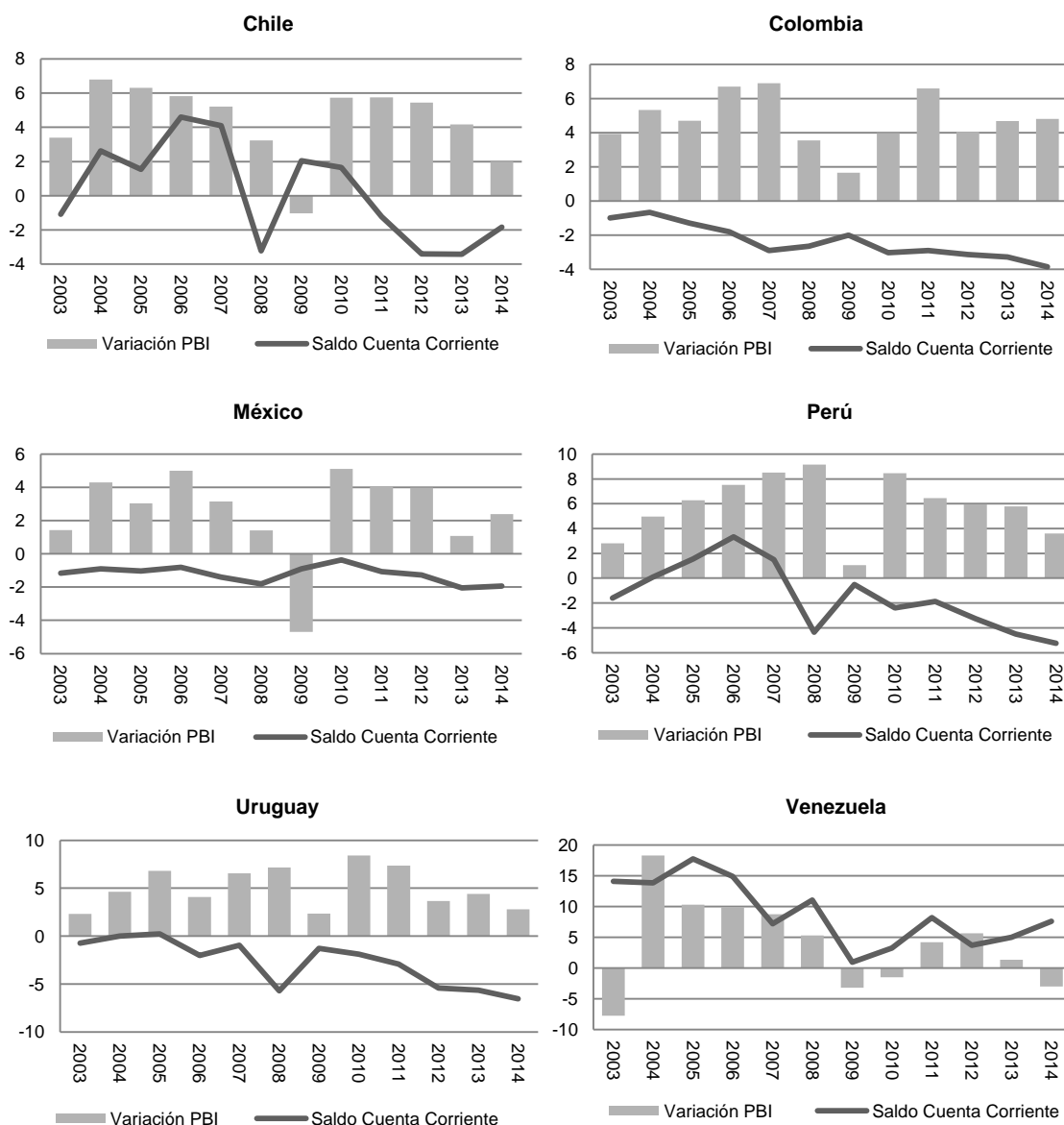
Crecimiento y cuenta corriente

La otra tendencia que se observa para los países del LAC 8 durante el período de referencia tiene que ver con el deterioro de los resultados en la cuenta corriente del balance de pagos. Este fenómeno es observable en los gráficos que se presentan a continuación:

Gráfico 9. Variación del PBI y Resultado de Cuenta Corriente 2003-2014.

Países del LAC 8. En % del PBI





Fuente: Elaboración propia en base a datos de FMI.

Nota: El dato de 2014 está tomado del pronóstico del WEO del mes de Octubre de 2013.

En el año 2014 solamente Venezuela mantenía un saldo positivo, aunque sensiblemente por debajo de los superávits del período 2003-2008. Todo el resto de los países registran déficits, con el agravante que, en todos estos casos, la tendencia parece reflejar una profundización de los mismos, particularmente con posterioridad al año 2009.

Paralelamente, durante los últimos años, se viene observando una desaceleración económica en los países del LAC 8, lo que supone un incremento en la elasticidad del deterioro de la cuenta corriente con respecto al crecimiento del PBI. Es decir que, para un mismo aumento porcentual del nivel de producción, el porcentaje de deterioro del

resultado de las transacciones corrientes se ha venido incrementado. Diversos factores han contribuido a este resultado, aunque el nivel de impacto de cada uno de ellos no ha sido homogéneo dentro de este grupo de países. Entre esos factores se cuentan el retroceso de los términos de intercambio, el bajo nivel de crecimiento de los principales socios comerciales y el incremento de las salidas de divisas en concepto de renta de la inversión.

Sin embargo, más allá de estas cuestiones, la profundización de los déficits en cuenta corriente da cuenta de la falta de transformaciones suficientes en las matrices productivas de los países de la Región que permitan consolidar procesos de crecimiento sin caer recurrentemente en crisis del sector externo. Esa ausencia de cambios estructurales hace que el crecimiento de las exportaciones se muestre insuficiente para compensar la demanda de importaciones que genera el propio crecimiento económico y el pago de rentas asociadas con los intereses de la deuda externa y la inversión extranjera directa.

Sin duda, el indicador que refleja el deterioro persistente del resultado en cuenta corriente, sumado al incremento de la elasticidad entre ese resultado y el crecimiento del producto, reflejan la fragilidad relativa que presenta esta etapa de crecimiento en América Latina con respecto a otras experiencias de crecimiento sostenido en la periferia¹³.

¹³ En el mismo período analizado, también se registraron altas tasas de crecimiento en el África no Sub-Sahariana, en el ASEAN 5 (Indonesia, Malasia, Filipinas, Tailandia y Vietnam) y en otros países del Asia emergente, sin la presencia de un patrón de profundización persistente de déficits en la cuenta corriente del balance de pagos.

III- Los fundamentos de la orientación de los flujos financieros no vinculados con IED

Al momento de intentar encontrar los determinantes del flujo de IFNIED hacia los países del LAC 8, proponemos delimitar dos enfoques: la perspectiva macroeconómica, ampliamente difundida en la literatura académica, y la perspectiva de la administración de fondos, vinculada a la praxis financiera. Aunque ambas se solapan y poseen características conjuntas, podemos estilizarlas. Mientras que la primera se concentra en la evolución de los rendimientos financieros de los activos, reflejados en la paridad de tasas de interés (cubierta o descubierta), la segunda considera la percepción del mercado acerca de los emisores de pasivos financieros, reflejada institucionalmente en las calificadoras de riesgo crediticio. En el resto de este capítulo intentaremos determinar la capacidad explicativa de cada una de estas visiones, en lo concerniente a la evolución de los flujos analizados, y si consecuentemente, implican una guía de acción para los gobiernos latinoamericanos.

El diferencial de intereses

Akyuz (2012) señala como característica novedosa de la última oleada de ingreso de capitales a los países en desarrollo (que se inicia a partir de la paulatina disminución del pánico financiero desatado con la caída de Lehman Brothers), la creciente participación de los activos nominados en moneda local entre las inversiones financieras de los no residentes. Dadas las condiciones de extrema liquidez internacional y la trayectoria esperada de los tipos de cambio de los principales países emergentes, apuntalada en el caso latinoamericano por los precios históricamente elevados de los productos de exportación tradicionales, los inversores extranjeros habrían estado dispuestos a asumir los riesgos de tasa y de moneda de las operaciones. En ese contexto, la utilización del mecanismo de carry trade¹⁴, aprovechando el bajo costo de fondeo en los países centrales, supuso un fuerte incentivo al ingreso de capitales. De esta forma, la necesidad de los estados soberanos de obtener divisas a través del endeudamiento en moneda extranjera

¹⁴ El carry trade es una estrategia en la que un inversionista toma un préstamo nominado en una moneda con una tasa de interés relativamente baja y utiliza los fondos para la compra de un activo nominado en una moneda diferente que permite obtener una tasa de interés más alta.

disminuyó significativamente, mejorando los indicadores de sustentabilidad de las deudas soberanas¹⁵.

En ese marco, pareciera cobrar una dimensión relevante, como factor explicativo del aumento en el ingreso de capitales en la segunda mitad de la década, la teoría de la paridad de intereses cubierta o descubierta. Esta teoría, por lo menos en su versión tradicional¹⁶, plantea que, de existir una perfecta movilidad de los capitales a nivel mundial, aquel país cuya tasa de interés interna sea superior a la tasa de interés internacional más la depreciación esperada de la moneda local frente a la internacional importará capitales desde el resto del mundo¹⁷. Esquemáticamente se puede representar con la siguiente inecuación:

$$i > i^{\circ} + \frac{(E^e - E)}{E}$$

Donde

i es la tasa de interés local,

i° es la tasa de interés internacional,

E es el tipo de cambio spot y

E^e es el tipo de cambio esperado al finalizar el período de la inversión en moneda local

Nótese que la única variable desconocida (en la versión de paridad de intereses descubierta) es E^e . Si los inversores se forman una expectativa sobre E^e consistente con la posibilidad de obtener un rendimiento superior en moneda extranjera, esto redundará en un ingreso de capitales. A su vez sería esperable que a un mayor margen de diferencia “ex ante” se verifique un flujo de ingresos mayor¹⁸.

El diferencial de inversión

En este punto es preciso resaltar una condición necesaria para que esta relación opere de la forma descrita. En condiciones de equilibrio los precios de los activos son tales que los inversores son indiferentes a comprar cualquiera de ellos porque sus rendimientos son iguales. Es decir que son perfectamente sustituibles. Sin embargo,

¹⁵ Típicamente esos indicadores se expresan como la razón de la deuda nominada en divisas y las reservas internacionales o bien las exportaciones.

¹⁶ El rol de la paridad de intereses en la determinación del tipo de cambio y los movimientos internacionales de capitales puede verse en los manuales más usados de los cursos sobre macroeconomía abierta y economía internacional: Dornbusch (1993); Krugman y Obstfeld (1995) o Blanchard y Perez Enrí (2000).

¹⁷ Contrariamente, de verificarse que esa desigualdad invierte su signo, ese país sufrirá una salida de capitales hacia el exterior.

¹⁸ Cuando el inversor contrata un seguro que le permite evadir el riesgo cambiario se dice que la paridad de intereses es cubierta. En este caso la expectativa acerca del tipo de cambio futuro no forma parte de las variables que influyen sobre el rendimiento esperado de la inversión.

en el caso de los países que no emiten una moneda que sea utilizada como reserva de valor a nivel mundial, los inversores deberán considerar también la posibilidad de que al momento de pretender retirar su acreencia en moneda local, existan restricciones institucionales que impidan el acceso a las divisas. De esta forma, ahora la tasa de interés interna deberá ser más elevada que la tasa internacional sumada a las expectativas de depreciación de la moneda local y al riesgo de inconvertibilidad para que ingresen capitales desde el resto del mundo:

DIFERENCIAL DE INVERSIÓN	$i > i^o + \frac{(E^e - E)}{E} + R$
--------------------------	-------------------------------------

Donde R refleja el riesgo de inconvertibilidad percibido por el inversor

Desde un punto de vista meramente formal la posibilidad de seguir siendo sustitutos perfectos de otros activos emitidos por estados que emiten una moneda de reserva internacional sigue estando en vigencia a través del incremento de los rendimientos en moneda local. Sin embargo, en la práctica esta diferencia puede constituirse en escollo insalvable para que una deuda soberana de un país periférico pueda convertirse en un sustituto perfecto de un pasivo similar emitido por un país desarrollado.

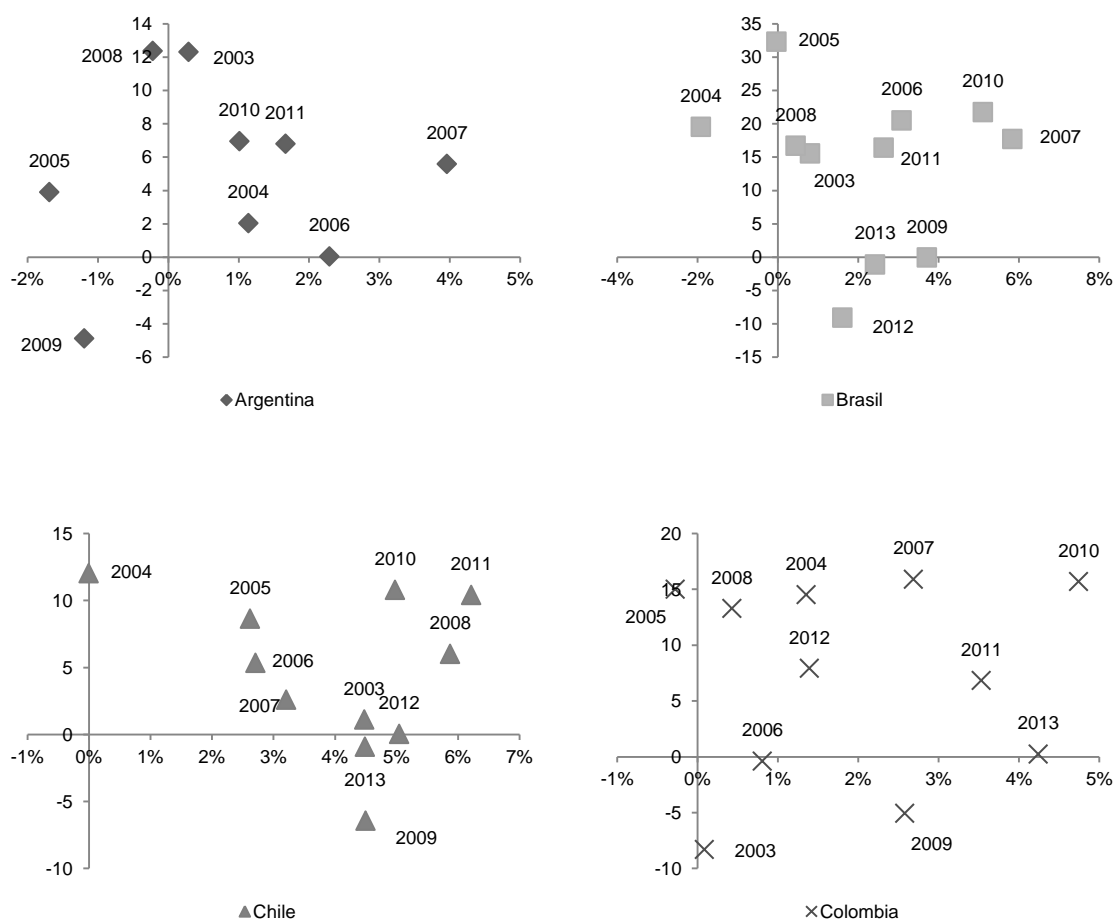
Con el propósito de comprobar, a grandes rasgos, la capacidad explicativa de la visión tradicional sobre lo acontecido en los países del LAC 8 se presenta el gráfico N° 10, en donde se excluye a Venezuela y se toman datos de Argentina hasta el 2011, habida cuenta de la introducción de controles de cambio en estos países¹⁹. En el mismo se reflejan los diferenciales de intereses descubiertos “ex post” y el ingreso de IFNIED en relación al PBI de cada caso. Cabe mencionar que se trata de una medición que subestima la complejidad del problema, habida cuenta de la existencia de distintos tipos de regulaciones que influyen sobre el diferencial en cada país. Sin embargo, el comportamiento de estas dos variables en el período analizado es útil para evaluar la importancia de la evolución de la rentabilidad medida en dólares como determinante de los IFNIED.

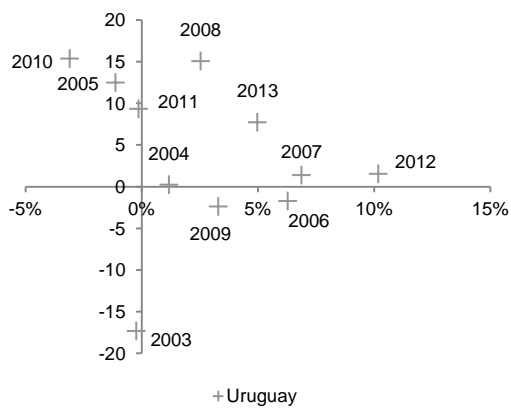
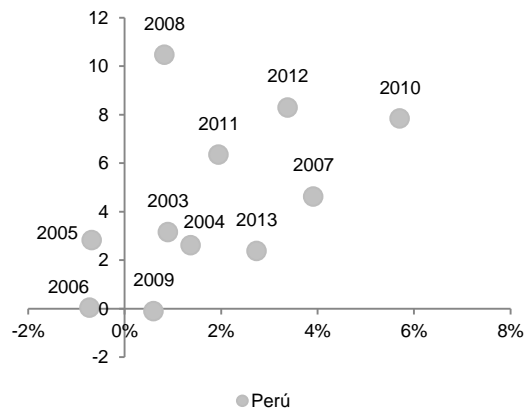
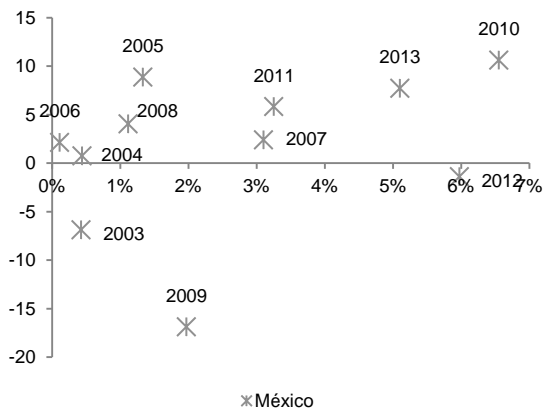
De los gráficos se desprende que, en la mayoría de los casos, no existe un grado de correlación significativo entre las variables. La excepción la constituye Perú, en donde el diferencial de intereses mantiene una relación positiva y estadísticamente robusta

¹⁹ La existencia de controles de cambio implica una mayor incidencia del riesgo de inconvertibilidad que dificulta las comparaciones.

con los IFNIED. Sin embargo, como hecho estilizado no se confirma la hipótesis que una rentabilidad más elevada, medida en moneda extranjera, haya conducido a un ingreso de capitales mayor. A su vez, cuando se evalúa conjuntamente la relación entre el promedio del ingreso de capitales en el período y el promedio del diferencial de intereses (gráfico 11) para cada país tampoco se encuentra evidencia sobre la existencia de la relación que plantea la teoría tradicional.

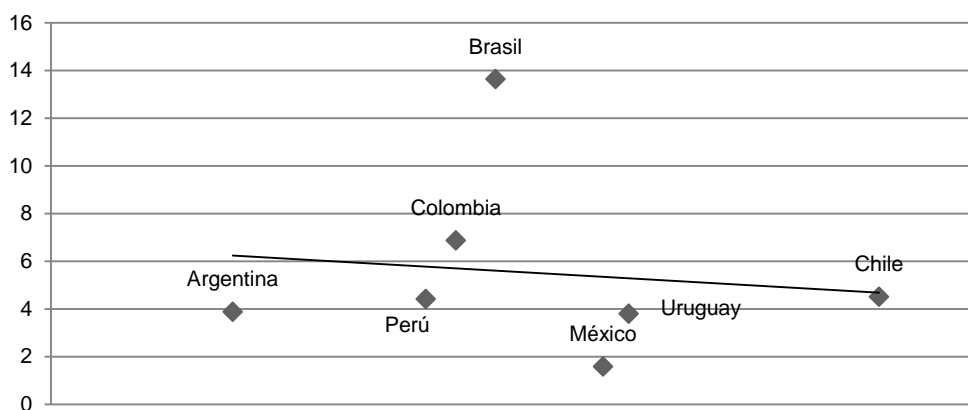
Gráfico 10. Flujo de capitales de no residentes (eje abscisas) y diferencial de tasa en moneda local (sin EMBI) (eje ordenadas).





Fuente: Elaboración propia en base a datos de CEPAL, Banco Mundial y bancos centrales de los respectivos países.

Gráfico 11. Diferencial e IFNIED promedios 2003-2013. LAC 8



Fuente: Elaboración propia en base a datos de CEPAL, Banco Mundial y bancos centrales de los respectivos países.

El diferencial de fondeo

Si se analiza la evolución esperada del flujo de capitales desde el punto de vista del sector privado de la economía local que debe decidir entre tomar un crédito en el exterior o en el sistema financiero local, deberíamos reelaborar el diferencial de intereses presentado más arriba. En este caso, cuando la tasa de interés interna se encuentre por encima de la tasa internacional sumada al riesgo país que se le carga al costo del préstamo y a la expectativa de devaluación, el agente que reside en la economía local elegirá financiarse en el exterior, lo que supone, en un primer momento, un ingreso de divisas para la economía a través de la cuenta financiera del balance de pagos²⁰. De la misma forma, pueden medirse los incentivos de los residentes locales a fondearse en el exterior para hacer una aplicación en activos de bajo riesgo nominados en moneda local. A diferencia del mecanismo de *carry trade* que realizan los residentes en países centrales, en este caso el riesgo a tomar en cuenta no es el de inconvertibilidad²¹, sino el riesgo país que se le carga al costo financiero del crédito externo. Operativamente la forma de imputar en el diferencial de intereses ese "riesgo país" es a través del índice EMBI²², que refleja la diferencia en el costo de financiamiento de una deuda nominada en dólares estadounidenses de un país emergente y una deuda emitida por el Tesoro de EE.UU:

$$\text{DIFERENCIAL DE FONDEO } i > i^{\circ} + \frac{(E^e - E)}{E} + \text{EMBI}$$

Donde EMBI refleja el sobre costo del endeudamiento derivado del país de residencia del prestatario.

Como se muestra en los gráficos que se presentan a continuación, el diferencial de intereses reformulado tampoco registra un grado de correlación relevante con los IFNIED. Nuevamente la excepción la constituye Perú aunque en este caso el grado de correlación es más débil que en el anterior.

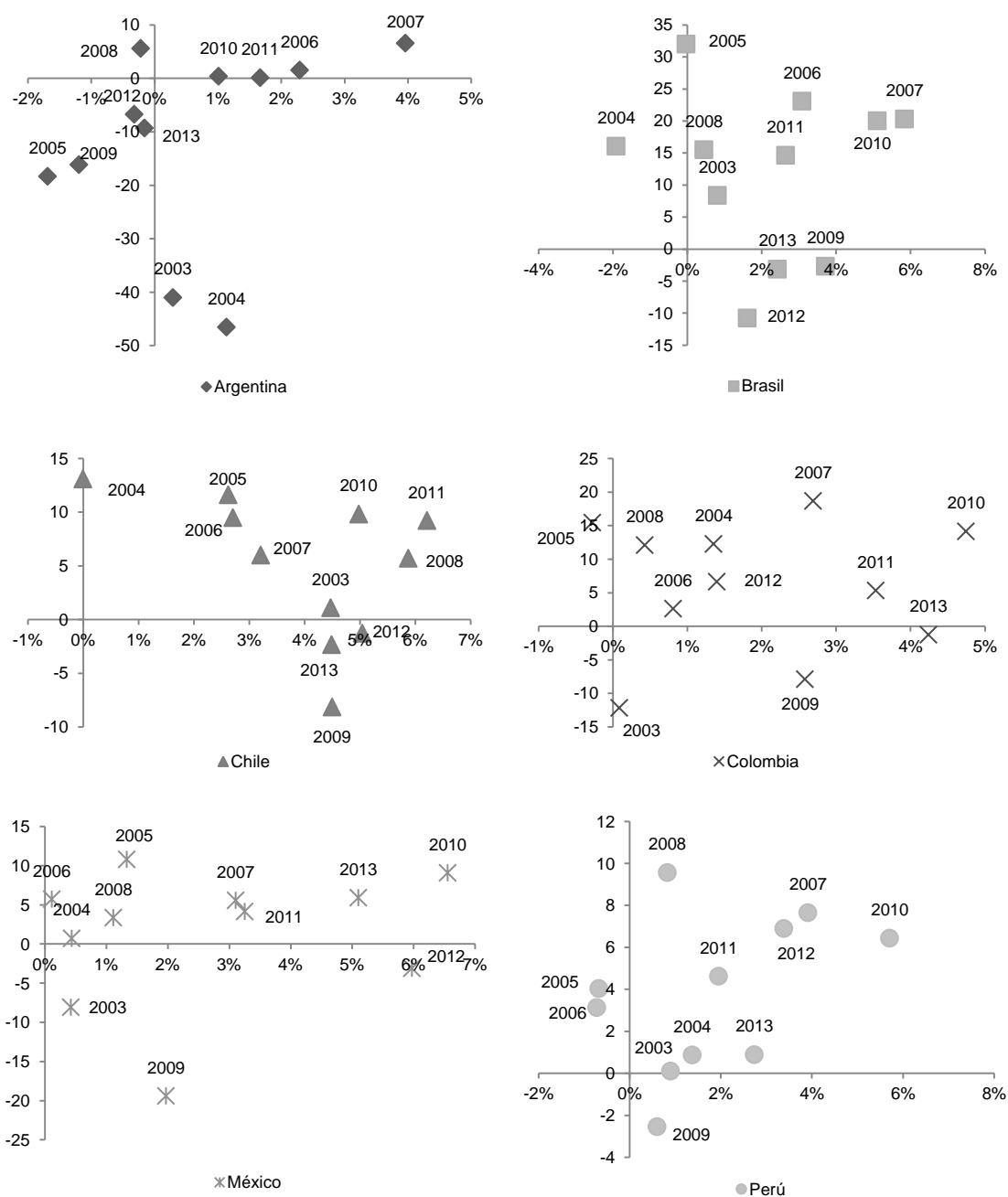
²⁰ De igual forma que en el caso anterior, la contratación de alguna forma de seguro de cambio permite evitar los riesgos asociados a la incertidumbre cambiaria.

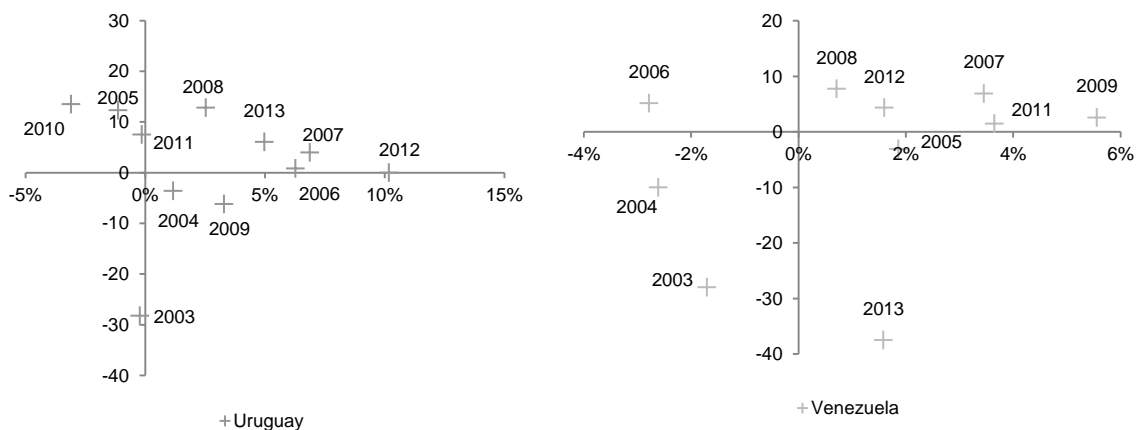
²¹ Si la operación fue ingresada en forma legal al país suele existir un compromiso de la autoridad monetaria para la entrega futura de las divisas para la cancelación de los servicios de deuda, pero no necesariamente de la paridad cambiaria a la cual el agente privado podrá hacerse de las mismas.

²² El EMBI (Emerging Markets Bonds Index o Indicador de Bonos de Mercados Emergentes) es el principal indicador de riesgo país y está calculado por JP Morgan Chase. Es la diferencia de tasa de interés que pagan los bonos denominados en dólares, emitidos por países en desarrollo, y los bonos del Tesoro de Estados Unidos, que se consideran "libres" de riesgo.

A su vez, una regresión basada en los promedios de IFNIED y diferenciales de fondeo muestra el signo esperado de la pendiente, aunque nivel de ajuste con respecto a una hipotética función explicativa es muy poco significativo.

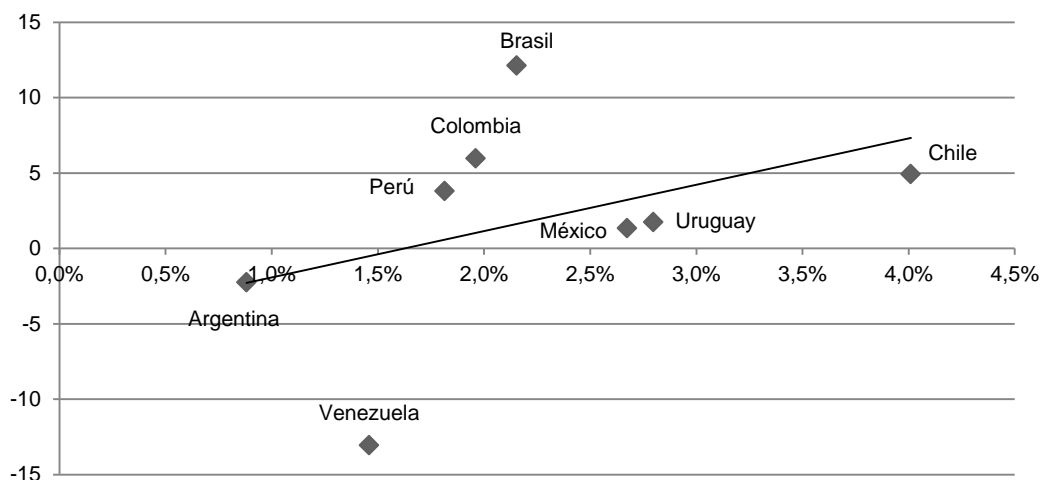
Gráfico 12. Flujo de capitales de no residentes (eje abscisas) y diferencial de tasa en moneda local (con EMBI) (eje ordenadas).





Fuente: Elaboración propia en base a datos de CEPAL, Banco Mundial y bancos centrales de los respectivos países.

Gráfico 13. Diferencial de fondeo e IFNIED promedios 2003-2013. LAC 8



Fuente: Elaboración propia en base a datos de CEPAL, Banco Mundial y bancos centrales de los respectivos países.

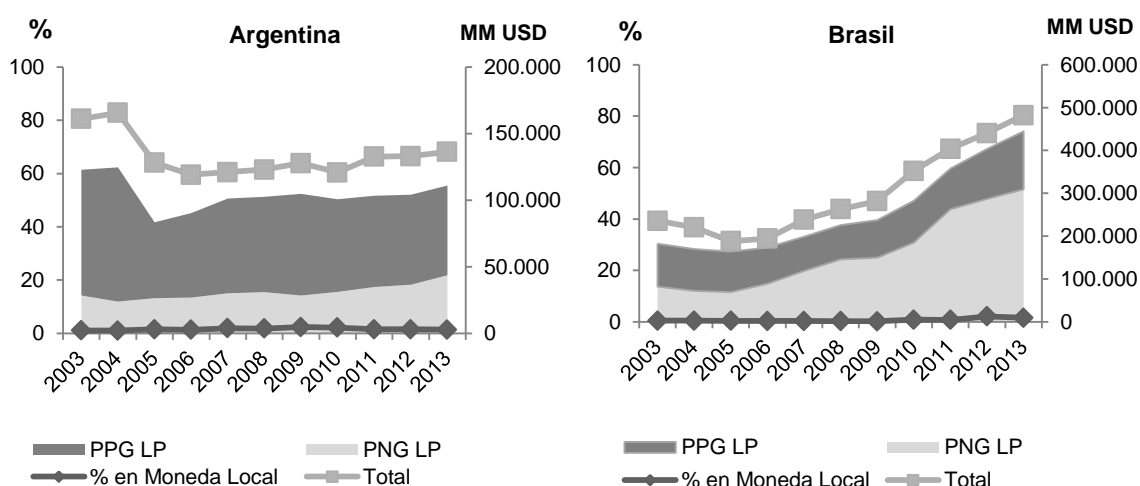
Deuda externa y sustentabilidad

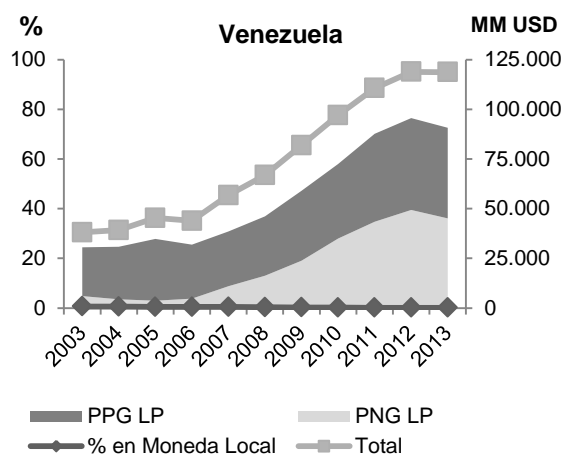
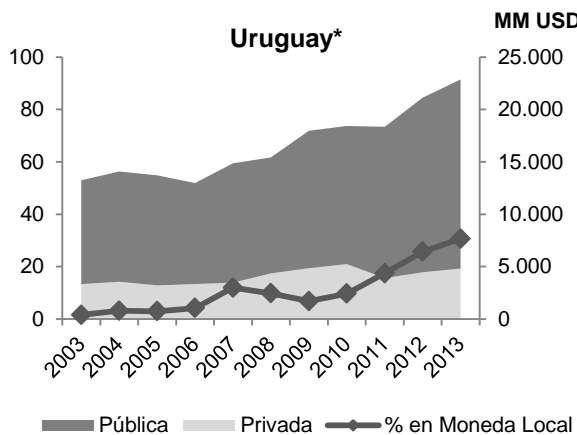
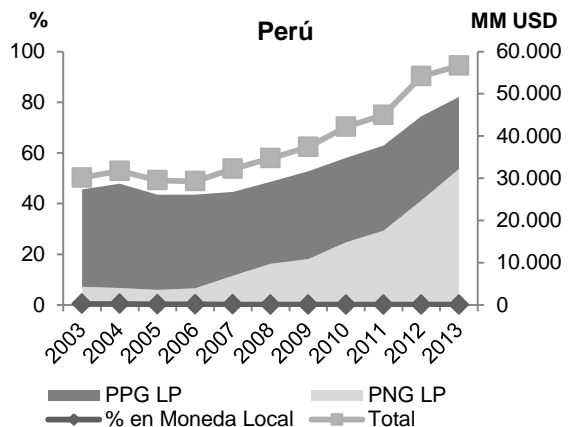
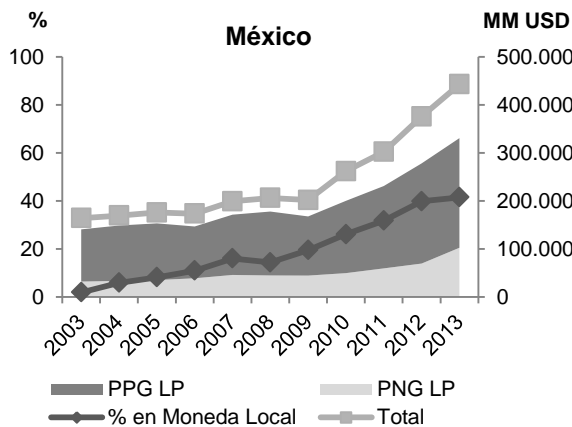
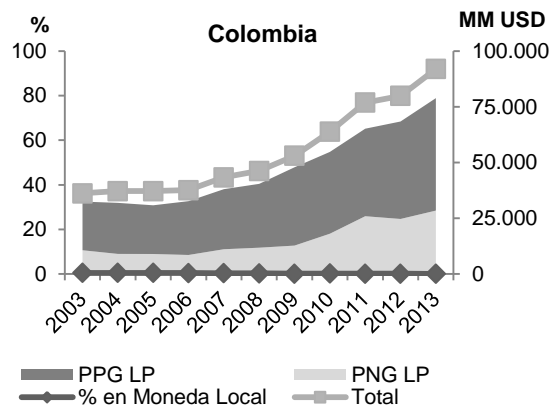
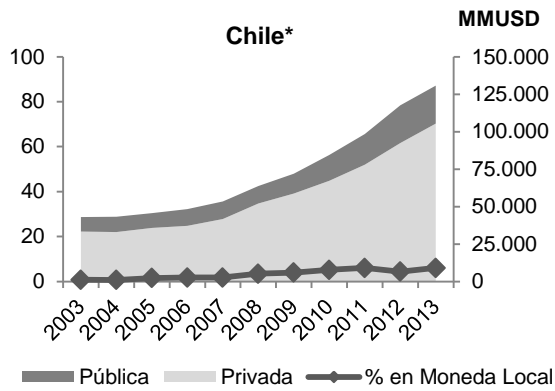
Los gráficos que se presentan a continuación permiten observar la evolución de la deuda externa en el período analizado. El primer aspecto destacable de la información es el incremento de la deuda en casi todos los países del LAC 8 (la única excepción a esta regla es el caso argentino). A su vez, si bien se han producido avances en la emisión de deuda externa en moneda local (los casos más notables son los de Uruguay y México), el grueso del stock sigue nominado en moneda extranjera.

La capacidad de los gobiernos latinoamericanos de emitir moneda es lo que determina la diferencia de sustentabilidad y de margen de maniobra cuando los pasivos con el resto del mundo son pactados en moneda local. Contrariamente cuando esos pasivos suponen la devolución en un tiempo pre fijado de un monto en divisas, los gobiernos deberán contar con suficiente liquidez externa para no incurrir en un incumplimiento ya sea a través de un superávit de cuenta corriente o de un flujo suficiente de inversiones externas (Lerner 1943; De Lucchi 2014). Esa restricción, derivada de la incapacidad de emitir divisas, opera tanto para las deudas contraídas por el sector público como por el sector privado de cada economía.

En algunos casos, como los de Brasil, Chile y Perú, el endeudamiento externo del sector privado ha sido sensiblemente más dinámico que el endeudamiento público, fundamentalmente en la segunda mitad del período analizado en este documento. Esta evidencia sugiere la posibilidad de que hayan existido incentivos en estos países para la toma de deuda externa en el exterior por parte del sector privado, ya sea por su menor costo para fondear actividades de consumo e inversión o por la posibilidad de obtener ganancias con operaciones financieras de bajo riesgo, con o sin seguros de cambio.

Gráfico 14. Composición de la deuda externa. Total, pública y privada garantizada (PPG LP) y privada no garantizada (PNG LP). En millones de dólares corrientes y participación





Fuente: Banco Mundial, Banco Central de Uruguay y Banco Central de Chile.

* En los casos de Uruguay y Chile las categorías son “deuda pública” y “deuda privada”.

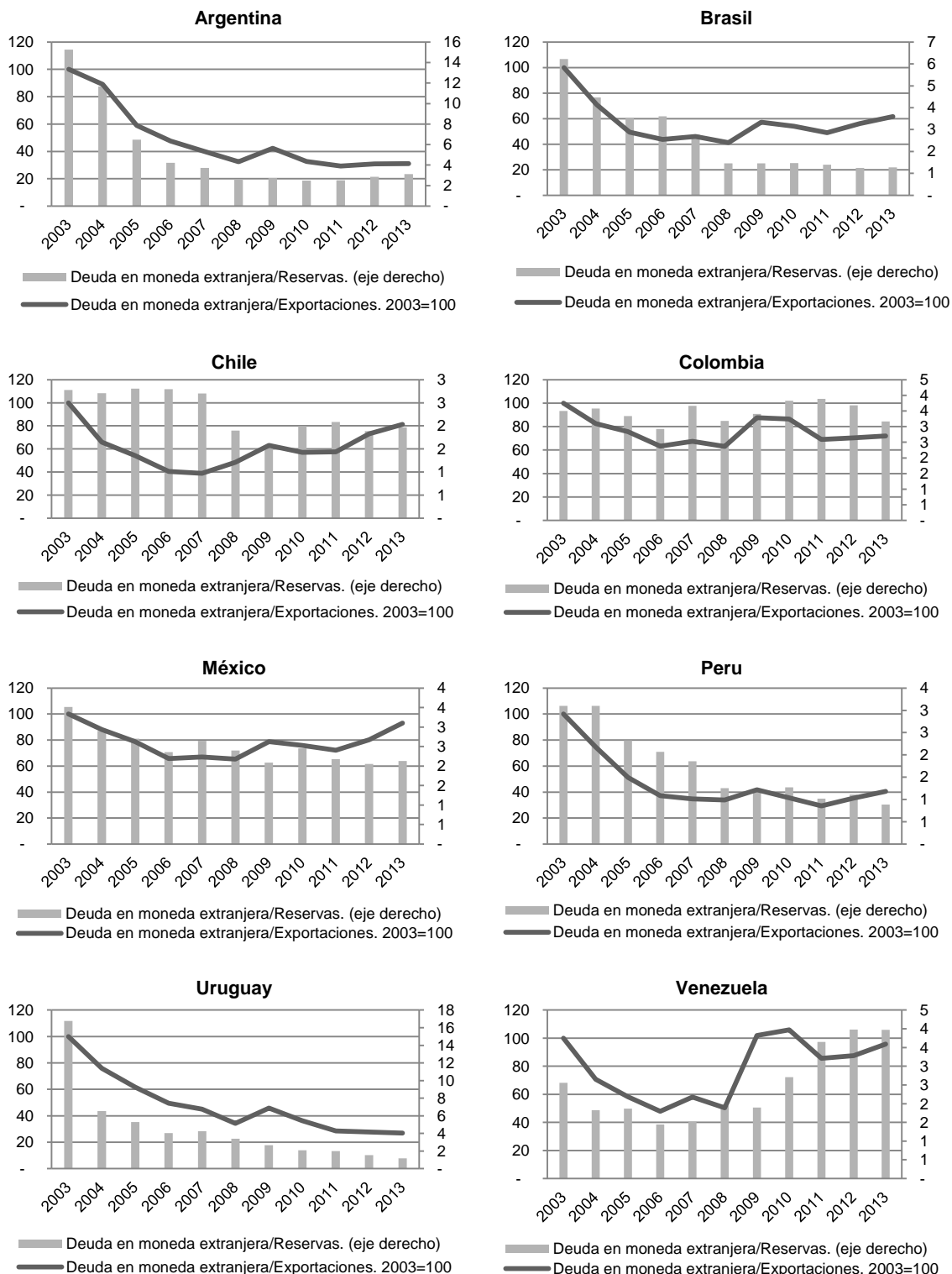
El incremento nominal de la deuda externa nos da una información parcial sobre la sustentabilidad de la misma. Para tener una idea más aproximada sobre la capacidad de pago de un país, ese incremento debe ser medido de forma tal que permita evaluar la evolución de la capacidad de repago de las deudas contraídas en moneda extranjera. Por ese motivo se presentan a continuación dos indicadores.

El primero describe la relación entre la deuda nominada en moneda extranjera y las reservas internacionales. Se trata de un ratio que permite evaluar cuál es la capacidad de pago en el corto plazo de una economía, haciendo abstracción de la procedencia de las divisas que se transformaron en activos de reserva. Es decir que no se tiene en cuenta si las mismas se originaron en excedentes de la cuenta corriente o en inversiones que implican un pasivo para la economía declarante. Tampoco se hace referencia a las características de esos pasivos si este fuera el caso (v.g. moneda en que está pactado el contrato o maduración esperada de la inversión). Nótese además que si en un momento del tiempo el stock de deuda es superior al stock de reservas (como es el caso estilizado en los países de la Región), cualquier emisión de deuda en moneda extranjera impactará positivamente en el indicador.

El segundo describe la relación entre la deuda nominada en moneda extranjera y las exportaciones. En este caso se asume que el indicador da cuenta de una sustentabilidad de mayor plazo que el anterior, habida cuenta que las exportaciones son la fuente más estable de ingreso de divisas. Las mismas dependen de factores que suelen moverse en el mediano y largo plazo de forma menos volátil que los restantes flujos de ingresos. En este caso la sustentabilidad de la deuda en moneda extranjera está emparentada con la capacidad de la estructura productiva de incrementar sus ventas al resto del mundo.

En el gráfico se puede observar que la mayoría de los países disminuyen su nivel de endeudamiento en relación a sus reservas. El único caso en sentido contrario lo constituye Venezuela. A su vez, para aquellos países con guarismos muy elevados al comienzo de la serie, como Argentina, Brasil o Uruguay, la mejora en el indicador es sustantiva. Cuando la comparación se hace en relación a las exportaciones también, como hecho estilizado, se verifica una mejora en el indicador. Sin embargo, en este último caso, es posible distinguir un cambio de tendencia, a partir de mediados de la serie. En efecto Brasil, Chile, México y Venezuela, después de algunos años de reducciones en el indicador, retoman una tendencia ascendente que continúa hasta el final el 2013. Los otros cuatro países muestran cierto estancamiento en el ratio durante el mismo período.

Gráfico 15. Indicadores de sustentabilidad de la deuda externa nominada en moneda extranjera. Países LAC 8.



Fuente: Banco Mundial, CEPAL y Bancos Centrales de los países del LAC 8.

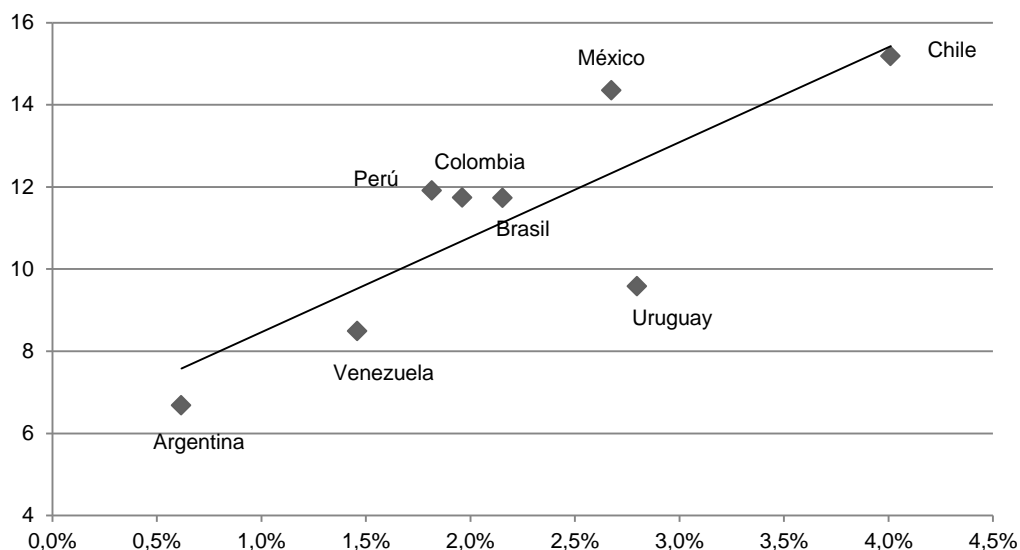
Calificaciones e ingresos de capitales financieros

Existe otro factor común a la mayoría de estas economías que, entendemos, puede estar por detrás de los datos relevados y que está relacionado con la praxis financiera de los administradores de carteras de inversión. Ese factor común tiene que ver con la evolución de la calificación crediticia de las deudas soberanas durante estos años. Las seis economías financieramente integradas, alcanzan el “grado de inversión” (I.G. por sus siglas en inglés) para las principales calificadoras de riesgo a nivel mundial. Dos de esos países (Chile y México) ya eran I.G. antes del comienzo del período analizado, mientras que el resto va adquiriendo ese estatus a partir del año 2009.

En el gráfico siguiente se relaciona el ingreso de capitales financieros por parte de no residentes con la calificación de la deuda soberana de cada país. Es de destacar que la correlación entre las variables es sensiblemente más importante que en los casos anteriormente presentados. A grandes rasgos es posible afirmar que una mejor calificación de deuda soberana está emparentada con mayores IFNIED. Sin embargo existen dos casos que a priori parecen relativizar la importancia de las calificaciones como determinantes de los IFNIED. El primero es el de Venezuela, en donde se registra un ingreso levemente inferior al observado en Perú, a pesar de que este último país recibió mejores calificaciones y alcanzó el status de I.G. en 2009. La explicación de este fenómeno viene dada por el acceso a canales de financiamiento no dependientes del sector privado en el caso venezolano, tal como se señaló en la sección II de este documento. El segundo caso es el de Uruguay donde los IFNIED son relativamente altos dado el promedio de calificaciones obtenidas durante el período de estudio. Una explicación plausible es la conocida utilización de este país como guarida fiscal, fundamentalmente de contribuyentes argentinos que pretenden ocultar sus activos a la agencia de recaudación federal²³.

²³ Uruguay fue formalmente incluido en la lista de paraísos fiscales de la OCDE en el año 2009. En noviembre de 2012 fue retirado de la lista debido a la firma de acuerdos de cooperación e intercambio de información con otros países. Según el Financial Secrecy Index de Tax Justice Network, en 2013 el nivel de opacidad de las operaciones financieras en Uruguay era similar al de Panamá o Islas Caimán.

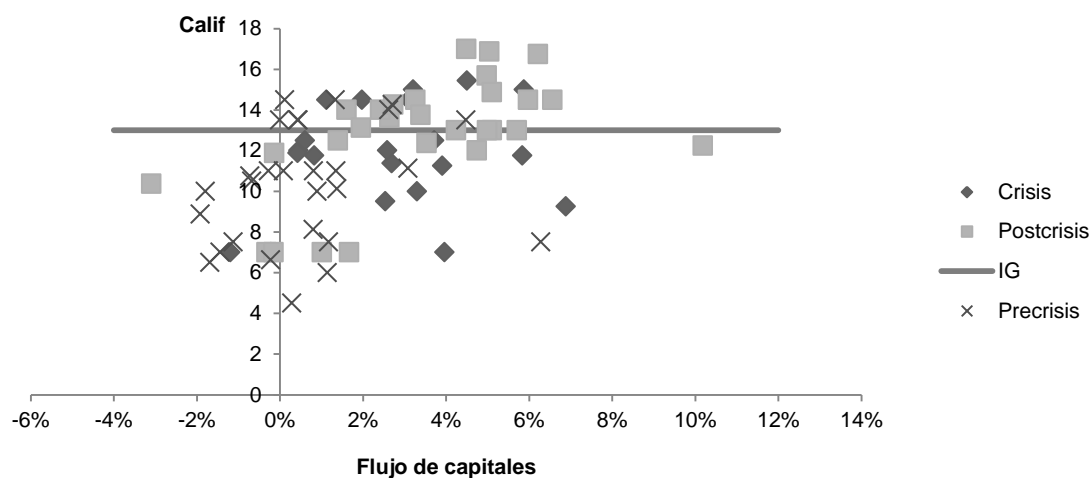
Gráfico 16. Flujo de capitales de no residentes / PBI y calificaciones. Promedio del período.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de CEPAL, Moodys y Fitch Ratings.

Como hecho notable se destaca además la inexistencia de situaciones de salidas netas para cualquier país que haya alcanzado el I.G. Nótese en el gráfico a continuación, que esto se da con independencia de la etapa que estuviera atravesando la economía mundial, ya sea antes, durante o después de la crisis internacional. De esta forma la evidencia empírica sugiere que la calificación crediticia dispensada sobre las emisiones de deuda soberana podría tener un papel trascendente en la orientación de las inversiones hacia estos países. Son destacables los casos de Brasil, Colombia, Perú y Uruguay que antes de alcanzar este nivel han contabilizado salidas, y el cambio de categoría (de *high yield* a IG) parece haberles asegurado cierto piso de IFNIED.

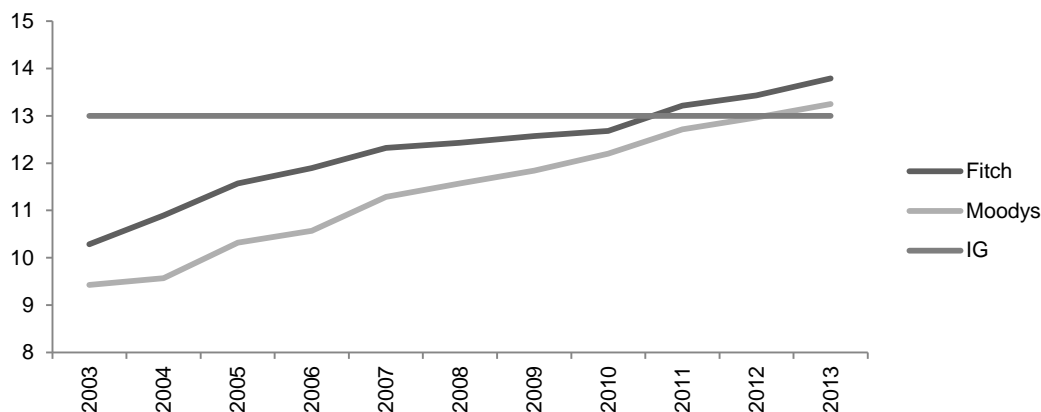
Gráfico 17. Flujo de capitales / PBI y calificaciones. Por país y por etapa.



Fuente: elaboración propia en base a datos de CEPAL, Moodys y Fitch Ratings.

A lo largo del período estudiado, la calificación de las mayores economías latinoamericanas²⁴ ha sido creciente. En la actualidad todos los países del LAC 8, salvo Argentina y Venezuela, han ingresado al club de los considerados “confiables” para realizar inversiones.

Gráfico 18. Calificación promedio de la deuda soberana nominada en moneda extranjera de las principales economías latinoamericanas.



Fuente: elaboración propia en base a Moody's y Fitch Ratings.

Esta interpretación, que conecta las mejoras dispensadas en las calificaciones (y más específicamente con la obtención del I.G.) con los incrementos en los IFNIED, es consistente con los resultados obtenidos por una serie de trabajos econométricos, en

²⁴ Brasil, Chile, Uruguay, Perú, Colombia, Venezuela y México. Argentina no fue tomada en cuenta dada su situación irregular en el mercado de capitales en el período que puede distorsionar el promedio.

cuanto a la existencia de un cambio estructural entre las dos etapas caracterizadas en este trabajo. Sin embargo, a pesar de ser compatibles con la interpretación que se plantea en este documento, ninguna de estas investigaciones indaga específicamente en la hipótesis que aquí se presenta. Ahmed y Zlate (2013), en un estudio que incluye a los principales países latinoamericanos y a otros emergentes, concluyen que la sensibilidad de los flujos con respecto al diferencial de intereses aumenta sensiblemente en el segundo período, particularmente para las inversiones de portafolio. Arias et al (2013) encuentran, sobre una muestra de países de características similares, evidencia estadísticamente significativa, acerca de un cambio en el patrón de decisión de los inversores sobre la conveniencia o no de invertir en mercados emergentes. Fratzcher (2011) señala que factores externos fueron los más importantes en explicar el comportamiento de los flujos hacia las economías emergentes durante el período 2007-2009 mientras que desde comienzos de 2009, los factores de atracción de cada país son aquellos que han explicado el retorno de los capitales.

¿Las calificadoras afectan a los mercados de capitales?

No hay duda de que existe cierta relación entre los precios de los activos y la calificación de riesgo de los mismos, sin embargo no hay acuerdo en la literatura acerca de la causalidad de la misma. La pregunta clave en este debate es si las calificadoras influyen o no en el costo de fondeo de los emisores. En la práctica, las calificadoras muchas veces reaccionan a los hechos (y no los anticipan) lo que podría atribuirse a un mero seguimiento de lo que sucede con los precios, sin embargo, aún en estos casos, esto no significa que no tengan efectos sobre los mercados. Ya en 1999, Stiglitz, Ferri y Liu señalaban como el papel desempeñado por las calificadoras había agravado la crisis del sudeste asiático. Habiendo fallado en predecir su emergencia, con posterioridad a su irrupción degradaron las calificaciones más allá de lo que hubiesen determinado los fundamentals de esas economías, jugando un rol procíclico en las dos etapas de la crisis. Más adelante, con el estallido de la burbuja generada a partir de las hipotecas subprime y los evidentes errores de diagnóstico de las calificadoras, aparecieron numerosos trabajos académicos que se dedicaron a profundizar en su rol y sus efectos sobre los mercados financieros. Dado el objetivo de nuestra investigación, nos concentraremos específicamente en los estudios dedicados a los mercados de deuda soberana. Sin embargo es preciso señalar que las

calificaciones que sustentan las emisiones de los gobiernos condicionan fuertemente las opiniones sobre las empresas residentes en cada país.

Las pruebas econométricas acerca de los efectos que tienen las calificaciones sobre los precios de los activos en los mercados de deuda soberana no han sido del todo concluyentes hasta el momento. Una parte de la literatura sostiene que las calificaciones acompañan la decisión de los mercados, es decir que serían solo un reflejo de las decisiones que ya han tomado los inversores (Gonzalez-Rozada et al 2008), mientras que la otra reconoce una influencia de las recomendaciones de las agencias calificadoras sobre esas decisiones (Sy 2002, Hartelius et al 2008). En general, los testeos econométricos para probar una u otra hipótesis se basan en medir cual de los eventos se da en primer lugar y cual es un reflejo endógeno del otro. Jaramillo y Tejada (2011), usando datos de panel de 35 países emergentes entre 1997 y 2010 encuentran evidencia de que la mejora en la calificación crediticia tiene relevancia dependiendo de los peldaños entre los que se mueva esa modificación en la calificación. En aquellos casos donde la mejora en la calificación supone alcanzar el grado de inversión es donde se verifican las mayores reducciones de spreads en los rendimientos de deuda soberana (según el estudio de aproximadamente el 36%). Para el caso de aquellas mejoras dentro del rango de I.G., también se registra una reducción de los spreads aunque su magnitud es considerablemente inferior (entre el 5% y 10%). Finalmente para aquellas mejoras en la calificación en el rango de activos especulativos no se obtienen impactos sobre los rendimientos. Estos autores concluyen que la evidencia empírica muestra que el status de I.G. reduce los costos financieros significativamente, a través de una mejora en las expectativas del mercado y alentando una mayor entrada de capitales desde un espectro de inversores más amplio y diversificado.

Según un estudio presentado en el Global Finance Stability Report del FMI en 2010, la relación entre calificación y seguro contra default (CDS por sus siglas en inglés) no solo tiene formas no lineales, sino que además, con el impacto de la crisis internacional se produce un fuerte incremento de la dispersión en el tramo de menores calificaciones. Asimismo, el mismo trabajo evalúa el impacto de la variación de las calificaciones sobre los CDS de los emisores soberanos, distinguiendo entre los efectos propios de cada servicio brindado por estas agencias²⁵ (informativo, de certificación y de monitoreo). Los resultados indican que aunque no haya evidencia acerca del servicio de monitoreo, sí la hay respecto a las otras dos funciones. Respecto a la informativa, un anuncio negativo es seguido por un aumento de los CDS estadísticamente significativo de 100 bp para las economías desarrolladas y de

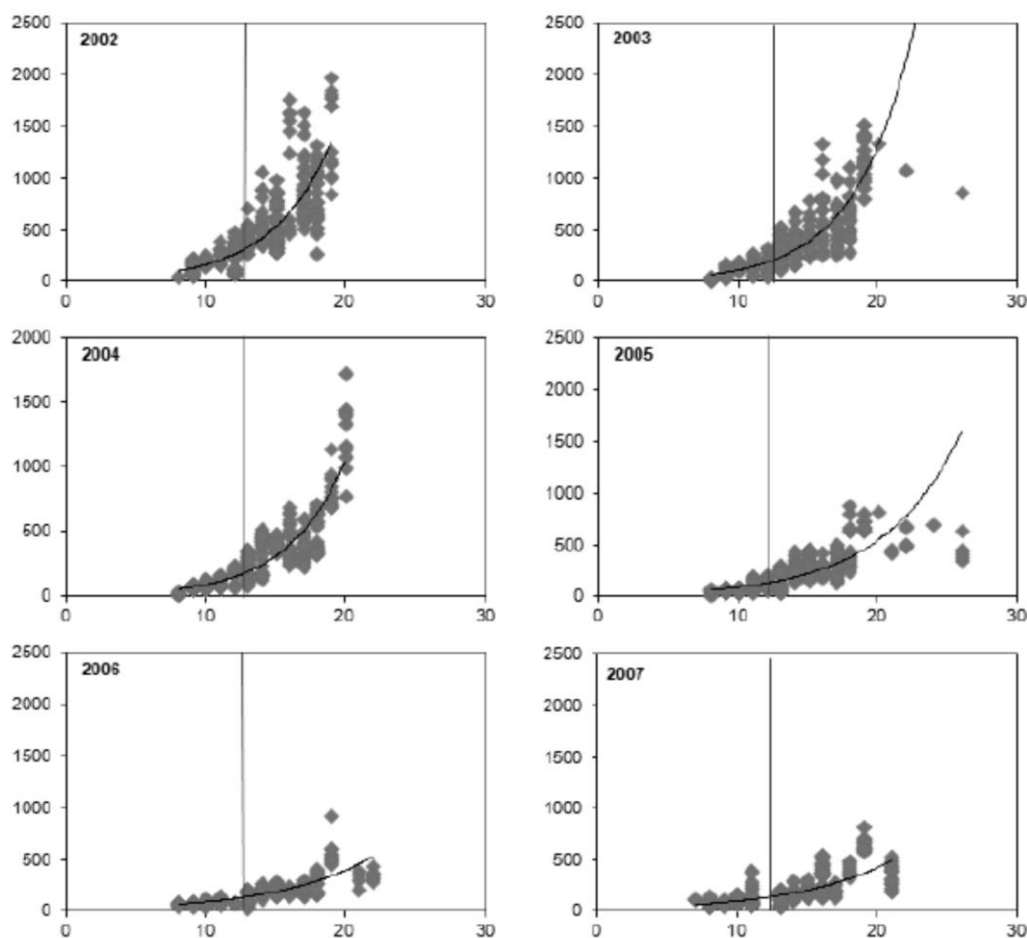
²⁵ Los distintos tipos de servicio brindados por las agencias de calificación se analizan en el siguiente capítulo.

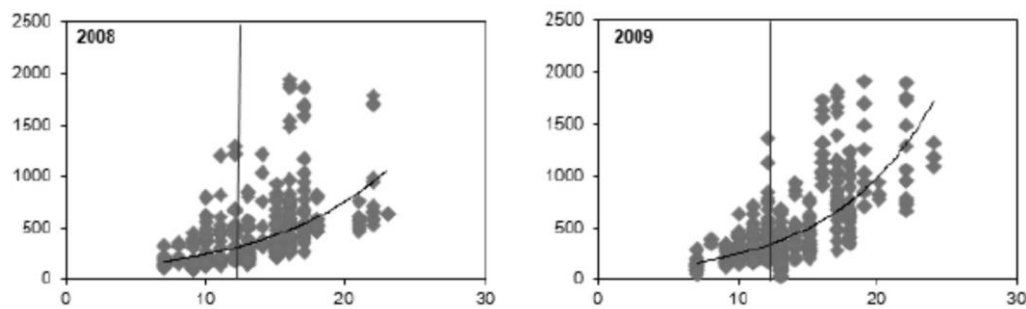
160 bp para las emergentes. Mientras que la de certificación muestra que una rebaja que atravesase el grado de inversión implica aún 38 bp más.

Kremser et al (2013), a diferencia del estudio anterior, encuentran que los efectos de un anuncio sobre los CDS validan principalmente las hipótesis de monitoreo y certificación, no siendo así destacable el efecto del servicio de información. Siendo creciente el efecto a medida que baja la calidad del emisor.

Los siguientes gráficos ilustran la relación negativa existente entre la calificación y el nivel de riesgo percibido por el mercado (EMBI). Es destacable lo sucedido en 2008 y 2009, los principales años de la crisis financiera global, donde, a mismos niveles de calificación, la dispersión de los spreads se amplía. Este comportamiento permite esbozar dos conclusiones: una es que los mercados distinguen más entre los emisores que las calificadoras de riesgo, la otra es que las calificadoras no siguen, al menos de forma automática a los mercados (si ese fuera el caso acomodarían las calificaciones a los rendimientos, alineándolos a su propia relación funcional).

Gráfico 19. Mercados Emergentes. Calificaciones de Riesgo Soberano (eje de abscisas) y Spreads de Tasa (EMBI) (eje de ordenadas).





Fuente: Jaramillo y Tejada FMI 2011

Más allá de la evidencia empírica acerca de las implicancias que tienen las calificaciones de deuda soberana sobre los IFNIED a los países emergentes, es necesario precisar cuáles son los principales mecanismos económicos que hacen posible que la causalidad vaya desde la mejora en la calificación al mayor ingreso de capitales. Entre ellos entendemos que los más relevantes son los siguientes:

- ✓ Acceso a la cartera de activos de inversores institucionales: existen regulaciones sobre las carteras de activos de fondos comunes de inversión, compañías de seguros, fondos de pensión y bancos que utilizan como norma de prudencia las calificaciones de deuda soberana. Como señalan Jaramillo et al (2012), en general, esa línea divisoria que establece un nivel mínimo de confianza en la voluntad y capacidad de repago de las deudas soberanas viene dada por la caracterización de ese activo con el status de grado de inversión por parte de alguna o varias de las calificadoras de riesgo más importantes a nivel mundial. Para estos autores, la ampliación de la base de posibles inversores para un país que alcanza esa calificación es lo que está por detrás de las reducciones en los rendimientos de los bonos soberanos. Si esa mayor demanda de títulos públicos supone un cambio de propiedad entre residentes y no residentes, se establece un mecanismo directo de impacto de la mejora en la calificación crediticia en el ingreso de capitales. En cualquier caso, la reducción de los spreads permite el desencadenamiento de mecanismos indirectos que se describen más abajo.

- ✓ Incorporación en estructuras cuasi-fijas de fondos de inversión levemente regulados (hedge funds) con posiciones en activos de países emergentes: una mejora en la calificación de deuda soberana incrementa las posibilidades de que ese país sea tomado en cuenta en determinadas estructuras de posiciones

cuasi-fijas (índices) que operan con activos de renta fija o variable de mercados emergentes. Esa mejora impacta positivamente sobre la confiabilidad de los activos emitidos por sus residentes y por lo tanto sobre la calificación crediticia del índice que integran. Las implicancias de este mecanismo son similares a las del caso anterior. A medida que aumenta la cantidad de “cuotapartes” de cada uno de esos fondos se genera una mayor demanda sobre los activos que lo componen, presionando sobre los precios y, eventualmente, movilizándolo un flujo de capitales hacia los países donde residen los emisores de esos pasivos. Una manifestación de este mecanismo lo constituyen los índices MSCI (Morgan Stanley Capital International), que son una referencia de benchmark internacional para estructuras de inversión similares. El índice que invierte en mercados emergentes²⁶ solo contiene países latinoamericanos que alcanzaron el grado de inversión en sus calificaciones de deuda soberana²⁷.

- ✓ Implicancias sobre el acceso al crédito internacional para los estados: como señalamos más arriba, cuando la deuda de un país emergente alcanza el grado de inversión se ponen en funcionamiento una serie de mecanismos que inducen una reducción en el rendimiento de los bonos soberanos. Una primera consecuencia de esto es la disminución del costo financiero que ese estado soberano deberá afrontar en una nueva emisión de deuda. Esa reducción del costo financiero, dependiendo de su magnitud y de la disponibilidad de divisas, puede generar un estímulo para que los estados emitan deuda en los mercados internacionales.

- ✓ Implicancias sobre el acceso al crédito internacional para el sector privado: la reducción de los spreads de la deuda soberana también reduce el costo del financiamiento externo para aquella porción del sector privado con capacidad de obtener préstamos desde el exterior. De esta forma, este sector se verá estimulado a tomar deuda externa, si esa forma de financiamiento le resulta menos onerosa que un crédito en el mercado financiero local. Ese estímulo no solo existe para aquellos casos en donde el objeto de la solicitud de financiamiento está relacionado con una decisión de consumo o de inversión

²⁶ En 1988, MSCI lanzó el primer índice de mercados emergentes. Desde entonces, los mercados emergentes se han convertido en una parte importante e integral de una asignación global de cartera. En 1988, había sólo 10 países en el Índice MSCI Emerging Markets, que representan menos del 1% de la capitalización bursátil mundial. Actualmente, el índice MSCI Emerging Markets cubre más de 800 activos financieros en 23 mercados y representa aproximadamente el 11% de capitalización de mercado mundial. Otros ejemplos de índices de mercados emergentes son S&P Dow Jones, FTSE, y JP Morgan. Este último es utilizado como benchmark para fondos que invierten en títulos de deuda soberana de mercados emergentes.

²⁷ Actualmente son parte del índice de mercados emergentes Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

en la economía real sino que también puede estar relacionado con la obtención de un beneficio financiero. En efecto, si la tasa interna en moneda doméstica mantiene la suficiente distancia con el costo de fondearse en el exterior, los agentes con capacidad de adquirir ese financiamiento pueden obtener una ganancia con bajo riesgo colocando ese dinero en activos de renta fija en moneda local.

- ✓ Disminución en los requisitos de capital para los bancos: las recomendaciones de prudencia internacionales en la administración de los balances de los bancos (acuerdos de Basilea II) vinculan las necesidades de capital propio con el nivel de riesgo de los activos. Por ese motivo, la calificación obtenida por un título soberano influye directamente sobre los requerimientos de capital exigido por la tenencia de ese activo y con ello sobre la posibilidad de apalancamiento. A un mismo nivel de rendimiento, una mejora en la calificación estimula por este canal el incentivo de los bancos a adquirir esos títulos, presionando sobre los rendimientos e ingreso de capitales al país emisor similar al descrito para el caso de los fondos de inversión internacionales.

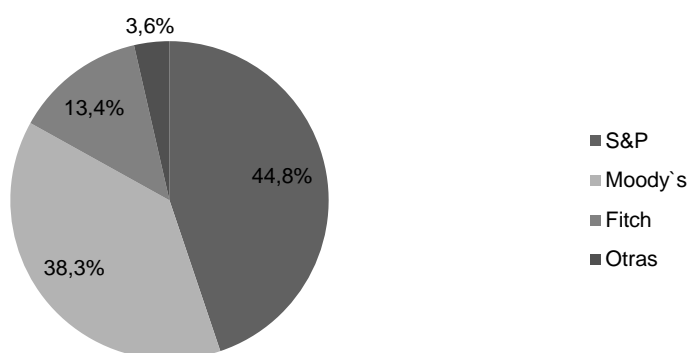
IV- Las agencias de riesgo crediticio

Las agencias de riesgo crediticio (o calificadoras), son empresas privadas encargadas de realizar evaluaciones periódicas de todo emisor de deuda, tanto público como privado, que pretenda financiarse a través de los mercados financieros.

Otorgan calificaciones en una escala alfabética (o alfanumérica, dependiendo la agencia), siendo AAA la mejor y D la más baja²⁸. En esta escala, existe una división cualitativa de suma relevancia: todas las calificaciones superiores a BB+ son consideradas grado de inversión (*investment grade*), mientras que las que no alcanzan el nombrado nivel son consideradas *junk*, o de alto rendimiento.

Las principales compañías dedicadas a esta actividad son Standard & Poors, Moody's y Fitch, quienes concentran el 96,42% del mercado mundial de la siguiente forma:

Gráfico 20. Participación de las principales agencias a nivel mundial



Fuente: US Securities and Exchange Commission

¿Para qué sirven las calificadoras de riesgo?

Su utilidad está vinculada a la generación de información pública, reduciendo la asimetría de conocimiento entre los emisores y los potenciales inversores. Como bien indican Eatwell y Taylor (2000) “la mayoría de la gente que negocia con activos financieros sabe poco y nada de ellos.”

Las funciones de las calificadoras usualmente se categorizan en tres categorías principales:

²⁸ Ver tabla en el anexo

- a) *Información*: a partir de una evaluación independiente sobre los riesgos de determinado activo financiero se reducen los costos de obtención de la información, ampliando así el universo de inversores y promoviendo la liquidez en los mercados.
- b) *Monitoreo*: referida al seguimiento previo al cambio de calificación, utilizando información aún no disponible en el mercado o incorporando hechos externos no contemplados en la evaluación vigente. Se realiza a través de anuncios previos (*Outlook y Credit Watches*), los cuales le otorgarían al emisor tiempo para corregir desvíos.
- c) *Certificación*: vinculada a la potestad que tienen las calificadoras de permitirle a un inversor con limitaciones institucionales, adquirir determinado activo financiero. Ejemplo de esta función son la existencia de cláusulas gatillo en contratos²⁹, las regulaciones de capital mínimo sobre el nivel de riesgo de la cartera en las entidades financieras y las restricciones estatutarias sobre la adquisición de activos financieros por parte de personas jurídicas.

Existen dos visiones encontradas que buscan explicar el crecimiento de la utilización de las calificadoras de riesgo a nivel mundial: la que se basa en el mecanismo de reputación y la que destaca el otorgamiento de licencias (Partnoy, 1999). Según la primera, los servicios de información y monitoreo brindados por las agencias son suficientes para explicar la difusión del uso de sus calificaciones, y el principal control que existe sobre ellas es el de reputación. Un error en la calificación de un activo implica una caída reputacional que impactaría en la demanda de calificaciones por parte de los inversores. Estos últimos buscarían otras calificadoras que hagan bien su trabajo o bien desistirían de utilizarlas como referencia en el caso de que la confianza sobre sus apreciaciones no alcance un nivel mínimo. De forma similar al funcionamiento del rating Michelin para los restaurantes o la escala de estrellas para los hoteles. La segunda visión, menos optimista, plantea que el crecimiento se debió mayormente al aumento de la función de certificación. Lo determinante sería la necesidad de los inversores institucionales de adquirir valores que hayan sido caratulados por una entidad objetiva y competente como confiables. En la práctica, esta condición viene dada por los requerimientos técnicos determinados por los reguladores o por las restricciones estatutarias de los administradores de fondos

²⁹ Tiene que ver con los acuerdos contractuales que estipulan un cambio en las condiciones de financiamiento si se modifica la calificación recibida por el emisor.

privados. En este caso las calificadoras otorgarían o no el derecho a estar en orden con la regulación o con las restricciones estatutarias vigentes.

¿Cómo se ingresa a este mercado?

Particularmente en Estados Unidos, la principal plaza financiera mundial, se requiere el aval de la U.S. Securities and Exchange Commission (SEC). Según la regla 15c3-1 (1973) (SEC) las instituciones consideradas Nationally Recognised Statistical Ratings Organizations (NSROs) eran S.P., Moodys y Fitch. Actualmente hay cuatro más, aunque de muy escasa relevancia en el mercado. El sistema es esencialmente “no competitivo”, ya que la necesidad de habilitación por parte de la SEC, la cual no detalla requerimientos ni procesos para acceder a este status, funciona como una barrera a la entrada. (Shorter y Seitzinger 2009)

¿Cómo se financian?

La modalidad vigente actualmente a nivel mundial es que los gastos ocasionados en la contratación de las calificadoras de riesgo son afrontados por el emisor calificado. Stanford y Xie (2010), estudiaron la posible existencia de riesgo moral, motivada en el hecho de que el calificado sea quien pague por su calificación, tomando como referencia temporal la etapa donde Moody's y S&P tenían diferentes modelos de financiamiento (1971-1979). Dado el cambio de sistema de financiamiento en una de las calificadoras, es posible estimar si estas son permeables a sesgar sus apreciaciones. En ese período S&P, que pasó a financiarse a través de los emisores, incrementó sus calificaciones promedio, siendo aquellos con mayor peso financiero los que percibieron las principales mejoras.

Es importante destacar que estas agencias están habilitadas a emitir calificaciones, aunque no haya sido requerido por el emisor, siendo posible generar situaciones extorsivas por parte de las agencias. El mejor ejemplo es el de riesgo soberano. En la actualidad Argentina no solicita calificaciones, y aun así las agencias emiten periódicamente sus respectivas evaluaciones.

Los criterios de evaluación

Como señalan Eatwell y Taylor “... las señales deben ser simples y definidas. Las interpretaciones sofisticadas de la información no aportan hilos conductores claros. De ahí que los mercados de divisas y de cambio extranjero estén dominados por eslóganes simples: los grandes déficit fiscales producen tasas de interés más altas, el gasto público es malo, la caída del desempleo acelera la inflación, etcétera...”

Las técnicas de evaluación utilizadas por las principales calificadoras son sumamente opacas. Esto se debe a que, a pesar de que las mismas publican las variables analizadas, la metodología de medición y su ponderación solo son descriptas parcialmente.

Entendemos que pueden señalarse dos tipos de objeciones técnicas principales en la actividad de las calificadoras. Un primer grupo tiene que ver con la elección de los indicadores que son tomados en consideración y su relevancia con respecto al objetivo de establecer la capacidad de pago del prestatario. El segundo grupo está relacionado con la introducción de consideraciones de índole subjetivas, que habilitan un peso considerable en la determinación de la calificación a interpretaciones arbitrarias o discrecionales.

En el caso de las variables observables y mensurables, la discusión se centra en la ponderación de las mismas sobre la calificación. No es explícito el modelo al cual adscriben las agencias y las relaciones causales que existirían entre las variables tomadas en cuenta y la capacidad de pago de la economía analizada. Uno de los principales déficits teóricos parece estar en el vínculo directo que le otorgan a la deuda nominada en moneda extranjera respecto a la emitida en moneda local. Existiría, aparentemente, una conexión causal entre el déficit fiscal y la capacidad de pago de la deuda nominada en divisas. Sin embargo, en el caso particular de América Latina, las crisis de deuda han estado vinculadas sistemáticamente al desempeño del sector externo, siendo su relación con el resultado fiscal especulaciones derivadas de los postulados teóricos de la ortodoxia económica.

Otro caso notorio es la inflación. Por algún mecanismo no explicitado, el incremento de los precios internos en moneda doméstica socavaría la capacidad de los gobiernos de hacer frente a los servicios de la deuda pública. Incluso resulta dudoso que el crecimiento implique necesariamente una mayor solvencia. Países que presentan restricciones de corto plazo en las cuentas externas, con dificultades de acceso al mercado de capitales, podrían presentar situaciones de iliquidez como consecuencia del aumento de las importaciones (resultado del crecimiento). También se observa una

duplicación de los efectos del crecimiento ya que el PBI no solo tiene su propia categoría, sino que es el denominador en varias otras. Por ejemplo, si aumenta el PBI no solo mejora ese indicador sino que también el de deuda pública sobre PBI, servicios de deuda sobre PBI, etc. Si la deuda está nominada en divisas y el crecimiento de la economía no se produce como consecuencia del crecimiento de las exportaciones, no parece claro el mecanismo por el cual el estado soberano ahora estaría en mejores condiciones de afrontar sus compromisos en una moneda que no controla y en la que tampoco percibe los impuestos que recauda.

Aún más arbitrario y poco transparente resulta el caso de las consideraciones cualitativas, las cuales incorporan la subjetividad de las calificadoras y de los organismos que elaboran este tipo de índices y son tenidos en cuenta como fuente de información. Esa subjetividad viene dada por un sesgo político y/o ideológico que en general es plenamente coincidente con la visión del mundo que tienen las principales potencias occidentales. Conceptos como la “eficacia institucional y de gobierno”, el “riesgo de política doméstica”, el “riesgo geopolítico”, el “índice de control de la corrupción” o de “cumplimiento de la ley”, parecen ser significativos en la ponderación (ver anexo), y altamente discrecionales. No solo son difíciles de medir, sino que resulta difícil especificar el efecto que pueden llegar a tener sobre la capacidad de pago de una economía.

En resumen, el análisis parecería concentrarse en el correcto o incorrecto funcionamiento de una economía (desde una óptica neoliberal) en lugar de reflejar una evaluación que estrictamente focalice su atención sobre la capacidad de pago de un estado soberano.

Finalmente, también se registran distorsiones con la introducción de indicadores que promueven explícitamente mecanismos de vinculación entre las decisiones de los inversores y las calificaciones. Un caso sorprendente en este aspecto es el de Moody's (la calificadora más transparente en cuanto a su metodología), quien puede llegar a ponderar los rating implícitos de mercado (los precios de mercado de los activos y de los CDS) hasta el 50% en la calificación, resultando ello en una clara acción pro-cíclica sin fundamento analítico alguno. De esta manera, se reducen “artificialmente” las diferencias entre las evaluaciones sobre los activos realizadas por las calificadoras y aquellas que son reflejadas por el mercado.

Los determinantes de la categoría “Grado de Inversión”

En un estudio del año 2010 publicado por el FMI, Laura Jaramillo testea cuáles son las variables que poseen mayor poder de explicación al momento en que las calificadoras deciden que una economía emergente puede traspasar la barrera que separa la categoría “*alto rendimiento*” de la categoría “*grado de inversión*”. La mencionada opacidad de las metodologías hace pertinente recurrir a este tipo de estudios al momento de decidir políticas. Por ese motivo Jaramillo intenta descubrir cuál es la real incidencia de los distintos factores ponderados con independencia de lo que se puede traslucir en las metodologías publicadas. Su objetivo es articular una guía de acción de política económica para que los países puedan alcanzar el añorado “grado de inversión”

En su investigación, la autora concluye que existen cinco indicadores relevantes para que un país pueda ser considerado “confiable” para invertir:

- 1) *El nivel de endeudamiento público externo sobre PBI.* Los bajos niveles de deuda externa aparecen como el elemento más significativo considerado por las calificadoras. Llamativamente solo se consideran los pasivos del sector público, el endeudamiento externo del sector privado no presentaría poder explicativo³⁰.
- 2) *El nivel de endeudamiento público doméstico sobre PBI.* Aunque en menor medida, un ratio adecuado también se considera necesario para que un país periférico sea considerado solvente.
- 3) *El riesgo político.* El tercer indicador se destaca por su subjetividad, dificultad de medición y de modelización de sus implicancias. Consecuentemente, la discrecionalidad y el sesgo político y/o ideológico de las calificadoras y de los organismos que elaboran este tipo de índices se traslada a la calificación³¹.
- 4) *Exportaciones sobre PBI.* Este coeficiente pretende determinar la capacidad de obtener divisas de una economía, a través de sus ventas al resto del mundo, a fin de afrontar el flujo de vencimientos externos.

³⁰ De hecho Jaramillo encuentra evidencia estadística que en el caso de Moody's existe un efecto positivo del endeudamiento externo privado sobre el grado de inversión, dando cuenta, según la autora, que el acceso del sector privado al mercado internacional sirve como un indicador de la confianza del mercado en la solvencia del sector corporativo.

³¹ Los trabajos de Mellios y Paget-Blanc (2006) y Alfonso et al (2007) también encuentran una relación significativa entre el riesgo político y el grado de inversión.

- 5) *Dinero (en sentido amplio) sobre PBI*. El argumento sostenido por la autora, para explicar la significatividad del indicador, tiene que ver con las ventajas relativas que tendría un país con mayor profundidad financiera para sostener mayores niveles de deuda doméstica.

De esta forma si un país periférico desea alcanzar el status de I.G. debería adecuar su política económica de forma tal de compatibilizarla con la posibilidad de alcanzar para cada uno de estos indicadores valores que sean considerados “aceptables” por las agencias de riesgo crediticio. Esto no siempre será inocuo en materia de crecimiento o desarrollo, habida cuenta de que determinadas políticas, como por ejemplo una expansión fiscal contra endeudamiento en moneda local (aumenta la deuda doméstica sobre producto) o una política de sustitución de importaciones que haga caer el ratio expo / PBI podrían verse obstaculizadas a partir de los efectos negativos sobre la calificación de deuda que esto pudiera traer aparejado. Nótese que en los ejemplos anteriormente mencionados, la capacidad de pago de la deuda en moneda extranjera no necesariamente será afectada negativamente, sin embargo, siguiendo a Jaramillo, los determinantes de su calificación crediticia empeorarían con respecto a la situación anterior.

Los tipos de inversor

A fin de profundizar en el análisis acerca del impacto que las calificadoras de riesgo pueden generar sobre los IFNIED, en lo sucesivo se intentará relacionar cada tipo de inversor con la función específica de las agencias de calificación que tiene incidencia sobre sus decisiones. Esto nos permitirá descomponer los efectos de un cambio de calificación en la deuda soberana según los incentivos que representen para cada inversor.

La distinción fundamental propuesta es entre los agentes con capacidad de asimilar y procesar la información disponible en el mercado (“sofisticados”), y los que no (“no sofisticados”). A pesar de que ambos pueden utilizar los servicios de información y monitoreo brindado por las calificadoras, los no sofisticados son más proclives a tomar por válidas las recomendaciones hechas por las agencias o a nutrirse de la información pública que brindan, dada su incapacidad de generar sus propias apreciaciones.

Por el contrario, los agentes sofisticados cuentan con los medios para realizar sus propias estimaciones respecto a la situación del mercado y las opciones de inversión. Sin embargo, parte de ellos se encuentra altamente regulado y las calificaciones pueden influir en la composición de su cartera, fundamentalmente por el motivo certificación.

Los agentes sofisticados, consumidores de las calificaciones principalmente por la función de certificación serían:

- Altamente regulados: Fondos comunes de inversión, compañías de seguros, fondos de pensión y bancos.
- Levemente regulados: Grupos de inversores privados (hedge funds).

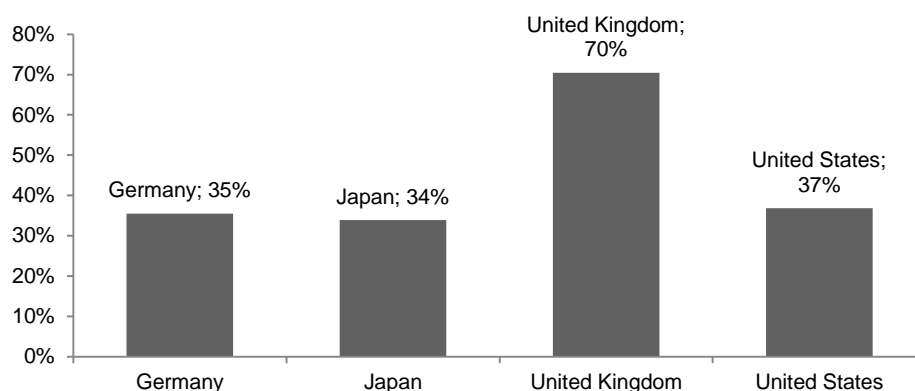
Los agentes no sofisticados, consumidores de las calificaciones principalmente por las funciones de información y certificación serían:

- Personas Físicas.
- Empresas no financieras o sin un departamento específico con la capacidad de estimar los riesgos de los diferentes tipos de activos financieros.

A fin de tener una idea aproximada del peso relativo de cada tipo de actor, y por ende, de cada tipo de función, presentamos el siguiente gráfico que ilustra, en las principales plazas financieras, la importancia de las compañías de seguros y los fondos de pensión. Los fondos comunes de inversión reciben aportes de compañías de seguro y fondos de pensión, por lo tanto son considerados en forma independiente para no sobreestimar su peso relativo³². La evidencia, a pesar de ser inexacta debido a la superposición mencionada, demuestra el gran peso que tienen los agentes regulados (y por ende el potencial peso del efecto certificación) en los mercados.

³² En el caso de Estados Unidos, donde la información bancaria se encuentra con la desagregación necesaria para realizar la estimación citada, el coeficiente considerando el total de bonos y acciones cotizantes en su poder alcanza el 33%.

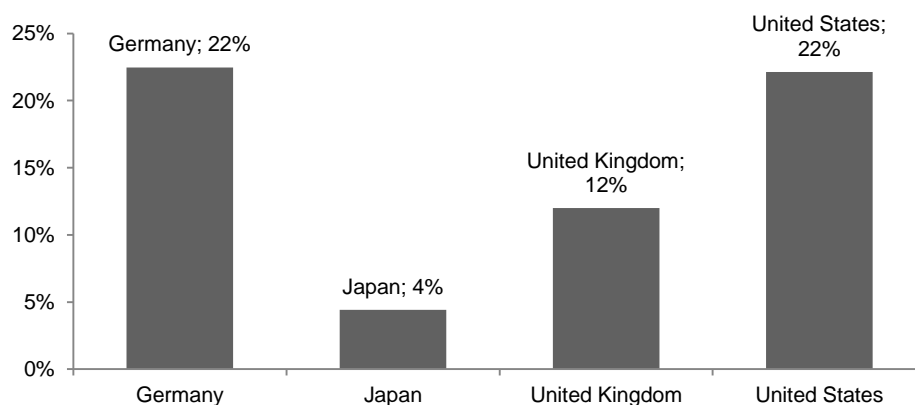
Gráfico 21. Activos de Compañías de Seguros y Fondos de Pensión como porcentaje de Stock de Activos cotizantes en Mercados Financieros ** (2013)



Fuente: elaboración propia en base a datos del Banco Mundial

**Capitalización bursátil, bonos de deuda privada y bonos de deuda pública.

Gráfico 22. Activos de Fondos Comunes de Inversión como Porcentaje de Stock de Activos cotizantes en Mercados Financieros ** (2013)



Fuente: elaboración propia en base a datos del Banco Mundial

A modo de conclusión, podemos relacionar la función de certificación con los mecanismos que vinculan la obtención del “grado de inversión” y el ingreso de capitales hacia las economías periféricas. En efecto, el peso de los inversores institucionales altamente regulados (fondos de pensión, FCIs y compañías de seguro) en los mercados financieros de los países centrales, se muestra de crucial importancia para entender los posibles flujos de dinero hacia aquellos países que obtienen ese nivel de confianza mínimo.

Las calificadoras, al certificar la calidad de determinada deuda soberana, habilitan la posibilidad de que estos inversores institucionales incorporen ese activo a sus

carteras. Sin esa certificación (una nota por debajo de I.G), estos últimos estarán impedidos de adquirir esos papeles.

A su vez, desde el punto de vista del emisor, la opinión de las calificadoras influye a través de la ampliación (o reducción) del universo de los posibles oferentes de fondos, disminuyendo (o incrementando) por lo tanto el costo de sus colocaciones.

La relación con las regulaciones

En este apartado se mencionarán brevemente algunas referencias que dan cuenta de la importancia de las agencias calificadoras en la regulación de los mercados en las principales plazas financieras del mundo:

- ✓ A partir de la implementación de Basilea II, las calificadoras pasan a cumplir un rol preponderante en la determinación de las necesidades de capital de los bancos habida cuenta de que la cartera de activos sobre la que se calcula el nivel de apalancamiento máximo permitido se pondera por el nivel de riesgo. Las agencias son las encargadas de determinar el nivel de riesgo en cada caso (Wierzba et al 2008)³³.

Cuadro 1. Basilea II. Estructura de ponderación de riesgo para deuda soberana

Credit assessment	AAA to AA-	A+ to A-	BBB+ to BBB-	BB+ to B-	Below B-	Unrated
Risk weight	0%	20%	50%	100%	150%	100%

Fuente: Revisions to the Standardised Approach for credit risk. Basel Committee on Banking Supervision

- ✓ Los acuerdos de Basilea III impulsaron que la totalidad de los miembros de la Unión Europea implementen el Capital Requirement Directive IV³⁴, tanto en la regulación bancaria como en la de firmas de inversión, el cual utiliza las agencias calificadoras (European Banking Authority)
- ✓ Una encuesta realizada en 2009 por el Basel Committee on Banking Supervision, a las autoridades bancarias, de seguros y de mercados

³³ En un trabajo crítico sobre las propuestas de Basilea II, Hall (2001) plantea dudas acerca de la conveniencia de concentrar mucho poder en manos de tan pocas agencias, las cuales, más o menos, tienen cuestionables antecedentes. "Los resguardos contenidos en los criterios esenciales del Comité para dar el visto bueno a los papeles, podrían asegurar el interés público si la regulación externa de las agencias de calificación fuera suficientemente diseñada", pag 171.

³⁴ CRD IV es un paquete legislativo de la UE que recoge las normas prudenciales de los bancos, cajas y empresas de inversión. El texto de la UE se publicó oficialmente en el Diario Oficial de la UE el 27 de junio de 2013.

financieros en 12 países demostró que la utilización de las calificadoras de riesgo a nivel regulatorio está ampliamente difundida.

- ✓ La legislación norteamericana en el sector bancario y de seguros, es la que más referencias presenta respecto a las calificadoras (Partnoy). Las mismas se utilizan para:
 - a) Determinar requerimientos de capital³⁵
 - b) Identificar activos elegibles y concentración de los mismos
 - c) Proveer evaluaciones acerca del riesgo asociado a emisiones con cobertura
 - d) Determinar los requisitos de divulgación.
- ✓ Según la publicación del FMI “Global Finance Stability Report. Sovereign, Funding and Systemic Liquidity”, tanto los bancos centrales de Estados Unidos como de Europa exigen cierta calificación (I.G. o mayor) para que los activos sirvan como garantía.
- ✓ Una encuesta de la SEC del año 2003 indica que la mayoría de los fondos comunes, fondos de pensión, compañías de seguros, fondos privados y fundaciones utilizan las calificaciones en su regulación interna. Incluso, muchos fondos de renta fija están vinculados a través de una referencia de benchmark a un índice construido en base a títulos Investment Grade.
- ✓ En Estados Unidos, la ley FIRREA (The Financial Institutions Reform, Recovery, and Enforcement Act) de 1989 no permite comprar bonos por debajo de investment grade a instituciones “Savings and Loans”.
- ✓ Desde el año 2004 la National Association of Insurance Commissioners (NAIC) estadounidense permite el uso de las calificaciones provistas por las agencias de rating con fines regulatorios. Actualmente el 80% de las compañías de seguros las utilizan. Los activos que no son “investment grade” resultan más caros para las compañías, ya que implican un mayor cargo de capital, por lo que exigen una mayor tasa.
- ✓ Desde 1975 la SEC ha establecido que para computar el capital neto de un agente bursátil se le deben realizar ciertos recortes a su posición de títulos. Este recorte es menor para los títulos investment grade (Partnoy 1999).

³⁵ Los requerimientos de capital son definidos por los reguladores a fin de evitar el apalancamiento excesivo de las instituciones financieras. A más riesgoso el activo, mayor será el requerimiento de capital.

V- Conclusiones

La emergencia de superávits persistentes en la cuenta financiera del balance de pagos y su tendencia a incrementarse en el tiempo son un rasgo característico del período de crecimiento que se inicia en 2003 para los países del LAC 8, siendo la única excepción a este hecho estilizado lo acontecido con Argentina.

A su vez, cuando se descompone esta cuenta en sus principales subdivisiones, encontramos que el ingreso de capitales no vinculados a la inversión extranjera directa ha sido determinante en este resultado. Contrariamente, a este nivel de agregación, no se encuentra evidencia para sugerir un cambio de comportamiento del sector privado residente en cuanto a la formación de activos externos, dando cuenta de cierto componente estructural de la salida de capitales en estas economías.

La investigación destaca además una serie de elementos que permiten caracterizar la existencia de dos etapas con rasgos específicos en el período 2003-2013. La línea divisoria de las mismas tiene que ver con la irrupción de la crisis internacional derivada de las hipotecas subprime en EE.UU. Esquemáticamente podríamos ubicar el punto de inflexión en el año 2008 cuando la caída del banco de inversión Lehman Brothers desata el pánico financiero.

Los cambios observados en esa segunda etapa dan cuenta de una dinámica potencialmente insustentable en los modelos de crecimiento en el mediano plazo, aun suponiendo que los principales factores exógenos que se han mantenido en condiciones favorables para la Región durante estos años no se revertirán en el futuro. Entre esos cambios se cuentan la profundización del deterioro en la cuenta corriente del balance de pagos, contemporánea, a su vez, de una clara ralentización en el ritmo de crecimiento del PBI; el aumento de la participación de los flujos de capitales no vinculados a la IED dentro del total y la creciente importancia de estos flujos para estabilizar las reservas internacionales en un determinado nivel.

En ese marco, la sustentabilidad macroeconómica en los países financieramente integrados (EFI) es fuertemente dependiente del ingreso de capitales privados desde el resto del mundo. Por lo tanto, indagar sobre los determinantes que están por detrás de las decisiones, a nivel global, de invertir en estos mercados es de suma importancia para evaluar los grados de libertad con que cuentan los gobiernos para hacer política económica.

Al analizar el potencial de las políticas monetarias locales para atraer inversiones no vinculadas a la IED, la capacidad explicativa del diferencial de tasas ha resultado poco satisfactoria. No se observa una correlación clara entre los flujos y los indicadores de rentabilidad medida en dólares de los activos de renta fija. Por otra parte, no han

existido progresos considerables en la emisión de deuda externa nominada en monedas locales (salvo el excepcional caso de México y en menor medida de Uruguay).

Sin embargo los datos acerca de la evolución de la deuda privada en algunos países dan cuenta de la existencia de un canal asociado al diferencial de intereses que podría estar influyendo en el ingreso de capitales, a pesar de que tampoco se encuentra evidencia de que sea decisivo como factor explicativo de los IFNIED. Se trata del apalancamiento del sector privado en mercados “off-shore”, con motivo del “spread” existente entre las tasas activas locales y las internacionales (vinculadas en cada caso al riesgo país del residente). Los altos niveles de las tasas internas, sumados a la enorme liquidez internacional existente como producto de las políticas expansivas de los países centrales, generan incentivos para el endeudamiento externo en la porción del sector privado en condiciones de acceder a esos mercados. Si ello se combina con políticas sistemáticas de reducción de la volatilidad cambiaria a través de la intervención de los bancos centrales en los mercados de derivados (swaps, N.D.F., etc) los incentivos para tomar préstamos desde el exterior se potencian. El riesgo cambiario se disipa y es absorbido por el sector público (el caso más destacable, por su dimensión, es el programa de swaps de Brasil que alcanzó los U\$S 113.000 millones en febrero de 2015).

A diferencia de la explicación basada en el diferencial de intereses, la relación entre las calificaciones de deuda soberana y los IFNIED muestra un alto nivel de correlación. En líneas generales los ingresos han sido más elevados en aquellos países que han obtenido mejores calificaciones. A su vez, el fuerte incremento de los IFNIED en la segunda etapa del período analizado es contemporáneo de una mejora generalizada en las calificaciones de los países de la Región, siendo los hechos más destacados la obtención del grado de inversión por parte de Brasil, Perú, Colombia y Uruguay. El documento ha indagado específicamente sobre los mecanismos de transmisión que se ponen en marcha a partir de que un la deuda de un determinado país alcanza el estatus de I.G. y que conducen a un incremento de los IFNIED. A lo largo del trabajo se ha presentado, además, evidencia acerca del sentido de la causalidad entre el rendimiento de los títulos públicos (o costo del endeudamiento) y las calificaciones, que contradicen la hipótesis de que estas últimas siguen endógenamente las decisiones de mercado.

Las calificadoras de riesgo, aparecen entonces como agentes decisivos de la dinámica de sustentabilidad externa latinoamericana. Las extendidas restricciones a nivel global sobre las carteras de activos de los principales agentes del mercado financiero (bancos, fondos comunes de inversión y aseguradoras) otorgan una importancia

crucial a su función de certificación. A través de la misma, estas agencias determinan, de facto, donde se puede invertir y donde no. En este sentido, el otorgamiento del I.G., representa un salto cualitativo en las posibilidades de obtener inversiones desde el exterior.

A su vez, la enorme concentración del mercado, derivada de la participación de las tres agencias más importantes, sumada al sesgo ideológico en la ponderación de los diferentes indicadores y a la posibilidad concreta de introducir aspectos discrecionales en las calificaciones, las convierte en un factor de presión sobre los gobiernos. En las décadas del ochenta y del noventa, el FMI pasaba a ocupar un rol central cuando la restricción externa hacía imposible el cumplimiento de las obligaciones externas de los países latinoamericanos. Los préstamos del organismo, en momentos en que el financiamiento a través del mercado se había vuelto inviable, venían acompañados de un conjunto de imposiciones que limitaban los grados de libertad de la política económica. Los llamados “planes de estabilización” buscaban, en general, el recorte del gasto público, la privatización de empresas en manos del gobierno, la flexibilización de leyes laborales, la unificación del mercado cambiario, etc. El trasfondo de tales recomendaciones de política descansaba sobre argumentos estrictamente vinculados a la ortodoxia económica y a los intereses de los países desarrollados que controlaban (y aún controlan) el organismo.

En la actualidad el FMI ha perdido su tradicional influencia en la Región, como consecuencia de los amplios márgenes de financiamiento con que cuentan las EFI y la resistencia de otros gobiernos a someterse nuevamente a sus políticas. Sin embargo, las necesidades crecientes de flujos externos hacen que las percepciones de los mercados sobre la sustentabilidad de cada economía resulten claves. De esta forma, en tanto las calificadoras influyen sobre estos criterios, los gobiernos deben orientar su políticas a fin de alinearlas con ese “deber ser” de la economía que expresan las agencias. En este sentido cumplen un papel similar al del FMI relatado más arriba.

Las dinámicas macroeconómicas de los países del LAC 8, vinculadas a una tendencia al deterioro de la cuenta corriente del balance de pagos, demuestran la necesidad de introducir cambios en las matrices productivas para no caer recurrentemente en restricciones de divisas que impidan sostener en el tiempo un proceso de crecimiento. Sin embargo, el propio condicionamiento que deriva de la presión ejercida por las calificadoras puede funcionar como una suerte de corset que limite las capacidades de los gobiernos de impulsar esa transformación. Actualmente, una decisión mucho menos ambiciosa, como la de incrementar el impulso fiscal para expandir el producto, puede ser “vetada” en la práctica por estas agencias. Sus opiniones, en clave de extorsión, se encuentran cotidianamente en los medios masivos de comunicación.

En el corto o mediano plazo, resulta más grave aún el hecho de que las reversiones en los flujos de capitales son posibles aunque se mantengan determinados niveles de calificación, habida cuenta de la existencia de indicadores de conocimiento público cuyo deterioro puede disminuir la confianza de los mercados por debajo de cierto umbral mínimo. Algunos de estos indicadores, como los que relacionan el nivel de deuda en moneda extranjera con las reservas internacionales o con las exportaciones, han sido presentados en este documento.

A su vez, esa reversión puede verse acelerada si en el futuro se produce un cambio de tendencia en la evolución de ciertas variables exógenas que se han mantenido en niveles muy ventajosos para la Región durante los últimos años. Como señalamos en la introducción, los términos de intercambio y el crecimiento de China han empezado a mostrar síntomas de que su dinámica no será la misma que en el pasado. Por otro lado, las tasas anormalmente bajas en los EE.UU. se han mantenido a pesar de los constantes rumores acerca de la intención de la FED de comenzar a elevar los tipos de interés. En cualquier caso, pareciera por lo menos imprudente que la política económica se sustente sobre potenciales decisiones cuyo foco de atención poco tiene que ver con el devenir de los pueblos de la Región.

Anexo

Cuadro Anexo 1. Ratings de Crédito Soberano por Agencia.

	S&P	Moody`s	Fitch
Investment Grade			
Highest quality, reliable, stable.	AAA	Aaa	AAA
High quality	AA	Aa	AA
Strong payment capacity	A	A	A
Adequate payment capacity	BBB	Baa	BBB
Speculative Grade			
Likely to fulfill obligations, ongoing uncertainty	BB	Ba	BB
Financial situation varies considerably	B	Ba	B
Vulnerable, dependent on favorable economic conditions to meet payments	CCC	Caa	CCC
Highly vulnerable, speculative	CC	Ca	CC
Close to default, may be in arrears	C	C	C
Defaulted on obligations	D		D

Nota: Entre las categorías, S&P y Fitch usan signos de más (+) y menos (-) para mostrar posiciones intermedias. Moody`s utiliza un ranking numérico (1, 2 y 3).

Evolución de las calificaciones de riesgo soberano (promedio anual en base a un año trimestral)

Moody`s

Año	Argentina	Brasil	Chile	Colombia	México	Perú	Uruguay	Venezuela
2003	4,5	8	11	11	13	10	7	6
2004	6	8,25	11	11	13	10	7	6,75
2005	6,5	9,25	11	11	15	10	7	9
2006	7	10,5	11,5	11	15	10	7	9
2007	7	11,5	13	11	15	10,5	9	9
2008	7	12	13	11,75	15	11,5	9	8,75
2009	7	12	13,875	12	15	12	10	8
2010	7	13	14,375	12	15	13	10	8
2011	7	13,5	15,5	12	15	13	12	8
2012	7	14	15,75	12	15	13,5	12,5	8
2013	7	14	16	12,75	15	14	13	8

Fitch Ratings

Año	Argentina	Brasil	Chile	Colombia	México	Perú	Uruguay	Venezuela
2003	1	8,25	16	11	14	10	6,25	6,5
2004	1	9,5	16	11	14	10,25	8	7,5
2005	1	10,75	17	11	14	11	8	9,25
2006	1	11,75	17	11	14	11,5	8	10
2007	1	12	17	11,75	14	12	9,5	10
2008	1	12	17	12	14	12	10	10
2009	1	13	17	12	14	13	10	9
2010	6,25	13	17	12	14	13	10,75	9
2011	8	13,75	18	12,75	14	13,25	11,75	9
2012	8	14	18	13	14	14	12	9
2013	6,75	14	18	13,25	14,75	14,5	13	9

Equivalencias

Fitch	Moody's	Nº
AAA	Aaa	22
AA+	Aa1	21
AA	Aa2	20
AA-	Aa3	19
A+	A1	18
A	A2	17
A-	A3	16
BBB+	Baa1	15
BBB	Baa2	14
BBB-	Baa3	13
BB+	Ba1	12
BB	Ba2	11
BB-	Ba3	10
B+	B1	9
B	B2	8
B-	B3	7
CCC+	Caa1	6
CCC	Caa2	5
CCC-	Caa3	4
CC	Ca	3
C	C	2
RD		1
D		0

Cuadro Anexo 2. Criterios de evaluación de Moody's

	%	%		%	
Firmeza Económica	18,75	Dinámica de Crecimiento	9,375	Promedio de Crecimiento	3,125
				Volatilidad del Crecimiento	3,125
				Índice de Competitividad Global WEF	3,125
		Escala de la Economía	4,6875	PBI Nominal (USD)	4,6875
		Ingreso Nacional	4,6875	PBI pc (PPP)	4,6875
		Factores de Ajuste		Diversificación	
				Boom Crediticio	
Firmeza Institucional	18,75	Contexto Institucional y Eficiencia	14,0625	Índice de Eficiencia Gubernamental (WB)	7,03125
				Índice de Cumplimiento de la Ley (WB)	3,515625
				Índice de Control de la Corrupción (WB)	3,515625
		Credibilidad de las Políticas y Eficiencia	4,6875	Nivel Inflacionario	2,34375
				Factores de Ajuste	
				Antecedentes de Default	
Firmeza Fiscal	12,5	Peso de la Deuda	6,25	Deuda del Gobierno General / PBI	3,125
				Deuda del Gobierno General / Ingresos	3,125
		Asequibilidad de la Deuda	6,25	Pagos de Interés del Gobierno General / PBI	3,125
				Pagos de Interés del Gobierno General / Ingresos	3,125
				Factores de Ajuste	
				Deuda del Gobierno General en Moneda Extranjera / Deuda del Gobierno General	
				Deuda de Otros Sector Público / PBI	
				Activos Financieros del Sector Público o Fondos de Riqueza Soberanos / PBI	
Indicador Utilizado					
Susceptibilidad a Eventos de Riesgo	50	Riesgo Político	Max	Riesgo de Política Doméstica	Índice "Voice and Accountability" (WB)
				Riesgo Geopolítico	PBI pc
		Riesgo de Liquidez del Gobierno	Max	Medidas Fundamentales	Necesidad de Endeudamiento Bruta / PBI
			Stress de Fondo de Mercado	% de Deuda del Gobierno General en Manos de no Residentes	
				Rating Implícitos de Mercado	
	Riesgo del Sector Bancario	Max	Solidez del Sistema Bancario	BCA (Baseline Credit Assessment) Promedio	
			Tamaño del Sistema Bancario	Activos de Bancos Domésticos / PBI	
			Vulnerabilidad de Fondo	Coefficiente Préstamos / Depósitos del Sistema Bancario	
	Vulnerabilidad Externa	Max	(Cuenta Corriente + FDI) PBI		
			Indicador de Vulnerabilidad Externa		
			Posición Internacional de Inversiones Neta / PBI		

Bibliografía

- Amico, F. (2014) “Sostenibilidad e implicancias del “desacople” entre el centro y la periferia en el contexto latinoamericano” Documento de Trabajo N°57 de CEFID-AR.
- Amsden, A. (2004) “La sustitución de importaciones en las industrias de alta tecnología: Prebisch renace en Asia” Revista de la CEPAL N°82.
- Arias, F; Garrido, D; Parra, D y Rincon, H (2013) “Do the different types of capital flows respond to the same fundamentals and in the same degree? Recent evidence for emerging markets. Banco de la República de Colombia.
- Akyuz, Y. (2012) “The Boom in Capital Flows to Developing Countries: Will It Go Bust Again?” *Ekonomi-tek* Volume. N°1.
- Arezki, R. Candelon B. Sy A. (2011) “Sovereign Rates News and Financial Markets Spillovers: Evidence from the European Debt Crisis”.
- Basel Committee on Banking Supervision (2009) “Stocktaking on the use of credit rating”
- Blanchard, O. y Pérez Enrí, D. (2000): *Macroeconomía. Teoría y Política Económica con aplicaciones a América Latina Perú*, Prentice Hall.
- Bonizzi, B. (2013) “Capital flows to emerging markets: Institutional investors and the post-crisis environment”.
- Bustillo, I. y Velloso, H. (2012) “La montaña rusa del financiamiento externo El acceso de América Latina y el Caribe a los mercados internacionales de bonos desde la crisis de la deuda, 1982-2012. CEPAL.
- CEPAL (2014) “La Inversión Extranjera Directa en América Latina y el Caribe”
- De Lucchi (2014) “Macroeconomía de la deuda pública. El Desendeudamiento Argentino” (2003-2012). Documento de Trabajo N°53 de CEFID-AR.
- Dornbusch, R. (1993) “La macroeconomía de una economía abierta”, Barcelona, Bosch.
- Fitch Ratings (2012) *Sovereign Rating Criteria*.
- Eatwell, J y Taylor, L (2005) “Finanzas Globales en riesgo. Un análisis a favor de la regulación internacional” Siglo XXI editores.
- Filippo, A (2011) “Financiamiento del desarrollo económico. Diversificación de instrumentos en una economía en desarrollo”.
- Fratzscher, M (2011) “Capital flows, Push versus Pull factors and the Global Financial Crisis” European Central Bank.
- Frenkel, R (1982) “Mercado financiero, expectativas cambiarias y movimientos de capital” *Revista Desarrollo Económico* N°87.

Gaggero, J; Gaggero, A y Rua, M (2014) "Fuga de capitales III Argentina 2002-2012. Magnitudes, Evolución, Políticas Públicas y cuestiones fiscales relevantes". Documento de Trabajo N°52 de CEFID-AR.

Gallagher,K; Irwin,A y Koleski, K (2013) "¿Un mejor trato? Análisis comparativo de los préstamos chinos en América Latina" Universidad Nacional Autónoma de México Facultad de Economía Centro de Estudios China-México Número 1.

Grondona, V "Fuga de Capitales IV (2014) "La manipulación de los precios de transferencia" Documento de Trabajo N°58 de CEFIDAR.

Hall, M (2001) "The Basel Comimittee's proposals for a new capital adequacy assessment framework: a critique", Banca Nazionale del Lavoro Quartely Review, N° 217, June.

Global Financial Stability Report (2010) "The Uses and Abuses of Sovereign Credit Ratings" F.M.I.

Jaramillo, L; Tejada, C (2011). "Sovereign Credit Ratings and Spreads in Emerging Markets: Does Investment Grade Matter?" F.M.I.

Jaramillo, L. (2010) "Determinants of Investment Grade Status in Emerging Markets" F.M.I.

Jiang, J.; Harris Stanford, M; Xie, Yuan. (2011) "Does it Matter Who Pays for Bond Rating? Historical Evidence" Journal of Financial Economics.

Kremser, T. Kremslehner, D. Rammerstorfer, M. (2013) "Rating Agencies Monitoring and Certification Services. Evidence from de CDS Market". Social Science Research Network.

Krugman, P. Obstfeld, M. (1995) "Economía internacional", Madrid.

Lerner, A.P. (1944) "Economía del Control", Fondo de Cultura Económica.

Lerner, A.P. (1943) "Functional Finance and the Federal Debt" Social Research Vol. 10.

Losada López, Ramiro (2009) "Agencias de Rating: Hacia una Nueva Regulación" Monografía N°34, Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Moody's (2013) Rating Methodology: Sovereign Bond Ratings. 2013.

Partnoy, F. (1999) "The Siskel and Ebert if Financial Markets?: Two Thumbs Down for the Credit Rating Agencies" Washington University Law Quarterly.

Prebisch, R (1949) "El desarrollo económico de la América Latina y algunos de sus principales problemas" CEPAL.

Rua, M (2014) "Fuga de capitales V. Los facilitadores y sus modos de acción" Documento de Trabajo N° 60 CEFID-AR.

Shaghil Ahmed, S y Zlate, A (2013) "Capital Flows to Emerging Market Economies: A Brave New World? Board of Governors of the Federal Reserve System International Finance Discussion. Paper Number 1081.

Shorter, G. Seitzinger, M. (2009) "Credit Rating Agencies and Their Regulation". Congressional Research Service.

Standard and Poor's (2013) "Sovereign Government Rating Methodology and Assumptions"

Stiglitz, J; Liu, L and Ferri, G (1999) "The Procyclical Role of Rating Agencies: Evidence from the East Asian Crisis. Economic Notes Vol. 28.

Thirlwall, A. (1986) "Balance of Payments Constrained Growth: A Reply" Applied Economics, Taylor and Francis Journals, vol. 18.

Wierzba, G. Del Pino Suárez, E. Kupelian, R. López, R. (2008) "La Regulación Financiera, Basilea II, la Crisis y los Desafíos para una Cambio de Paradigma" Documento de Trabajo N° 22 CEFIDAR.

DOCUMENTOS PUBLICADOS POR EL CEFID-AR:

- Nº 1 – “METAS DE INFLACIÓN: IMPLICANCIAS PARA EL DESARROLLO”. Martín Abeles y Mariano Borzel. Junio 2004
- Nº 2 – “ALGUNAS REFLEXIONES SOBRE EL ROL DE LA BANCA PÚBLICA”. Daniel Kampel y Adrian Rojze. Noviembre 2004
- Nº 3 – “REGULACIÓN BANCARIA EN ARGENTINA DURANTE LA DÉCADA DEL 90”. Guillermo Wierzba y Jorge Golla. Marzo 2005
- Nº 4 – “BANCA COOPERATIVA EN FRANCIA. UN ESTUDIO DE CASO”. Mariano Borzel. Junio 2005
- Nº 5 – “LA CUESTIÓN TRIBUTARIA EN ARGENTINA. LA HISTORIA, LOS DESAFÍOS DEL PRESENTE Y UNA PROPUESTA DE REFORMA”. Jorge Gaggero y Federico Grasso. Julio 2005
- Nº 6 – “SOCIEDAD DE GARANTÍA RECÍPROCA. UNA HERRAMIENTA PARA EL DESARROLLO DEL CRÉDITO PYME”. Alejandro Banzas. Octubre 2005
- Nº 7 – “EL MANEJO DE LA CUENTA CAPITAL: ENSEÑANZAS RECIENTES Y DESAFÍOS PARA ARGENTINA” Autor: Mariano Borzel, Colaborador: Emiliano Libman. Diciembre 2005
- Nº 8 – “FINANCIAMIENTO A PYMES EN LA BANCA PÚBLICA. ESTUDIO DE CASO: DESARROLLO DE MODELOS DE SCORING DE RIESGO CREDITICIO EN EL BANCO DE LA PROVINCIA DE BUENOS AIRES”. César Marcelo Ciappa. Enero 2006
- Nº 9 – “LA CRISIS ARGENTINA DE 2001. ALGUNOS TÓPICOS SOBRE SU IMPACTO EN EL PORTAFOLIO Y LAS FUENTES DE FINANCIAMIENTO DEL SECTOR PRIVADO NO FINANCIERO”. Máximo Sangiácomo. Febrero 2006
- Nº 10 – “DIMENSIÓN DE LOS CONGLOMERADOS FINANCIEROS. EL CASO ARGENTINO” Autor: Jorge Golla Colaborador: Lorena E. Fernández. Mayo 2006
- Nº 11 – “EL SPREAD BANCARIO EN LA ARGENTINA. UN ANÁLISIS DE SU COMPOSICIÓN Y EVOLUCIÓN (1995-2005)”. Federico Grasso y Alejandro Banzas. Agosto 2006
- Nº 12 – “LA INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA EN LA POST-CONVERTIBILIDAD. PRINCIPALES TENDENCIAS EN UN NUEVO PATRÓN DE CRECIMIENTO” Ariana Sacroisky Octubre 2006
- Nº 13 – “ESTRUCTURA PRODUCTIVA Y DETERMINACIÓN DE PRECIOS. UN ABORDAJE SECTORIAL (2002-2005)” Mariano Borzel y Esteban Kiper. Noviembre 2006
- Nº 14 – “LA FUGA DE CAPITALES. HISTORIA, PRESENTE Y PERSPECTIVAS”. Jorge Gaggero, Claudio Casparrino y Emiliano Libman. Mayo 2007
- Nº 15 – “LA INVERSIÓN Y SU PROMOCIÓN FISCAL ARGENTINA, 1974 – 2006” Jorge Gaggero y Emiliano Libman, Junio 2007
- Nº 16 – “DESAFÍOS DE LA RECONFIGURACIÓN PRODUCTIVA EN ARGENTINA. APORTES PARA EL DEBATE ACTUAL”. María Agustina Briner, Ariana Sacroisky y Magdalena Bustos Zavala. Julio 2007
- Nº 17 – “LA SOSTENIBILIDAD DE LA POLÍTICA DE ESTERILIZACIÓN”. Roberto Frenkel. Agosto 2007
- Nº 18 – “EL FINANCIAMIENTO A LA VIVIENDA EN ARGENTINA. HISTORIA RECIENTE, SITUACIÓN ACTUAL Y DESAFÍOS”. Alejandro Banzas y Lorena Fernández. Septiembre 2007
- Nº 19 – “NUEVAS ARQUITECTURAS FINANCIERAS REGIONALES. SU INSTITUCIONALIDAD Y CARACTERÍSTICAS”. Guillermo Wierzba. Diciembre 2007
- Nº 20 – “UN ESTUDIO DE CASOS SOBRE BANCA DE DESARROLLO Y AGENCIAS DE FOMENTO” Claudio Golonbek y Emiliano Sevilla. Mayo de 2008
- Nº 21 – “BANCA DE DESARROLLO EN ARGENTINA. BREVE HISTORIA Y AGENDA PARA EL DEBATE” Claudio Golonbek, Septiembre 2008
- Nº 22 - “LA REGULACIÓN FINANCIERA BASILEA II. LA CRISIS Y LOS DESAFÍOS PARA UN CAMBIO DE PARADIGMA” Guillermo Wierzba, Estela del Pino Suarez, Romina Kupelian y Rodrigo López. Noviembre 2008

- Nº 23 – “LA PROGRESIVIDAD TRIBUTARIA. SU ORIGEN, APOGEO Y EXTRAVÍO (Y LOS DESAFÍOS DEL PRESENTE)” Jorge Gaggero. Diciembre 2008
- Nº 24 – “LAS ESTRATEGIAS DE FOCALIZACIÓN DE LA INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA. LECCIONES PARA LA ARGENTINA DE LAS EXPERIENCIAS DE SINGAPUR, MALASIA Y LA REPÚBLICA CHECA” Ariana Sacroisky. Abril 2009
- Nº 25 – “DESIGUALDAD Y CRECIMIENTO. LA LITERATURA, LOS DEBATES Y SU MEDICIÓN” Autor: Federico Grasso Colaboración: María José Castells. Mayo 2009.
- Nº 26 – “CRISIS MUNDIAL. ELEMENTOS PARA SU ANÁLISIS”. Enrique Arceo, Claudio Golonbek y Romina Kupelian. Julio 2009
- Nº 27 – “TITULIZACIÓN HIPOTECARIA EL INSTRUMENTO. RESEÑA DE EXPERIENCIAS. ENSEÑANZAS Y DESAFIOS POST-CRISIS PARA SU USO EN LA ARGENTINA”. Alejandro Banzas y Lorena Fernández. Agosto 2009
- Nº28 – “BANCA DE DESARROLLO UN ESTUDIO DE CASO: BNDES, DISEÑO INSTITUCIONAL Y ROL CONTRACICLICO”. Claudio Golonbek y Andrea Urturi. Marzo de 2010.
- Nº29- “LA FUGA DE CAPITALES II. ARGENTINA EN EL ESCENARIO GLOBAL (2002-2009). Jorge Gaggero, Romina Kupelian y María Agustina Zelada. Julio de 2010.
- Nº30- “CENTRO, PERIFERIA Y TRANSFORMACIONES EN LA ECONOMIA MUNDIAL”. Enrique Arceo y María Andrea Urturi. Agosto de 2010.
- Nº31- “EL REGIMEN BAJO PRESION: LOS ESQUEMAS DE METAS DE INFLACION EN BRASIL, CHILE, COLOMBIA Y PERU DURANTE EL BOOM EN LOS PRECIOS INTERNACIONALES DE MATERIA PRIMA”. Martin Abeles y Mariano Borzel. Septiembre de 2010.
- Nº32- “LOS DESAFÍOS PARA SOSTENER EL CRECIMIENTO. EL BALANCE DE PAGOS A TRAVÉS DE LOS ENFOQUES DE RESTRICCIÓN EXTERNA”. Rodrigo López y Emiliano Sevilla. Octubre de 2010.
- Nº33- “EL SISTEMA FINANCIERO ARGENTINO. LA EVOLUCIÓN DE SU REGIMEN REGULATORIA DESDE LA LIBERALIZACIÓN FINANCIERA. IMPACTOS RELEVANTES SOBRE EL CRÉDITO Y LA ECONOMÍA REAL”. Guillermo Wierzba, Estela del Pino Suarez y Romina Kupelian. Noviembre de 2010
- Nº34 - “AMERICA LATINA: EXPANSIÓN, CRISIS Y DESPUÉS. UN ESTUDIO DE CASO SOBRE LA POLÍTICA CONTRACÍCLICA EN ARGENTINA”. Guillermo Wierzba y Pablo Mareso. Diciembre 2010.
- Nº35 - “PRODUCTO POTENCIAL Y DEMANDA EN EL LARGO PLAZO: HECHOS ESTILIZADOS Y REFLEXIONES SOBRE EL CASO ARGENTINO RECIENTE”. Fabián Amico, Alejandro Fiorito y Guillermo Hang. Enero 2011.
- Nº36 - “SECTOR FINANCIERO ARGENTINO 2007/2010. NORMALIZACIÓN, EVOLUCIÓN RECIENTE Y PRINCIPALES TENDENCIAS”. Claudio Golonbek y Pablo Mareso. Marzo 2011.
- Nº37 - “LA REGULACIÓN DE LA BANCA EN ARGENTINA (1810-2010). DEBTAES, LECCIONES Y PROPUESTAS”. Guillermo Wierzba y Rodrigo López. Junio 2011.
- Nº38 - “PLANIFICAR EL DESARROLLO. APUNTES PARA RETOMAR EL DEBATE”. Claudio Casparrino, Agustina Briner y Cecilia Rossi. Julio 2011.
- Nº39 - “MÁRGENES UNITARIOS FLEXIBLES, CICLO ECONÓMICO, E INFLACIÓN”. Gustavo A. Murga y María Agustina Zelada. Agosto 2011.
- Nº40 - “IMPACTO DEL PRESUPUESTO SOBRE LA EQUIDAD. CUADRO DE SITUACIÓN (ARGENTINA 2010)”. Jorge Gaggero y Darío Rossignolo. Septiembre 2011.
- Nº41 - “DIMENSIÓN Y REGULACIÓN DE LOS CONGLOMERADOS FINANCIEROS. EL CASO ARGENTINO”. Romina Kupelian y María Sol Rivas. Diciembre 2011.
- Nº 42 “Globalización financiera y crisis. Los límites que impone la OMC para la regulación estatal”. Ariana Sacroisky y María Sol Rivas. Abril 2012

- Nº 43 – “Estrategias de desarrollo y regímenes legales para la inversión extranjera”. Enrique Arceo y Juan Matias De Lucchi. Mayo 2012.
- Nº 44 – “El enfoque de dinero endógeno y tasa de interés exógena”. Juan Matías De Lucchi. Junio 2012.
- Nº 45 – “Expansión económica y sector externo en la Argentina de los años 2000”. Balance y desafíos hacia el futuro. Fabián Amico, Alejandro Fiorito y María Agustina Zelada. Julio 2012.
- Nº 46 – “Impacto sobre la equidad II. Simulación de los efectos distributivos de cambios en el gasto público y los impuestos. (Argentina, 2010)”. Jorge Gaggero y Darío Rossignolo. Septiembre 2012.
- Nº 47 – “Impacto sobre la equidad III. Fiscalidad y Equidad en la Argentina: un enfoque de equilibrio general”. María Priscila Ramos y Leandro Antonio Serino. Con el asesoramiento de Jorge Gaggero y Darío Rossignolo. Octubre 2012.
- Nº 48 “SECTOR EXTERNO Y POLÍTICA FISCAL EN LOS PAÍSES EN DESARROLLO. LA EXPERIENCIA DE AMÉRICA LATINA ANTE LA CRISIS INTERNACIONAL DE 2008-2009. Martin Abeles, Juan Cuattromo, Pablo Mareso y Fernando Toledo. Marzo 2013.
- Nº 49 “FONDOS BUITRE. EL JUICIO CONTRA ARGENTINA Y LA DIFICULTAD QUE REPRESENTAN EN LA ECONOMÍA MUNDIAL” Romina Kupelian y Maria Sol Rivas. Septiembre 2013.
- Nº 50 “LA UNIDAD Y LA INTEGRACIÓN ECONÓMICA DE AMÉRICA LATINA: SU HISTORIA, EL PRESENTE Y UN ENFOQUE SOBRE UNA OPORTUNIDAD INÉDITA”. Guillermo Wierzba, Jorge Marchini, Romina Kupelian y María Andrea Urturi. Octubre 2013.
- Nº 51 “LA POLÍTICA FISCAL EN EL ENFOQUE DE HAAVELMO Y KALECKI. EL CASO ARGENTINO RECIENTE”. Fabián Amico. Noviembre 2013.
- Nº 52 “LA FUGA DE CAPITALS III. ARGENTINA (2002-2012). MAGNITUDES, EVOLUCIÓN, POLÍTICAS PÚBLICAS Y CUESTIONES FISCALES RELEVANTES. Jorge Gaggero. Magdalena Rua, Alejandro Gaggero. Diciembre 2013.
- Nº 53 “MACROECONOMÍA DE LA DEUDA PÚBLICA. EL DESENDEUDAMIENTO ARGENTINO (2003-2012) Juan Matías De Lucchi. Enero 2014.
- Nº 54 “CRECIMIENTO Y BRECHA DE INFRAESTRUCTURA”. Norberto E. Crovetto, Guillermo Hang, Claudio Casparrino. Febrero 2014.
- Nº 55 “RACIONAMIENTO DE CREDITO EN UN MARCO DE DINERO PASIVO Y REFERENCIA POR LA LIQUIDEZ DE LOS BANCOS” Rodrigo López y Pablo Mareso. Marzo 2014.
- Nº 56 “ CRÉDITO Y COMUNIDAD. DEBATES, ESQUEMAS Y EXPERIENCIAS EN EL CAMPO DE LAS FINANZAS SOLIDARIAS” Ariana Sacroisky y Andrea Urturi. Abril 2014
- Nº 57 “SOSTENIBILIDAD E IMPLICANCIAS DEL DESACOPLE ENTRE EL CENTRO Y LA PERIFERIA EN EL CONTEXTO LATINOAMERICANO” Fabián Amico. Mayo 2014
- Nº58 “FUGA DE CAPITALS IV. ARGENTINA, 2014. LA MANIPULACIÓN DE LOS PRECIOS DE TRANSFERENCIA” Verónica Grondona con la supervisión de Jorge Gaggero.
- Nº 59 “EXCEDENTE Y DESARROLLO INDUSTRIAL EN ARGENTINA: SITUACIÓN Y DESAFÍOS” Autores: Fernando Porta, Juan Santarcangelo y Daniel Scheingart. Julio 2014
- Nº 60 “FUGA DE CAPITALS V. ARGENTINA, 2014. LOS “FACILITADORES” DE LA FUGA”. Autora: Magdalena Rua con la supervisión de Jorge Gaggero. Agosto 2014
- Nº 61 “POLÍTICA MONETARIA, BANCOS PÚBLICOS Y FLUJOS DE CAPITALS EN CHINA. UN MERCADO FINANCIERO LIDERADO POR EL ESTADO” Autor: Juan Matías De Lucchi. Septiembre 2014
- Nº 62 “UNA MIRADA CRITICA AL PARADIGMA DEL MULC” Autor: Estanislao Malic. Octubre 2014
- Nº 63 “LA SOJA EN ARGENTINA (1990-2013): CAMBIOS EN LA CADENA DE VALOR Y NUEVA ARTICULACIÓN DE LOS ACTORES SOCIALES” Autores: Martin Burgos, Ernesto Mattos y Andrea Medina. Noviembre 2014

Nº 64 “Dinámica de la producción industrial y la sustitución de importaciones. Reflexiones históricas y balance del período 2003-2013” Autores: Matías Kulfas, Evelin Goldstein y Martín Burgos. Diciembre 2014

Nº65 “TÓPICOS SOBRE MECARDOS Y BANCA CENTRAL. REDISCUTIENDO LOS DESAFÍOS DE LA POLÍTICA ANTE LA CRISIS GLOBAL” Autor: Juan Matías De Lucchi. Enero 2015

Nº 66 “EL G20 Y LOS DEBATES PENDIENTES” Autores: Parte I: Guillermo Wierzba, con la colaboración de Verónica Grondona. Parte II: Jorge Gaggero, con la colaboración de Fabián Amico y Romina Kupelian. Febrero 2015

Nº67 “LOS SALARIOS REALES EN EL LARGO PLAZO: SURGIMIENTO DE UN NUEVO PISO ESTRUCTURAL DE LAS REMUNERACIONES EN ARGENTINA” Autor: Fabián Amico. Marzo 2015

Nº68 “DEUDA EXTERNA, FUGA DE CAPITALES Y RESTRICCIÓN EXTERNA. DESDE LA ÚLTIMA DICTADURA MILITAR HASTA LA ACTUALIDAD” Autores: Pablo Manzanelli, Mariano Barrera, Andrés Wainer, Leandro Bona. Coordinador: Eduardo Basualdo. Abril 2015.

Nº69 “FLUJO DE CAPITALES HACIA AMÉRICA LATINA EN EL PERÍODO 2003-2013. EL ROL DE LAS AGENCIAS DE RIESGO CREDITICIO” Autores: Estanislao Malic, Pablo Mareso. Mayo 2015